
JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL

1999.
június

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági és kutatási főosztálya
Vezető: Neményi Judit
Kiadja: a Magyar Nemzeti Bank Titkársága
A kiadványt szerkesztette, tördelte és az interneten megjelentette
a Tájékoztatási osztály kiadványi csoportja
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.

A Magyar Nemzeti Bank célja az infláció fenntartható mérséklése, az Európai Unió inflációs szintjének elérése. A kiszámíthatóság, az alacsony inflációs környezettel együttjáró mérsékelt kamatszínvonal elősegíti a gazdaság tartós, gyors növekedését.

Az infláció 1998-ban jelentős mértékben csökkent, a gazdaság gyorsuló növekedése a folyó fizetési mérleg romlásával járt együtt. 1999 első öt hónapjában a kedvező inflációs tendenciák fennmaradása mellett a külső egyensúlyhiány stabilizálódott. A korrekciót a magánszféra keresletének lassuló növekedése okozta, miközben az államháztartás az első negyedévben tovább növelte keresletbővítő hatását. Nem történt elmozdulás egy gyorsabb növekedés esetén is fenntartható külső egyensúlyi pozíciót biztosító gazdasági pálya irányába.

Az infláció ütemének mérséklődése 1999 első negyedévében tovább folytatódott, a fogyasztói árak tizenkét havi növekedésének üteme az 1998. decemberi 10,3 % után az első negyedévben átlagosan 9,5%, májusban pedig 8,9% volt. A fogyasztói árak inflációja 1987 óta idén süllyedt először az egyszámjegyű tartományba.

A Magyar Nemzeti Bank az **infláció alakulását** alapvetően három tényezőre vezeti vissza, amelyeket folyamatosan figyelemmel kísér a monetáris politika alakítása során. A fenntartható inflációcsökkentés szempontjából a gazdaság aggregált **keresleti és kínálati viszonyainak** alakulása az egyik legfontosabb tényező. Továbbá mind az árképzésben, mind a nominális béralakulás meghatározásában jelentős szerepet játszanak az **inflációs várakozások**. A harmadik komponens az **importált infláció**, mely a forint árfolyamváltozásának és a külföldi inflációnak az összege. E tényezők határozzák meg az inflációs folyamat trendjét. Emellett az infláció alakulását egyedi hatások is befolyásolják, mint pl. az árszint egyszeri megváltozását okozó adóváltoztatások, központi érintkezések, kínálati sokkok.

Az inflációs folyamatot meghatározó tényezők közül az *importált infláció*, a **kereslet-kínálat** alakulása, és a monetáris politika szempontjából exogénnek tekinthető *kínálati sokkok* támogatták a belföldi árak dinamikájának mérséklődését az első negyedévben. Az államilag *szabályozott áras* termékkörben azonban az infláció mértékét számottevően meghaladó áremelkedésre került sor, ami közel 1%-kal emelte meg az inflációs rátát. Kedvezőtlenül érintette az infláció alakulását a fogyasztási adók év elejei emelése is. A dezinflációs politika mozgásterét jelentős mértékben korlátozta, hogy az *inflációs várakozások* csak időbeli késéssel alkalmazkodtak az infláció tavalyi – a korábbi prognózisokat jelentősen meghaladó – csökkenéséhez, ami a tervezettnél alacsonyabb államháztartási bevételnövekedésben, és a magas nominális bérkövetelésekben is tükröződött. A kereslet szerkezete és a szolgáltatói kapacitások tavalyi jelentős bővülése miatt az inflációs inerciából fakadó problémák elsősorban a külső egyensúlyi pozíció kedvezőtlenebb alakulásában tükröződtek, és kevésbé érintették az infláció pályáját.

Az importált infláció alakulását három tényező befolyásolja, főbb kereskedelmi partnereink inflációjának változása, a világpiaci árak alakulása és a leértékelési ütem mérséklése. Az év elején még folytatódott a devizában számított importárak csökkenése. Az energiahordozók és nyersanyagok – a világgazdasági konjunktúra lassulásával párhuzamos – deflációja hatására legfontosabb kereskedelmi partnereink inflációja alacsony volt, az ipari termékek körében több országban deflációt figyeltünk meg. Márciusban azonban megtört ez a tendencia, az olajárak növekedésével együtt legfon-

tosabb kereskedelmi partnereinknél is növekedett az infláció, és 1999 végéig várhatóan 1%-kal lesz magasabb ezen országok átlagos árnövekedési üteme. A hazai inflációs folyamatot is befolyásolja az olajárak emelkedése, és a devizában számított importárak várhatóan nagyobb növekedése is árnövelő tényezőként jelentkezik. Ezt a hatást azonban ellensúlyozták a belföldi inflációs folyamatot befolyásoló további tényezők, a belföldi kereslet növekedésének mérséklődése, a szolgáltatói kapacitások bővülése. Összességében a kereskedelmi partnereinkhez viszonyított inflációs differencia 1999. eddig eltelt időszakában tovább csökkent, májusban 7,9%-ot ért el. Az inflációs differencia mérséklődésével párhuzamosan a leértékelési ütem is csökkent, így mérsékelte az importált infláció nagyságát.

Az árfolyam megőrizte nominális horgony szerepét, bár az árfolyam által legjobban fegyelmezett ipari termékek körében az áremelkedés üteme március–áprilisban kismértékben meghaladta a forint éves leértékelődését. Ezt alapvetően az importált infláció emelkedésének tulajdonítjuk, de szerepe lehetett a forint nagyobb árfolyamvolatilitásának is. Az aggregált kereslet és kínálat kedvezőbb alakulását tükrözi, hogy a nominális árfolyampálya által közvetlenül nem befolyásolt piaci szolgáltatói szektorokban az árnövekedés üteme közelebb került az ipari termékekéhez.

Aggregált kereslet-kínálat alakulása szempontjából meghatározó volt, hogy a külföldi kereslet a korábban vártnál lassabban növekedett, és a jövőbeli értékesítési lehetőségekkel kapcsolatban is megnőtt a bizonytalanság. Az exportértékesítési lehetőségek kedvezőtlenebb alakulása a magángazdaság belföldi keresletét is mérsékelte. A belföldi (4,6%) és külföldi (10,7%) kereslet dinamikájának megváltozása a GDP növekedésének mérséklődését eredményezte, amely becsléseink szerint az első negyedévben 3,8%-kal haladta meg az 1998 hasonló időszakában mért GDP reálértékét.

Jövedelemtulajdonosok szerint vizsgálva a magánszféra keresletnövekedésének mérséklődése elsősorban a vállalkozási szektort érintette, a lakossági kereslet a tavalyi évhez hasonló ütemben emelkedett, az államháztartás pedig jelentős többletkeresletet okozott. A jövedelmeknél kisebb ütemben emelkedő lakossági fogyasztás és beruházás eredményeként a külső egyensúlyi pozíció az előző év első negyedévére jellemző szinten alakult. Figyelembe véve, hogy az ország külső egyensúlyi pozíciója 1998 második negyedévtől mutatott számottevő romlást, az 1999. első negyedévi eredményeket a külső egyensúlyi pozíció stabilizálódásaként értékelhetjük. Óvatosságra int azonban, hogy a folyamatokat olyan egyedi tényezők is befolyásolták, amelyekre az év hátralévő részében nem számíthatunk, ezért az első negyedévben bekövetkezett változások alapján nem lehet a gazdasági folyamatok hosszú távú tendenciáinak alakulását előre vetíteni. Azt a következtetést azonban már most is levonhatjuk, hogy az 1998-as év első három negyedéjét jellemző, a gazdaság túlfűtöttsége irányában mutató tendenciák az utolsó két negyedévben mérséklődtek.

A gazdaság pályáját legnagyobb mértékben külkereskedelmi partnereink konjunkturális helyzetének megváltozása befolyásolta. Csökkent az Európai Unió keresletének növekedési üteme, közép- és kelet-európai partnereink többségénél pedig recesszióba fordult a gazdaság. Továbbra is kínálati többlet jellemezte a nyersanyagok és élelmiszerek piacát. Mindezeket túl a koszovói háború és az orosz belpolitikai változások miatt kereskedelmi partnereink jövőbeli konjunktúrájával kapcsolatos bizonytalanság is megnőtt. E kedvezőtlen hatásokat mérsékelte, hogy a nyugat-európai országok gazdasági növekedésének lassulása egyelőre nem érezte hatását a magánfogyasztás alakulásában, azaz a magyar kivitel számára nem vált piacszűkítő tényezővé. Az export 1999. első negyedéves 10,7 százalékos bővülése továbbra is a gazdasági növekedés húzóerejét jelentette.

A konjunkturális változásokra a magángazdaság rugalmasan reagált. A vállalkozói szektorban – a magyar gazdaság történetében korábban nem jellemző módon – a folyó költségek gyorsan alkalmazkodtak a bevételek várható növekedési üteméhez. Az orosz válság kirobbanása utáni készletállomány növekedés a feldolgozóiparban normalizálódott (bár ebben szerepe volt az állami intervenciónak is). A piaci szektorokban a nominális bérnövekedés üteme (15,2%) az infláció gyorsabb csökkenésével párhuzamosan a korábbiaknál nagyobb ütemben mérséklődött, a vártnál kedvezőtlenebb értékesítési lehetőségek miatt azonban a nominális bérnövekedés alacsonyabb szintje is költségoldali inflációs nyomást generálhat. Aggregált szinten tovább nőtt a foglalkoztatás, ami jól jelzi a külön-

böző vállalkozások piaci pozíciójának differenciáltságát. Összességében a vállalati szektor jövedelmezősége aggregált szinten csak kisebb mértékben romlott.

A vállalkozások beruházási keresletének növekedési üteme is mérséklődött. Az előző év első negyedévéhez viszonyítva a nemzetgazdasági beruházások 6,4%-kal emelkedtek, és ezen belül legfeljebb néhány százalékponttal lehetett magasabb a vállalati szektor beruházása, ami jelentős visszaesés az 1998 egészét jellemző 20%-ot meghaladó vállalati beruházás növekedéséhez képest. A nemzetgazdasági felhalmozás tavalyi húzóerejét jelentő feldolgozóipari és anyagi szolgáltató ágazatok beruházásai stagnáltak az előző év hasonló időszakához viszonyítva, a beruházási aktivitás csúcsát jelentő harmadik negyedévhez képest pedig csökkentek. A GDP-növekedés és a külső egyensúly előrejelzése során egyaránt a beruházási dinamika jövőbeli alakulása jelenti a legbizonytalanabb tételt.

A beruházási kereslet alakulását befolyásolja, hogy 1998-ban a felhalmozási kiadások GDP-hez viszonyított súlya megemelkedett, és e magas beruházási szintet a javuló jövedelmezőség ellenére is csak további eladósodással tudták finanszírozni a vállalatok. A folyó bevételek vártnál kisebb növekedése egyes vállalatoknál fizetőképességgel kapcsolatos problémákat okozhat. A kereslet mérséklődése következtében a csökkenő kapacitáskihasználtság szintén mérsékeltebb beruházási aktivitást tesz indokolttá. A beruházások konjunkturális okokból eredő visszaesését részben ellensúlyozhatja a nem konjunktúraérzékeny beruházások növekedése, mint pl. a távközlésben és az energetikai iparban.

A tavalyi év második feléhez viszonyítva mérséklődött a **lakossági fogyasztás** növekedési üteme is. Az év első negyedévében a lakossági jövedelem összességében 3,5-4%-kal emelkedett. Ezen belül azokon a területeken, ahol lassabban tudtak alkalmazkodni az infláció 1998. második félévében bekövetkezett csökkenéséhez, gyorsabb reáljövedelem-növekedést figyelhettünk meg (egyes transzferjövedelmek, közösségi szektor bérei), míg a piaci szektorokban mérsékeltebb volt a (nettó) reáljövedelmek bővülése. Az első negyedévben a lakossági fogyasztás a rendelkezésre álló jövedelemnél kisebb ütemben, de továbbra is erőteljesen emelkedett, becsléseink szerint 3,3%-kal.

A jövedelmeknél kisebb fogyasztási dinamika alapvetően a lakossági beruházások megélénkülésének köszönhető. Az ÁFA-visszaigénylési lehetőség bevezetése miatt 1999-ben a lakossági beruházások felfutására számítunk. Ennek jelei az év elejei kedvezőtlen időjárás ellenére 1999 első negyedévében már mutatkoztak, a lakossági beruházások 10% körüli ütemben emelkedtek. Emellett a jövedelemelosztás változása is eredményezhette a fogyasztási hajlandóság csökkenését. Az új családtámogatási rendszer bevezetése az új támogatások kifizetésének időbeli elcsúszását eredményezte, és az adórendszer változása hátrányosan érintette az alacsony jövedelmű háztartások egy részét. A likviditáskorlátos háztartások keresletének mérséklődése abban is tükröződött, hogy 1999 első három hónapjában a kiskereskedelmi forgalomban a tartós fogyasztási cikkek kereslete esett jobban vissza. Az év egészét tekintve a jövedelembővüléssel arányos fogyasztásnövekedést tartunk valószínűnek.

Az államháztartás 1999 első negyedévében a GDP 2%-át kitevő mértékben növelte a belföldi keresletet az előző év azonos periódusához képest. E romlást részben átmeneti tényezők magyarázzák, részben pedig az infláció és a fogyasztási dinamika mérséklődéséhez köthető. Az alacsonyabb inflációs szint miatti bevételkiesést azonban a kormány a GDP 0,4%-ának megfelelő kiadáscsökkentéssel részben ellensúlyozta. A költségvetési törvényben előírt 4%-os deficitkövetelmény teljesítése biztosítaná, hogy az év hátralévő részében a fiskális politika keresletnövelő hatása mérséklődjék, és így az év egészét tekintve az államháztartásnak nem legyen a makrogazdasági programot meghaladó keresleti hatása.

A tavalyi év látványos beruházási tevékenysége nyomán erőteljesen bővült a **belföldi kínálat**, bővültek a **kapacitások**. Ezzel egyidejűleg az ipari termelés növekedési üteme mérséklődött, így a feldolgozóiparban tapasztalt korábbi magas szintű kapacitáskihasználtság mértéke az utóbbi két negyedévben már csökkenő tendenciát mutatott. Vállalati felmérések szerint esett a kapacitáshiánnyal küszködő vállalatok aránya is. A potenciális munkaerőforrás kihasználtsága ugyanakkor – a tavalyi konjunkturális élénkülés késleltetett hatásaként – fokozódott. A foglalkoztatás 1999 elejei megugrása

nyomán a munkanélküliségi ráta 7% közelébe süllyedt. Noha a korábban messze átlag feletti bérinflációt produkáló kereskedelem nélkül vett szolgáltatások bérdinamikája (16,8%) lényegesen mérséklődött, elsősorban a szellemi munkaerő esetében a szűk keresztmetszetek lehetősége továbbra is fennáll. A *költségvetési* szektorban kiemelkedően nőttek a bérek (21,7%-kal). A költségvetési bérdinamika az év végéig azonban mérséklődni fog, mivel a jelenlegi mutatót torzítja, hogy 1998-ban és 1999-ben nem ugyanakkor történt meg a bérek emelése.

A GDP növekedési ütemétől kevésbé elszakadó belföldi keresletnövekedés, elsősorban a beruházási kereslet mérséklődése, a külső egyensúlyi pozíció stabilizálása irányába hatott. A **folyó fizetési mérleg** az előző év első negyedévéhez hasonlóan alakult, az orosz válság kirobbanása utáni mélyponthoz viszonyítva javulást figyelhetünk meg.

A külső finanszírozási igény úgy alakult ki, hogy a magánszektor megtakarításainak növekedése fedezte az államháztartás nagyobb finanszírozási igényét, amit kiegészített a profitrepatriálás átmeneti csökkenése is. Az év hátralévő részében mind a lakosság, mind a vállalati szektor megtakarításai mérséklődhetnek, a magánszektor finanszírozási igényének növekedését azonban részben ellensúlyozhatja az államháztartás finanszírozási igényének mérséklődése az első negyedévi pozícióhoz képest.

Az átmeneti tényezők hatásán túl a magánszektor egészének finanszírozási igénye nagymértékben függ a konjunkturális helyzettől. Amint az elmúlt két negyedév is megerősíti, a magánszektor kiadásai gyorsan alkalmazkodnak a bevételek változásához, ezért a finanszírozási igény számottevő növekedésére csak a konjunktúrális helyzet gyors javulása esetén kell számítanunk, ami a beruházási keresletet és a bérnövekedésen keresztül a fogyasztói keresletet is megnöveli. Ezzel szemben az államháztartás pozíciója a magánszektoréval ellentétesen alakul, változatlan kiadásokat feltételezve a gyorsabb növekedés növeli az államháztartás bevételeit, és mérsékli a külső finanszírozási szükségletet.

1999 első hónapjaiban a monetáris politika vitelét a nemzetközi tőkepiacok stabilizálódása, a gazdaság 1998-at jellemző túlfűtöttségének mérséklődése határozta meg. Az infláció további csökkenésével egyidejűleg olyan veszélyforrások is jelentkeztek, mint pl. a szabályozott szolgáltatási árak ugrásszerű növekedése, az olajárak gyors emelkedése, melyek az infláció mérséklődésének esetleges lassulását vetítették előre. Ennek megfelelően a jegybank az év eddig eltelt időszakában óvatos, a piaci várakozásoknál csak lassabb mérséklődést megengedő kamatpolitikát folytatott, és az infláció csökkenésével összhangban mérsékelte a forint leértékelési ütemét.

A monetáris kondíciók 1999. évi alakulásában a legfontosabb változást a reálárfolyam-pálya ez évben várható változása okozza. Az infláció ütemének vártnál erőteljesebb csökkenését a kormány és az MNB árfolyamlépései csak időbeli késéssel követték. Így a **reálárfolyam** korábbi években tapasztalt folyamatos felértékelődése 1998 második negyedévében mérséklődött, majd 1998 közepétől leértékelődésbe ment át.

Az 1998 második felére jellemző kedvezőtlen tőkepiaci helyzet stabilizálódása után, az inflációs veszteség elkerülése érdekében a kormány és az MNB 1999 során három alkalommal, 0,1–0,1 százalékponttal csökkenti a leértékelés havi ütemét. E lépések eredményeként az év végére a reálárfolyam a korábbi évekre jellemző felértékelődést mutató pályához közeledik. A forint árfolyamának bejelentett leértékelése az 1998. évi 10,5% után 1999-ben már csak 6,5% lesz.

A leértékelési ütem csökkentésével kapcsolatos óvatosságot indokolta, hogy az inflációs várakozások nem követték az infláció korábban vártnál gyorsabb mérséklődését. A magasabb inflációs várakozások szerint kialakított magasabb bérnövekedés a költségoldali inflációs nyomás felerősödését és a külső egyensúlyi helyzet további romlását eredményezheti. Így az inflációs várakozások ragadósága a dezinflációs folyamat megtorpanását eredményezhette volna. Ennek megelőzése érdekében a gazdaságpolitika megpróbálta az eddigieknél aktívabb módon befolyásolni a várakozások alakulását: két leértékelési ütemcsökkentés egyidejű bejelentésével az eddigieknél sokkal hosszabb távra tette kiszámíthatóvá a gazdaság nominális pályáját.

A csúszó leértékeléses árfolyamrendszerben a forintkamat szintet a bejelentett leértékelési ütem, az árfolyam sávon belül várható elmozdulása, a külföldi kamatok, valamint a megkövetelt kockázati

prémium összege alakítja. A reálkamatok alakulása ezért nagymértékben függ az inflációs differencia és a forint leértékelődésének különbségeként meghatározott reálárfolyam pályájától. A tavalyi reálleértékelődés az év második felében kiugróan magas belföldi reálkamat szintet eredményezett. Az árfolyampálya ideai módosításának hatására a forintreálkamatok is csökkentek, március végére a három hónapos piaci instrumentumokon 6% körüli reálkamat szint alakult ki. Ugyanakkor a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium részben a koszovói háború, részben a makrogazdasági egyensúly alakulásával kapcsolatos bizonytalanság hatására az orosz válságot megelőzőnél magasabb, 500 bázispont körül ingadozó szinten stabilizálódott.

A piaci reálkamatok mérséklése csak lassabban tükröződik a kereskedelmi banki hitelkonstrukciók áralakulásában. A banki kamatok már a korábbi időszakokban is csak lassabban követték a piaci kamatok alakulását. Ugyanakkor a betéti és hitelkamatok közötti rés is megnőtt valamelyest, ami összefüggésben állhat a kereskedelmi bankok hitelportfóliójának romlásával.

A pénz- és tőkepiacok hosszabb távú kamatvárakozásai bár jelentősen ingadoztak, nem változtak az előző év végéhez képest. Bár a brazil válság lezárulása után a piaci szereplők kedvezően módosították a jövőbeli kamatpályára vonatkozó elképzeléseiket, a makrogazdasági egyensúlyi helyzet borúlátóbb megítélése és a koszovói konfliktus hosszabb lejáratokon is kamatemelkedést indukált. Ebben az időszakban nemcsak a forint jövőbeli árfolyamával, hanem a jövőbeli kamatpályával kapcsolatos bizonytalanság is megnőtt.

Az elmúlt egy év érdekes fejleménye, hogy míg a pénz- és tőkepiaci szereplők forintinstrumentumok iránti kereslete jelentősen ingadozott, a belföldi reálgazdasági szereplők tovább növelték vagyoniukon belül a forintban denominált eszközök súlyát. A szűkebb és szélesebb monetáris aggregátumok is a nominális GDP-t meghaladó mértékben emelkedtek. A szűkebb M1 aggregátum reálértéke 7%-kal, a tágabb M3 aggregátum reálértéke pedig 8,1%-kal haladta meg az 1998 első negyedévében mért értéket.

A pénzkereslet *nem szándékolt* növekedésének a magasabb lakossági költekezésemellett keresztül hosszabb távon inflációs hatása lehet, közvetlenül, vagy közvetve a külső egyensúlyi pozíció romlása miatt. Ezért a monetáris politika figyelemmel kíséri ezen aggregátumok alakulását. Eddigi vizsgálataink azt mutatják, hogy a pénztartás növekedésében a *szándékolt* komponenseknek van döntő szerepük.

A szűkebb aggregátumok növekedését indokolja, hogy az infláció mérséklődésével csökkent a pénztartás használandozata, így a háztartások kevesebb energiát fordítanak pénzkészleteik szintjének optimalizálására. Emellett intézményi tényezők is szerepet játszottak, az automatából történő készpénzfelvételi díj bevezetése átlagosan nagyobb készpénzállományt eredményez. A szélesebb aggregátumok növekedéséhez egy vagyonátrendező hatása is hozzájárult. A részvénybefektetések várható hozamának nagyobb bizonytalansága és a banki eszközökre kínált magasabb reálkamat hatására a háztartások elfordultak a nem banki befektetésektől. A monetáris aggregátumok keresletét ez a portfólióátrendező hatása is megemelte.

A vállalatok összes hitelkeresletét nem befolyásolta jelentős mértékben a gazdasági növekedés lassulása és az elmúlt időszakot jellemző magasabb reálkamat szint. A hitelek szerkezetében azonban elmozdulás történt. A hitelfelvétel összetételében eltolódás figyelhető meg a külföldi hitelfelvétel irányába, ami azzal magyarázható, hogy a vállalati szféra tekintélyes része várható exportbevételei révén természetes fedezeti pozícióban van a forinthitelkamatokban benne foglalt árfolyamkockázattal szemben.

A hitelállomány változatlanul magas ütemű növekedése esetleg összefüggésben állhatna azzal is, hogy a beruházási hitelkereslet mérséklődésével párhuzamosan a megváltozott értékesítési lehetőségek miatt pénzügyi nehézségekkel szembesülő vállalkozásoknak nőtt a forgóeszközök finanszírozó hitelkereslete. Ekkor azonban a hitelkeresletnek a rövid lejáratok irányába kellene átrendeződnie. A hitelek összetétele éppen ellentétesen alakult, a hosszabb lejáratok további dinamikus bővülése mellett a forgóeszközök banki finanszírozásának növekedése mérséklődött. A vállalatok forrásigénye szempontjából tehát nem látunk a beruházási kereslet számottevő lassulására mutató jeleket.

Főbb makrogazdasági mutatók	1997				1998				1999
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
<i>Növekedési ütem (változtatlan áron)</i>									
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>									
GDP*	2,2	4,5	5,5	5,5	4,5	5,1	5,6	5,2	3,8
ebből: belföldi felhasználás	3,9	4,4	3,5	5,2	3,6	9,0	11,1	8,3	4,6
– végső fogyasztás	0,0	2,8	2,7	3,3	2,8	3,8	4,1	5,7	3,5
= lakossági fogyasztás	-0,8	2,4	2,2	2,7	2,8	4,1	4,4	6,1	3,3
– felhalmozás	22,0	9,8	5,6	8,7	6,7	26,1	30,5	13,0	8,6
= állóeszköz-felhalmozás	4,4	14,6	14,3	5,3	7,0	12,7	18,1	8,2	6,4
export (GDP)	19,0	24,5	28,8	27,5	29,0	17,6	12,5	9,5	10,7
import (GDP)	22,6	24,4	24,5	25,4	25,1	25,5	24,5	16,1	11,8
Reáллеfektív árfolyamindex**									
Termelői ár alapon	-8,2	-5,5	-4,6	-2,0	0,6	2,4	5,2	7,1	5,3
Fajlagos munkaköltség alapú (hozzáadott érték alapon)	-1,5	-2,0	-0,2	-0,4	2,3	6,1	9,2	9,0	6,0
Fajlagos munkaköltség alapú (bruttó kibocsátás alapon)	1,3	2,1	4,3	3,2	5,5	7,7	10,3	10,8	7,5
Hiány	<i>GDP százalékában</i>								
Államháztartás egyenlege (pénzforgalmi szemléletben)***	-5,3	-3,8	-6,0	-4,2	-7,8	-2,9	-4,0	-4,7	-11,9
Államháztartás elsődleges egyenlege***	4,5	3,3	1,2	3,4	1,9	1,6	2,3	0,6	-1,5
<i>Milliárd dollár</i>									
Folyó fizetési mérleg	-0,5	-0,3	0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-1,0	-0,6
Külföldi működőtőke-befektetés (nettó)	0,5	0,3	0,3	0,6	0,3	0,5	0,2	0,4	0,3
Megtakarítási ráta [†] (%)	8,4	9,1	10,7	12,6	8,8	11,6	11,7	10,2	9,4
Munkanélküliségi ráta ^{††} (%)	9,3	9,1	8,7	8,3	8,0	7,9	7,7	7,5	7,1
Egy főre jutó bruttó átlagkereset ^{†††} (előző év azonos időszaka = 100 %)	25,7	21,4	21,2	21,1	21,2	19,2	18,1	15,5	16,8
Egy főre jutó nettó átlagkereset reálértéken ^{†††} (előző év azonos időszaka = 100 %)	6,4	4,7	4,2	5,0	3,2	3,3	4,2	4,2	3,1

* MNB-becslések.
** A pozitív számok reáллеfektívértékelést jelentenek; 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 lakossági jövedelem százalékában. (A nettó pénzmegtakarítások 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, szezonálisan igazított adatok.
††† KSH adatok. A költségvetési szerveknél és 1998-ig a 10 főnél, 1999-től pedig az 5 főnél többet foglalkoztató vállalkozásoknál a teljes munkaidőben foglalkoztatottak átlagkeresete. Az 1999-es adatok így a korábbiakkal csak korlátozott mértékben hasonlíthatók össze.

