



JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2000.
március

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági és kutatási főosztálya
Vezető: Neményi Judit
Kiadja: a Magyar Nemzeti Bank Titkársága
Kiadásért felel: Dr. Kajdi József
1850 Budapest, V., Szabadság tér 8–9.
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 eddigi és várható alakulásáról, valamint arról, hogyan értékeli a központi bank az inflációt meghatározó makrogazdasági folyamatokat. Ezáltal az eddiginél jóval szélesebb körben válnak ismertté a monetáris politika céljai, s ennek alapján követhetőbbé és értelmezhetőbbé a jegybank intézkedései.

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



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

Tartalomjegyzék

ÖSSZEFOGLALÓ	7
I. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA	13
1. Az importált infláció	14
2. A fogyasztói árak változásának összetevői	15
II. MONETÁRIS FOLYAMATOK	23
1. A monetáris kondíciók, kamat- és árfolyamalakulás	23
1.1 A monetáris bázis	25
1.2 A konverziós forintkereslet összetevői	26
2. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások	27
3. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája	30
4. Monetáris aggregátumok	31
5. A hitelkereslet alakulása	32
III. KERESLETI TÉNYEZŐK	33
1. Lakossági fogyasztás	34
2. Beruházások	36
2.1 Állóeszköz-beruházások	36
2.2 Készletberuházások	37
3. Az államháztartás keresleti hatása	38
4. Külső kereslet	40
IV. KÍNÁLATI TÉNYEZŐK	44
1. Munkaerő-piaci folyamatok alakulása	44
1.1 A foglalkoztatottság alakulása	44
1.2 A munkanélküliség alakulása	45
1.3 Béalakulás	46
2. Kapacitáskihasználtság	48
3. Versenyképesség	48
V. A KÜLSŐ EGYENSÚLY	52
1. A nettó megtakarítói pozíció	52
2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása	54
3. A nemzetközi befektetési pozíció	55

A Magyar Nemzeti Bank célja **az infláció fenntartható mérséklése**, az árszint stabilitásának elérése. A kiszámíthatóság, az alacsony inflációs környezettel együtt járó mérsékelt kamatszínvonal elősegíti a gazdaság tartós, gyors növekedését. A kitűzött inflációs cél elérését az előre bejelentett csúszó leértékelésre alapozott árfolyamrendszer támogatja, és elősegíti egy olyan nominális pálya kialakulását, amely nem veszélyezteti a gazdaság egyensúlyi helyzetét, de biztosítja a hazai infláció konvergenciáját legfőbb kereskedelmi partnereink ár-növekedési üteméhez.

A fogyasztói árindex 1999-ben átlagosan 10%-kal emelkedett az 1998. évi 14,3%-os átlagos növekedés után. A korábbi évekre jellemző dinamikával szemben 1999 során az év második felében volt magasabb az árnövekedés üteme, majd átmeneti emelkedés után 2000. januárban 10%-ra csökkent a fogyasztó árak növekedési üteme. A fogyasztói árindex tavalyi éven belüli emelkedésének háttérében a monetáris politika által nem befolyásolható tényezők álltak. Az MNB *maginflációs mutatója*, amely az idényjellegű élelmiszerek, benzin- és egyes energia-, illetve a regulált árak inflációra gyakorolt kimutatott hatását kiszűri, végig az egyszámjegyű tartományban maradt, és az infláció ütemének folyamatos lassulását jelezte (2000 januárjában 8,1%).

Az infláció mérséklődésének lelassulását három tényezőre vezethetjük vissza. A fogyasztói árindex csökkenésének tavalyi megtorpanásában a szabályozott árak döntő szerepet játszottak, az 1999. decemberi infláció 11,2%-os értékéből 2,8%-ot a regulált körben mért áremelkedés eredményezett. 2000-ben a központi hatóságok hatáskörébe tartozó szolgáltatások körében igen mérsékelt áremelés várható, ami idén az inflációmérséklődés irányába fog hatni. A második tényező az élelmiszerárak előző évinél gyorsabb növekedése volt. E termékkörben az átmenetileg gyorsuló inflációt egyensúlyi folyamatnak, az 1998-as deflációt követő korrekciónak tekintjük. A harmadik inflációnövelő tényező a világpiaci energiaárak emelkedése volt, amely a *járműüzemanyag* és a piaci ármeghatározódású *háztartási energia* megugró inflációjában már tavaly is éreztette hatását, és a regulált energiaárak esetében ebben az évben is magasabb növekedési ütemet fog eredményezni az év második felében.