Főbb monetáris mutatók

Főbb monetáris mutatók	1996				1997				1998
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>									
Infláció, fogyasztói árindex	18,8	18,7	18,0	18,4	16,4	14,2	12,5	10,3	9,3
Infláció, termelői árindex	21,8	19,4	19,7	19,5	13,5	11,6	10,4	7,1	4,9
Forint középárfolyamának leértékelése	15,7	15,3	14,7	14,0	12,9	12,2	11,4	10,3	9,4
<i>Monetáris aggregátumok reálnövekedése*</i>									
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>									
M0	-0,2	0,3	0,9	-2,5	1,8	3,2	3,7	6,1	1,1
M1	1,7	0,4	1,3	3,8	6,7	9,1	8,0	6,9	7,1
M3	-0,2	-1,0	0,0	1,0	2,3	4,0	4,6	4,4	8,0
M4	6,8	6,4	7,1	7,0	9,3	9,1	9,1	9,0	9,8
<i>Pénzügyi hitelek állományának reálnövekedése*</i>									
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>									
Vállalati külföld+belföld	5,5	7,4	9,5	6,7	8,2	8,5	9,1	13,3	17,9
Vállalati belföldi	19,2	24,1	23,1	17,0	14,2	15,1	15,2	9,7	11,3
Lakossági	-23,8	-20,5	-14,7	-13,2	-11,4	-2,4	2,4	0,1	10,7
<i>Kamatok (%)**</i>									
Passzív repó/depo 1 hónapos*	21,5	20,75	20,25	19,75	18,875	18,0	18,0	16,75	16,0
3 hónapos diszkont kincstárjegy	20,76	20,02	19,41	19,28	18,8	17,34	19,27	16,21	15,62
12 hónapos diszkont kincstárjegy	20,07	19,77	19,67	19,01	19,13	17,33	17,4	16,08	15,58
3 éves államkötvény	16,73	17,42	18,08	17,97	18,36	16,56	16,23	14,8	13,25
BUX	5414	6795	7693	7999	8656	7806	4571	6308	5490
Kamatprémium (bsp)**	376	338	257	459	363	363	674	533	530
<i>Konverziós forintkereslet</i>									
Konverzió, millió USD	471	799	1816	330	2448	929	-2307	-208	358
Hitelintézetek nettó külföldi forrásbevonása,*** millió USD	-182	151	76	-115	452	-8	-632	-155	79
Vállalati szektor nettó hitelfelvétele, * millió USD	-60	5	210	215	-56	87	128	431	-117

* 1999. január 8-tól a passzív betéti konstrukció lejáratát 1 hónapról 2 hétre csökkentették.
** Kamatprémium: a 3 hónapos diszkont kincstárjegy befektetések többelhozama a leértékelési ütem és a külföldi kamatok felett. Az aktuális leértékelési ütemet változásának hivatalosan bejelentésekor módosítottuk.
*** Privatizációnak minősülő bevételek nélkül.
† Tulajdonosi hitelekkel együtt.

I. Az infláció alakulása

Az éves inflációs ráta 1999 májusában 8,9% volt, ami az 1998. decemberi rátánál közel 1,5 százalékponttal alacsonyabb. Az első negyedéves átlagos árszínvonal növekedése 9,5% volt, tehát az 1998. utolsó negyedévi 11,3%-hoz képest jelentősen mérséklődött. 1987 után most 1999-ben vált ismét egyszámjegyűvé a fogyasztói infláció.

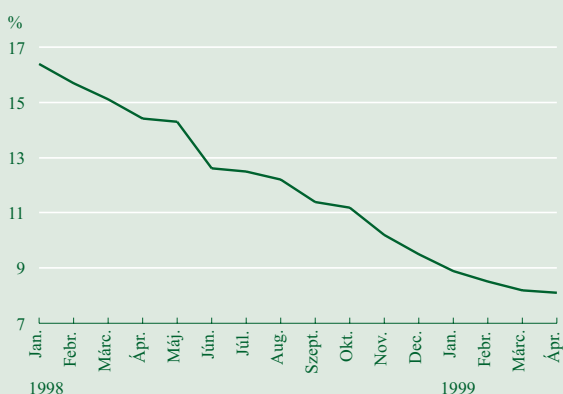
1999 első hónapjaiban legfontosabb kereskedelmi partnereinknél az infláció üteme tovább mérséklődött, így az importált infláció csökkenésén keresztül a hazai áralakulásra is kedvezően hatott. Az év első két hónapjában a nyersanyagok és energiahordozók világpiaci árának alakulása is támogatta a hazai deflációs folyamatot, így a fogyasztói kosárban nagy súllyal szereplő élelmiszerek és benzin árnövekedése lényegesen kisebb volt, mint az inflációs folyamat trendjét tükröző maginflációé. A nyersolaj árának márciusban megindult áremelkedése a hazai üzemanyagárakban megjelent. Az alapanyagárak változása azonban főbb kereskedelmi partnereink inflációját is hasonló módon befolyásolta. Az európai régióhoz viszonyítva az inflációs szintek konvergenciája tovább folytatódott, jelenleg a magyar infláció szintje 7,9%-kal magasabb, mint az euró régióban (decemberben a különbség még 9,5% volt).

Az inflációs differencia mérséklődésével összhangban a kormány a Magyar Nemzeti Bankkal egyetértésben – szem előtt tartva a makrogazdasági mutatókat és a pénzpiaci fejleményeket – január 1-i hatállyal 0,6%-ra csökkentette a forint havi csúszó leértékelésének mértékét, és további 0,1–0,1 százalékpontos ütemcsökkenést jelentett be július és október 1-jétől. Áprilisban a forint egy éves leértékelődése 9%-ra mérséklődött, az év végére a leértékelődés 6,5%-ra csökken.

1999 első negyedévében a belföldi kereslet és a GDP növekedési üteme közötti rés összeszűkült. Legnagyobb mértékben a tartós fogyasztási cikkek és a beruházási javak keresletének dinamikája mérséklődött, így a változás elsősorban a külső egyensúlyi pozíció mérsékelt romlásában tükröződött. A piaci szolgáltatások esetében – melyeket közvetlenül nem fegyelmez a nominális árfolyam, az átlagnál magasabb (12,0%-os) áremelkedést tapasztaltunk. De az elmúlt évben belépő új kapacitások következtében e termékcsoport árnövekedési különbsége a külkereskedelemmel közvetlenül versengő termékekhez képest csökkent.

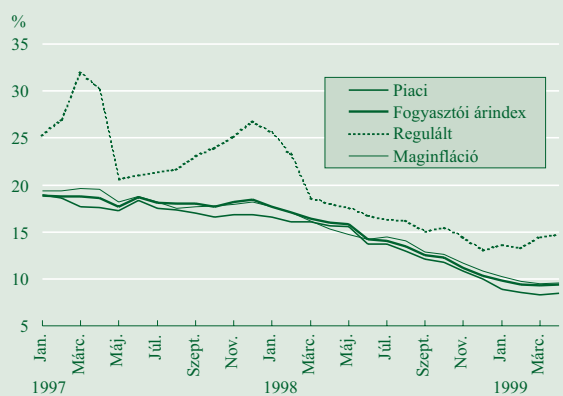
¹ Az MNB júliustól kezdve egy újfajta maginflációs mutatóval méri az árak emelkedését. Ez a mutató a fogyasztói árindexet megtisztítja az idegenjellelű élelmiszerek (tojás, burgonya, zöldségek, gyümölcsök), a szilárd és cseppfolyós fűtőanyagok (szén, brikett, koks, tűzifa, tüzelőolaj), valamint a járműüzemanyag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

Inflációs különbség az euróregióhoz képest*



* Az euróregió inflációját az erre a régióra az Eurostat által közölt harmonizált fogyasztói árindex segítségével mérjük.

A fogyasztói árindex piaci és szabályozott komponensének alakulása*



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

Az árnövekedés üteme az előző év azonos hónapjához viszonyítva

	Súly a fogyasztói árindexben	1997. dec.	1998. dec.	1999. máj.
Fogyasztói árindex	100,0	18,4	10,3	8,9
Ipari termékek élelmiszer és benzin nélkül	30,4	14,2	11,3	10,5
Benzin	5,0	14,7	5,1	16,3
Szabadáras háztartási energia	1,7	14,7	6,4	9,4
Élelmiszerek	2,7	19,7	5,1	-1,0
Szabályozott árak	17,6	27,3	13,4	14,9
Piaci szolgáltatások	22,6	17,9	13,9	12,0
Maginfláció ¹	91,2	18,2	10,8	9,0
Nomináleffektív árfolyam leértékelődése	-	11,2	13,9	8,2
A forint bejelentett nominális leértékelése	-	13,9	10,4	8,9

Az árnövekedés üteme az előző év azonos hónapjához viszonyítva az 1999-ben bevezetett új csoportosításnak megfelelően

	1998. december régí súllyal	1998. december új súllyal	1999. május régí súllyal	1999. május új súllyal
Fogyasztói árindex	10,3		8,9	
Ipari termékek élelmiszer és benzin nélkül	11,3	10,9	10,6	10,4
Benzin	5,1	5,1	16,3	13,9
Szabadáras háztartási energia	–	6,4	–	9,8
Élelmiszerek	6,1	5,2	–0,6	–0,9
Szabályozott árak	13,0	13,4	14,8	14,9
Piaci szolgáltatások	15,0	13,9	12,6	12,6
Maginfláció	10,8	–	9,0	–

Az aggregált keresletre gyakorolt hatásán túl a kormányzat a szabályozott árú termékeken és szolgáltatásokon keresztül közvetlenül is befolyásolja a fogyasztói árindex alakulását. Bár a szabályozott árak növekedése 1995 óta folyamatosan felülmúlta a piaci infláció mértékét, új jelenség, hogy a fogyasztói kosár közel 9%-át kitevő szabályozott áras körbe tartozó szolgáltatások (pl. telefon, postai szolgáltatások, TV előfizetési díja) árnövekedése meghaladta az elmúlt évi mértéket, ami *0,9%-kal magasabb inflációs szintet eredményezett* (ezen a körön kívül az átlagos árnövekedés 8,5% volt). A regulált energiahordozók árának növekedése a világpiacon mélypont ellenére átlagos volt, mert a tavalyi év közbeni érintkezések áthúzódó hatását meg tartalmazza.

A most közölt tábla több ponton eltér a korábbi kiadványunkban lévőtől. A fogyasztói árindex részletes adatait felhasználva a – véleményünk szerint – közgazdaságilag jobban elemezhető, az egyes terméktípusokban az ártendenciákat hűbben követhető aggregálást vezettünk be.

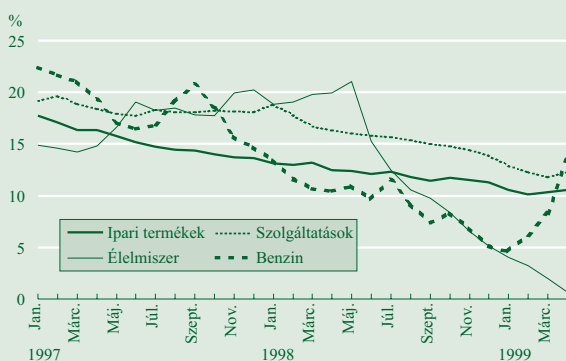
Az eltérések összetevői az alábbiak:

- A súlyok változása részben abból adódik, hogy az új év kezdetén a KSH – mint minden évben – a lakosság fogyasztási szokásaiban történt változásokat leképezve új súlyokat alkalmaz, részben pedig az általunk végrehajtott új csoportképzés következménye.
- A KSH által publikált fogyasztói árstatisztikában az élelmiszerek című csoportban szerepelnek az étkezési szolgáltatások is (pl. éttermi étkezés, iskolai étkeztetés, büféáru stb.). Az aggregálás során ezeket az élelmiszerek termékcsoportjából kivettük, és áthelyeztük a piaci szolgáltatásokhoz (ennek súlya a CPI-ben 3,1%).
- Az energiahordozók három csoportban találhatók. A benzin, mint járműüzemanyag továbbra is önálló tételként szerepel. A regulált háztartási energia most is a szabályozott áras termékek és szolgáltatások része. Változás történt abban, hogy a szabadáras háztartási energia külön kategóriába került, jelezve, hogy tradeable termékkörrel van ugyan szó, de itt nem az árfolyam nominális horgony szerepe érvényesül, hanem az energia világpiacon és közvetve a hazai regulált áras energiahordozók áralakulása az irányadó.
- Az újság-, folyóirat-, könyv- és tankönyvkategóriákat az ipari termékek közül a szolgáltatási csoportba soroltuk át, mivel ezek nemzetközi kereskedelemben nem vesznek részt, így piaci pozíciójuk közelebb áll a szolgáltatásokéhoz, mint a nemzetközi versenynek kitett ipari termékekéhez.

Az eltérések jobb szemléltetése érdekében a fenti táblában bemutatjuk korábbi táblázatunkat felrészítve az ideai adatokkal. Az utolsó oszlop pedig az 1998-as súlyok új szerkezetnek megfelelő értékeit tartalmazza.

A költségoldali inflációs nyomás az elmúlt évi folyamatok folytatásaként továbbra is mérsékelt volt. Ehhez hozzájárult az *élelmiszer világpiacon árának jelentős mérséklődése, a különböző nyersanyagok árának változatlanúsága/mérsékelt növekedése is*. Az első négy hónapban a bruttó átlagkeresetek *a versenyszférában 15,3%-kal emelkedtek*. A bérszámla – a növekvő létszám és a csökkenő bérjárulékok eredőjeként – ennél kisebb mértékben

A nem szabályozott árak alakulása*



* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

nőtt, míg tavaly 21%-kal emelkedtek a foglalkoztatás költségei. Figyelembe véve a vállalatok értékesítési lehetőségeinek vártnál kedvezőtlenebb alakulását és a kőolajárak számottevő emelkedését, a bérköltség-dinamika mérséklődése ellenére fennáll a költséginflációs nyomás felerősödésének veszélye.

1. Az importált infláció

1998-ban a világgazdasági árak jelentős csökkenésének lényeges szerepe volt legfontosabb kereskedelmi partnereink inflációjának mérséklődésében. 1999 első negyedévében a világgazdaság lassú növekedése következtében az energiahordozók és az energiahordozókon kívüli nyersanyagok árai egyaránt tovább csökkentek.

Az árcsökkenési tendencia az év hátralevő részében várhatóan nem folytatódik. Az olajárak az I. negyedévi sokéves mélypontot követően a márciusi kínálatkorlátozó megállapodás, valamint az ázsiai válságrégió javuló kilátásai és a feltételezett nyugat-európai élénkülés hatására magasabb szinten stabilizálódnak. A továbbiakban az energiahordozók nélküli nyersanyagok esetében is az árak stabilizálódása, míg a feldolgozott termékek árának kismértékű emelkedése várható.

Az euro régióban az 1998. végi 0,8%-os fogyasztóiár-infláció 1999 áprilisára 1,1%-ra nőtt. Az elsősorban a világgazdasági árak hatására bekövetkező további kismértékű növekedés ellenére az Európai Központi Bank 0–2%-os céltartományán belül marad, az év végére feltehetően 1,5%-ra emelkedik a fogyasztói árindex.

A lassan növekvő országokban (Németország és Olaszország) kicsi a kockázata annak, hogy a belátható jövőben 2% fölé emelkedik az infláció. Az üzleti ciklusban előrébb tartó országokban (Spanyolország, Portugália, Írország és Hollandia) azonban a fogyasztói árak növekedése már az I. negyedév végén elérte vagy átlépte a céltartomány felső határát. Franciaországban a kedvező konjunktúra alakulás ellenére nem jelentkezett számottevő inflációs nyomás.

A továbbra is gyorsan (az I. negyedévben 4,1%-kal) növekvő amerikai gazdaságban március végéig nem volt jele az infláció feléledésének. A későbbiekben azonban a kedvező külső feltételek módosulása és a termelési tényezők magas fokú kihasználtsága következtében is erősödhet az inflációs nyomás, aminek valószínűségét növeli az áprilisi és májusi infláció magas szintje is. A továbbra is recesszióban levő japán gazdaságban az 1998. második félévi tendenciát folytatva tovább csökkentek a fogyasztói árak.

Mindezek hatására az importált infláció 1999 első negyedévében is csökkenést mutatott. Az import-egységértékindex 4,3%-os növekedése jelentősen elmaradt mind a nominálegatív árfolyamindex változásától, mind a valutakosárral szembeni leértékelés ütemétől. Az import-egységértékindex 1999. első negyedévi számottevő csökkenése az olajárak alacsony szintjével, illetve a kelet-közép európai országokból érkező alacsony árú importtal is magyarázható, a kelet-közép európai országokból származó importtermékek átlagára az első negyedévben 7,2%-kal csökkent. A fejlett országokból származó import ára 6,8%-kal emelkedett.

Világpiaci árváltozások 1997–1999-ben*

	1997	1998	1999 I. n. év
Világpiaci árak dollárban			
Élelmiszer	-5,3	-13,7	-17,2
Olaj	-28,1	-29,4	-4,7
Alapanyagok energiahordozók nélkül	-6,5	-13,7	-12,6

Forrás: IMF IFS.

* Világpiaci árak dollárban, időszak végi változások.

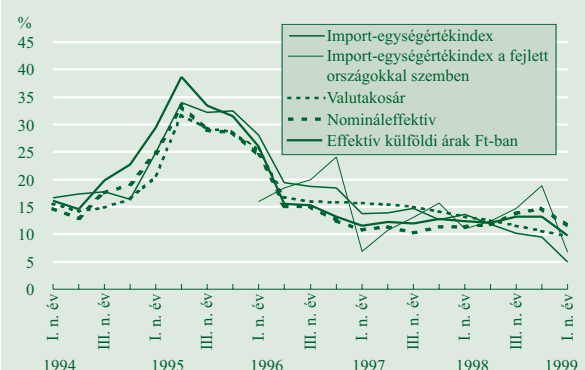
Nemzetközi inflációs adatok, 1997–1999*

	1997		1998		1999. I. negyedév	
	termelői	fogyasztói	termelői	fogyasztói	termelői	fogyasztói
	árak változása		árak változása		árak változása	
Egyesült Államok	-0,6	1,8	-3,2	1,6	0,5	1,7
Japán	1,3	2,1	-2,0	0,6	-2,1	-0,1
Németország	1,0	1,9	-1,2	0,5	..	0,6
Csehország	5,7	10,0	2,2	6,8	0,8	2,5
Lengyelország	11,5	13,2	5,8	8,6	..	6,2
Magyarország	19,5	18,4	7,9	10,3	4,9	9,5
OECD összesen	2,7	4,3	0,7	2,0	0,1	1,8
EU-11	-2,5	0,8	-2,3	1,0
EU-15	1,4	2,1	-1,7	1,4	-1,8	1,1
G-7	0,3	1,9	-0,9	1,3	-0,7	1,1

Forrás: OECD Main Economic Indicators, 1999 May

* Az időszak végén.

Az importárak és különböző árfolyammutatók alakulása



Az import-egységértékindeknél megfigyelt jelenségekkel ellentétben az összetételhatásokat és az országcsoportos szerkezet megváltozását nem tükröző effektív külföldi árakból² és a nomináleffektív árfolyamból számított importált inflációs mutató viszont továbbra is a nomináleffektív árfolyamindex, illetve a valutakosárral szembeni leértékelés mértékéhez hasonlóan alakult. Az effektív külföldi árak forintban számított értéke 1999 első negyedévében 9,8%-kal emelkedett 1998 első negyedévéhez képest, ami meghaladta a hazai infláció mértékét.

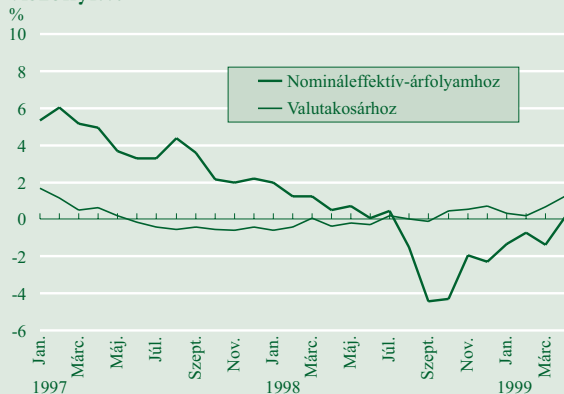
2. A fogyasztói árak változásának összetevői

A monetáris politika közbülső céljának választott nominális árfolyam előre bejelentett fokozatosan mérséklődő üteme nemcsak a várankozások alakításában játszik fontos szerepet, de a belföldi áraknak a kereskedelmi partnereink inflációjához való konvergenciát is biztosítja. Az árfolyampálya árnövekedést fegyvelmező hatása a különböző termékcsoporthoz tartozó mértékben érvényesül, attól függően, hogy milyen mértékben kell az adott termék piacán a külkereskedelem versenyével számolni.

Az árfolyampálya a külkereskedelmi forgalomban részt vevő – az egyszerűség kedvéért **ipari termékeknek** nevezett – cikkek árát közvetlenül befolyásolja. Az árfolyamrendszer árnövekedést fegyvelmező erejét tükrözi, hogy az elmúlt két évben az ipari termékek ára követte a nominális árfolyamot.

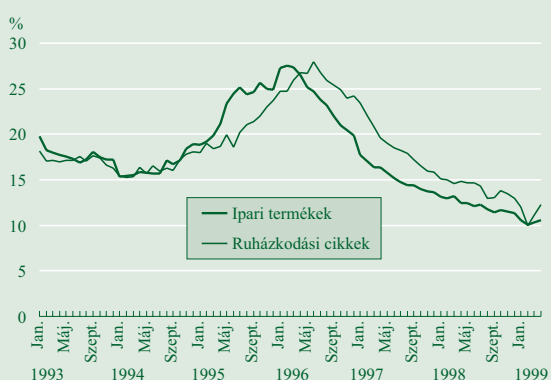
Ebben a termékkörben 2 százalékpontos volt az infláció ütemének mérséklődése, és kissé meghaladta a forint leértékelődésének mértékét. Az árfolyampályától való eltérés áprilisban szokatlan mértékben megugrott, ami a ruházati cikkek viszonylag magasabb árnövekedéséből adódott. Amint a grafikon is mutatja, a ruházati termékek árnövekedése az elmúlt két évben folyamatosan meghaladta a többi ipari termék árnövekedésének átlagos mértékét. Ezt a jelenséget részben a minőségi változás mérésének nehézségeivel magyarázhatjuk. Ezen kívül a ruházati termékek áralakulását az is befolyásolta, hogy ebben a cikkcsoportban a szezonális változásokban van. Jól mutatja ezt, hogy az éves árnövekedési ütemek az idősor végén korábban nem tapasztalt módon volatilisabbá váltak. Így a mutatók hol alul, hol felül becslik az árnövekedés trendjének alakulását, áprilisban ez a tényező kb. 0,5%-kal magasabb árnövekedési ütemet eredményezett. A múlt évvel ellentétben a **benzin** ára a január–áprilisi időszakban jelentősebben emelkedett. Ennek okai januárban az alkalmazott adóvalorizáció, márciusban és áprilisban a világpiaci árhatások voltak. A nyersolaj világpiaci ára márciustól gyors ütemben kezdett emelkedni, bár akkor még nem érte el az egy évvel korábbi szintet. Májusra viszont a nyersolaj és a benzin ára is már 40%-kal volt magasabb, mint az év elején. Mivel a hazai benzin fogyasztói árban az adótartalom magas, az alapanyag ára csak a teljes ár kb. 1/6-át teszi ki, a világpiaci áralakulás követése megtörtént azáltal, hogy a benzin 15 forinttal drágult.³ Középtávú előrejelzések a kőolaj árának 15 USD/barrel körüli stabilizálódását valószínűsítik, de rövid távon azonban erős volatilitás sem kizárt.

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



* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

A ruházati cikkek és az ipari termékek árának éves növekedése



² Az effektív külföldi árakat a nomináleffektív árfolyamindex súlyrendszere segítségével a külföldi termelői árak átlagolásával határoztuk meg.

³ Márciustól május 25-ig.

Az inflációs ütem csökkenésében döntően a fogyasztói kosár 24%-át kitevő **élelmiszerárak** alakulása játszott szerepet. A mezőgazdasági termékek ára körülbelül 10%-kal csökkent egy év alatt, a feldolgozott élelmiszer-ipari cikkek árváltozása az 1998. decemberi értéknek alig több mint harmada, 3% volt.

A szabályozott áras termékek és szolgáltatások a fogyasztói kosárban jelentős, 17,7%-os részt képviselnek. Ezek körében nem a kereslet-kínálat szabályozza az árakat, hanem más, elsősorban költségalapú megfontolások érvényesülnek az árak alakításában.

A **szabályozott áras termékek** – ide tartozik a háztartási energia, valamint a gyógyszerek – árnövekedése a múlt év végi szinthez (12,2%) képest tovább csökkent, 10,4% volt. Ezen belül a gyógyszerárak emelkedése korábban a kormány szándékai szerinti mértéknél lényegesen nagyobb, 13% volt, míg az energia áralakulása átlagos. A szabályozott áras termékek árnövekedése az elmúlt év végéhez képest növekvő mértékben haladta meg a leértékelési ütemet

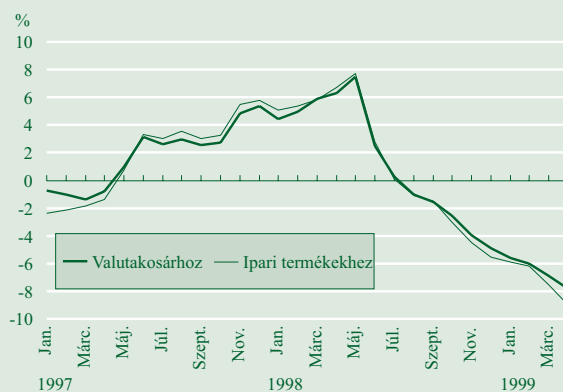
Az energiaszektorban az árszabályozás ma már szoros együttmozgást eredményez a nominális árfolyammal. A korábbi negyedéves periódus helyett ez évtől évente történik az árfelülvizsgálat. Idén januárban csak a villamos energia ára emelkedett. Ez is differenciáltan történt, a lakosság részére nagyobb mértékben, míg a nagyfogyasztók számára kevésbé. Ez jobban tükrözi a ráfordításokat, ugyanakkor a többi termék előállításánál kisebb költségnövekedést okoz. A világpiacon emelkedése az árszabályozási metodika miatt nem jelentkezett a hazai földgáz- és villamosenergia-árakban. A tavaly megállapított importár magasabb volt a ténylegesnél, az elmúlt évi energiaárak mélyrepülése után a hazai energiaárakban elegendő „tartalék” van a mostani áremelkedés által okozott költségtöbblet kigazdálkodására. Az első negyedévben az energiahordozók importára még mindig kb. 17%-kal maradt el az egy évvel korábbi szinttől. A termelői és a fogyasztói energiaár további differenciálódását fogja eredményezni az idei évre tervezett tarifareform.

A **szabályozott áras szolgáltatásoknak** két fő területe van. Az egyik az önkormányzati körbe tartozó lakás, lakhatáshoz kapcsolódó szolgáltatások és a tömegközlekedés. Ezeknek a díjaknak az emelkedése elmaradt ugyan a tavalyi mértéktől, de még mindig 5–6 százalékponttal magasabb volt, mint az átlagos infláció. Valószínűleg az ármegállapításkor olyan költségelemek is elismerésre kerülnek, amelyeket a hatékonyság kellő növelésével mérsékelni lehetne. A TV előfizetési díja az elmúlt két évben változatlan volt, ez évben viszont egy nagyobb áremelést hajtottak végre, januártól 20%-kal kerül többre (a fogyasztói árindex nem tartalmazza a kábeltelevíziózás havi díjának változását).

Az árszabályozás másik fontos területe a piaci erőfölénnyel rendelkező cégek áralakításának kontrollja. E területeken a szabályozó hatóság feladata megakadályozni a piaci erőfölénnyel való visszaélést és hatékony működésre ösztönözni e vállalkozásokat. Ez azonban sem tavaly, sem idén nem működött kielégítően. A nagyobb áremelések és a hatékonyság együtt magas profitot eredményeztek, amiből az alkalmazottak is részesedtek az átlagnál jóval nagyobb béremelések révén. Egyes területeken a lakosságot érintő szolgáltatások díjának emelkedése a tavalyi mértéket is meghaladta.

1999-ben az egyik legjelentősebb inflációnövelő tényező a szabályozott áras szolgáltatások áralakulása lesz.

Az élelmiszerek relatív árszínvonalá*



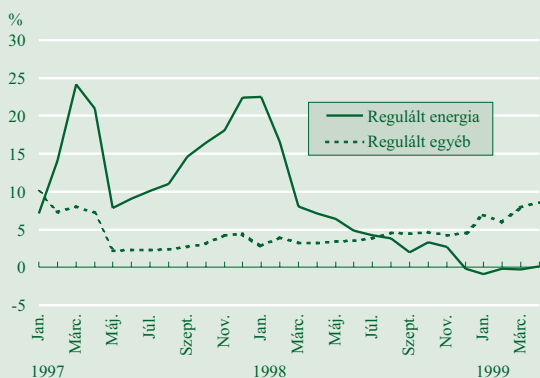
* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

A szabályozott áras termékek éves árnövekedése a forint leértékeléséhez és a külkereskedelmi forgalomba kerülő ipari termékekhez viszonyítva*



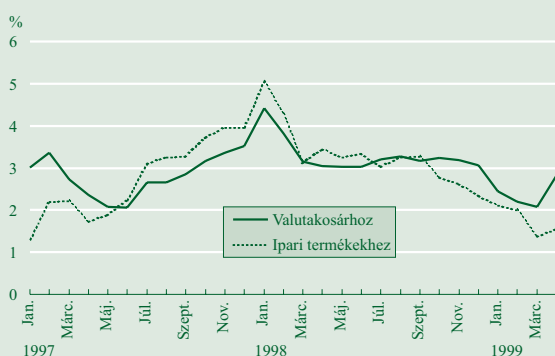
* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

A szabályozott áras energia és a szabályozott áras szolgáltatások és 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.

A távbeszélő tarifarendszer „price cap” elven működő árszabályozás, ami szerint 1999-re 10,5 % volt az áremelési lehetőség maximuma.⁴ Ugyanakkor a lakosság számára a telefonszolgáltatás az idén 26%-kal kerül többre, mint egy évvel korábban. Ez az áremelési mérték magasabb az elmúlt évi 22%-nál is.

Például az előfizetési díjat 10%-kal megemelték, de a korábban ebben benne foglalt 20 impulzus kedvezményt megszüntették, így a valóságos díjemelés 36% lett. A hívásfelépítési (kapcsolási) díj új eleme a telefontarifáknak, ott alkalmazzák, ahol az impulzusdíjról visszatértek a percdíjas elszámolásra.

Az ilyen mértékű differenciálásra a törvény betűje lehetőséget adott, az árszabályozó hatóság pedig elfogadta ezt a törekvést.

A fogyasztás 20,9%-át teszik ki azok a **piaci szolgáltatások**, amelyek nem vesznek részt a nemzetközi kereskedelemben. Az ipari termékek és a piaci szolgáltatások árnövekedési dinamikájának különbségére az eltérő termelékenység alakulás miatt hosszabb távon is számítunk. Az inflációs folyamat szempontjából azonban kedvező, hogy a külkereskedelmi forgalomba kerülő áruk és a piaci szolgáltatások árnövekedési üteme közötti különbség az elmúlt évhez képest mérséklődött, 2–3% körül alakult.

⁴ Ez abból adódik, hogy a törvény szerint az áremelés maximuma az előző év szeptemberi éves inflációs mérték (ez 1998-ban 112,5% volt) csökkentve 2%-os hatékonysági követelménnyel.

II. Monetáris folyamatok

1. A monetáris kondíciók alakulása

A monetáris politika vitelét 1999 első hónapjaiban a nemzetközi tőkepiacok stabilizálódása és a gazdaság 1998-at jellemző túlfűtöttségének mérséklődése befolyásolta. A gazdaság közeledett a korábbi – az orosz válságot megelőzően jellemző – exportvezérelt növekedési pályához, de a korrekció részben átmeneti tényezők hatására alakult ki, és nem volt elégséges a hosszú távon is fenntartható külső egyensúlyi pozíció eléréséhez. Az infláció az első negyedévben is csökkenő tendenciát mutatott, de olyan veszélyforrások is jelentkeztek, mint pl. a szabályozott szolgáltatási árak ugrásszerű növekedése, az olajárak gyors emelkedése, amely az infláció mérséklődésének esetleges lassulását vetítették előre.

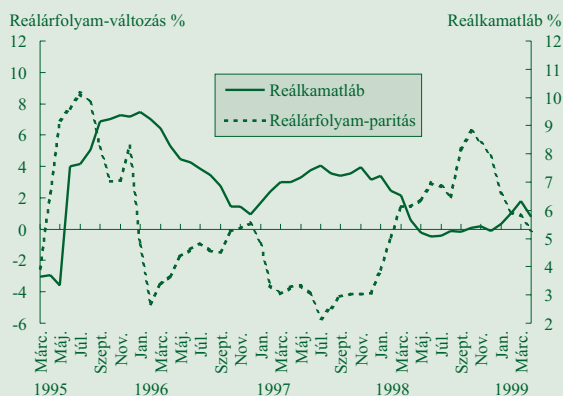
Az 1998 előtti időszakban a kormány és az MNB úgy határozta meg az inflációs pálya és a leértékelési ütem kapcsolatát, hogy fogyasztóiár-alapon a forint reálárfolyama felértékelődött. A felértékelődés mértéke összhangban volt a külkereskedelemben versengő szektorok kereskedelmi partnereinknél gyorsabb termelékenység növekedésével, így a hazai feldolgozóipar versenyképességét jobban tükröző hozzáadottérték-alapú egység-bérlétségi alapon számított reálfolyamindex leértékelődött. 1998-ban a leértékelési ütem csökkentése csak időbeli késéssel követte az inflációnak a korábbi várakozásoknál gyorsabb csökkenését, és a forint reálárfolyama fogyasztói ár alapon is kissé mértékben leértékelődött. Ugyanakkor az 1999-re érvényes árfolyampálya kijelölése során a kormány és az MNB arra törekedett, hogy az inflációra gyakorolt kedvezőtlen hatás mérséklése érdekében helyreállítsák az infláció és az árfolyampálya korábbi évekre jellemző kapcsolatát. Ezért 1999-ben három alkalommal is csökkentették a leértékelési ütemet.

A kormány és az MNB árfolyamlépéseit támogatta a nemzetközi tőkepiaci helyzet stabilizálódása, ami a forint sávon belüli erősödésében és a forintbefektetésektől elvárt kamatprémium alakulásában is tükröződött. Az inflációs várakozásoknak a vártnál gyorsabb inflációcsökkenéshez való lassabb alkalmazkodása azonban továbbra is veszélyforrásként jelentkezett, amely a magas nominális bérnövekedés következtében a külső egyensúlyi pozíció további romlását, és a dezinflációs folyamat megtorpanását eredményezhette volna. Ennek megelőzése érdekében a gazdaságpolitika megpróbálta az eddigieknél aktívabb módon befolyásolni a várakozások alakulását: a két leértékelési ütemcsökkentés egyidejű bejelentésével a korábbiaknál sokkal hosszabb távra tette kiszámíthatóvá a gazdaság nominális pályáját. E lépések eredményeként a forint árfolyamának bejelentett leértékelése az 1998. évi 10,5% után 1999-ben már csak 6,5% lesz.

A leértékelési ütem alakulása

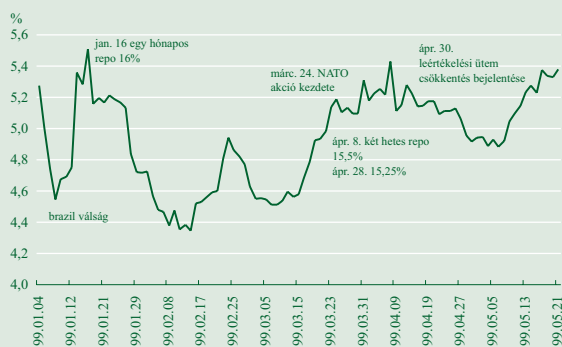
Havi leértékelési ütem (%)	Lerétékelési ütemcsökkentés dátuma	Leértékelési ütemcsökkentés bejelentése	Havi leértékelési ütemnek megfelelő éves leértékelés (%)
0,9	1998. január 1.	1997. december 4.	11,35
0,8	1998. június 15.	1998. április 29.	10,03
0,7	1998. október 1.	1998. augusztus 29.	8,73
0,6	1999. január 1.	1998. november 26.	7,44
0,5	1999. július 1.	1999. április 20.	6,17
0,4	1999. október 1.	1999. április 20.	4,91

A monetáris kondíciók változása*



* A grafikonon előretékeléssel három hónapos kincstárjegyzhozamok alapján számított reálkamatokat ábrázoltunk. A monetáris kondíciókat mutató reálárfolyam-index nem egyezik meg a versenyképességet mérő, később bemutatott mutatókkal. Az elkövetkező három hónapban bekövetkező árfolyamváltozás és az előretékeléssel az infláció hányadosát mutatja.

A 3 hónapos DKJ kamatprémiuma



A forintbefektetésektől elvárt kamatprémium mértéke 1999 első öt hónapjában tartósan az orosz válságot megelőző időszakra jellemző szint felett stabilizálódott, 480–530 bázispont között ingadozott. A januári brazil pénzügyi válság csak átmeneti hatást gyakorolt Magyarország országspecifikus kockázati prémiumára, majd a prémium átmenetileg a decemberi szint alá süllyedt. A prémium március közepétől tapasztalható megemelkedése részben a jugoszláviai háború következménye, de szerepe volt a makrogazdasági pályával és főként az egyensúllyal kapcsolatos polémia kiéleződésének is.

A csúszó árfolyamrendszerben a belföldi reálkamatokat a reálárfolyam várható változása, a külföldi kamatszint és a különböző kockázatokért kompenzáló prémium összege határozza meg. 1999 eddig eltelt időszakában az 1998 őszére jellemző igen magas reálkamatok mérséklődtek, ami alapvetően a forint reálárfolyamának pályájában bekövetkezett korrekciónak köszönhető. A reálkamatok csökkenését támogatta az ECB áprilisi 25 bázispontos kamatmérséklése is. Az orosz válság kitörése utáni szinthez képest a kockázati prémium csökkent, de 1998 végéhez képest nem történt jelentősebb elmozdulás. E tényezők együttes hatása eredményeként a három hónapos diszkont kincstárjegyhozamokból számított reálkamatok 5,5–6% körüli szintre süllyedtek.

A monetáris kondíciók változása összhangban állt a reálgazdasági folyamatok alakulásával. A vállalati szektor jó jövedelmezőségi helyzete – aggregált szinten – nem tette szükségessé a korábbi leértékelt reálárfolyam fenntartását. A külső egyensúly 1998-ban tapasztalható romlása versenyképességi tényezőkkel nem állt közvetlen összefüggésben, ezt a belföldi keresletnek a potenciális GDP-től elszakadó növekedése okozta. Bár egyes szektorok (élelmiszeripar, kohászat, vegyipar) külpiazi értékesítési lehetőségei és jövedelmezősége romlott, e kedvezőtlen folyamatok nem függnak össze a reálárfolyam alakulásával, a teljes külső kereslet növekedése mellett e szektorok termékei iránti specifikus kereslet csökkent. A reálkamat szint mérséklődött, de továbbra is magas, ami összhangban áll a külső egyensúlyi pozíció stabilizálódása irányába mutató gazdasági folyamatokkal.

2. Árfolyam- és kamatalakulás

Az év első négy hónapjában az MNB kamat- és árfolyampolitikáját az a cél vezérelte, hogy megerősítse az árfolyam sávon belüli pozícióját, és a leértékelési ütem többszöri csökkentésével az inflációs prognózissal konzisztens árfolyampálya alakuljon ki.

A januári kedvező inflációs adatok és a brazil válság tovagűrűzésével szembeni viszonylagos immunitás kedvező tőkepiaci hangulatot teremtett, amely lehetővé tette, hogy az MNB az orosz válság lecsengése utáni hozamesésbe illeszkedően jelentősebb, 0,75%-os kamatcsökkentést hajtson végre. Januárban a tőkebeáramlás meghaladta a folyó fizetési mérleg hiányát, melynek eredményeként a brazil leértékelés néhány napos epizódját leszámítva a forint az év első heteiben többnyire a sáv erős szélén tartózkodott, és erős sávszéli intervencióra is sor került. A tőkebeáramlás legfontosabb komponensei a működőtőke és a részvényvásárlások voltak, valamint jelentős portfólióbefektetések

történtek a hosszú lejáratú állampapírokba is. Ezzel egyidőben a rövid lejáratú kamatokra érzékeny tételek esetében tovább folytatódott a tőkekiáramlás, amit elsősorban a korábban felépített határidős hosszú forintpozíciók zárása indukált.

Az irányadó kamatok január 8-i csökkentése után további kamatsökkentésre vonatkozó várakozások alakultak ki, amit az állampapírpiacra megfigyelhető jelentős hozamesés is jelzett. E várakozások azonban nem igazolódtak be. A piaci hozamok alakulása azt jelezte, hogy az 1998. év végi fizetésimérleg-adatok nyilvánosságra hozatala előtti időszakban a tőkepiaci szereplők nem tulajdonítottak jelentőséget a külső egyensúly romlásának, bár a gazdaságifolyamatok alakulása ezt már jóval korábban jelezte.

A jegybank kamatpolitikáját az is indokolta, hogy továbbra sem volt rövid lejáratú kamatokra érzékeny tőkebeáramlás. Sor került konverzióra, de számottevő tőkebeáramlást csak a hosszú lejáratú állampapírokba történő befektetéseknél figyelhettünk meg. E befektetők a hosszú lejáratú kamatoknak az EU-kamatok szintjéhez történő konvergenciájából próbálnak tőkényereségre szert tenni, a beáramlás volumene sokkal inkább függ e papírok elsődleges kibocsátásának ütemezésétől, mint a rövid távú forintprémium alakulásától.

Február második felében, amikor a kedvezőtlen fizetésimérleg-adatok nyilvánosságra kerültek, a tőkepiaci szereplők számára világossá vált, hogy a megelőző kamatsökkentési várakozások megalapozatlanok voltak, a kamatprémium valamelyest megemelkedett, s a forint a sávközépig gyengült. A külföldi befektetők kismértékben csökkentették magyar állampapír-állományukat, de ezt a forint iránti kereslet egyéb komponensei a márciusi magas folyó fizetési mérleg hiánya ellenére ellensúlyozták.

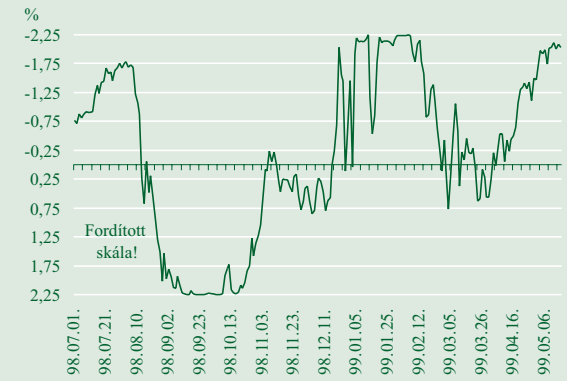
A monetáris politikai eszköztár modernizálása, illetve az Európai Központi Bank eszközeivel való harmonizáció érdekében a fő monetáris politikai eszköznek tekinthető egyhónapos betéti konstrukció futamidejét a jegybank március 1-től két hétre rövidítette le. A kétételes konstrukció az eredeti egyhónappal azonos kamatszinten került bevezetésre, ami a dátumszámítási konvenciók miatt enyhe, hat bázispontos effektív hozamemelkedést jelentett. Ez azonban nem okozott látható változást sem a forint, sem az állampapírpiacra.

Március második felétől a forint fokozatosan erősödött a sávon belül, s május elejére tartósan az erős szél közelében mozgott, ahol csekély mértékű intervencióra is sor került. Az időközben nyilvánosságra került makrogazdasági adatok alapján nyilvánvalóvá vált, hogy a gazdaság túlfűtöttsége mérséklődött, a növekedés lassulása miatt a külső egyensúlyi pozíció nem romlott tovább. Így lehetővé vált a leértékelési ütem július és október 1-jétől történő csökkentése.

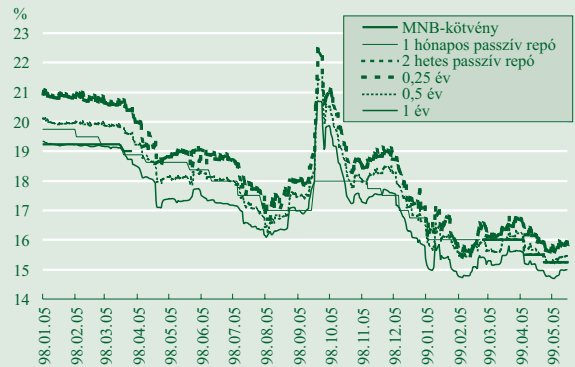
Az árfolyampálya várható alakulásával és a belföldi kereslet mérséklődésével összhangban a Nemzeti Bank áprilisban két lépésben csökkentette irányadó kamatait. Az első 50 bázispontos kamatlépés április 8-án egybeesett az Európai Központi Bank 25 bázispontos kamatsökkentésével, így a forint kamatprémiumát csak kisebb mértékben érintette, amit április 28-án további 25 bázispontos mérséklés követett. A piaci hozamok alakulása követte a jegybank kamatlépéseit.

1999 első negyedében a forint iránti kereslet meghatározó komponense volt a bankok teljes nyitott pozíciójának és a határidős pozíciói változásának. Amint azt előző Jelentésünkben rész-

A forint sávon belüli helyzete



Rövid hozamok: becsült zéró-kupon hozamok negyedéves, féléves és éves lejáratokon, 1998. 01. 05.–1999. 05. 20.

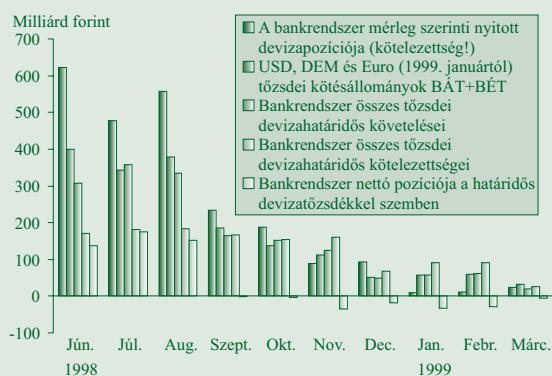


A konverziós forintkereslet komponensei

			Milliárd Ft			
	1997	1998	jan.	febr.	márc.	I. n. év
A. Konverzió	877,6	191,6	28,7	49,4	0,0	78,1
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	642,0	154,2	28,7	49,4	0,0	78,1
b) MNB vásárlások az államháztartástól	235,6	37,4	0,0	0,0	0,0	0,0
A konverzió forrásai (I.+...+ VIII)	877,6	191,6	28,7	49,4	0,0	78,1
I. Az MNB nettó külföldi kamatfizetéseivel korrigált folyó fizetési mérleg (1+2)	-40,8	-383,5	-30,2	-12,2	-66,2	-108,6
1. Folyó fizetési mérleg	-177,9	-495,5	-37,8	-14,3	-83,8	-135,9
2. MNB nettó külföldi kamatfizetése	137,0	112,0	7,6	2,1	17,6	27,3
II. Működőtőke-beáramlás	308,8	311,8	40,6	11,6	9,7	61,9
III. Bankok konverziós hatása*	-5,9	-72,9	-11,0	23,2	-29,2	-17,0
IV. Derivatívok hatása	160,6	-206,4	-72,4	-20,6	41,4	-51,5
V. Belföldi devizabetétek konverziós hatása	10,0	8,3	-6,6	5,1	6,9	5,4
VI. Nettó portfólióbefektetések (1+2)	334,9	421,2	75,2	50,5	30,7	156,4
1. Állampapír	22,7	176,3	36,0	1,9	-22,5	138,8
2. Részvény	312,2	244,9	39,2	48,6	53,1	17,6
VII. Vállalati devizahitel (1+2) = (a+b)	87,8	72,4	28,7	-11,9	18,2	34,9
1. Belföldi	37,1	52,8	13,4	9,9	3,2	26,5
2. Külföldi	50,7	19,7	15,3	-21,9	14,9	8,3
a) Egy évnél rövidebb	-12,5	-55,1	6,4	-29,4	10,5	-12,6
b) Éven túli	100,3	127,6	22,3	17,5	7,7	47,5
VIII. Tőketranszferrek	22,1	40,6	4,4	3,8	-11,4	-3,2

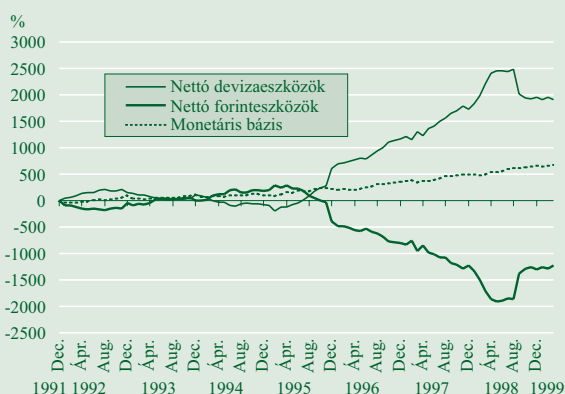
* Bankok teljes nyitott pozíciójának változásából adódó konverziós hatás, azaz a mérleg szerinti nyitott pozíció derivatív ügyletekkel nem fedezett része.
** A határidős kontraktusok változásának konverziós hatása. E két tétel esetében a negatív előjel a korábban felépült hosszú forintpozíciók leépülését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

A bankok mérleg szerinti nyitott devizapozíciója, a határidős devizatőzsdei kötésállományok és a bankok mérlegen kívüli határidős deviza kötésállományainak alakulása (1998. június–1999. március hó végi állományok)*



* A nagyságrendek könnyebb szemléltetése érdekében ezeket az értékeket a pozitív síknegyedben ábrázoltuk annak ellenére, hogy kivétel nélkül mindegyik hónapban negatív volt a mérleg szerinti deviza nyitott pozíció (azaz kötelezettséget, devizabevonást képviselt). A második oszlopok a két tőzsdén kosárválutában (dollárban, márkában és januártól euróban) fennálló kötésállományok értékét mutatja, amelyeknek része a bankok tőzsdei tevékenysége is. A nyitott kötésállományt egyszeres számbavételrel ábrázoltuk, emiatt bizonyos időszakokban a bankrendszer bruttó követelése meghaladja a nyitott kötésállományt. Az utolsó három oszlop mutatja a bankrendszernek a deviza határidős tőzsdéken fennálló követeléseit, kötelezettségeit, illetve ezek különbségét (a tőzsdei kötésekben fennálló nettó pozíciót).

A monetáris bázis és összetevőinek alakulása*



letesen is bemutattuk, a korábban felépített határidős hosszú forintpozíciók leépítése már 1998 második felében is jelentősen befolyásolta az árfolyam alakulását, akkor azonban e pozíciók leépítése az árfolyam sávon belüli gyengülését eredményezte. A derivatív piacok összehúzódása 1999 elején folytatódott, most azonban a forint erős sávszélhez közeli pozíciójával járt együtt.

Az orosz válságot megelőző időszakban a bankok a mérlegeikben devizaforrások bevonásával finanszírozták a forintban kibocsátott pénzügyi eszközök (állampapírok, passzív repó, bankhitelek) magasabb hozama által biztosított arbitrázs tevékenységet, ahol mérleg szerinti hosszú forintpozícióikat határidős devizavásárlással fedezték.

Ez a kockázatmentes profitlehetőség az augusztusi események után a derivatív piacok kínálatának beszűkülése miatt megszűnt.

A bankok amilyen gyorsan csak lehetett, igyekeztek leépíteni a mérlegeikben fennálló deviza nyitott pozíciókat, szeptember végére az augusztus végi állomány felére csökkent, majd egészen a beszámolási időszak végéig tovább mérséklődött.

A bankok az érzékelt árfolyamkockázat növekedése miatt igyekeztek korábban nem fedezett hosszú forintpozícióikat is lezárni. A határidős tőzsdéken ellenkező irányú pozíciókból sem volt kínálat.

Ez utóbbi ügyletek ugyanis, amelyben a bankok határidőre eladnak devizát, a spekuláns pedig forint elleni hosszú devizapozíciót nyit, a rövid kosárpozícióknál jóval nagyobb költséggel köthetők. (A rövid pozíciók a kamatprémium miatt már akkor is nyereségesek a spekuláns számára, ha a forint sávon belüli pozíciója változatlan marad, tehát semleges várakozások mellett is köthetők.) Ráadásul az orosz válság tapasztalatai alapján a brókercégek szigorították a derivatív kontraktusok letéti és marginkövetelményeit.