Fontos hangsúlyozni, hogy azok a tényezők, amelyek 2000. év folyamán az inflációs ütem mérsékeltebb csökkenése irányába fognak hatni, az eurórégiót és külkereskedelmi versenytársainkat is hasonlóan érintik. Ezért az energiaárak inflációra gyakorolt hatása nem okoz változást a reálárfolyam várható alakulásában. Az inflációs folyamat hosszú távú trendjének kedvező alakulását alátámasztja, hogy az eurórégióhoz viszonyított inflációs differencia tovább csökkent. Az árfolyam által közvetlenül fegyelmezett energiahordozók nélkül vett *ipari termékek és a kínálattól elszakadó keresletbővülésre leggyorsabban reagáló piaci szolgáltatások* körében folytatódott az árnövekedési ütem mérséklődése. A kedvező inflációs fo-

lyamatok 1999 decemberében újabb leértékelési ütemcsökkentés bejelentését tették lehetővé, mellyel a forint előre bejelentett éves leértékelési üteme 2000-ben 4% alá csökken.

Az inflációs folyamatot hosszú távon meghatározó tényezők közül a *kereslet - kínálat* alakulása továbbra is támogatta az infláció mérséklődését. A GDP növekedése 1999 negyedik negyedévében tovább gyorsult, becsléseink szerint 5,6%-ot ért el. E gyorsabb növekedés elsősorban a külföldi kereslet (18,9%) további élénkülésének volt köszönhető, a belföldi felhasználás ennél kisebb ütemben (4,7%) emelkedett. A belföldi felhasználás komponensei közül a fogyasztás dinamikája (5,3%) megközelítette a GDP növekedését, miközben a felhalmozási kiadások a GDP-től elmaradó ütemben (3,4%) bővültek. Ez az alacsony növekedési ütem elsősorban az orosz válság után magasra ugrott készletszint lepadásának köszönhető, az állóeszköz-felhalmozás üteme 8% körül alakult. A kedvező összetételű növekedés a folyó fizetési mérlegben szezonálisan igazítva 4,5%-os GDP arányos hiányt eredményezett az utolsó negyedévben annak ellenére, hogy a profittranszferek szintje magas volt.

A gazdaság pályáját legnagyobb mértékben külkereskedelmi partnereink konjunkturális helyzetének javulása befolyásolta. Az Európai Unió gazdaságaiban erősödik a növekedés, és a FÁK és a CEFTA országaiban is az élénkülés jelei mutatkoznak. Részben e kedvező hatásokat, részben az új beruházások kapacitásbővítő hatását tükrözik a hazai külkereskedelmi adatok. Számításaink szerint az export volumene 1999 utolsó két negyedévében évesítve 25% körüli ütemben bővült, míg a behozatal volumene 18% körüli ütemben emelkedett. Elsősorban az energiaár-növekedés miatti cserearányromlás, illetve a jelentős dollár-euró keresztárfolyamváltozás miatt euróban számítva közel azonos ütemben bővült a kivitel és a behozatal értéke.

A belföldi kereslet visszafogott növekedése elsősorban a készletberuházások dinamikájának köszönhető. 1998 harmadik és negyedik negyedévében a keleti piacok összeomlása miatt kiugróan magas készletnövekedést figyelhattunk meg. Ezek a készletek az év során folyamatosan leépültek, így 1999 utolsó két negyedévében a bázishatás miatt a készletberuházás negatívvá vált. Az év elején a bizonytalanabbá vált értékesítési lehetőségek hatására a vállalkozások beruházási keresletének növekedési üteme számottevően mérséklődött. 1999 második felétől azonban a külpiazi értékesítési lehetőségek javulása és a folyamatosan erősödő fogyasztás a gazdasági növekedés gyorsulását vetítette előre, ami ösztönözte a beruházási kedvet. A magángazdaság által dominált ágazatokban a beruházások növekedése a negyedik negyedévben 10% körüli évesített szintet ért el. A kapacitáskihasználtság viszonylag alacsony szintje alapján azonban nem valószínű, hogy a vállalati beruházási aktivitás az 1998-as évhez hasonló ütemben gyorsult.