Mivel a tőzsdei határidős devizapiac összeszűkül, a kínálati korlátba ütköző bankok mérleg szerinti devizapozíciójuk bezárására kényszerültek. Bár az OTC derivatív piacon többnyire továbbra is vételi pozícióban maradtak, itt általában a másik szerződő fél is pénzintézet, azaz a bankrendszer egésze OTC mérleg alatti ügyletekkel csak nagyon korlátozott mértékben tudja teljes nyitott pozícióját növelni. Ez azt jelenti, hogy ha a teljes nyitott pozíció azon szint alá csökken, amit a bankok a kamatprémium és az árfolyam-várakozásaik alapján kívánatosnak tekintenek, a korrekciót csak a mérlegben szereplő, spotpiaci műveletekkel tudják végrehajtani. Így jöhetett létre az a helyzet, hogy miközben a határidős piacokon a kereskedelmi bankok folyamatosan építették le hosszú devizapozícióikat, a tőkebeáramlás bankoktól független komponenseinek megnövekedése (működőtőke, vállalati hitel, portfólió) miatt a spotpiacon devizát adtak el, ami az árfolyam erősödése irányába hatott. Ezekből a folyamatokból a kereskedelmi bankok árfolyam-várakozásaira vonatkozó következtetést nem lehet levonni.

A forint sávon belüli ingadozása és a konverziós forintkereslet változásai nem befolyásolták a monetáris bázis alakulását. A monetáris bázis 1999 első három hónapja során az infláció mértékét meghaladóan 18,6 százalékkal bővült 1998 azonos időszakához képest.

Ez a növekedési ütem a forgalomban lévő készpénzállomány 21,6 százalékos és a kereskedelmi bankok kötelező tartalékainak 14,1 százalékos növekedésének eredőjeként alakult ki.

3. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások

A jövőbeli kamatvárakozásokat tükröző származtatott forwardgörbe¹ 1999 eddig eltelt időszakában jelentős változásokon esett át, de május végére visszatért az év elejére jellemző szint és meredekség. A két időpont között eltelt időszak változásait a forinttól elvárt kockázati prémium, a jegybanki kamat- és árfolyam-politika jövőbeli alakulásával kapcsolatos várakozások, illetve – kisebb mértékben – az inflációs várakozások változásai váltották ki. Az alábbiakban a hozamváltozások háttérben álló tényezőket időrendi sorrendben mutatjuk be.

A decemberi – a piaci várakozásokhoz képest alacsony – infláció január 11-i nyilvánosságra hozatalát nem követte a hosszú hozamok decemberihez hasonló csökkenése. Ennek értékelésekor azonban figyelembe kell venni, hogy a brazil válság kiteljesedése éppen ezekre a napokra esett. A krízis kirobbanásakor, január 14-én, a zéró-kupon hozamok 50–100 bázisponttal emelkedtek, a forint pedig jelentősen gyengült a sávon belül.

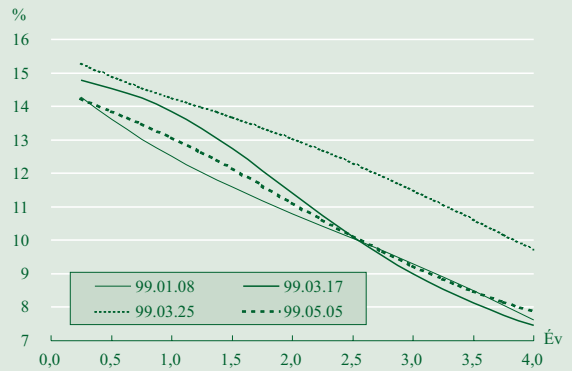
A brazil válság mindössze egy hétig gyakorolt hatást a magyar állampapírpiacra; január 22-re a származtatott forwardkamatok már a válságot megelőző szintjükre estek. Február közepén számos piaci elemzés jelent meg az 1998. évi folyó fizetési mérleg vártnál nagyobb hiányáról, illetve az államháztartás januári egyenlegének kedvezőtlen alakulásáról. Ezek hatására a hozamok minden lejáraton emelkedni kezdtek; az implikált forwardok március elejére kb. 100 bázisponttal nőttek.

A NATO Szerbia elleni légitámadásainak előkészületei, majd a támadások kezdete átmenetileg növelték mind a forint kockázati prémiumát, mind a kamatok jövőbeli alakulásával kapcsolatos bizonytalanságot. A hozamok minden lejáraton emelkedtek, a hosszú hozamok azonban jelentősebb mértékben: 2 és 3 év múlva kezdődő származtatott forwardok március 16 és 25 között mintegy 200 bázisponttal emelkedtek. Április elejére valamelyest csökkent a kirobbant háború miatti piaci bizonytalanság, a 2–3 év múlva kezdődő származtatott forwardok kb. 100 bázisponttal csökkentek. Figyelemre méltó, hogy a koszovói konfliktus okozta hozamemelkedést nem kísérte a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány csökkenése. Az a tény, hogy a magasabb hozamszint hatására a belföldi (forintban indifferens) befektetők nem vásároltak jelentősebb mennyiséget a külföldiek államkötvényeiből, azt erősíti meg, hogy nem csak a forint jövőbeli árfolyamával, hanem a jövőbeli kamatpályával kapcsolatos bizonytalanság is megnőtt.

A jegybank három hónapnyi szünet után április 8-án 50 bázisponttal csökkentette irányadó kamataát (ebben a szerepben a korábbi 1 hónapos betéti konstrukció kamataát március 1-jétől a 2 hetes betété váltotta fel). A jegybanki lépés meglepetést keltett a piacon, a hozamok minden lejáraton nagyjából a kamatcsökkenésnek megfelelő mértékben estek.

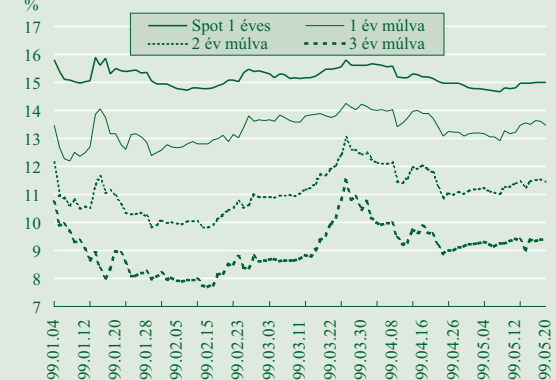
¹ A származtatott forwardkamatok *szintjei* csak bizonyos feltételek teljesülése esetén egyeznek meg a piac által várt jövőbeli kamatok szintjeivel, a *változásai*kból azonban enyhébb feltételezések mellett is következtethetünk a piaci kamatvárakozások változásaira. A zéró-kupon hozamgörbe becsléséről, a származtatott forwardok számításáról és értelmezéséről részletesebben ld.: „Zéró-kupon hozamgörbe-becslés jegybanki szemszögből”, MNB Füzetek 1998/2.

1 éves származtatott forwardgörbék*



* Az ábrázolt hozamok éven belül is kamatos kamatozással számítottak!

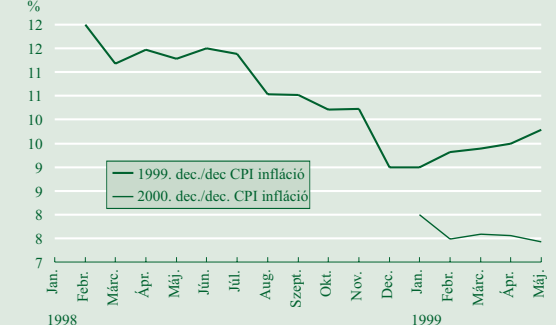
A spot 1 éves kamat és a származtatott 1 éves kamatok 1, 2 és 3 év múlva



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

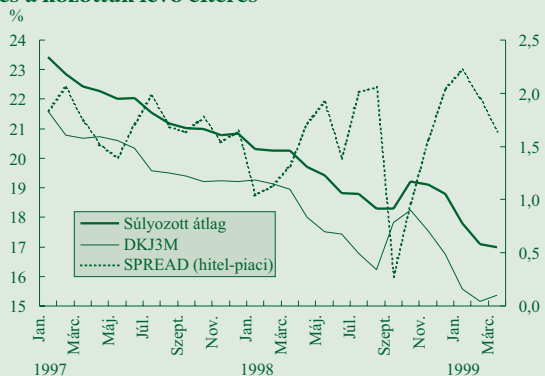


Az 1999, illetve 2000 végére előreljelői konszenzussal várt év/év CPI infláció*

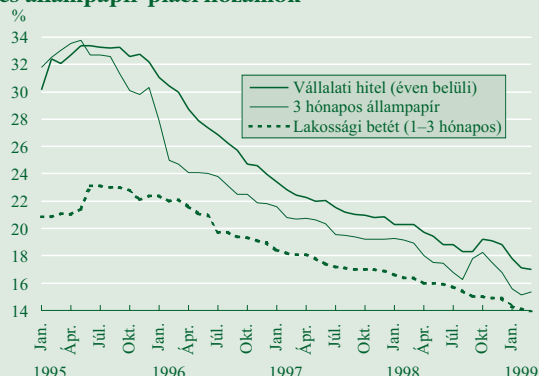


* A „Reuters poll of forecasters” alapján. Előreljelői konszenzusnak a felmérésben szereplő becsléseknek a legalacsonyabb és a legmagasabb érték nélkül számított átlagát tekintettük.

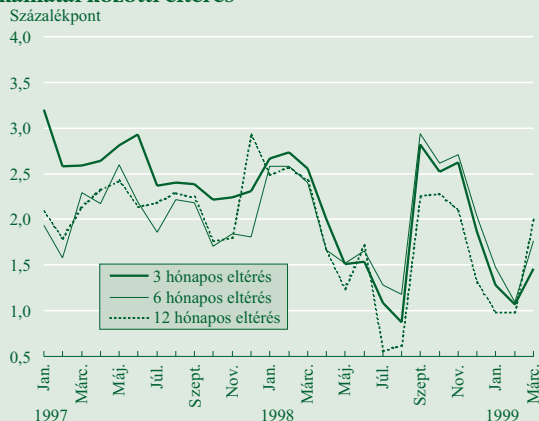
Az éven belüli hitelkamatok, a 3 hónapos DKJ hozama és a közöttük lévő eltérés



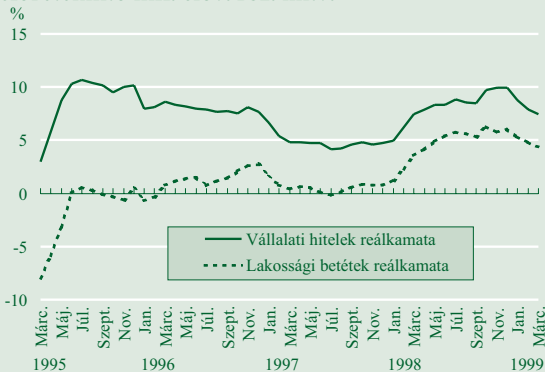
Vállalati hitelkamatok, lakossági betéti kamatok és állampapír-piaci hozamok



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



A vállalkozók rövid lejáratú hiteleinek és a lakosság rövid lejáratú betéteinek reálkamata 3 hónapos előretételező inflációval számítva*



* A vállalkozások hiteleinek kamatát a vállalkozások bevételeinek dinamikáját jobban leíró termelői árindexszel kellene deflálni. A termelői árindex alacsonyabb megbízhatósága miatt azonban a vállalati reálkamatokot is a fogyasztói árindex figyelembevételével számítottuk ki.

Április 14-én a hosszabb hozamok jelentősen emelkedtek, ennek következtében a származtatott forwardok a jegybanki kamatcsökkentést megelőző szintekre emelkedtek. A történetek hátterében az április 13-án nyilvánosságra hozott márciusi inflációs adat állt, amely februárhoz képest csökkent ugyan, de fölötté maradt a piaci várakozásoknak. A piaci szereplők ennek hatására módosították a hosszabb távú inflációs várakozásaikat és a hosszú hozamok emelkedtek.

A következő, a hozamgörbére jelentős befolyást gyakorló esemény a csúszó leértékelési ütem csökkentésének április 20-i bejelentése volt. A korábbi gyakorlattól eltérően a kormány és a jegybank ezúttal két jövőbeli ütemcsökkentési dátumot, illetve mértéket is bejelentett. A 2–3 év múlva kezdődő származtatott forwardok a bejelentést követő néhány napon belül 50–70 bázisponttal csökkentek. A leértékelési ütem és a rövid kamatok jövőbeli pályái között a fedezetlen kamatparitás teremt összefüggést.

A fenti piaci reakció ennek fényében azt jelenti, hogy a piaci szereplők a leértékelési ütemre vonatkozó hosszabb távú várakozásaikat a bejelentés hatására lefelé módosították (azaz a korábbihoz képest hosszabb távon erősebb forintot várnak). A korábban várthoz képest erősebb jövőbeli várt forintárfolyam hatása a piaci makroelemzők 1999. év végi inflációra vonatkozó várakozásaiban még nem jelent meg (ezeket májusban inkább felfelé módosították), viszont a valamivel hosszabb távú, 2000 végére vonatkozó inflációs előrejelzéseiket az ütemcsökkentést megelőzőhöz képest átlagosan 12 bázisponttal, 7,55%-ról 7,43%-ra csökkentették.

A jegybanknak a leértékelési ütem csökkentésének bejelentését röviddel követő, április 28-i 25 bázispontos kamatcsökkentése nem érte meglepetésként a piacot: bár a hozamok (elsősorban éven belül) enyhén csökkentek, a hosszabb távú kamatvárakozásokat ez a lépés már nem befolyásolta, a 2–3 év múlva kezdődő származtatott forwardok lényegében változatlanok maradtak.

4. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája

Az éven belüli vállalati hitelkamatok és a rövid lejáratú állampapírok hozama közötti rés az 1998. szeptemberi rendkívül alacsony érték után 1999 januárjára jóval az elmúlt két év átlagos mértéke feletti szintre emelkedett. A jelenség mögött az állt, hogy a kereskedelmi bankok óvatosan – kisebb mértékben és csak bizonyos késleltetéssel – követték a piaci kamatok szeptemberi, az orosz válság miatti emelkedését, majd januárig tartó gyors csökkenését. A következő két hónapban a rés – a piaci kamatcsökkenés lassulása (márciusban kamatemelkedés) hatására – csökkent, márciusra elérve az elmúlt két év átlagának megfelelő szintet.

A lakossági betéti kamatok meghatározásában a kereskedelmi bankok sem az 1998 márciusától kezdődő, mintegy fél évig tartó, az előző időszaknál erőteljesebb kamatcsökkenést, sem az orosz válság hatására bekövetkező kamatemelkedést nem követték:

a piaci kamatszint ezen változásaitól függetlenül az 1996 közepe óta jellemző évi kb. 2 százalékpontos csökkentési ütemet érvényesítették. Ennek megfelelően a piaci és a betéti kamatok közötti rés 1998-ban jelentős ingadozást mutatott. A rés a februári – rendkívül alacsony – értékről márciusban a piaci kamatok emelkedése miatt növekedett, de még nem érte el az 1997-re jellemző kb. 2,5 százalékpontos szintet.

A pénzügyi hozamok és a kereskedelmi banki kamatrések változása eredményeként mind a lakossági, mind a vállalati hitelek reálkamata mérséklődött az előző év végére jellemző magas szinthez képest, és elérték az orosz válság kirobbanása előtti szintet. Ez azonban még mindig 300 bázisponttal magasabb, mint az ázsiai válság kitörését megelőző 1997-es reálkamatszínvonal.

5. Monetáris aggregátumok

A monetáris aggregátumok növekedése 1998 áprilisa óta folyamatosan meghaladja az infláció és a nominális GDP növekedését. Mivel a pénztartás nem szándékolta növekedésének inflációs hatása lehet, a jegybank folyamatosan figyelemmel kíséri ezen aggregátumok növekedésének alakulását. Eddigi elemzéseink azonban azt mutatják, hogy a pénzágregátumok elmúlt időszakos változásai magyarázhatóak a pénz keresletét megváltoztató tényezőkkel.

A pénzeszközöket egyrészt tranzakciós célból, másrészt vagyontartási (értékmegőrzési) célból tartják a gazdaság szereplői. A tranzakciós és vagyontartási pénzeszközök szétválasztása szinte lehetetlen feladat a gyakorlatban, pedig a jövőbeni inflációs folyamatokban csak a tranzakciós pénzeszközök alakulása játszik szerepet.

Magyarországon a monetáris aggregátumok gyors reálnövekedési ütemében – a tranzakciós pénzigény megnövekedése mellett – nagyobb szerepet játszottak a vagyonportfólió összetételét befolyásoló tényezők.

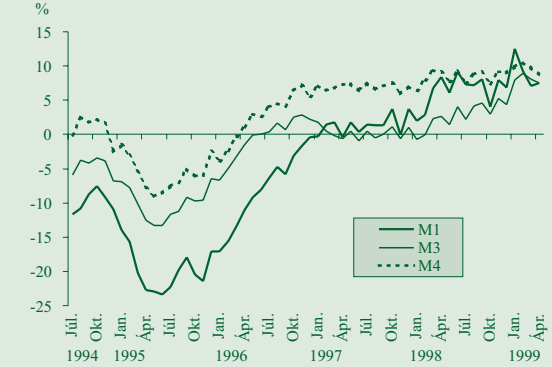
1993 óta a pénzügyi vagyonon belül folyamatosan nőtt a banki kamatoknál magasabb hozamot kínáló bankrendszeren kívüli eszközök súlya. Az 1998 őszi válság – általánosan a tőkepiaci bizonytalanság növekedése azonban a bankrendszeri eszközök javára történő átrendeződést indított el, amit tovább erősített, hogy a banki és nem banki befektetések várható hozama a magasabb reálkamatok miatt is közeledett egymáshoz.

A vagyonátrendeződést mutatja, hogy a nem monetáris állam-papír-állományt is tartalmazó M4 és az M3 monetáris aggregátumok közötti növekedési ütemkülönbség is összeszűkült, és csökkentek a lakosság befektetési alapokba és részvényekbe történő befektetései is.

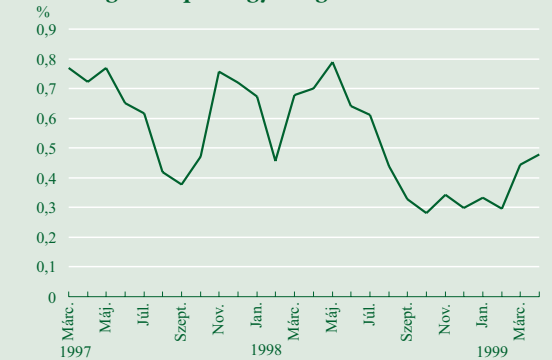
A banki eszközökön belül is megfigyelhető egy átrendeződés, a lakossági szektor eszközein belül a likvid pénzeszközök, a szűk monetáris aggregátumba tartozó látra szóló betétek aránya nőtt meg a lekötött betétek rovására.

Az infláció és a kevésbé likvid eszközökre fizetett kamatok csökkenése ugyanis mérsékelte a likvid eszközök tartásának költségét. Ezen felül jelentősen bővültek a lakossági látra szóló, illetve folyószámlához kapcsolódó szolgáltatások is, elsősorban a különböző kártyaműveletek.

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

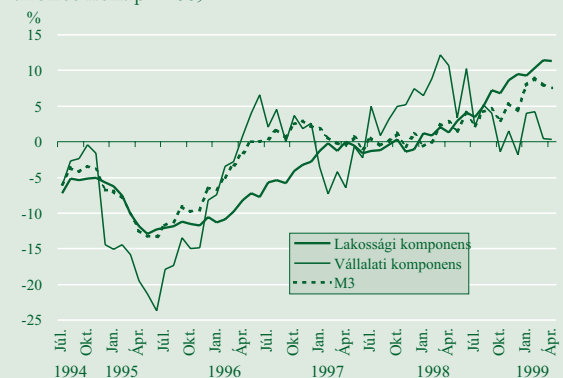


Nem banki megtakarítások aránya a lakosság nettó pénzügyi megtakarításaiban*

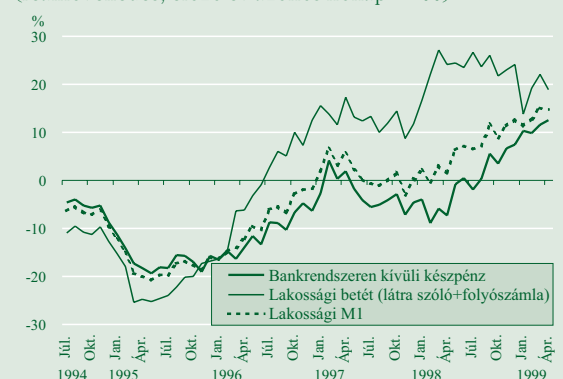


* A magyar szakmai zsargonban még jelenleg is gyakran összekeveredik a pénzügyi vagyon és a pénzügyi megtakarítás fogalma. Míg az első kategória állományi, addig az utóbbi egy folyó kategória. A fenti ábrán ez utóbbi kategória alapján számoltunk, mivel a pénzügyi vagyon banki és nem banki eszközeinek aránya a megtakarítási viselkedés változása nélkül is jelentősen változhat alapvetően a nem banki eszközökön előforduló jelentős ártértékelődések miatt.

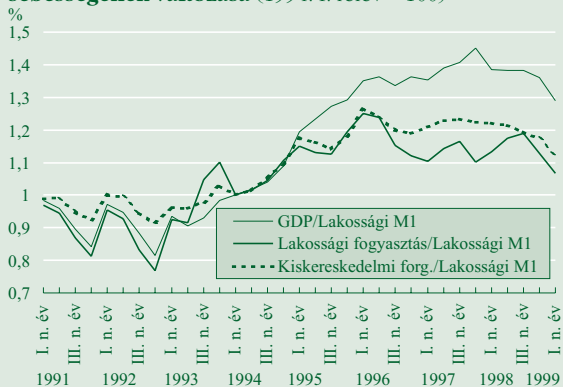
Az M3 monetáris aggregátum lakossági és vállalati komponensének alakulása (reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)



A lakossági M1 és komponensei (reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)



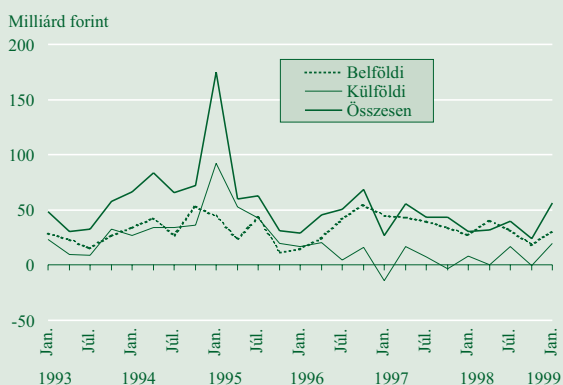
A lakossági tranzakciós pénztartás forgási sebességének változása (1994. I. félév = 100)



A pénzkereslet és a hitelállomány összetevőinek növekedési üteme

	1998					1999
	jan. 1.	márc. 31.	jún. 30.	szept. 30.	dec. 31.	márc. 31.
Készpénz	113,0	110,4	114,8	118,4	118,5	120,9
Háztartások betétei	125,2	157,6	154,4	153,6	150,5	121,8
– forint	132,9	180,8	173,6	170,9	165,7	123,3
– deviza	110,1	113,1	115,6	119,0	117,8	117,4
Vállalati betét	128,0	130,6	125,9	117,0	108,2	109,8
– forint	132,0	138,4	129,9	122,6	111,7	113,0
– deviza	117,0	112,4	115,1	102,5	97,6	100,5
Önkormányzatok és nem profitorientált szervezetek betétei	123,6	99,3	93,9	95,3	101,1	111,1
Egyéb betétek	129,2	102,5	105,3	99,3	102,2	111,8
Kötvények és értékpapírok	97,6	73,5	69,8	68,4	59,5	88,8
M3	120,2	119,1	118,8	117,7	115,1	118,1
Háztartások	102,5	107,9	116,3	120,2	117,5	121,5
Államháztartás	95,8	100,8	100,4	108,4	107,4	108,5
Vállalatok	138,5	132,9	131,5	129,6	121,0	121,7
Egyéb hitelek	429,4	423,8	200,6	245,5	180,7	209,4
Belföldi hitelek	107,0	110,3	110,8	116,1	112,9	114,3

A vállalati szféra szezonálisan igazított hitelfelvétele a belföldi és a külföldi bankrendszerből, összehasonlítható árakon



* 1992-es árakon, fogyasztói árindexszel deflálva.

A vagyonportfólió átrendeződéseken túl megnövekedett a tranzakciós pénzkereslet is. Ezt sejteti, hogy a monetáris aggregátumokon belül leginkább az úgynevezett tranzakciós összetevők (a készpénz és lakossági látra szóló betétállomány) növekedtek. A nagyobb likvid pénzeszköz tartás azonban nem meglepő egy olyan gazdasági környezetben, ahol az infláció lassul és a pénztartás alternatív költsége csökken. Kiszámíthatóbb gazdasági környezetben a piaci szereplők kevesebbet áldoznak ugyanis a folyamatos likviditásmenedzsmentre, mivel kisebb a költsége a többletlikviditás tartásának. Ezt tükrözi a forgási sebesség lassulása is.

A megnövekedett likvid eszköztartás mögött állhatnak azonban egyéb, strukturális okok is. Az elmúlt években olyan rétegek körében is megnőtt a reáljövedelem, akik számára a pénzügyi szolgáltatások tágan értelmezett költsége még mindig túl magas, így megtakarítási célból tartott eszközeiket is likvid eszközökbe tarthatják. Ebben a vonatkozásban megjegyzésre érdemes szabályozási változás, hogy a tavalyi évtől az állami alkalmazottak fizetésüket folyószámlára kapják, és a folyószámláról való pénzfelvétel díjkötelessé vált.

A tranzakciós pénzeszközök bővülése tehát nem jelent egyértelműen jövőbeni fogyasztásnövekedést is egyben. A lakossági látra szóló és folyószámlák rendkívül gyors bővüléséből pedig, mivel az átutalás és kártyával fizetés még nem elterjedt, még kevésbé következtethetünk közvetlenül az aggregált kereslet jövőbeni növekedésére.

6. A hitelkereslet alakulása

Az MNB és a kereskedelmi bankok eszközeit tekintve az első negyedévben hangsúlyeltolódásra került sor a belföldi bankrendszer által kihelyezett hitelek összetételében. A belföldi hitelállomány csökkenése túlnyomó részben a bankrendszer államháztartással szembeni nettó pozíciója romlására vezethető vissza. Ez azzal magyarázható, hogy az év első két hónapjában jelentős tőkebeáramlás történt államkötvényekbe, s a növekvő külföldi kereslet hatására a bankrendszer leépítette állampapír-állományát. A pozícióváltásban kisebb mértékben az MNB költségvetéssel szembeni követeléseinek csökkenése is szerepet játszott.

A lakossági hitelállomány a múlt év második felében megfigyelhető trendbe illeszkedően továbbra is dinamikusan növekszik, de az alacsony bázis miatt még mindig igen csekély hányadát teszi ki a hitelállomány növekedésének.

A vállalati hitelezés terén folytatódni látszik a tavalyi év trendje. A belföldi forinthelezés látszólagos megtorpanása 1998 utolsó negyedévében részben a Postabank konszolidáció elszámolásának következménye.² A Postabank hatását kiszűrve is visszaesés történt 1998 utolsó negyedévében, ami az orosz válságot követő átmeneti likviditáscsökkenéssel lehet összefüggésben. 1999 első negyedévében ezek a hatások már nem érvényesültek. A vállalatok teljes hitelfelvétele a válságot megelőző időszakra jellemző trendnek megfelelően alakult. A hitelfelvétel összeté-

² A Reorg Rt. a vállalati szféra részeként van nyilvántartva, azaz a Reorg mérlegében átkerülő hitelek a vállalati hitelállomány csökkenését okozzák.

telében eltolódás figyelhető meg a közvetlen külföldi hitelfelvétel irányába. Ez azzal magyarázható, hogy a tartósan magas kamatprémium emelte a forinthitelek relatív árát, s a vállalati szféra tekintélyes része várható exportbevételei részén természetes fedezeti pozícióban van a devizahitelek árfolyamkockázatával szemben.

A bankrendszer külfölddel szembeni pozícióváltozása a kereskedelmi bankok és az MNB nettó külső pozíciója egyenlegként adódik. Januárban a kereskedelmi bankok még folytatták nyitott pozíciójuk leépítését, ami a nettó külföldi tartozások csökkenéséhez járult hozzá. Január óta a kereskedelmi bankok nyitott pozíciója enyhén növekedett, noha nagyságrendileg sem érte el a tavalyi évre jellemző szintet.

Az MNB külfölddel szembeni pozíciójának változását az állam nettó külföldi hitelfelvételének hatására megemelkedő devizatartalékok és a jegybank kamatfizetését meghaladó konverziós devizavásárlás határozta meg. A kötvénykibocsátásért befolyt összeget az MNB forintra váltja, s azt a Kincstárnak az MNB-nél vezetett forintszámlájára helyezik.³ Ez azt jelenti, hogy a külföldi kötvénykibocsátás során az MNB, s így a bankrendszer külfölddel szembeni nettó pozíciója a devizatartalékok növekedésének megfelelően javul, a kormányzat oldaláról pedig a devizapozíció romlik, s a forintpozíció (a kincstári számla) javul. Hiteltörlesztéskor természetesen a felvázolt folyamatok fordítottja zajlik le.

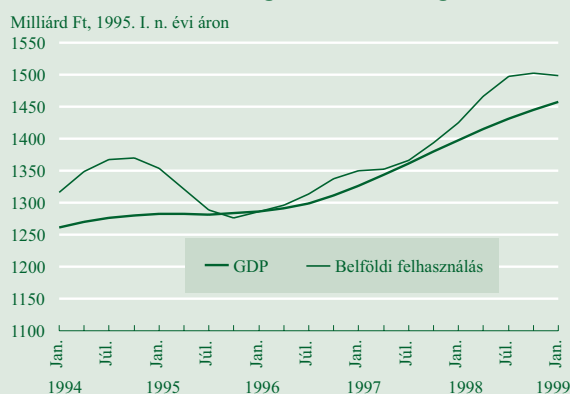
A pénzeszközök és a hitelállomány összetevőinek alakulása

	1998					1999	
	jan. 1.	márc. 31.	jún. 30.	szept. 30.	dec. 31.	márc. 31.	ápr. 30.
Készpénz	562,6	551,7	587,7	640,6	666,6	667,1	679,2
Háztartások betétei	2166,4	2205,6	2261,0	2388,3	2597,9	2704,7	2715,8
– forint	1643,6	1668,8	1700,9	1787,7	1982,3	2074,3	2096,9
– deviza	522,8	536,8	560,1	600,6	615,6	630,4	618,9
Vállalati betét	962,9	881,8	943,1	945,9	1032,1	971,6	947,6
– forint	729,6	654,8	709,2	713,9	802,8	743,5	728,4
– deviza	233,3	227,0	233,9	232,0	229,3	228,1	219,1
Önkormányzatok és nem profitorientált szervezetek betétei	207,5	210,1	190,7	212,3	229,4	211,5	197,3
Egyéb betétek	69,7	48,1	65,0	53,1	71,2	57,4	63,7
Kötvények és értékpapírok	37,3	35,5	32,9	31,8	28,9	31,5	31,7
M3	4006,4	3932,8	4080,4	4272,0	4626,1	4643,8	4635,3
Háztartások	311,9	302,2	324,8	341,1	352,2	367,3	375,3
Államháztartás	3493,8	3454,6	3386,1	3701,0	3894,9	3758,5	3545,4
Vállalatok	1706,6	1756,0	1880,2	1993,1	1983,7	2044,8	2066,5
Egyéb hitelek	66,2	63,6	73,2	92,8	94,5	111,2	96,0
Belföldi hitelek	5578,5	5576,4	5664,3	6128,0	6328,3	6281,8	6083,2
Egyéb belföldi eszközök, nettó	444,9	636,7	651,0	781,8	700,7	792,6	578,9
Külföld, nettó	-1127,2	-1006,9	-932,9	-1074,2	-1001,5	-845,4	-869,0

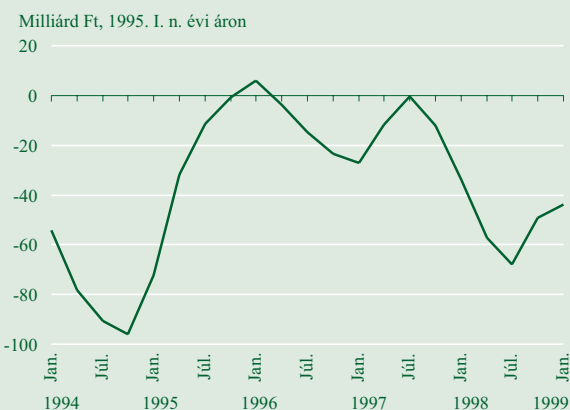
³ Kivétel az az eset, amikor a befolyt összeget azonnal egy esedékes devizakötelezettség törlesztésére fordítják.

III. Keresleti tényezők

A GDP és a belföldi felhasználás reálértékének alakulása a szezonális ingadozásoktól megtisztítva



A GDP szerkezetű nettó export alakulása a szezonális ingadozásoktól megtisztítva



A magyar gazdaság 1999 első negyedévében – becsléseink szerint – 3,8%-kal nőtt az előző év hasonló időszakához viszonyítva. A növekedés üteme már 1998 utolsó negyedévében mérséklődött, és ez a lassulás 1999 elején tovább folytatódott. A külföldi kereslet (10,7%) és a belföldi felhasználás (4,6%) növekedése egyaránt csökkent, de a belföldi felhasználás dinamikája továbbra is meghaladta a GDP növekedésének mértékét. Ha azonban a belföldi felhasználás alakulását nem az előző év első negyedévével vetjük össze, hanem a leggyorsabb növekedéssel jellemezhető 1998 III. negyedévéhez hasonlítjuk, a szezonális ingadozás kiszűrése után a belföldi felhasználás stagnálásáról adhatunk számot. Ugyanez tükröződik az export és import különbségeként adódó GDP szerkezetű nettó export alakulásában is. A külső egyensúlyhiány mértéke 1999. első negyedévben megegyezett a tavalyi év első negyedévével. Figyelembe véve, hogy tavaly a II. negyedévtől jelentősen romlott a nettó export GDP-hez viszonyított aránya, a külső egyensúlytalanság első negyedévi mértéke a külső egyensúlyi pozíció stabilizálódását jelzi.

A külföldi kereslet dinamikája régióként és gazdasági áganként eltérően alakult. Oroszországba és a CEFTA-országokba szállított kivitelünk visszaesett, míg a fejlett országokba irányuló export továbbra is dinamikus emelkedett. Az eurórégió növekedésének mérséklődése e területen is hátrányosan érintette azokat az exportőröket, akik nem tartós termelési kooperáció alapján termelnek. Összességében továbbra is a külföld jelentette az aggregált kereslet legdinamikusabb komponensét, a GDP szerinti exportvolumen 10,7%-kal emelkedett.

A korábbi várakozásoknál rosszabb külföldi értékesítési lehetőségek a magángazdaság belföldi keresletének növekedését is visszavetette. A vállalkozások mind folyó költségeiket, mind beruházási kiadásait visszafogták, ami az ipar belföldi értékesítésének lassulásában és az importkereslet növekedésének mérséklődésében is tükröződött. A nominális bérnövekedés üteme is alacsonyabb volt, mint egy évvel korábban, a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének reálértéke pedig 3,6%-kal haladta meg az egy évvel korábbi, ami megegyezik az előző év második felére jellemző szinttel. A fogyasztás dinamikája némileg elmaradt a jövedelmek növekedési ütemétől (3,3%).

A GDP és komponenseinek 1999 első negyedévére jellemző alakulását több, átmenetinek tekinthető hatás is befolyásolta, ezért sem a növekedés, sem a külső egyensúlyi pozíció éves pályáját nem lehet az első negyedéves folyamatok alapján előre jelezni. Az alábbiakban megpróbáljuk elkülöníteni a folyamatok értékelését megnehezítő egyedi hatásokat. Ezen túlmenően a konjunkturális helyzet Oroszország pénzügyi helyzetének meg-

szilárdulása, vagy a koszovói háború lezárulása következtében kedvezőbbre fordulhat, és ez jelentősen módosíthatja a gazdaság pályáját. A külföldi értékesítési lehetőségek javulása gyorsabb GDP-növekedést, és a beruházási kereslet várható felfutása miatt gyorsabb belföldi felhasználásnövekedést eredményezhet.

1. Lakossági fogyasztás

Az első negyedévben a lakosság jövedelmei az előző év utolsó negyedévéhez hasonló mértékben, becsléseink szerint 3,5-4%-kal emelkedtek. A lakosság rendelkezésre álló jövedelmének komponensei eltérő mértékben változtak, az alkalmazotti keresetek és a transzferek 4% fölötti növekedési ütemét a vállalkozásból származó jövedelmek és a tulajdonosi jövedelmek kisebb növekedési üteme mérsékelte.

A 3%-os létszámbővülés és a 6,5%-os átlagos reálkereset-növekedés eredményeként a bruttó keresetösszeg reálértéke 9,5%-kal volt magasabb. A lakosság vállalkozásból származó munkajövedelmének reálértéke főként a mezőgazdasági kistermelők bevételeinek csökkenése miatt valószínűleg ennél kisebb mértékben emelkedett, de e jövedelmek alakulásáról nincs megbízható információ. A vállalkozások számának csökkenése is megerősíti a kisebb jövedelemnövekedésre vonatkozó hipotézisünket. Az alkalmazotti TB-járlék növekedése (1%) miatt¹ a bruttó munkajövedelmek növekedési ütemétől elmaradt a nettó munkajövedelmek emelkedése. Az első negyedévben a bruttó és nettó bérek elnyílásához az is hozzájárult, hogy az új típusú családtámogatási juttatásokat időbeli késéssel fizették csak ki.² A transzfer jellegű jövedelmek reálértéke (4-5%-kal) emelkedett. Bár a csökkenő infláció miatt a tőkejövedelmek alig haladták meg az egy évvel korábbi szintet, ebből azonban sokkal kisebb rész volt az, amely a befektetések inflációs értékvesztéséért kompenzálta a lakosságot.

Az előző év azonos időszakával összehasonlítva a lakosság kiadásainak növekedése követte a jövedelem bővülését, így a szezonális ingadozásoktól megtisztított, inflációsűrt pénzmegtakarítási ráta a tavalyi negyedévre jellemző szinten stabilizálódott. A lakossági kereslet fogyasztási és beruházási komponensei eltérő ütemben nőttek. A lakossági keresleten belül a felhalmozási kiadások 6,2%-kal emelkedtek. Ennél dinamikusabban, 10% körüli ütemben bővült a lakásberuházás. Az ÁFA visszaigénylési lehetőségének bevezetése miatt számítani lehetett a tavalyról áthúzódó lakásberuházások növekedésére. Az első negyedévben a tavalyinál hidegebb tél hátráltatta az építkezést, az új engedélyek számának gyors növekedése az év hátralévő részében a lakossági beruházás további bővülését jelezheti előre.³ Ezzel szemben a fogyasztás volumenének növekedési üteme 1998 IV. negyedévéhez képest mérséklődött.

¹ A munkáltatók terhei az alkalmazotti TB-járlék emelkedését meghaladó mértékben csökkentek, az összes bérköltségre vetítve a TB-járlék mértéke csökkent.

² Az új típusú családtámogatási juttatásra való jogosultságot március 31-ig lehetett igazolni, és csak ez után került sor a január-február havi gyermekkedvezmények, illetve családi pótlék kifizetésére. A kedvezmények késedelmes kifizetése tükröződik az SZJA-bevételek dinamikájában is.

³ KSH adatai szerint idén az előző év azonos időszakához viszonyítva a kiadott lakásengedélyek száma 50%-kal emelkedett, a lakosság mintegy 7%-kal több lakást épített, valamint a befejezett lakások alapterülete is nagyobb volt.

A GDP és komponenseinek éves növekedési üteme*
(előző év azonos időszaka = 100)

	1998**		1998				1999. I. n.év
	új módszer	rég módszer	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	
Végző fogyasztás	4,0	4,0	2,8	3,8	4,1	5,7	3,5
Lakossági fogyasztás	4,3	4,3	2,8	4,1	4,4	6,1	3,3
Közösségi fogyasztás	2,6	2,6	3,2	1,9	2,2	3,0	4,5
Bruttó felhalmozás	16,1	18,7	6,7	26,1	30,5	13,0	8,6
Állóeszköz-felhalmozás	11,4	11,4	7,0	12,7	18,1	8,2	6,4
Belföldi felhasználás összesen	7,4	8,1	3,6	9,0	11,1	8,3	4,6
Export	16,0	16,0	29,0	17,6	12,5	9,5	10,7
Import	22,2	22,2	25,1	25,5	24,5	16,1	11,8
Belföldi felhasználás + nettó export	4,3	5,1	4,5	5,1	5,6	5,2	3,8
Statistikai eltérés a GDP százalékában	1,1	-	-	-	-	-	-
GDP	5,1	5,1	4,5	5,1	5,6	5,2	3,8

* Az anyagban felhasznált éves és negyedéves GDP-számítások MNB-becslések, amelyek eltérhetnek a KSH hivatalosan publikált adataitól. Negyedéves GDP-számítások Magyarországon nem túl hosszú ideje készülnek, a módszertan folyamatosan változó, fejlődő. A KSH adatok relatíve későn állnak rendelkezésre, ezért az MNB jelenleg saját becsléseit használja, amelyek konzisztensek az MNB egyes jövedelemtulajdonosok jövedelemhelyzetét bemutató elemzéseivel.

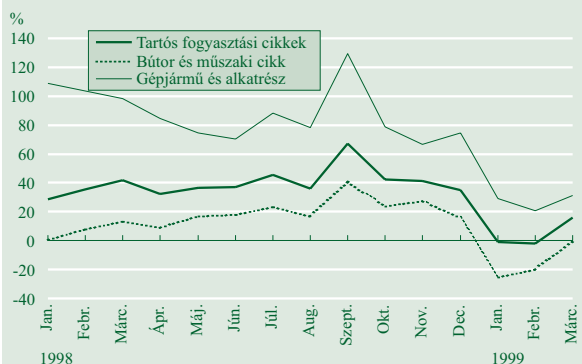
** 1997-től a KSH GDP publikációiban a felhasználási oldalon külön sorban jeleníti meg a termelési és a felhasználási oldal közötti statisztikai eltérést (ami a termelési és felhasználási oldali becslési eredmény különbsége). Korábban ezt a tételel a készletfelhalmozás sora tartalmazta, így része volt a bruttó felhalmozásnak és a belföldi felhasználásnak. Az új módszertan szerint azonban a statisztikai eltérés mind a belföldi felhasználáson, mind a külkereskedelmi egyenlegen kívüli önálló tételként jelenik meg. A rendelkezésünkre álló KSH információk és szakértői becslések alapján készítettük el az új közlési rendnek megfelelő, 1998. évi GDP-mérleget, amelyben a statisztikai eltérés a folyó áras GDP 1,1%-át teszi ki. A negyedéves számítások a korábbi módszertannal készültek, vagyis a statisztikai eltérés a bruttó felhalmozás tételei között szerepel.

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

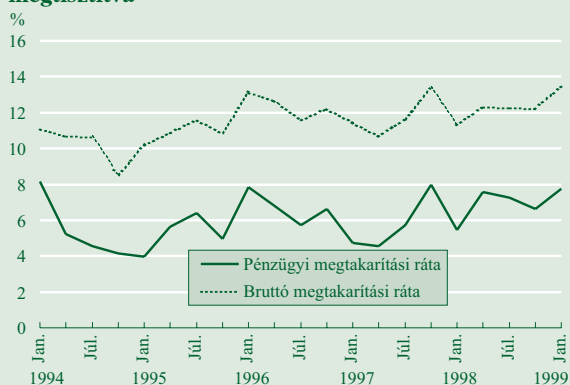
	1997				1998				1999
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	
Lakossági jövedelem	97,8	100,5	101,6	103,3	101,9	105,2	104,1	103,2	103,6
Lakossági fogyasztás	99,2	102,4	102,3	102,7	102,8	104,1	104,4	106,1	103,3
Lakossági beruházás	101,4	98,8	98,8	99,8	91,2	84,3	76,8	98,5	106,2

* A lakossági jövedelem volumenindexei úgy lettek kiszámolva, hogy a magán-nyugdíjpénztárba történő befizetéseket nem tekintettük a rendelkezésre álló jövedelem részének.

A tartós fogyasztási cikkek fogyasztásának és komponenseinek éves növekedése



A lakosság operacionális megtakarításai a jövedelem százalékában a szezonális ingadozásoktól megtisztítva*



*Az operacionális megtakarítások kiszámolásánál a kamatfizetések inflációt kompenzáló része levonásra kerül a pénzügyi megtakarításokból, valamint a lakosság rendelkezésre álló jövedelméből. Bruttó megtakarítás = pénzügyi megtakarítás + lakossági beruházás.

A KSH kiskereskedelmi forgalom alakulására vonatkozó adataiból látható, hogy az első negyedévben különösen a *tartós fogyasztási cikkek* vásárlása csökkent 1998 utolsó negyedévéhez viszonyítva.

A január–februári erős visszaesést követően márciusban már határozott növekedést tapasztalhattunk. Ezzel szemben a *nem tartós fogyasztási cikkek* értékesítésének dinamikája nem változott ilyen mértékben, igaz e termékkörben már a tavalyi évben is lassabb volt a növekedés.

A *tartós fogyasztási cikkek* iránti csökkenő kereslet irányába hatott a lakossági beruházások érezhető felfutása. Ugyanakkor a kétféle árucikk típus iránt megnyilvánuló, eltérő mértékű kereslet magyarázható a jövedelemelosztás változásával. Amint azt előző Jelentésünkben bemutattuk, a tartós fogyasztási cikkek kereslete jelentős mértékben függ a likviditáskorlátos háztartások jövedelmének alakulásától. Becsléseink szerint 1999 első negyedévében a likviditáskorlátos háztartások jövedelme átlag alatti mértékben emelkedett, elsősorban a gyermekkedvezmények kifizetésének eltolódása miatt, és egyes alacsony jövedelmű háztartásokban a tavalyihoz képest nagyobb volt az adólevonás mértéke is.

A *nem tartós fogyasztási cikkek* iránti kereslet feltehetően kevésbé függ a folyó jövedelemtől, a likviditáskorlátos háztartások valószínűleg a *tartós fogyasztási cikkek* vásárlásának elhalasztására kényszerültek.

A lakosság megtakarítói magatartására komoly hatást gyakorolt az infláció vártnál alacsonyabb mértéke. A kamatlábak mérséklődése általában nem érte el a fogyasztói árindex csökkenésének mértékét, így számos pénzügyi instrumentum pozitív reálkamatot biztosított.⁴

A pénzügyi megtakarítások ellenébe hatott viszont a lakossági beruházások első negyedévi felfutása, ami csak a felhalmozásokat is magába foglaló bruttó mutató esetében jelenik meg megtakarításként.

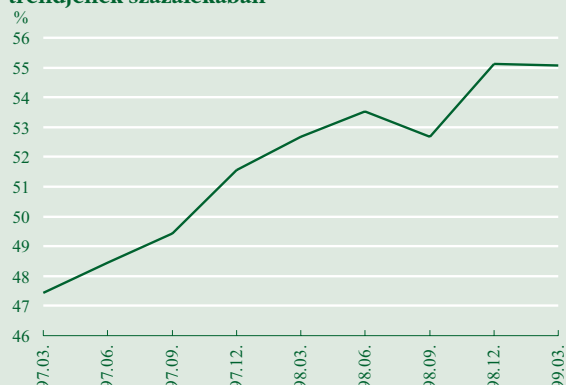
A nyugdíjreform hatására 1998 kezdete óta mintegy 43 milliárd forintnyi lakossági megtakarítás jelent meg a magán-nyugdíjpénztárakban, amiből 15 milliárd 1999 első negyedévében került befizetésre.

A táblázatban közölt mutatók megtakarításnak, illetve jövedelemnek tekintik a magán-nyugdíjpénztári átutalásokat, ami a megtakarítási ráták növekedését eredményezi. A nyugdíjpénztári befizetésektől eltekintve a pénzügyi megtakarítási ráta nem nőtt az előző év utolsó negyedévéhez képest.

A háztartások pénzügyi vagyonának alakulására a folyó megtakarításokon túl az árfolyamhatásoknak, mindenekelőtt a tőzsdei eseményeknek is komoly szerepük van. 1999 első negyedéve során a lakosság részvényein mintegy 36 milliárd forintnyi árfolyamvesztést szenvedett el, amely értéket igyekezett a kevésbé kockázatos pénzügyi eszközökbe irányított megtakarításaival ellentételezni. A folyó megtakarítások növekedésének eredményeképpen a lakosság pénzügyi **vagyon a rendelkezésre álló jövedelem százalékában szinten maradt 1998 utolsó negyedévéhez viszonyítva.**

⁴ Ugyanakkor meg kell említeni, hogy a hitelkamatlábaknak a pénzügyi követelések kamatainál jóval kisebb mértékű csökkenése miatt a nettó megtakarítások kamatjövedelme az első negyedévben reálértékben csak az egy évvel korábbi kamatjövedelem szintjét érte el.

A lakosság nettó pénzügyi vagyona a jövedelem trendjének százalékában



2. Beruházások

2.1 Állóeszköz-beruházások

A nemzetgazdasági beruházások volumene 1999 első negyed- évében 6,4%-kal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva. Mindez a beruházási konjunktúra már 1998 második felében elkezdődött visszaesésének folytatódására utal.

Azokban az ágazatokban, ahol főként a vállalkozások beruházásai dominálnak,⁵ az első negyedévben 3,7%-kal volt magasabb a beruházások volumene, mint az előző év első negyedévében. A beruházási tevékenység korábbi húzóerejét jelentő feldolgozóiparban és az anyagi szolgáltatások területén lényegében nem volt beruházásbővülés.

A beruházási dinamika csökkenése irányába hatott az exportáló vállalatok értékesítési lehetőségeinek beszűkülése a közép- és kelet-európai piacokon, és a nyugat európai konjunktúrális kilátások kedvezőtlenebbé válása. Az exportáló vállalatok input-keresletének mérséklődése a belföldi kereslet növekedését is visszafogta. A vártnál lassabban növekvő értékesítés hatására nőtt a kihasználatlan kapacitás aránya, ami a beruházási aktivitás tartósabb mérséklődése irányában mutat.

Jóval dinamikusabb beruházásnövekedést tapasztalhattunk viszont az építőiparban, a bányászatban és az energetikai ágazatokban (36,8; 74,2, illetve 27,5%), ez utóbbiak beruházásai azonban lényegesen kevésbé konjunktúrafüggők, mint a feldolgozóipari cégeké. A tavalyi jelentős beruházáscsökkenéssel szemben minimális növekedést mutat viszont az ingatlanügyletek ágazat, amely mögött a lakásberuházások növekedésének újbóli megindulása áll.

A *közösségi szektor* beruházási tevékenysége által dominált gazdasági ágazatokban 1999 első negyedévében 25%-kal nőtt a beruházások volumene. Különösen erőteljes beruházási dinamika érvényesült az oktatás és a közigazgatás, védelem, társadalombiztosítás területén.

Meg kell jegyezni azonban azt, hogy a közösségi beruházások dinamikája az egyes időszakokban rendkívül eltérő lehet, így az első negyedév alapján nem várhatjuk, hogy a közösségi beruházások az év egészében ilyen gyorsan emelkedjenek.

2.2 Készletberuházások

A KSH által publikált készletadatok alapján a feldolgozóipari készletek – értékesítéshez vett relatív – alakulását követjük nyomon. Az előző inflációs kiadványunkban tárgyaltakhoz képest a feldolgozóipar egésze szintjén csak mérsékelt változásokat tapasztalunk.

A feldolgozóipari készletek a domináns – 1998-ban közel 40%-os – súlyú gépipari készletek alakulását követik szorosan

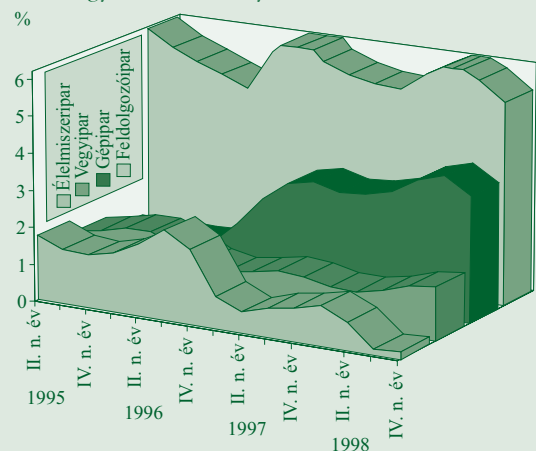
⁵ A beruházók szerinti felosztás a KSH beruházásstatisztikája alapján készült oly módon, hogy az ágazati megoszlás alapján közösségi beruházásként vettük figyelembe a következő ágazatokat: közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás; oktatás; egészségügyi- és szociális ellátás; egyéb közösségi, társadalmi és személyi szolgáltatás. A felsoroltakon kívül minden egyéb ágazatot a magánszektorba soroltunk be, bár meg kell jegyeznünk azt, hogy a beruházók és a finanszírozók szerinti csoportosítás eltér egymástól, így jelen esetben a vállalati beruházások között az állam által finanszírozott beruházások is szerepelnek (pl. autópálya-építés).