A **lakosság** konjunkturális helyzethez való alkalmazkodásában alapvető változásokat figyelhattunk meg. Bár a lakosság inflációszűrt jövedelemének reálértéke mindössze 3,2%-kal emelkedett a negyedik negyedévben, a fogyasztás továbbra is 5% körüli ütemben bővült. Ebből egyrészt arra következtethetünk, hogy a lakosság jövedelmeinek további tartós bővülésére számít. Másrészt, a pénzügyi közvetítő rendszer fejlődése eredményeként a korábban likviditáskorlátos háztartások széles köre számára válnak elérhetővé a fogyasztási hitelek, így a lakosság az – átmenetinek tekintett – alacsonyabb jövedelemnövekedés ellenére is fenn tudja tartani a kívánt fogyasztásbővülést. Az utolsó két negyedévben már a jövedelem 1,5%-át tette ki a hitelből finanszírozott fogyasztás.

A hitelezés gyors felfutásával párhuzamosan a lakosság bruttó megtakarítása 1998-hoz viszonyítva átlagosan 1%-kal csökkent. A bruttó megtakarítás megoszlása pénzügyi megtakarításra és beruházásra jelentősen változott, az előző évhez viszonyítva magasabb volt a беру-

házások aránya, miközben a pénzügyi megtakarítások 2,5%-kal csökkentek. A pénzügyi megtakarítási ráta csökkenését részben annak tulajdoníthatjuk, hogy 1998-ban a megtakarítási ráta sokkal magasabb (7% körüli) volt, mint az előző évekre jellemző (5% körüli) arány, ami 1999-ben korrigálódott. Mindemellett a fogyasztási hitelezés és a várhatóan megélénkülő lakásépítési hitelezés a korábbi évekre jellemzőnél tartósan kisebb pénzügyi megtakarítási rátát eredményezhet, amit figyelembe kell venni a makrogazdasági egyensúlyt biztosító gazdaságpolitika kialakításánál.

Az **államháztartás** 1999 második negyedévétől kezdve korrigálta az első negyedévi keresletbővítő hatását, és becsléseink szerint az év egészét tekintve a GDP 0,4%-ával szűkítette az aggregált keresletet. A kedvező fiskális pozíciót annak ellenére sikerült elérni, hogy mind a növekedés, mind az infláció átlagos szintje elmaradt a tervezett szinttől, és a GDP arányában csökkent az állami elvonás mértéke. A korrekciót a GDP 0,4%-át kitevő költségvetési tartalék befagyasztása és a központi beruházások csökkentése tette lehetővé.

Az 1998-as év látványos beruházási tevékenysége és az 1999. évi megélénkülő működőtőke-beruházások nyomán erőteljesen emelkedett a **belföldi kínálat**, bővültek a **kapacitások**. A megelőző három negyedév viszonylag alacsony kapacitáskihasználtsága után a gazdasági növekedés felgyorsulásával ismét magasabb kihasználtságot jeleztek a mutatók a feldolgozóiparban, de a kapacitáskihasználtság szintje elmaradt az 1997–98-as időszakot jellemző szinttől. A potenciális munkaerőforrás kihasználtsága ugyanakkor – az előző évi konjunkturális élénkülés késleltetett hatásaként – fokozódott, a **munkanélküliségi ráta 7% alá** csökkent. Az 1998-as év azonos időszakával összehasonlítva több mint 1 százalékponttal emelkedett az aktivitási ráta, melynek 53,4%-os értéke az 1994-es szintekhez való visszatérést jelzi. E kedvező munkaerő-piaci folyamatokban demográfiai változásoknak is szerepe volt, jelentősen nőtt a fiatal korosztályok aránya a munkaképes korú lakosságban, és a nyugdíjkorhatár emelése is hozzájárult a munkavállalási hajlandóság emelkedéséhez.