A nemzetgazdasági beruházások gazdasági ágak szerint

Ágazatok	1998. évi megoszlás	1998. évi volumen-indexek	1999. I. n. évi volumen-indexek
Mezőgazdaság, erdőgazdaság, halászat	3,67	111,6	117,3
Bányászat	0,31	107,6	174,2
Feldolgozóipar	26,00	123,2	100,9
Villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás	7,16	117,3	127,5
Építőipar	1,86	120,2	136,8
<i>Anyagi termelés összesen</i>	<i>38,98</i>	<i>120,6</i>	<i>107,8</i>
Kereskedelem, közúti jármű és közszükségleti cikk javítása, karbantartása	7,11	123,0	110,6
Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás	0,99	113,7	87,7
Szállítás, raktározás, posta, távközlés	18,85	109,7	96,9
Pénzügyi tevékenység és kiegészítő szolgáltatásai	3,37	147,7	99,7
Ingatlanügyletek, bérbeadás, gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatás és lakásberuházás	18,01	88,0	100,5
<i>Anyagi szolgáltatások összesen</i>	<i>48,33</i>	<i>103,7</i>	<i>100,3</i>
<i>Anyagi termelés összesen + anyagi szolgáltatások összesen</i>	<i>87,32</i>	<i>110,6</i>	<i>103,7</i>
Közigazgatás, védelem; kötelező társadalombiztosítás	3,58	101,9	133,3
Oktatás	1,85	95,0	169,2
Egészségügyi és szociális ellátás	2,51	108,1	100,8
Egyéb közösségi, társadalmi és személyi szolgáltatás	4,75	117,1	119,3
<i>Nem anyagi szolgáltatások összesen</i>	<i>12,68</i>	<i>107,2</i>	<i>124,9</i>
Összesen	100,00	110,2	106,4

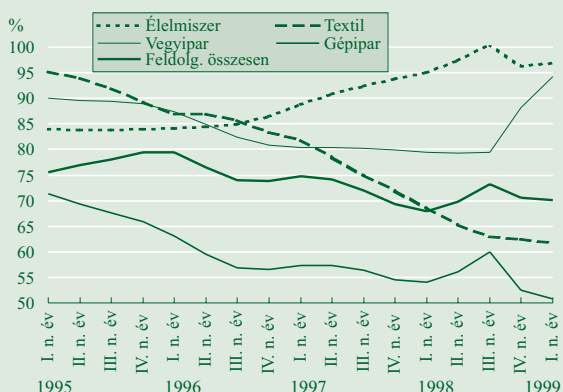
A feldolgozóipari összes és a domináns három feldolgozóipari ágazat nominális készletberuházásának alakulása*

(előző negyedévhez viszonyított változás)



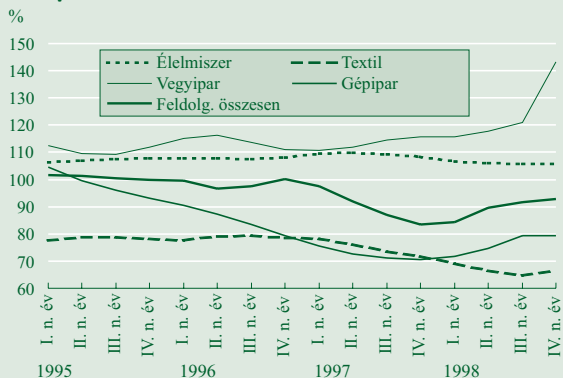
* Saját termelésű és vásárolt készletek együtt. A három ágazat a feldolgozóipari készletek több mint 80%-át fedi le. Az ábrán az összes készletbeli súlyokkal arányosított, trendekből számított negyedév/első negyedév típusú készletváltozások (az előző szint százalékában) láthatók.

Saját termelésű készletek értékesítéshez viszonyított arányának alakulása*



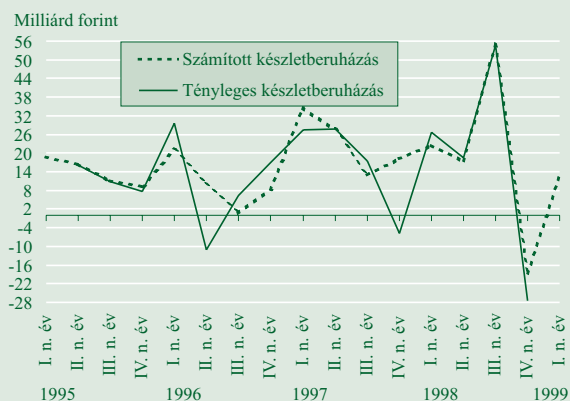
* A hányadosok képzésekor a negyedéves zárókészlet-állományt osztottuk a negyedévet alkotó hónapok értékesítésének átlagával. A hányadosok képzése szezonálisan igazított adatokból történt.

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 adatokból történt.

A számított és a tényleges feldolgozóipari saját termelésű készletberuházás alakulása*



* Számított készletberuházás: folyó termelés és értékesítés különbsége. Tényleges készletberuházás: KSH által publikált saját termelésű készletek változása. Szezonálisan nem igazított, folyó áras adatok.

(ld. első ábránkat). Friss adataink fényében az 1998. harmadik negyedéves feldolgozóipari készletberuházási emelkedését átmenetinek tekinthetjük. Az orosz válság okozta értékesítési nehézségek több ágazatban – különösen a gép-, vegy- és élelmiszeriparban – a készletszintek nem szándékolt növekedését hozták, de a meghatározó ágazatokban az értékesítés, illetve a termelés hamar alkalmazkodott, így a készletek értékesítéshez vett aránya stabilizálódott.

A feldolgozóipar egészében 1998 végén – 1999 elején a készletszintek ugyan emelkedtek, de értékesítéshez vett arányuk továbbra is stabil maradt. Ezen belül a vásárolt feldolgozóipari készletek értékesítéshez vett arányának enyhe emelkedését az igen erőteljes gépipari konjunktúra folytatódása jelének tarthatjuk.

Első ábránk mutatja a feldolgozóipar – készletek szempontjából – legnagyobb ágazatainak feldolgozóipari készletberuházáshoz való hozzájárulását. Látható, hogy ha csak gépipari készletberuházások lennének a feldolgozóiparban, akkor is jelentős ütemben bővülő készletberuházásra került volna sor. A vegyipari és élelmiszeripari készletváltozásokkal együtt az aggregált feldolgozóipari készletberuházási dinamika 1998 végére 6% fölé került.

Az egyes ágazatok szintjén két fejlemény érdemel figyelmet. A korábban jelzethez képest meglepően jól alakult a textilipari exportértékesítése, ami magyarázza az 1998 utolsó negyedévére kapott emelkedő textilipari vásárolt készletarányt. Ennek fényében a textilipari exportkonjunktúra folytatódására számíthatunk.

Érdekesen alakultak a vegyipari készletarányok is: mind a saját termelésű, mind a vásárolt készletek értékesítéshez vett aránya kiugró növekedést mutat. Ez, az ágazatot sújtó világgazdasági visszaesés, illetve orosz válság miatt erősen csökkent export és a gyengélkedő belföldi vegyipari értékesítésre gondolva nem szándékolt készletberuházásnak tekinthető – a tervezettnél gyengébb eladási teljesítmény miatt a vállalatok magas készletszinttel rendelkeznek. A többi ágazat készletberuházásai a korábban látottaknak megfelelően alakultak.

A saját termelésű készletek változásának előrejelzése

Noha a készletek a konjunktúraciklusok fontos mutatóinak számítanak, a KSH csak jelentős időbeli késéssel tudja publikálni az alapul vehető készletadatokat (a legfrissebbek is csak 1998 utolsó negyedévére vonatkoznak). A feldolgozóipari vállalatok outputtermékeit tartalmazó saját termelésű készletek esetében az aktuális folyó termelés és az értékesítés különbségével tudjuk becsülni a készletváltozás nagyságát.

A feldolgozóipari ágazatokat egyenként vizsgálva azt láthatjuk, hogy ez az összefüggés historikusan (az adataink által lefedett 1995–98 időszakban) a várt módon teljesül. Így a készletadatokhoz képest jóval kisebb időbeli csúszással publikált ágazatonkénti ipari termelési és értékesítési adatokból – előzetes jelleggel – becsüljük a saját termelésű készletberuházások értékét.

3. Az államháztartás keresleti hatása

Az államháztartás keresleti hatása az 1999 első negyedében az SNA elsődleges egyenleg változásában mérve – a GDP 0,7%-ával nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva.⁶ Az államháztartás keresletének gyors növekedése részben átmeneti jellegűnek tekinthető,⁷ mivel olyan bevételek és kiadások jelentkeztek, amelyek a hiány évközi lefutását megváltoztatták az előző évhez képest. Ilyen tényező volt pl. az árvíz miatti kiadási többlet, az év elején jelentkező kezességbeváltás és az orosz adósságtörlesztés elmaradása, az agrártámogatások áthúzódása, és az átmenetileg negatív egyenlegű jegybanki befizetés,⁸ amelyek az év hátralevő részében valószínűleg már nem jelentkeznek. A központi költségvetés helyzetét az első negyedéves számok kedvezőbbnek mutatják, a TB időarányosnál kisebb támogatása és a megszűnt elkülönített alapok év eleji befizetése miatt, ami természetesen egyidejűleg ezen alrendszernek kedvezőtlenebb pozícióját eredményezték.

Az átmeneti hatásokon túl az államháztartás pozícióját tartós tényezők is befolyásolják. A vártnál alacsonyabb gazdasági növekedés, fogyasztás és árszintemelkedés ugyanis a kisebb adóbevételeken keresztül rontotta az államháztartás egyenlegét. Ezt az év egészét tekintve csak részben ellensúlyozza az éves GDP 0,4%-át kitevő zárolás, amely a kiadásokat körülbelül a bevételek alacsonyabb infláció miatt várható csökkenésének megfelelő mértékben csökkentette. Az első negyedévben az előző év azonos időszakához képest a nettó ÁFA-bevétel reálértékben csaknem 8 %-kal csökkent, a visszatérítés reálértéke sokkal gyorsabban (9%-kal) növekedett, mint a belföldi ÁFA-befizetése (0,6%-kal) és az import utáni ÁFÁ-é (3%-kal). Az SZJA-befizetés eközben a tervezettnél nagyobb mértékben, reálértékben 10%-kal bővült részben a reálberek növekedése miatt. A TB járulékbefizetéseinek reálértékének csökkenését meghatározta az, hogy már az év elejétől kiesnek bevételek a nyugdíjreform miatt és kulcs-csökkentésre is sor került. Mindez önmagában csaknem 11%-os reálérték-csökkenést eredményezett volna, de a reálberek növekedése és a behajtási tevékenység javulása eredményeként a TB-járulékok reálértéke csak 1–2%-kal mérséklődött.

Finanszírozás

Az ÁPV Rt-vel együtt számított államháztartás SNA típusú finanszírozása az I. negyedévben megközelítette a 270 milliárd forint

⁶ az SNA elsődleges egyenleg a GDP 1,4%-ával volt kisebb, mint az előző év azonos időszakában, de a nyugdíjreform miatti többlethiánynak nincs hatása a keresletre, így ezzel a tényezővel korrigáltuk az elsődleges egyenleg változását.

⁷ Olyan bevételek és kiadások jelentkeztek, amelyek a hiány évközi lefutását erősen megváltoztatták az idei és tavalyi év tekintetében. Így például idén év elején jelentkezett kezességbeváltás, ami tavaly nem, illetve előző év hasonló időszakában több bevétel folyt be állami követelésekből, mint idén.

⁸ A jegybanki befizetés alakulása szoros összefüggésben áll a forint árfolyamának az intervenció sávon belüli elmozdulásával. A forint sávon belüli leértékelődése átmenetileg megnöveli, felértékelődése csökkenti a jegybanki befizetés nagyságát. Az előző év végi pozícióhoz viszonyítva a forint az első negyedévben felértékelődött, ezért alakult az átmeneti negatív befizetés. Hosszabb távon azonban a forint sávon belüli elmozdulásából származó befizetési többletek és hiányok ki-egyenlítik egymást.

Az államháztartás hiányának alakulása (GDP %)

	1997	1997	1998	1998*	1999
	I. n. év	tény	I. n. év	előzetes	I. n. év
1. Központi költségvetés egyenlege privatizáció nélkül	-6,5	-4,0	-9,0	-3,6	-10,8
2. Elsődleges egyenleg (MNB nélkül)	3,4	4,0	0,8	2,8	-0,2
3. Kamategyenleg	-10,5	-7,7	-10,3	-6,9	-10,3
4. MNB-támogatás és -befizetés egyenlege	0,6	-0,3	0,5	0,4	-0,3
5. Elkülönített alapok privatizáció nélkül	0,8	0,1	0,3	0,1	-1,0
6. TB egyenlege privatizáció nélkül	-1,2	-0,6	-1,1	-0,9	-2,3
7. Önkormányzatok privatizáció nélkül	1,7	-0,3	1,9	-0,3	2,2
8. Államháztartás egyenlege privatizáció nélkül	-5,3	-4,8	-7,8	-4,7	-11,9
9. Ebből elsődleges egyenleg (MNB nélkül)	4,5	3,0	1,9	1,5	-1,5
10. Államháztartás eredmény-szemléletű hiánya	-4,6	-5,1	-5,3	-4,9	-10,0
11. Korrekció hitelműveletekkel, hitelátvállalással	-0,6	-0,6	-1,4	-0,6	0,3
12. ÁPV Rt. hiánya	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,3
13. SNA finanszírozási igény					
13 = 10 + 11 + 12. sor	-6,0	-6,4	-7,8	-6,2	-10,0
14. SNA elsődleges egyenleg					
14 = 9 + 11 + 12. sor	3,1	1,6	-0,1	0,2	-1,5

* Az 1998. végi számok nem tartalmazzák a Postabanknak átadott 132 milliárd forint és az ÁPV Rt.-nek átadott 50 milliárd forint hatását.

Az államháztartás egyes kiadásainak változása reálértékben (az előző év azonos időszakához mérten)

	1998. I. n. év	1999. I. n. év
Bér és járulékiadás	10,9	5,8
Dologi kiadások	-8,0	10,0
Fogyasztói árkiegészítés	4,0	11,2
Közösségi és juttatott fogyasztás összesen	3,4	7,7
Nyugdíjak (rokkantnyugdíj is)	4,8	6,0
Táppénz	-5,2	-1,0
Szociális juttatások (központi)	-2,2	2,3
Szociális juttatások (önkormányzati)	25,0	15,6
Lakossági transzferek összesen	4,0	5,4
Beruházás (központi)	-4,8	-10,0
Beruházás (önkormányzati)	27,0	1,0
Beruházási kiadások összesen	9,1	-4,5

Az államháztartás pénzügyi követeléseinek és tartozásai

Az államháztartási alszektorok követelése és tartozásai	Állomány		Ebből			
	1998. dec. 31.	1999. márc. 31.	változás jan.-márc.	tranzakció (finanszírozás)	átértékelés	egyéb állományváltozás
<i>Központi költségvetés az elkülönített állami pénzalapokkal és az ÁPV Rt.-vel</i>						
Követelések	484,1	540,4	43,4	20,2	23,3	-0,2
Forint	269,9	312,2	42,3	42,3	0,0	0,0
Deviza	214,2	228,2	14,0	-9,2	23,3	-0,2
Részvény	-	-	-12,9	-12,9	0,0	0,0
Tartozások	645,1	6788,4	336,9	272,3	64,6	0,0
Forint	3943,4	4200,3	256,9	256,9	0,0	0,0
Deviza	2508,1	2588,1	80,0	15,4	64,6	0,0
Nettó pénzügyi követelés	-5967,3	-6248,0	-293,5	-252,1	-41,3	-0,2
<i>TB-Alapok</i>						
Követelések	35,6	30,7	-4,9	-4,9	0,0	0,0
Forint	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deviza	-	-	-6,0	-6,0	0,0	0,0
Tartozások	101,8	147,4	45,6	45,6	0,0	0,0
Forint	101,8	147,4	45,6	45,6	0,0	0,0
Deviza	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettó pénzügyi követelés	-66,2	-116,7	-56,5	-56,5	0,0	0,0
<i>Helyi önkormányzatok</i>						
Követelések	268,2	278,0	6,3	6,3	0,0	0,0
Forint	267,5	277,0	9,5	9,5	0,0	0,0
Deviza	0,7	1,0	0,3	0,3	0,0	0,1
Részvény	-	-	-3,5	-3,5	0,0	0,0
Tartozások	168,2	134,6	-33,6	-33,2	-0,4	0,0
Forint	141,1	107,9	-33,3	-33,3	0,0	0,0
Deviza	27,1	26,7	-0,3	0,0	-0,4	0,0
Nettó pénzügyi követelés	100,0	143,4	39,8	39,5	0,4	0,0
<i>Államháztartás összesen</i>						
Követelések*	605,2	597,0	-30,6	-53,7	23,3	-0,2
Tartozások	6524,0	6804,0	280,0	215,8	64,2	0,0
Nettó pénzügyi követelés*	-5918,8	-6207,0	-310,6	-269,5	-40,9	-0,2

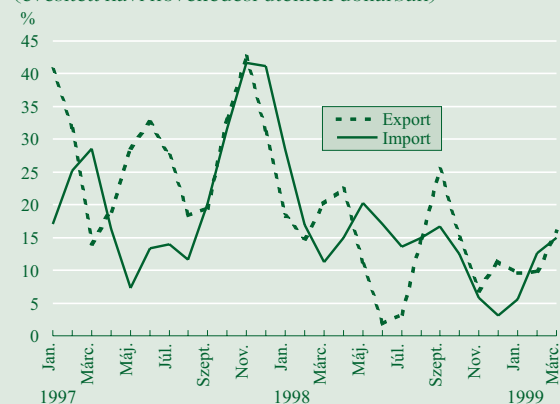
* Részvény nélkül.

Az eurorégió főbb makrogazdasági mutatói (változás az előző év azonos időszakához képest)

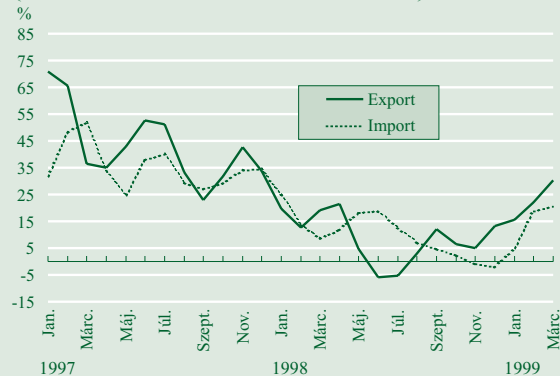
	GDP	Belföldi felhasználás	Magánfogyasztás	Közösségi fogyasztás	Bruttó állásköz-felhalmozás	Export	Import	Újautó-regisztrációk	Kiskereskedelmi forgalom
1995	2,2	1,9	1,9	0,0	3,4	8,1	7,4	0,3	2,0
1996	1,6	1,1	1,9	1,7	0,4	4,4	3,3	6,6	1,1
1997	2,5	1,9	1,4	0,3	2,1	10,3	9,0	3,9	0,8
1998	3,0	3,4	3,0	0,4	4,2	6,0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

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

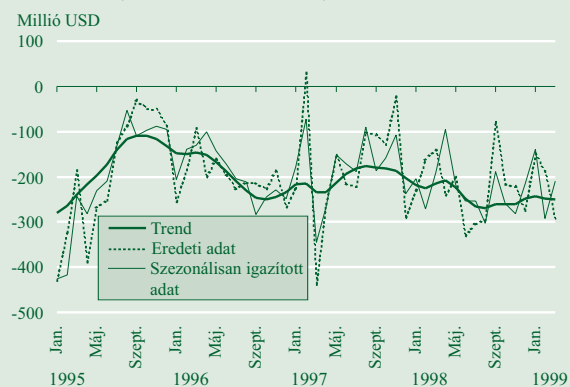
A vámstatisztika szerinti export és import trendje (évesített havi növekedési ütemek dollárban)



A vámstatisztika szerinti export és import trendje (évesített havi növekedési ütemek euróban)



A dollárban számított külkereskedelmi hiány alakulása (vámstatisztika szerint)



tot. A finanszírozásnak mindössze 8 %-át jelentette a részvények értékesítése, összesen 22,4 milliárd forint bevételt eredményezett.

A devizatartozásoknál a kibocsátás fedezte a lejáratokat, illetve a felhalmozódó kamatozatokat, sőt, 15,4 milliárd forinttal meg is haladták azokat. A növekvő devizatartozás mellett a követelések 9 milliárd forintos csökkenésére is sor került, így egyenlegében a devizafinanszírozás (24,4 milliárd forint) a finanszírozási igény másik 9–10 %-át fedezte.

Mivel a konszolidált, államháztartáson kívül fennálló forint-követelések alig változtak (6–7 milliárd forint növekmény), így a finanszírozási igény több mint 80 %-át a forintadósság növelésével finanszírozta az államháztartás.

4. Külső kereslet

1999 első negyedében a külkereskedelemben két ellentétes tendencia erősödött meg; (1) a fejlett országokba irányuló kivitelünk az 1998. évinél ugyan kisebb mértékben, de továbbra is dinamikus növekedést mutat, (2) az orosz válság által erősen érintett FÁK régióba, illetve a CEFTA-országokba irányuló kivitel pedig a válság előtti időszakhoz képest jóval alacsonyabb szinten, de stabilizálódni látszik.

Az import az előző év végére jellemző alacsony növekedési ütem után 1999 elején újra megéleződött, de a lassabb export és mérséklődő belföldi felhasználás hatására nem éri el az 1998 első felére jellemző növekedési ütemet.

1999 első negyedében a teljes vámstatisztikai export 5714 millió dollárt, míg a teljes import 6348 millió dollárt tett ki. Ennek hatására a külkereskedelmi egyenlegben 634 millió dolláros hiány volt kimutatható, amely 99 millió dollárral volt magasabb, mint 1998 első negyedében.⁹

A rövid távú tendenciák megítélésében, a korábbi Jelentésünkhöz hasonlóan az ún. rövid bázisú indexek alakulását is bemutatjuk. Látható, hogy mind dollárban, mind euróban¹⁰ számítva az export trendjének növekedési üteme 1999 első három hónapjában meghaladta az import növekedési ütemét, a tavalyi év végén jelentkező export és import lassulása átmenetinek bizonyult. A külkereskedelmi egyenleg trendje az 1998. őszi mélypont óta a stabilizálódás jeleit mutatja.

A külső kereslet szempontjából meghatározó, fő exportpiacunkat jelentő eurorégió (és ezen belül is Németország) konjunkturális helyzete 1998. évben a vártnál is kedvezőbben alakult. A konjunktúra alakulását jelző GDP növekedése 1998 első negyedétől kezdődően azonban fokozatos csökkenést mutatott, előrevetítve a konjunktúra 1999. évi jelentősebb lassulását. Mindez azonban csak kisebb mértékben jelentkezett, és jelentkezik a belföldi felhasználás alakulásában.

⁹ Az 1999. első negyedéves számok előzetesek, a vámáruilatközlések folyamatos feldolgozása során változhatnak.

¹⁰ Figyelembe véve az eurorégió országok külkereskedelmünkbeni súlyát, 2000. januártól a forint valutakosara 100 %-ban euróból fog állni. Ennek a lépésnek logikus következménye, hogy a jelenlegi dolláralapú statisztikákról az euroalapú statisztikákra álljunk át. Annak érdekében, hogy ezt az átállást megkönnyítsük, a jövőben mind dollárban, mind euróban közöljük számainkat.

Az eurorégió magánfogyasztását év közben – a fogyasztói bizalmi index jelentős emelkedése mellett – gyorsuló tendencia jellemezte. Ezek a folyamatok tükröződnek az eurorégió kiskereskedelmi forgalmának és autóeladásainak alakulásában is. Ugyanakkor a beruházási aktivitás és az export mérséklődése negatívan érintette az eurorégió növekedését.

Ez utóbbi romlás a kedvező belső kereslet ellenére is az importkereslet csökkenéséhez vezetett 1998 második felében. Az EU-ba irányuló magyar export növekedése továbbra is magas, de lassuló dinamikát mutat. 1999 első negyedében az EU-ba irányuló magyar export dollárban számítva és szezonálisan igazítva mintegy 14,7%-kal emelkedett 1998 azonos időszakához képest (a fejlett országok csoportja esetében pedig 16,2%-os emelkedést lehetett tapasztalni).

A magyar export alakulására továbbra is rányomta bélyegét az 1998-as orosz válság és az ennek hatására a FÁK-országokban kialakuló recesszió.

A kelet-közép-európai térség legtöbb államában jelentkező keresletcsökkenés is visszavetette a magyar exportőrök oda irányuló értékesítési lehetőségeit. Bár a FÁK-térségbe irányuló magyar kivitel az utóbbi félévben nem mutat komoly csökkenést, előző év azonos időszakához képest a térségbe irányuló magyar export 61,3%-kal csökkent (dollárban és szezonálisan igazítva).

A közép-kelet-európai térségbe (CEFTA-országokba) irányuló magyar kivitel értéke is csökkenést mutat, bár az utóbbi hónapokban ebben a relációban is némi javulás mutatkozik (1998 első negyedéhez képest ebben az országkörben 1,4%-os csökkenést lehetett tapasztalni).

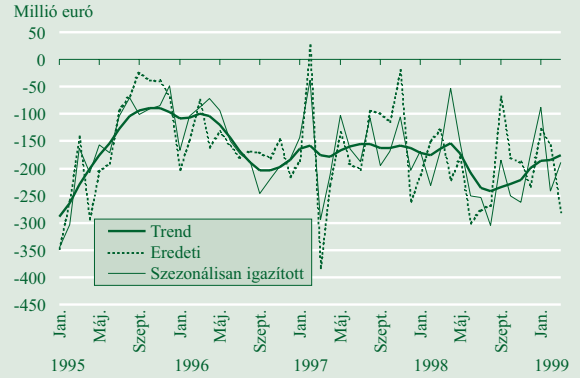
A külső kereslet régióként eltérő alakulása az export termék-szerkezetének alakulását is aszimmetrikusan érintette. Az eurorégió importkereslete döntően tartós fogyasztási cikkekből és beruházási javakból áll, így a gépek, gépi berendezések exportja dinamikusabban növekedett, a feldolgozott termékek kivitelében is csak enyhe csökkenést lehetett tapasztalni. Ezzel szemben az orosz válság és a nyugat-európai konjunktúra lassulása miatt az intermedier termékek iránti kereslet csökkenése hatására az élelmiszerek, ital és dohány, valamint a nyersanyag-termékcsoport esetében nagyfokú exportkiesést lehetett kimutatni.

Az 1998. november–decemberi lassulás után az import növekedési üteme 1999-ben újra emelkedett. Ebben részben szerepet játszott a tovább növekvő export importigénye.

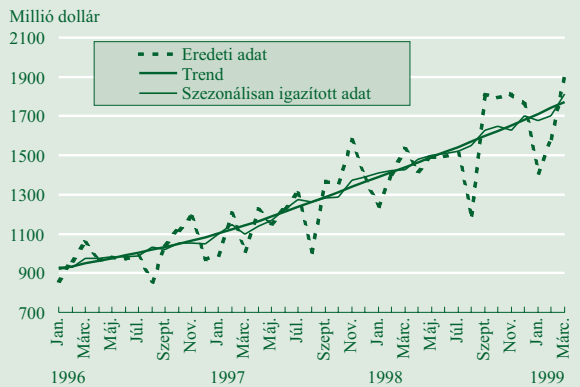
A belföldi felhasználáshoz kapcsolódó import alakulásának szemléltetése érdekében a behozatalt termékcsoportokra bontottuk. Megkülönböztetünk beruházási célú, tartós fogyasztási cikk, nem tartós fogyasztási cikk, valamint egyéb importot. Amint az évesített növekedési ütemeket ábrázoló ábrából is kitűnik az import 1999. első negyedévi felgyorsulása mögött a beruházási termékek és a tartós fogyasztási cikkek újból megélénkülő kereslete áll.