A **bérinfláció** (15,4%) az előző negyedévhez képest gyakorlatilag nem változott 1999 utolsó negyedévében. A versenyszféra béreinek növekedési üteme (13,2%) tovább mérséklődött, míg a közösségi szektorban – elsősorban átmeneti torzító tényezők hatására – nőtt a bérnövekedés üteme (21,3%). A *nem rendszeres kifizetések* (prémium, jutalom stb.) eltérő kifizetéséből származó torzításokkal korrigálva a közösségi szektorban is csökkenő bérdinamikát figyelhetünk meg, azonban a bérnövekedés korrigált üteme még így is kb. 4%-kal meghaladta a versenyszektor béreinek emelkedését. Továbbra is átlagon felül nőtt a bér a *szállítás, raktározás, posta és távközlés* szektorában. Az itt foglalkoztatott munkaerőnek a magánszféra átlagát 4 százalékponttal meghaladó bérindexe (17,2%-ra) főként a távközlési szektor expanziójához köthető. Mivel ez a terület magasan képzett szellemi és fizikai munkaerőt igényel, potenciálisan *szűk keresztmetszetek* megjelenésével is számolhatunk.

A **külső egyensúlyi pozíció** a nettó export éven belüli javulása eredményeként kedvezően alakult, az év egészét tekintve a fizetésimérleg-statisztika alapján kalkulált folyó fizetésimérleg-hiány (1970 millió euró) kedvezőbb volt az előző év hasonló mutatójánál. Gyakorlatilag változatlan áruforgalmi egyenleg mellett a szolgáltatások alacsonyabb aktívuma miatt a reálgazdasági tranzakciók egyenlege 250 millió euróval romlott, amit azonban ellentételezett a jövedelem- és a folyó transzferek passzívumának csökkenése. Ez utóbbin belül nem változott a működőtőke-befektetések utáni profitrepatriálás éves összege, bár a profitkivitel ütemezése eltért az 1998-évitől.

A külső finanszírozási igény összetétele a negyedik negyedévben változott az előző negyedévekhez képest. 1998 és 1999 egészét összehasonlítva továbbra is fennáll, hogy a vállala-

lati szektor növekvő nettó megtakarításai ellensúlyozták a lakosság csökkenő finanszírozási kapacitását. Az utolsó negyedévben azonban a vállalati szektor beruházási aktivitásának élénkülése és az utolsó negyedévre koncentrálódó profitrepatriálás a finanszírozási szükséglet növekedését eredményezte, de a külső forrásbevonás szintje továbbra is számottevően elmaradt az 1998-ra jellemző szinttől. Ezzel szemben a lakosság megtakarítási hajlandósága némileg nőtt az előző negyedévekhez képest, de a finanszírozási kapacitás még így is a GDP 2%-ával volt alacsonyabb, mint 1998 utolsó negyedévében. Az év során az államháztartás korrigálta az első negyedévben megemelkedett nettó finanszírozási szükségletét, így az év egészét tekintve nem változott a gazdaság külső finanszírozási igényéhez való hozzájárulása. 2000-ben az 1999. évi átlagnál magasabb beruházási aktivitás várhatóan nagyobb vállalati finanszírozási szükséglettel jár együtt, de ezt a hatást részben ellensúlyozza a tulajdonosi jövedelmek GDP-beli részesedésének trendszerű növekedése. A lakosság megtakarítási hajlandóságában bekövetkezett 1999. évi változásokat elsősorban tartós hatásoknak tulajdonítjuk, ezért fennáll a veszély, hogy a gazdasági növekedés további gyorsulása és ezen belül a beruházási aktivitás felfutása a magánszektor külső egyensúlyi pozíciójának romlásához vezethet. A gyors, de fenntartható gazdasági növekedést elősegíti, hogy a 2000. évi költségvetési törvény továbbra is az aggregált kereslet növekedését kismértékben szűkítő fiskális politikát irányoz elő.

Jelentősen változtak a **monetáris kondíciók** a 2000. év elején. Míg a reálkamatok a tavalyi évhez viszonyítva a három hónapos időhorizonton körülbelül 150 bázisponttal csökkentek, a reálárfolyam alakulása a monetáris kondíciók szigorodása irányába hatott. Ezzel mind a reálárfolyam, mind a reálkamatok tekintetében az 1998 elejére jellemző monetáris kondíciók álltak vissza. Figyelembe véve, hogy az 1998 első felévé jellemző expanzív fiskális politikával szemben a költségvetési törvény alapján 2000-ben nem kell fiskális lazításra számítanunk, így a 2000 első hónapjaiban kialakult monetáris kondíciók a jegybank megítélése szerint lehetővé teszik a gazdaság külső és belső egyensúlyának fenntartását és az infláció trendjének további csökkenését.

A kamatcsökkenés legfontosabb oka a forintkamatokban foglalt kockázati prémium csökkenése volt, ami az 1999-re jellemző 550 bázispont körüli értékről 250 bázispont körüli szintre csökkent. A prémium csökkenése több tényezőre vezethető vissza:

- Elmúlt az orosz válság kitörését követően kialakult nagyobb bizalmatlanság a feltörekvő országokkal szemben (fertőzőes hatás), amely az elmúlt másfél évben megemelte a prémiumszintet.

- Az ország makromutatói kedvezőbb képet mutatnak, mint az orosz válságot megelőző időszakban. 1998 első felével összehasonlítva alacsonyabb az inflációs szint, kedvezőbb a külső egyensúly és a költségvetési pozíció is. E kedvezőbb adatok alacsonyabb országspecifikus kockázati prémiumot eredményeztek.

- A fenti tartós hatások mellett az év eleji gyors hozamesésben szerepe volt, hogy a 2000. év probléma a múlt év végén fékezte a rövid hozamok esését (a hosszú hozamokban már a tavalyi utolsó negyedévben 100–200 bázispontos kamatcsökkenés következett be). E hatás nélkül a hozamesés feltehetően lassabban, fokozatosan következett volna be.

- A valutakosár-váltás a dollárnál alacsonyabb rövid euróhozamok miatt kb. 60 bázispontos prémiumcsökkenést tett indokolttá.

A pénz- és tőkepiacok hosszabb távú kamatvárakozásai jelentősen csökkentek az elmúlt hónapokban. A hosszú távú kamatvárakozások mérséklődését elsősorban belföldi tényezőknek tulajdoníthatjuk, bár jótékonyan befolyásolta a forintkamatok alakulását a feltörekvő

országok megítélését tükröző EMBI+ mutató mérséklődése is. A hosszabb kamatok alakulását egyre erőteljesebben befolyásolja az ún. konvergencia spekulánsok tevékenysége. Az európai uniós csatlakozás várhatóan a belföldi kamatszint csökkenését fogja eredményezni, ami különösen vonzóvá teszi a hosszabb lejáratú forintinstrumentumokba történő befektetéseket. Részben ez eredményezte, hogy a három éves forwardkamatok február végére 8% alá csökkentek.

Az elmúlt időszakban mind a külföldi befektetők, mind a rezidensek növelték forintbefektetéseiket. Újra megélénkült a kamatérzékeny tőkebeáramlás, de jelentős működőtőke- és részvénybefektetésre is sor került, ami a konverziós forintkeresletet is megemelte. A konverziós forintkereslet likviditásbővítő hatását a jegybank 2 hetes betétállományának növekedése sterilizálta. A belföldi reálgazdasági szereplők tovább növelték vagyonukon belül a forintban denominált eszközök súlyát. A szűkebb monetáris aggregátumok iránti kereslet a nominális GDP-t meghaladó mértékben emelkedett, amit decemberben tovább növelt az évezredváltás miatt megnövekedett óvatossági készpénztartás. A lakosság portfóliójában ismét számottevően nőtt a nem banki eszközök súlya a banki lekötött eszközök rovására, így a szélesebb aggregátumok növekedési üteme lelassult. Az M3 növekedési üteme 15,9% volt decemberben, ami körülbelül megegyezett a nominális GDP bővülésével.