A szolgáltatásforgalomban annak ellenére folytatódott az egyenleg közelmúltban megfigyelhető romlása, hogy az idegenforgalom a várakozásoknál lényegesen kedvezőbbben alakult az első negyedév folyamán. Az előző év azonos időszakához képest azonban viszonylag jelentősebb növekedés mutatkozott az építési-szerelési szolgáltatások kiadása során, és a tavalyi szokatlanul magas bázis okán komoly visszaesés mutatkozik a fuvarozási és szállítmányozási szolgáltatások bevételeiben. Ez a két té-

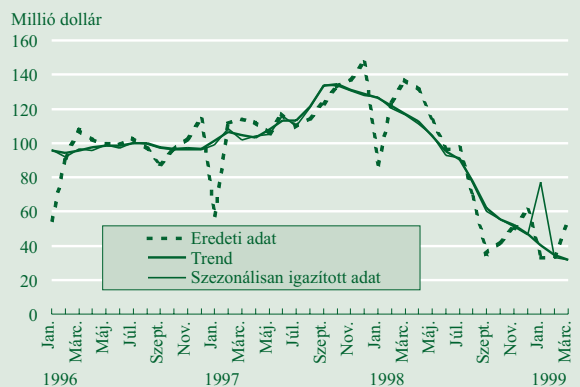
Az euróban számított külkereskedelmi hiány alakulása (vámstatisztika szerint)



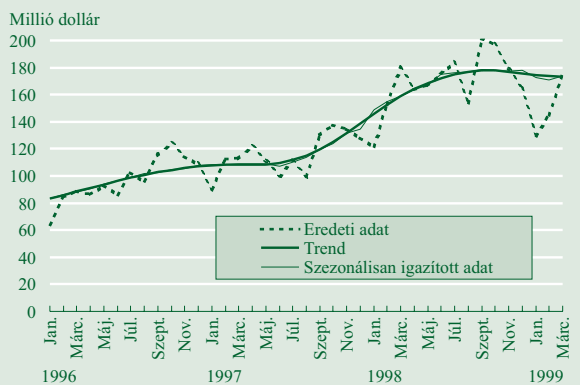
A fejlett országokba irányuló export alakulása



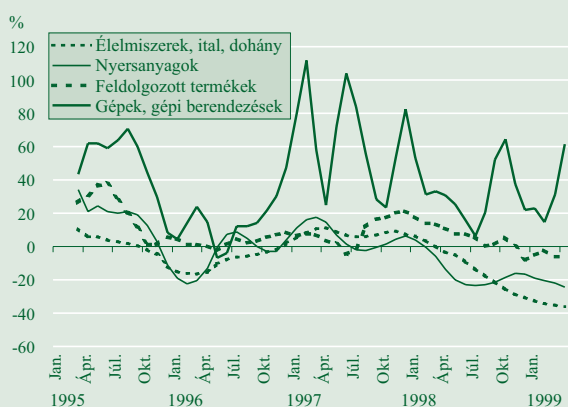
A FÁK-országokba irányuló magyar kivitel



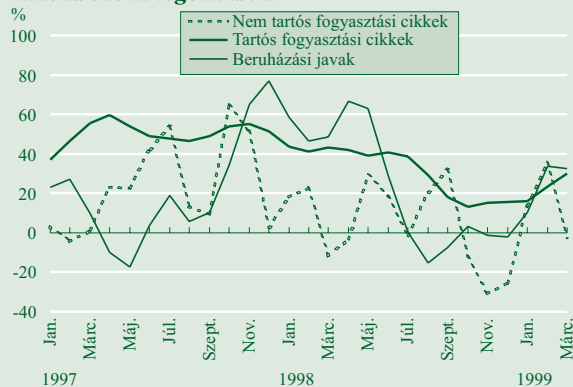
A CEFTA-térségbe irányuló magyar kivitel



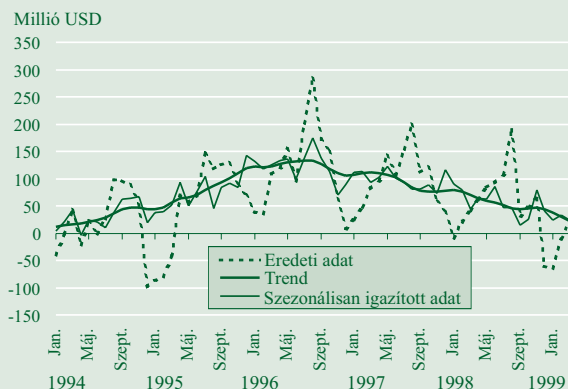
Különböző termékcsoportok exportja (trendekből számított évesített havi növekedési ütemek)



Évesített trendnövekedési ütemek az import különböző kategóriáiban



A szolgáltatási egyenleg alakulása



tel egyenlegében csaknem 100 millió dollárral rontotta a szolgáltatások szaldóját 1998 első negyedévéhez képest, és az idegenforgalom 50 millió dolláros javulása csak a többi szolgáltatás egyenlegének romlását volt képes ellensúlyozni. Ezen utóbbiak nem minősíthetők jelentősnek, bár kétségtelen, hogy a kormányzati szolgáltatások keretén belüli kiadások a múlt évhez képest csaknem 50%-os emelkedést mutatnak. A szolgáltatások körében a legmagasabb deficitet felmutató technikai és kulturális szolgáltatások azonban mind a bevételi, mind a kiadási oldal szerint a tavalyi évhez nagyon hasonlóan alakultak. Mindez azt eredményezte, hogy a szolgáltatás egyenleg trendjének 1996. óta tartó romlása 1999 első negyedévében sem állt meg.

IV. Kínálati tényezők

1. Munkaerő-piaci folyamatok

A munkapiac aggregált állományváltozásai a konjunktúra alakulását általában valamennyi időbeli késéssel, azaz *késleltetett indikátorként* követik. Ennek fényében nem meglepő, hogy 1999 első negyedében felgyorsultak a tavalyi évben megfigyelt kedvező munkaerő-piaci folyamatok. A munkanélküliség szintjének határozott esése a foglalkoztatottak számának bővülésével párosult, ami a gazdasági aktivitási ráta emelkedését hozta magával. Így a tavalyi év hasonló időszakához képest 1999 első negyedében az aktivitási ráta 1,2 százalékponttal volt magasabb.

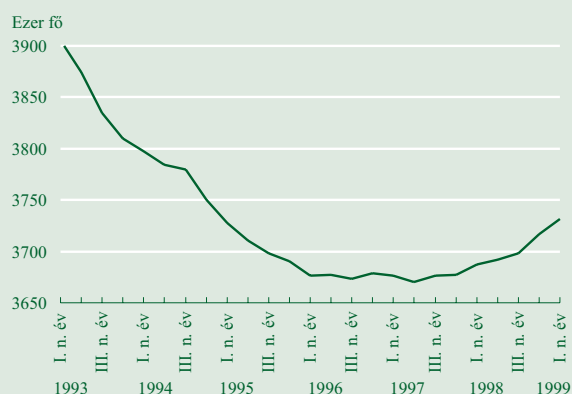
1.1 A foglalkoztatottság alakulása

A KSH lakossági felmérése szerinti foglalkoztatottak állománya 1999. első negyedében igen erőteljes bővülést mutat: a tavalyi év folyamatos foglalkoztatásnövekedésének hatására 1998 első negyedéhez viszonyítva 3,4%-kal bővült. A szezonálisan igazított érték 1998 utolsó negyedéhez képest szintén gyors, 2,6%-os foglalkoztatásbővülést jelez, ami annak köszönhető, hogy idén elmaradt a foglalkoztatottak számában a korábbi időszakokban megszokott, szezonális hatásokhoz köthető év eleji, mintegy 2–4%-os létszámcsökkenés. A foglalkoztatás ilyen mértékű növekedése meglepő, valószínűleg csak egyszeri hatásnak köszönhető a foglalkoztatás hosszabb távon a legutolsó negyedében tapasztaltnál lassabb ütemben fog bővülni.

A folyamatok eredményeképp a foglalkoztatottak 15–74 éves népességhez vett aránya, a *foglalkoztatási ráta* is emelkedett, az első negyedében 48,5%-ot ért el, amihez hasonló értéket utoljára 1994-ben tapasztaltunk.

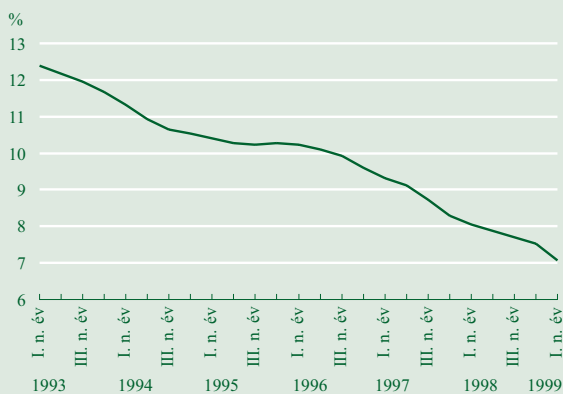
Az 1999-től az 5 fő feletti vállalkozások és költségvetési intézmények lekérdezésére alapozott KSH intézményi statisztika szerint is erőteljesen, a tavalyi év hasonló időszakához viszonyítva a nemzetgazdaság egészében 2,2%-kal bővült a foglalkoztatás. Ez némileg visszaeső közösségi és dinamikus (3,5%-kal) bővülő versenyszférabeli foglalkoztatást takar. A nemzetgazdaság ágazatait tekintve folytatódott a *feldolgozóipari* foglalkoztatás bővülése (2,7%); ezen belül különösen a gépipar és a – hozzá szervesen kapcsolódó – fémalapanyag- és fémfeldolgozási termékek gyártása ágazatok bővültek, 6%-ot meghaladó ütemben. A *piaci szolgáltatások* átlagosan 6,1%-os létszám-növekedése leginkább a nagy létszámot képviselő kereskedelem és javítás ágazat erőteljes (12%-os) foglalkoztatásbővülésének köszönhető, de jelentősen nőtt az ingatlanforgalmazás és a gazdasági szolgáltatá-

A foglalkoztatottak számának alakulása *



* Szezonálisan igazított adatsor a KSH Munkaerő-piaci jellemzők c. kiadványa alapján, időben összehasonlítható módon számítva.

A munkanélküliségi ráta alakulása*



* Szezonálisan igazított adatsor a KSH Munkaerő-piaci jellemzők c. kiadványa alapján, időben összehasonlítható módon számítva. Munkanélküliség az ILO-definíció szerint értelmezett.

sok terén dolgozók (6,1%) létszáma is. Az összességében visszaeső létszámú *költségvetési* körön belül – elsősorban a fizikai munkakörökben – tovább emelkedett a közigazgatás, társadalombiztosítás és védelmi ágazatok létszáma, amit valószínűleg a rend- és honvédelmi állomány növekedése magyaráz.

1.2 A munkanélküliség alakulása

A KSH lakossági felmérése szerinti munkanélküliségi ráta 1999 első negyedévére 7,1%-ra süllyedt, ami a korábbi időszakok tendenciái folytatódása, illetve az 1999. évi első negyedéves foglalkoztatottságnövekedés eredményeként állt elő.

Az első inflációs jelentésünkben tárgyalt módon szükséges a teljes munkanélküli állományon belül a rövid távon is effektív munkaerő-tartalékokat képező csoportok elkülönítése és azokból „effektív” munkanélküliségi mutatók képzése. Részletes munkanélküliségi adatok csak 1998 utolsó negyedévéig állnak rendelkezésünkre. Ezek alapján a korábbi tendenciák folytatódását látjuk: a súrlódásos szint közelében jár a magasabb iskolai végzettségűek, illetve a rövid ideje állástalan munkanélküliek munkanélküliségi rátája.

1.3 Béalakulás

A KSH adatai szerint 1999 első negyedévében a nemzetgazdaság egészében átlagosan 16,8%-kal nőttek a bruttó nominális bérek. Az inflációt figyelembe véve ez mintegy 6,7%-os reálbér-növekedésnek felel meg. Ezt az első látásra igen magas reálbér-növekedést *költségvetési* szektorban – jellemzően egyszeri hatások eredményeképp – realizált, rendkívül magas bérdinamika magyarázza, a *piaci* szektor a várakozásoknak megfelelően alacsonyabb, 13–15%-os bruttó nominális bérnövekedést mutatott.

A béradatok elemzését azonban megnehezíti, hogy a KSH 1999 januárjától áttért a béradatok öt fő feletti vállalati körön való mérésére; így az 1999-es forintbérek és foglalkoztatási adatok időbeli összehasonlíthatósága kérdésessé vált. Így korábbi kiadványainktól eltérően – átmeneti jelleggel – 1999 első negyedévére ábráink helyett csak az eredeti adatokból számított éves bérinflációs indexek tábláit közöljük.

Adataink megerősítik 1998 során levont következtetéseinket. A közszolgálati szektortól eltekintve, a gazdaság legtöbb szektorában 1999 első negyedévében is folytatódott a nominális béremelkedés ütemének csökkenése.

A közszolgálati szektor kirívóan magas bérdinamikáját befolyásolta, hogy egyes közszolgálati ágazatokban a szokásos keresetnövekedésen felül az idei bérnövekedés *egyszeri illetménytábla-korrekciók* hatásait is tartalmazza: a rendvédelmi szerveknél például idén, egy lépésben történt meg az illetményrendszer kötelező bértételeire való átállás.

Az első negyedévi kiugróan magas index mögött azonban egyszeri hatások is állnak. Valószínű, hogy különösen a közigazgatás, védelem és TB-ágazatokban a tavalyi *nem rendszeres kifizetések* egy része 1999 elejére csúszott át – mivel ez idén erőteljesebben jelentkezett, mint 1998 elején, e hatás felfelé torzítja a bérnövekedés ütemét.

A bérinfláció alakulása nemzetgazdasági szektoronként

	1998					1999
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I-IV. n. év	I. n. év
Mezőgazdaság, halászat	16,8	16,6	16,4	16,1	16,5	14,5
Bányászat	23,6	10,6	5,1	5,9	11,3	13,6
Feldolgozóipar	19,4	18,1	17,2	16,6	17,8	15,0
Villamosenergia, gáz-, hő- és vízellátás	20,8	19,9	18,7	17,7	19,3	15,6
Építőipar	18,9	16,8	15,1	14,1	16,2	13,7
Kereskedelem, járműjavítás	17,6	16,9	16,6	16,5	16,9	14,0
Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás	13,9	13,3	13,0	12,6	13,2	14,1
Szállítás, raktározás, posta és távközlés	21,7	21,5	21,4	21,3	21,4	14,1
Pénzügyi tevékenység	26,7	26,1	25,6	25,2	25,9	19,0
Ingtalanügyek, gazdasági szolgáltatás	26,8	30,9	32,0	31,9	30,4	21,8
Közigazgatás, védelem, TB	17,9	17,8	18,0	18,2	18,0	23,2
Oktatás	26,4	23,8	19,6	15,9	21,4	22,7
Egészségügyi és szociális ellátás	20,6	19,5	15,4	9,4	16,2	15,9
Egyéb szolgáltatás	16,6	16,5	15,7	14,3	15,8	11,7
Nemzetgazdaság összesen	20,3	19,4	18,2	17,0	18,7	16,7

* Az adatok a vállalkozások esetében 1998-ra a 10 fő, 1999-től viszont az 5 fő feletti körre vonatkoznak. 1998-ra szezonálisan igazított béradatokból; 1999 I. negyedévére összehasonlítható szerkezetű eredeti adatokból számított éves indexek, mind MNB saját számítása.

Bérinfláció a piaci és a közszolgálati szektorban

	%
Nemzetgazdaság egésze	16,7
Piaci szektor	15,2
Feldolgozóipar	15,0
Kereskedelem	14,0
Egyéb piaci szolgáltatások	16,8
Közszolgálatások	21,2

A közszolgálati körben az 1999-re áthúzódó tavalyi nem rendszeres kifizetések egy lehetséges korrekciója

Noha bizonyosan nem tudjuk, mennyire volt a közszolgálati körben jellemző az 1998-as nem rendszeres kifizetések 1999 elejére halasztása, az alábbiakban megpróbálunk becslést adni ezek hatására. Ha a „valódi” 1999-es bérinflációt akarjuk elemezni, ezt a komponenst ki kell vonni az 1998 és 1999 első negyedévi béradataiból, hiszen az esetlegesen átszűzött bérelemeknek közgazdasági értelemben *keresleti hatása* nem a tényleges kifizetés, hanem az odaítélés idejében volt.

A korrekció alapja a közszolgálati bérezés azon sajátossága, hogy az alapbérek diszkrétén, év közben vagy év végén csak egy-egy alkalommal változnak. Így aggregált adatokból is lehetőség van az alapbér és a törvény szerint járó egyéb bérelemek, mint a 13. havi fizetés elkülönítésére. Ha ismerjük az átlagos alapbért, tudjuk a 13. havi bért is; – az 1998. negyedik negyedéves átlagbérből – ki tudjuk számítani, mennyi csúszhatott át a tavalyi 13. havi fizetésből 1999 első negyedévére. Eredményeink szerint a közigazgatás, védelem, TB, valamint az oktatás ágazatokban lehetett ennek jelentősége; így az alábbiakban kifejtett korrekciót csak e két közszolgálati ágazatra hajtjuk végre. Hipotetikus számításaink eredményeit az alábbi tábla mutatja:

A közszolgálati és a nemzetgazdasági átlagbérinfláció a korrekció után

	%
Közigazgatás, védelem, TB	17,5
Oktatás	13,4
Közszolgálatok átlaga	15,7
Nemzetgazdaság átlaga	15,4

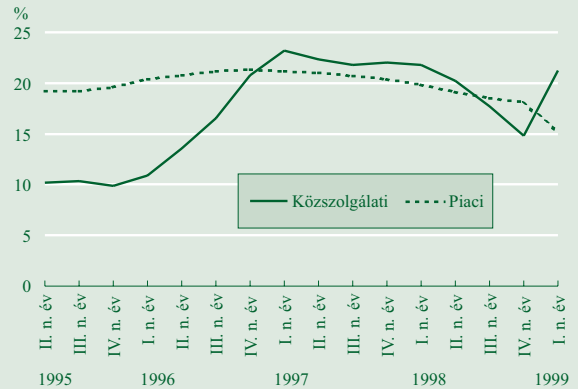
2. Kapacitáskihasználtság

1998-ban a feldolgozóiparban az átlagos kapacitáskihasználtság csökkenő tendenciát mutatott, és ez 1999 I. negyedében is folytatódott. A csökkenést több tényező együttes hatása okozza.

A kihasználtság mérséklődésében a kapacitások bővülése mellett 1998 második felében és 1999 elején egyre nagyobb szerepet játszott a termelés növekedésének visszafogottabbá válása, a kül- és belpiaci konjunktúra lanygulása. A kapacitáskihasználtság szintje azonban feltehetően jelentősen eltér a belföldi és a vámszabaderületi vállalatok között, elsősorban az utóbbiak jobb exportpozíciói miatt. (Fontos megjegyezni, hogy a Kopint-Datorg felmérésében a Magyarországon is termelő nagy multinacionális cégek – néhány kivételtől eltekintve – nem vesznek részt.)

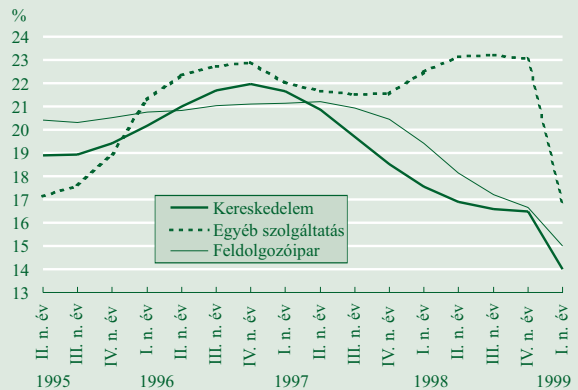
Miközben az átlagos kapacitáskihasználtság mérséklődött, a kapacitáshiánnyal küzdő vállalatok részaránya radikálisan csökkent, a felesleget jelzőké pedig kissé emelkedett az elmúlt évben. 1999 I. negyedévében ezek a tendenciák folytatódtak. 1999 elején a feldolgozóipari vállalatok rövid távú kilátásait borúlátóbban ítélik meg, mint az utóbbi néhány év tavaszán. Ezt támasztja

Bérinfláció a piaci és a közszolgálati szektorban*



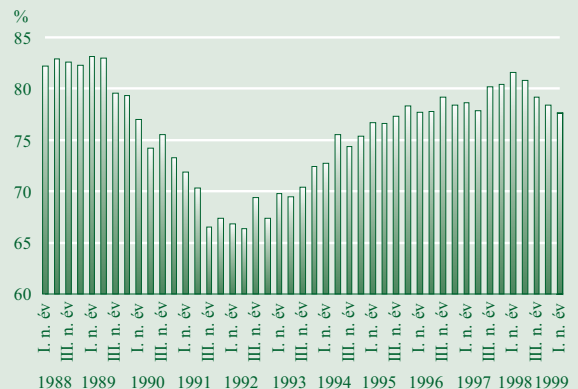
*1998-ig szezonálisan igazított béradatokból számítva, a módszertani váltás miatt az 1999-es index csak hozzáillesztve *Piaci szektoroknak* a KSH-terminológia szerinti A-K jelű ágazat tekintetű: mezőgazdaság, bányászat, feldolgozóipar, villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás, építőipar, kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, szállítás, raktározás, posta és távközlés, pénzügyi tevékenység, ingatlanügylek és gazdasági szolgáltatás. *Közszolgálati szférának* az I-N jelű ágazatokat tekintettük: közigazgatás és kötelező társadalombiztosítás, védelem, oktatás, egészségügyi és szociális ellátás.

Bérinfláció a feldolgozóiparban, a kereskedelemben és az egyéb szolgáltatói szektorban*



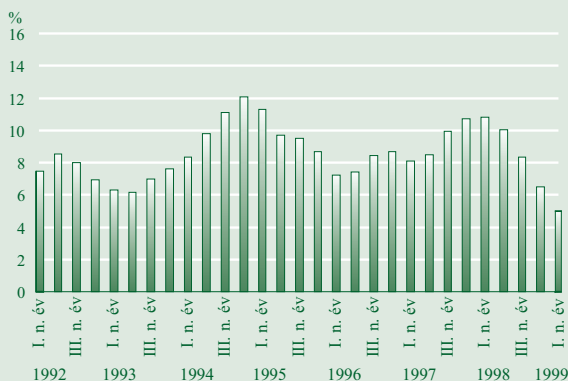
* 1998-ig szezonálisan igazított béradatokból számítva, a módszertani váltás miatt az 1999-es érték csak hozzáillesztve. Az *egyéb szolgáltatói szektor* a kereskedelem kihagyásával képzett piaci szolgáltatások aggregátuma: szálláshely-szolgáltatás, szállítás, raktározás, posta és távközlés, pénzügyi tevékenység, ingatlanügylek és gazdasági szolgáltatások tartoznak ide.

Átlagos kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban*



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

A kapacitáshiányos vállalkozások aránya a feldolgozóiparban*



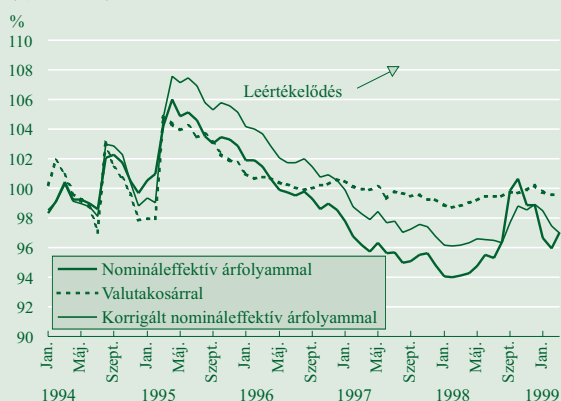
* Szezonálisan igazított és simított adatok, az alapadatok forrása: Kopint-Datorg.

A kapacitásfelesleget jelző cégek aránya a feldolgozóiparban*



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

A fogyasztóiár-alapú reálárfolyam alakulása (1994=100)



alá, hogy termelést korlátozó tényezők közül a kapacitáshiányt az előző negyedévinél is kevesebb cég jelölte meg, míg a legfontosabb tényező, a kereslethiány említése ugrásszerűen emelkedett (1999. január: 58%, 1999. április: 71%).

3. Versenyképesség

A reálárfolyam-mutatók 1999. első negyedévi alakulását a forint árfolyamának ingadozása számottevően befolyásolta.

1. A forint árfolyamsávon belüli pozíciója megerősödött. Bár márciusban néhány hétre az árfolyamsáv közepéig gyengült, májusra ismét az erős sávszél közelébe emelkedett.

2. 1999 első hónapjaiban az euró dollárhoz viszonyított árfolyama több mint 10%-kal gyengült. Mivel a valutakosárban nagyobb súllyal szerepel a dollár, mint a feldolgozóipar külkereskedelmi forgalmában, az euró gyengülése a forint reállektív árfolyamának felértékelődése irányába hatott.

3. Az 1999. év folyamán sor kerül a tavalyi átmeneti reállektív korrekciójára. Év végére a reálárfolyam várhatóan visszatér az évi 2–3% körüli felértékelődéssel jellemezhető trendhez.

Mivel a reálárfolyam alakulását a keresztárfolyam változásai és a forint sávon belüli ingadozása ilyen mértékben determinálták, az alábbiakban a hagyományos reállektív árfolyammutatók mellett két további indexet is bemutatunk:

- a korrigált nominálfektív árfolyamindexszel számított reálárfolyam-indexnél kiszűrtük a forint sávon belüli ingadozásának hatását, mivel az nem befolyásolja a feldolgozóipar versenyképességének hosszú távú alakulását.
- A harmadik mutatóban a keresztárfolyam-változások hatását is kiszűrtük, mivel nincsenek közvetlen összefüggésben a monetáris politika alakulásával, bár a kormány és az MNB az árfolyampálya meghatározása során természetesen figyelembe veszi a keresztárfolyamok változásának hatását is.¹ Ez a mutató az inflációs differencia és a leértékelési ütem nagyságát hasonlítja össze.

A fogyasztói árakon mért reállektív árfolyamindex az év első hónapjában felértékelődött, majd márciusban kisebb leértékelődést lehetett megfigyelni, összességében az 1998 első félévének leértékelt szinten maradt. A mutató elmúlt fél évben tapasztalt ingadozásának csak egy része magyarázható a forint sávon belüli elmozdulásával. A sávon belüli ingadozástól megtisztított, korrigált indexek alapján láthatjuk, hogy a középárfolyamon számított reállektív árfolyamindex csökkenő tendenciája már 1998 első félévében megtört, és a második félévben jelentős reállektív leértékelődés történt. 1999 elején ez a folyamat a korrigált mutató alapján is megfordult, és március végén már megközelítette az egy évvel korábbi szintet.

A keresztárfolyam változásától megtisztított mutatók az inflációs differencia és a leértékelési ütem közötti kapcsolatot tükrözik. E mutató ingadozása az előzőeknél sokkal kisebb. E mutató az egész tavalyi év során lassú leértékelődést mutat, ami azt tükrözi, hogy a kereskedelmi partnereink súlyozott inflációja alap-

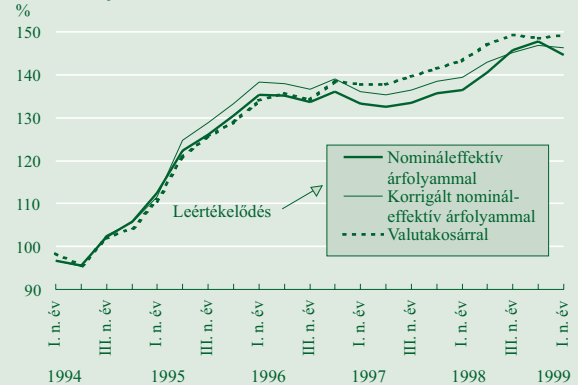
¹ 2000-től a keresztárfolyam-hatás jelentősége csökken, mivel a forint jelenlegi dollárból és euróból álló valutakosarát 100% euronosárrá váltja fel, ami sokkal közelebb áll a feldolgozóipari külkereskedelmi forgalom devizaszerkezetéhez.

ján számított inflációs differencia gyorsabban csökkent, mint a leértékelési ütem, és ezen a januári leértékelési ütem csökkentése sem változtatott.

A fajlagos munkaköltség alapon² számított reálárfolyam-mutatók némileg eltérő képet festenek a gazdaság versenyképességének alakulásáról. E mutatók értékelése során figyelembe kell venni, hogy a fajlagos bérköltség alapon számított mutatók hosszú távú trendje reálleértékelődik. Ennek az az oka, hogy a magyar feldolgozóipar tőkeigényessége a felzárkózási folyamat során gyorsabban nő, mint legfontosabb kereskedelmi partnereinknél, és így a profit részesedése is folyamatosan nő a megtermelt jövedelemből. A tőkeigényesség változása, és így az ULC alapon számított egyensúlyi reálleértékelődés mértéke évről évre változhat. Az inflációtól eltérően, 1998-ban a forint leértékelése és a fajlagos bérköltségek alapján számított differencia különbsége nem volt a szokásostól kirívóan eltérő (6%), bár meghaladta a 1996–97-es évek átlagos reálleértékelődésének mértékét. A béralakulás inerciája ezért részben alátámasztotta a gazdaságpolitika leértékelési ütemcsökkentéssel kapcsolatos óvatosságát.

1999 első negyedében a sávon belüli árfolyamingadozás hatásától megtisztított indexek a versenyképesség szinten maradását mutatják. Megemlítendő azonban, hogy a versenyképesség szinten maradása a társadalombiztosítási járulékok ez évi csökkenésének hiányában versenyképesség romlásba fordult volna.

A feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása (1994 = 100)

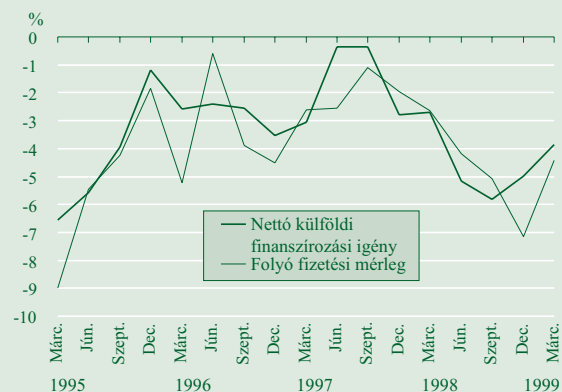


* Hozzáadottérték-alapon számolva.

² Korábbi Jelentésünktől eltérően a bruttó termeléssel számított fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam alakulását nem elemezzük, a kétféle módon számított reálárfolyam az utóbbi időben hasonlóan alakult. A feldolgozóipar hozzáadott értékén alapuló mutató viszont kevésbé torzít abban az esetben, ha a vertikális integrációban változások következnek be.

V. A külső egyensúly

A nettó finanszírozási igény és a folyó fizetési mérleg szezonálisan igazított hiányának alakulása a GDP százalékában



1. A nettó megtakarítói pozíció

A folyó fizetési mérleg a gazdaság megtakarítási és beruházási egyensúlyának mutatója. A megtakarítási-beruházási egyensúly egy „elméleti” folyó fizetési mérleget határoz meg, egyenlegét a nemzetközi szóhasználatnak megfelelően nettó finanszírozási kapacitásnak/szükségletnek¹ nevezzük. Ez a mutató a fizetésimérleg-statisztika alapján aktuálisan kimutatottól eltér,² de jobban tükrözi a gazdasági szereplők viselkedésének a külső egyensúlyi pozíció jövőbeli alakulását meghatározó változásait.

A gazdaság külföldi finanszírozási igénye 1999 első negyedében megegyezett az előző év első negyedévi szinttel. Figyelembe véve, hogy a külső egyensúlyi pozíció romlása tavaly a második negyedévtől vált jelentőssé, a külföldi finanszírozási igény ideai alakulása az egyensúlyi pozíció stabilizálódását mutatja. Ez elsősorban a magánszektorban köszönhető, ahol a finanszírozási igény csökkent, míg az államháztartás pozíciója jelentősen romlott.

E pozíciók alakulását azonban számos olyan egyedi tényező is meghatározta, amelyek folytatódására az év folyamán nem lehet számítani, így éves szinten a külső finanszírozási igény szektoronkénti összetétele lényegesen eltér majd az átmeneti hatásoktól terhelt első negyedévitől. Az első negyedév folyamatai alapján annyit állapíthatunk meg, hogy a magángazdaság növekedésének alacsonyabb üteme miatt a külső forrásigény növekedése is mérséklődött. A vállalatközi finanszírozási igény növekedése a gazdasági növekedés természetes velejárója, és a lakosság

¹ Az előző inflációs jelentésünknek megfelelően, de más korábbi MNB-publikációtól eltérően a gazdasági szereplők pozícióját *operacionális, azaz inflációszűrt 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, ebben az elszámolásban csak a kamatok inflációs kompenzáció feletti részét tekintjük jövedelemnek, illetve a pénzügyi vagyon inflációs értékmegezőrés feletti részét megtakarításnak.

² 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 gazdasági értelemben átértékelődésnek tekinthető pénzáramokat tranzakcióként rögzít. Ezen felül a reálfolyamatok és a pénzfolyamatok között időbeli eltolódás is lehet. Minél kisebb a mért időintervallum, annál nagyobb lehet az eredmény szemléletű és a pénzforgalmi szemléletben mért adatok között a relatív eltolódás, illetve a kilengések mértéke, mint ahogyan ez a folyó fizetési mérleg és a nettó külföldi finanszírozási igények negyedévenkénti adataiban is megjelenik.

finanszírozási kapacitásának tartós növekedésére nem számíthatunk. Ezért a növekedés gyorsulása esetén a külső egyensúlyi pozíció romlását csak az állam megtakarítói pozíciójának javításával lehetne megállítani.

Az államháztartás nettó finanszírozási igénye az első negyedévben lényegesen rosszabb volt (–6,9%), mint a költségvetésben év végére előirányzott pozíció (–2.2%-os GDP arányos operacionális egyenleg).³

A költségvetési törvényben előírt deficitkövetelmény betartása biztosítaná, hogy a az év hátralévő negyedéveiben a költségvetés lényegesen kisebb külső finanszírozási igényt generáljon, és az év egészét tekintve a tavalyihoz hasonló forrásbevonást igényeljen az államháztartás finanszírozása.

Az államháztartás első negyedévi extra pozícióromlása a magánszféránál és azon belül is elsősorban a vállalkozásoknál többletforrásként jelentkezett. Az államháztartás pozícióromlásának átmeneti jellegét tükrözi, hogy a magánszektor a többletforrások hatására nem változtatott beruházási, illetve fogyasztási tervein, hanem nettó megtakarításait növelte. Így a jövedelemtulajdonosok közötti átrendeződés a külső egyensúlyi pozíciót nem befolyásolta.

A vállalkozások helyzetére az is hatással volt, hogy az 1999 I. negyedévében nem került sor profit repatriálására, és ez a visszaforgatott profit a vállalatok bruttó megtakarításait növelte. Ezt az átmeneti forrásnövekedést sem tekinthetjük tartósnak,⁴ a tavalyi év javuló vállalati jövedelmezőségét figyelembe véve az év egészét tekintve legalább az 1998-ashoz hasonló nagyságrendű profitrepatriálásra számíthatunk.

A vállalati szektor jövedelmezőségének alakulását nehéz megítélni, mivel azt több átmeneti tényező is befolyásolta (az államtól származó extraforrások és a profitrepatriálás elmaradása). Az év végéig a GDP arányos jövedelmezőség romlására számíthatunk, mivel a forint tavalyi, átmeneti reálleértékeltetése által a nettó exportőr vállalatoknál keletkezett többletprofitok az idei évben már előre láthatóan nem keletkeznek. Az értékesítési lehetőségek vártnál rosszabb alakulása, ha a vállalkozások nem teljes mértékben igazítják hozzá folyó költségeiket, szintén kedvezőtlenül érintheti a jövedelmezőséget.

A beruházási aktivitás továbbra is a GDP növekedését meghaladó mértékben bővült, bár mértéke elmaradt a tavalyi évre jellemző, kiugróan magas szinttől. A kapacitás-kihasználtság csökkenése és a jövedelmezőség várható romlása nem valószínűsíti a beruházási kereslet további élénkülését, bár az aggregált számok alakulása nem tükrözi, hogy a nemzetgazdaság ágazatainak jövedelmi és piaci helyzete eltérő. Az év hátralévő részében a konjunktúrára kevésbé érzékeny szektorokban számíthatunk a beruházási kereslet további növekedésére.

A háztartások finanszírozási kapacitása az előző év I. negyedévéhez képest a GDP közel 2%-ával emelkedett. Ebben szerepe volt az 1998. évi nyugdíjreform megtakarításokat átrendező hatásának, de hozzájárult a fogyasztásnak a reáljövedelmeknél ala-

³ Az államháztartás pozíciója (GFS mínusz privatizációs bevétel) pénzforgalmi szemléletű. Ez azt jelenti, hogy a negyedévek között – különösen az évfordulók körül – áthúzódások, éves korrekciós hatások erőteljesebb mértékben kilendíthetik a szezonálisan jellemző értékeket.

⁴ Az osztlék kivétele azonban nem mutat egyenletes szezonális képet, ezért ennek hatását nem tudjuk kiszűrni.

Inflációsúrt megtakarítások és felhalmozások nemzetgazdasági szektoronként a GDP százalékaiban*

	1997. I.n.év	1997. év	1998. I.n.év	1998. év	1999. I.n.év
Bruttó hazai termék	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
+fizetési mérleg nettó jövedelemátutalások	-3,2	-3,1	-3,3	-4,0	-2,2
+viszonytalan átutalások	1,0	2,2	1,9	2,1	1,7
Rendelkezésre álló jövedelem	97,7	99,1	98,6	98,1	99,5
-háztartások	78,6	70,2	77,5	70,2	79,4
-államháztartás	1,7	13,2	8,4	14,6	10,4
-vállalkozások	17,4	15,6	12,7	13,3	9,7
Nemzetgazdaság végső fogyasztása	81,7	72,6	80,9	72,2	81,0
-háztartások fogyasztása	69,0	62,0	68,4	61,8	68,3
-közösségi fogyasztás	12,7	10,5	12,4	10,3	12,7
Bruttó megtakarítás**	16,0	26,5	17,7	26,0	18,5
-háztartások megtakarítása	9,6	8,2	9,1	8,3	11,1
-államháztartás megtakarítása	1,7	13,2	8,4	14,6	10,4
-vállalati megtakarítás	4,7	5,1	0,2	3,0	-3,0
Nettó tőkeátszfer					
-háztartások	0,5	0,5	0,4	0,2	0,4
-államháztartás	1,0	1,1	0,8	1,2	0,8
-vállalat	-1,5	-1,6	-1,2	-1,4	-1,2
Felhalmozások	22,5	27,9	22,3	30,4	23,1
-háztartások beruházása	7,3	4,8	6,3	3,9	6,5
-államháztartás beruházása	12,2	19,2	13,0	22,7	13,9
-vállalati beruházás és készletfelhalmozás	3,0	3,9	2,9	3,8	2,7
Nettó megtakarítás	-6,5	-1,4	-4,5	-4,4	-4,6
Háztartások megtakarítása	2,8	3,9	3,1	4,6	5,0
Államháztartás megtakarítása	-9,4	-4,9	-3,7	-6,8	-2,7
Vállalati megtakarítás	0,2	-0,4	-3,9	-2,2	-6,9

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

* A mutatók eredmény szemléletet közelítők. A megtakarítások nem tartalmazzák a lakossági betét- és hitelállományokon az árfolyamváltozásból eredő forinthatásokat. Az államháztartás egyenlegében (GFS szemléletű hiány – privatizáció) a kamatkiadások eredmény szemléletűek.

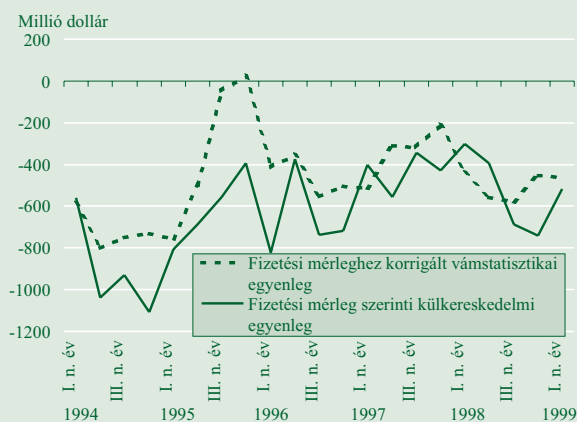
** Bruttó megtakarítás = rendelkezésre álló jövedelem (bruttó, azaz az adott évi amortizáció értékét is tartalmazza) mínusz végső fogyasztás. A rendelkezésre álló jövedelem tartalmazza az adott időszak bruttó hazai termék értékének és a külföld felé, illetve külföldről Magyarországra irányuló jövedelemtranszferok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

csonyabb növekedése is.⁵ A lakásberuházás meginduló lendülete ellenére az első negyedévben még nem növelte jelentősen a háztartások keresletét, az év egészét tekintve azonban többlet finanszírozási igényt generálhat. Az év egészét tekintve nem várjuk, hogy az első negyedévre jellemző magas pénzügyi megtakarítási ráta fennmaradjon, legalább a jövedelmek bővülésével arányos lakossági kereslet növekedésre számítunk.

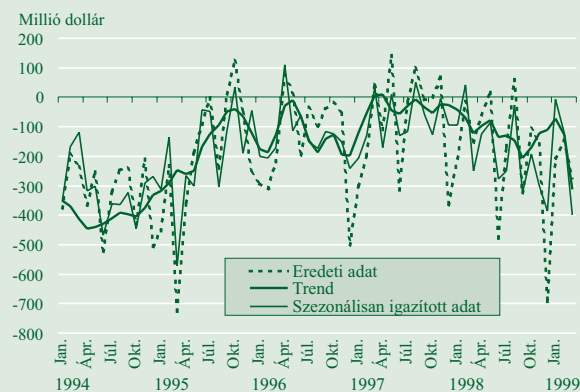
2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása

A folyó fizetési mérleg első negyedévi csaknem 600 millió dolláros deficitje az áru- és szolgáltatásforgalom együttesen mintegy 550 millió dolláros, a jövedelemátutalások 235 millió dolláros hiánya, valamint a folyó átutalások közel 200 millió dollárnyi többlete révén alakult ki. A szezonálisan kiigazított adatok alapján látható, hogy mind a fizetési mérleg hiánya, mind az áruforgalom egyenlege kedvezőbb, mint a megelőző két negyedévé. Ezzel szemben a szolgáltatások egyenlege az elmúlt negyedévekhez hasonlóan romlott, annak ellenére, hogy az idegenforgalmi egyenleg ebben a negyedévben mind a négy előző negyedévnél jobb képet mutatott. A jövedelmeknél enyhe javulás mutatkozott, miközben a folyó átutalások esetében gyakorlatilag nem történt változás.

A vámstatisztika- és a fizetésimérleg-alapú kereskedelmi mérleg



A folyó fizetési mérleg alakulása



Miért tér el a vámstatisztika- és a fizetésimérleg-alapú kereskedelmi mérleg?

A folyó fizetési mérleg szerinti külkereskedelem eltér attól, amit a vámstatisztika alapján láthattunk. A fizetési mérleg szerinti export 5217 millió dollár, a vámstatisztikai export 5714 millió dollár volt, az import ugyan ebben a felbontásban 5735 millió dollárt és 6348 millió dollárt tett ki. A fizetési mérleg szerinti áruforgalmi hiány 517 millió dollár volt az első negyedévben, míg a vámstatisztika alapján 634 millió dolláros hiány volt. A kétfajta kimutatás közötti eltérés döntő részben a fizetések és az áruforgalom eltérő időben történő megvalósulásával, valamint azzal magyarázható, hogy az aktív és passzív bérmunka elszámolását és a tárgyi apportot másként kezelik. Emiatt a különböző statisztikák eltérő viselkedésének értelmezésekor az ún. fizetési mérleghez korrigált vámstatisztikai adatokra kell figyelemmel lenni. 1999 februárjában és márciusában a két statisztika szerinti (havi) egyenleg jelentős mértékű eltérést mutatott ugyan, de a havi adatok nagymértékben tükrözhetnek egyedi hatásokat, ezért az ábrán a negyedéves adatok viselkedését mutatjuk be. Megfigyelhető, hogy a negyedéves adatok nem mutatnak jelentős elnyílást a két idősor között az utóbbi időben.

⁵ A KSH gyakorlatát követve a lakossági jövedelmek alakulásának bemutatása során nem számoltuk el jövedelemnövekedésként a nyugdíjreform következtében a magán-nyugdíjpénztárakhoz átutalt összeget. A beruházási-megtakarítási mérlegben ez a háztartások jövedelmei között szerepel, ez az első negyedévben a háztartások nettó pozícióját a GDP kb. 1%-ával javítja, az államháztartás nettó pozícióját pedig ugyanennyivel rontja. Emellett említésre méltó, hogy a lakosság nominális jövedelmeinek és inflációsúrt jövedelmeinek dinamikája egy tételben, a tulajdonosi jövedelmekben tér el jelentősen. A jelentősen csökkenő inflációs szint miatt az tőkejövedelmek inflációsúrt reálértéke gyorsabban nőtt, mint az ilyen típusú jövedelmek reálértéke, ami tükröződik a lakosságrendelkezésre álló jövedelmek/GDP arány emelkedésében is.

A jövedelemátutalásokat illetően a nem-adósság jellegű befektetésekhez kapcsolódó jövedelmeknél található marginális javulást nem célszerű különösebben méltatni, hiszen az első negyedévben még nem zajlanak az ezek zömét adó profittranszferrek, amelyek csak az éves mérlegek összeállítását után, májustól várhatók.

Kedvezőnek minősíthető viszont, hogy az adósság jellegű befektetésekhez kapcsolódó jövedelmek egyenlege javulást mutat, hiszen szezonálisan az első negyedév magas kamatfizetéssel szokott járni. A legjelentősebb megtakarítás az MNB-nél mutatkozik, kisebb javulást a magánszektor is elkönnyvelhetett. Ettől függetlenül jelentősebb javulásra az év folyamán a tavaly kissé megemelkedett adósságállomány miatt nem lehet számítani, a kedvezőbb piaci feltételek (kamatszint és egyéb kondíciók) miatt ugyanakkor jelentősebb romlásra sem.

A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozásában figyelemreméltó tényként értékelhető, hogy a nem adósságeneráló finanszírozási elemek (a közvetlen befektetések keretében történő 462 millió dollárnyi részvény és tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapír-vásárlás és a portfólióbefektetéseken belüli 185 millió dollárnyi részvényvásárlás) együttesen fedezték, sőt, valamelyest meg is haladták a folyó fizetési mérleg hiányát. A tulajdonosi hitelek szálon azonban forráskiáramlás tapasztalható. Ezek alakulása (mivel viszonylag könnyen mobilizálható/likvidálható befektetésről van szó) bizonyos fokig jó indikátora a külföldi működőtőke-befektetők rövid távú várakozásainak. Ezzel ellentétben a részvényben és más tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírokban növekvő nettó beáramlás azt jelzi, hogy óvatosságuk dacára a működőtőke-befektetők hosszú távon továbbra is ígéretesnek tartják a magyar piacot (a mintegy 460 millió dollár csaknem fele két januári ügylethez köthető).

Az MNB és a kormányzat 300 millió dollár erejéig vett részt a hiány finanszírozásában. Az ÁKK februárban 500 millió eurót vont be kötvénykibocsátás útján, ugyanakkor az egyidejű törlesztések miatt a hitelforgalom adataiban végülis csak 186 millió dollár nettó hitelfelvétel mutatkozik. A külföldi befektetők óvatossága az alacsony volumenű nettó állampapír-vásárlásokban is tükröződik. A nemzetközi tartalékok szintje a tranzakciókhoz kötődően csak csekély mértékben csökkent, azt inkább keresztárfolyam-változások befolyásolták.

A magánszektor rövid távon valószínűleg szintén bizonytalanul ítélte a gazdaság alakulását az első negyedévben: a hitelforgalomban nettó forrásbevonás csak minimális mértékben tapasztalható. A külföldiek részvényvásárlási kedve azonban a helyzethez képest nyugodtan magasnak volt minősíthető, igaz, hogy a kedvezőtlennek ítélt decemberi folyó fizetési mérleg adatai csak február végén láttak napvilágot, és ezután márciusban már visszaesett a külföldi befektetők részére történő nettó részvényeladás.

A devizában denominált külföldi adósság- és követelésállomány alakulása

Az első negyedév folyamán mind a bruttó, mind a nettó külföldi adósságállomány csökkenést mutatott, csak hogy ez legnagyobb részben a keresztárfolyam-változásoknak, nevezetesen a dollár euró-valutákkal szembeni erősödésének tudható be. Az egyetlen

A folyó fizetési mérleg legfontosabb tételei

Millió USD

	1997. I.n.év	1998. I.n.év	1999. I.n.év
I. Áruk	-402	-303	-517
Bevétel (export)	4489	4740	5217
Kiadás (import)	4891	5043	5735
2. Szolgáltatások	153	55	-31
Idegenforgalom, egyenleg	159	180	230
Egyéb szolgáltatások, egyenleg	-6	-125	-261
3. Jövedelmek	-327	-321	-234
Adóssághoz kapcsolódó egyenleg	-311	-296	-236
Nem adóssághoz kapcsolódó egyenleg	-16	-25	2
4. Folyó átutalások	99	187	183
Folyó fizetési mérleg (1+2+3+4)	-477	-382	-598

A folyó fizetési mérleg finanszírozása

Millió USD

	1997. I.n.év	1998. I.n.év	1999. I.n.év
1. MNB és kormányzat	116	-1298	301
Hitelforgalom	-358	-31	186
– ebből állampapírok	101	621	79
Nemzetközi tartalékok	474	-1267	116
2. Magánszektor	-302	1280	221
Hitelforgalom	-97	836	36
Részvényfinanszírozás	-205	443	185
3. Közvetlen tőkebefektetések	455	329	282
Részvény és tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírok	353	362	462
Tulajdonosi hitelek	102	-32	-180
4. Tőkemérleg és NEO	208	71	-205
Összes finanszírozás (1+2+3+4)	477	382	598

A devizában denominált külső adósság- és követelésállomány

Milliárd USD

	1998. dec.	1999. márc.	Változás
1. Bruttó külföldi adósság (=1a+1b)	23,2	22,8	-0,4
a) Portfóliótartozások	11,0	10,7	-0,2
Közép- és hosszú lejáratú	10,9	10,1	-0,7
Rövid lejáratú	0,1	0,6	0,5
b) Egyéb tartozások	12,3	12,1	-0,2
Közép- és hosszú lejáratú	8,6	8,3	-0,2
Rövid lejáratú	3,7	3,7	0,0
2. Bruttó külföldi követelések (=2a+2b+2c)	14,3	14,4	0,1
a) Nemzetközi tartalékok	9,3	8,8	-0,5
b) Portfóliókövetelések	0,2	1,0	0,8
Közép- és hosszú lejáratú	0,2	0,2	0,0
Rövid lejáratú	0,0	0,9	0,8
c) Egyéb követelések	4,7	4,5	-0,2
Közép- és hosszú lejáratú	1,3	1,4	0,1
Rövid lejáratú	3,4	3,1	-0,3
Nettó külföldi adósság (=1-2)	8,9	8,3	-0,6

A külső adósságállomány* fő adósok szerint

	1998		1999. márc.		Változás milliárd USD
	milliárd USD	%	milliárd USD	%	
(1) Bruttó külföldi adósság (=1a+1b)	23,2	100,0	22,8	100,0	-0,4
(1a) MNB és Kormányzat	13,1	56,6	12,8	56,3	-0,3
MNB	11,7	50,3	10,9	47,9	-0,8
Kormányzat	1,5	6,3	1,9	8,4	0,4
(1b) Magánszektor	10,1	43,4	10,0	43,7	-0,1
Hitelintézetek	5,5	23,5	5,3	23,4	-0,1
Vállalkozói szektor	4,6	19,8	4,6	20,3	0,0
(2) Nettó külföldi adósság (=2a+2b)	8,9	100,0	8,3	100,0	-0,6
2a) MNB és Kormányzat	3,3	36,6	3,2	38,3	-0,1
MNB	2,3	25,8	1,8	21,3	-0,5
Kormányzat	1,0	10,8	1,4	17,0	0,5
(2b) Magánszektor	5,7	63,4	5,1	61,7	-0,5
Hitelintézetek	2,2	24,2	1,7	20,4	-0,5
Vállalkozói szektor	3,5	39,2	3,4	41,3	-0,1

* Devizában denominált, tulajdonosi hitelek nélkül.

jelentősebben megváltozott komponens a külföldiekkel szembeni derivatív ügyleteken képződött majdnem 1 milliárd dollár követelés, amely a külfölddel szembeni rövid lejáratú portfólióköveteléseknél kerül kimutatásra.

A finanszírozási résznél írtak alapján is nyilvánvaló, hogy a külföldi adósságállomány szektorok közötti megoszlása nem változott számottevően az első negyedévben. Bár ezzel az időszakkal kezdetét vette az a viszonylag hosszabb folyamat, amelynek során a nem a magánszektor terhelő külföldi adósságot a kormányzat fokozatosan átveszi az MNB-től.