Főbb makrogazdasági mutatók

	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	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n.év
<i>Növekedési ütem (változatlan áron)</i>												
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>												
GDP*	2,2	4,8	5,7	5,4	4,2	4,9	5,5	4,9	3,3	3,8	4,4	5,6
ebből: belföldi felhasználás	3,4	4,6	4,7	3,8	3,9	8,5	10,9	8,6	5,1	5,3	2,6	4,7
– végső fogyasztás	2,0	2,0	1,7	3,4	2,7	3,8	4,7	5,3	4,4	4,3	4,7	5,3
= lakossági fogyasztás	1,1	1,0	1,9	2,9	3,4	5,1	5,4	5,7	4,4	4,9	5,0	5,6
– felhalmozás	7,0	11,8	13,7	4,8	6,7	20,3	27,8	16,8	6,8	7,6	–2,0	3,4
= állóeszköz-felhalmozás	12,0	10,4	15,1	4,3	8,6	14,5	20,3	9,8	6,4	6,8	4,2	8,1
export (GDP)	20,1	26,2	27,6	30,0	28,9	18,3	14,5	10,1	10,8	8,8	14,9	18,9
import (GDP)	22,3	25,8	25,5	25,3	26,7	25,8	26,0	17,5	13,7	11,2	11,0	16,5
Reáleffektív árfolyamindex**												
Fogyasztóiár-alapon	–4,7	–4,2	–4,2	–3,5	–3,0	–1,2	2,1	4,3	2,9	0,4	–3,6	–6,1
Termelőiár-alapon	–8,2	–5,6	–4,5	–2,0	0,6	2,5	5,2	7,2	5,5	2,3	–1,7	–7,1
Fajlagos munkaköltség alapú (hozzáadottérték-alapon)	–1,7	–2,2	–1,8	–0,5	–0,3	3,2	4,8	7,2	6,4	4,0	5,0	4,9
Fajlagos munkaköltség alapú (bruttókibocsátás-alapon)	1,8	2,7	4,9	3,8	5,9	8,5	9,2	10,0	7,5	4,8	5,6	5,6
Hiány												
Államháztartás egyenlege (pénzforgalmi szemléletben)***	–5,3	–3,8	–6,0	–4,2	–7,5	–2,8	–4,0	–4,7	–10,1	–5,0	–2,7	–1,1
Államháztartás elsődleges egyenlege***	4,5	3,3	1,2	3,4	1,9	2,6	1,8	0,6	–0,2	0,3	3,7	3,3
<i>GDP százalékában</i>												
Folyó fizetési mérleg	–0,4	–0,3	0,1	–0,3	–0,4	–0,5	–0,4	–0,8	–0,5	–0,6	–0,1	–0,8
Külföldi működőtőke-befektetés (nettó)	0,4	0,3	0,3	0,5	0,4	0,5	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,7
Megtakarítási ráta**** (%)	8,5	9,2	10,7	12,3	8,4	11,8	12,1	10,3	8,6	6,2	6,9	8,1
Munkanélküliségi ráta * (%)	9,3	9,1	8,7	8,3	8,0	7,9	7,7	7,5	7,1	6,9	7,0	6,9
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	16,7	16,0	15,9	15,9
Egy főre jutó átlagkereset reálértéken**												
(előző év azonos időszaka = 100 %)	6,4	4,7	4,2	5,0	3,2	3,2	4,3	4,3	5,0	5,0	3,6	3,8

* Részben MNB-becslekések, amelyek eltérhetnek a KSH publikált adataitól. A külkereskedelem és a fogyasztás elmúlt időszakokra vonatkozó adatai is változtak módszertani korrekció – az üzleti turizmus elkülönítése, a valutaforgalmazók által belföldieként vásárolt valuta kezelésének felülvizsgálata – miatt. Továbbra is a korábbi módszertan szerint – nem idegenforgalmi teljesítményként – vettük figyelembe a lakossági deviza-számlákon megjelenő nettó valutabefizetéseket.

** A pozitív számok reálleértékelődést 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.

*** A KSH-adatok 1999-ben nem tartalmaztak adókedvezményeket, emiatt a havi statisztikában jelzett nettó átlagkeresetek kb. 2 százalékponttal alacsonyabbak voltak a ténylegesnél. Ez a tábla a korrigált adatokat tartalmazza.

Főbb monetáris mutatók

	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	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n.év
<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	9,1	10,9	11,2
Ipari termelői árindex**	21,8	19,4	19,7	19,5	13,5	11,6	10,4	7,1	4,9	4,5	4,8	8,2
Forint középárfolyamának nominális leértékelése	15,7	15,3	14,7	14,0	12,9	12,2	11,4	10,3	9,4	8,4	7,5	6,5
<i>Monetáris aggregátumok reálnövekedése**</i>												
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>												
M0	–1,8	–1,2	0,5	–2,2	1,7	3,3	3,7	5,8	8,5	7,9	3,9	11,5
M1	1,7	0,4	1,3	4,3	6,7	9,1	7,9	6,1	7,1	6,3	5,6	6,8
M3	–0,2	–1,0	0,0	1,0	2,3	4,0	4,6	4,4	8,0	7,1	5,0	4,3
M4	6,8	6,4	7,1	7,1	10,0	9,8	9,4	9,4	9,1	9,0	7,7	6,9
<i>Pénzüntéti hitelek állományának reálnövekedése**</i>												
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>												
Vállalati külföld+belföld*	6,3	8,1	8,3	11,2	13,1	14,5	16,4	11,2	13,4	10,8	7,0	13,4
Vállalati belföldi	19,0	23,9	22,9	16,8	14,5	15,5	15,6	9,9	11,0	7,2	3,5	11,3
Lakossági	–23,8	–20,5	–14,7	–13,2	–11,4	–2,4	2,4	0,8	11,6	14,0	17,8	20,4
<i>Kamatok (%)**</i>												
Passzív repó/depo 1 hónapos***	21,50	20,75	20,25	19,75	18,75	18,00	18,00	16,75	16,00	15,25	14,75	14,25
3 hónapos diszkontkincstárjegy	21,07	20,05	19,48	19,36	18,65	17,33	19,06	16,10	15,68	14,74	14,07	12,44
12 hónapos diszkontkincstárjegy	20,58	20,09	19,58	19,20	18,70	17,32	18,96	15,88	15,61	14,77	14,17	12,33
3 éves államkötvény	17,42	17,27	18,02	18,25	17,42	16,31	18,00	14,18	14,01	14,03	13,45	10,75
BUX	5414	6795	7693	7999	8656	7806	4571	6308	5490	6486	6747	8819
Kamatprémium (bsp)****	377	338	257	459	364	363	674	533	531	551	551	426
<i>Konverziós forintkereslet</i>												
Konverzió, millió euró*	384	1081	1257	297	2253	850	–1996	–175	313	239	1211	1043
Hitelintézetek nettó külföldi forrásbevonása,* millió euró*	155	45	33	136	854	231	–617	–158	7	–173	151	312
Vállalati szektor nettó hitelfelvétele,** millió euró*	–303	428	307	788	384	–24	209	579	109	753	390	316

* Az MNB – módszertani megfontolásokból – visszamenőleg módosította az 1995–1999-re korábban közölt havi fizetési mérlegek, valamint a külfölddel kapcsolatos követelés és tartozásállományok egyes adatait.

** Az időszak végén, állampapírok esetében AKK referenciahozamai.

*** 1999. január 8-tól a passzív betéti konstrukció lejáratát 1 hónapról 2 hétre csökkentették.

**** Kamatprémium: a 3 hónapos diszkontkincstárjegy-befektetések többelhozama a leértékelési ütem és a külföldi kamatok felett. Az aktuális leértékelési ütemet változásának hivatalos bejelentésekor módosítottuk.

* Privatizációnak minősülő bevételek nélkül.

** Tulajdonosi hitelekkel együtt.

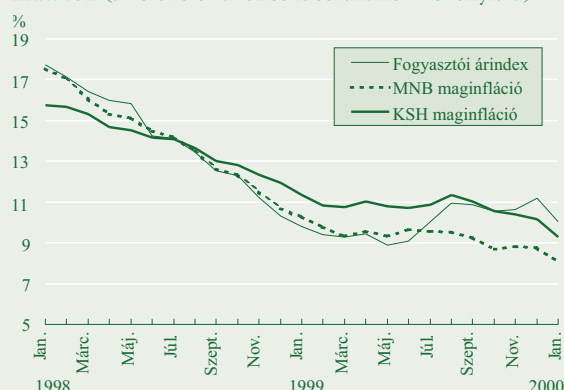
I. Az infláció alakulása

A fogyasztói árindex 1999 júliusa óta ismét a kétszámjegyű tartományban tartózkodik. Az árindex 12 havi értékei november–december folyamán gyorsulást (10,6% és 11,2%), idén januárban pedig lassulást (10,0%) mutattak, ezzel az éves árindex az 1998 végére jellemző szinten tartózkodik. Ezzel szemben az MNB idényjellegű élelmiszerek, benzin és egyes energia-, illetve regulált árak inflációra gyakorolt hatását kiszűrő *maginflációs mutatója*¹ végig az egyszámjegyű tartományban maradt, és az infláció folyamatos csökkenését jelezte. (Lásd I-1. ábra.) (Eközben az eurórégió inflációjának gyorsulása volt megfigyelhető. (2000. januára évek óta először 2%-ra emelkedett.) Mivel a hazai és az eurórégió inflációs ütemeinek gyorsulása részben közös tényezőkre vezethető vissza – üzemanyag- és energiaárak emelkedése –, a hazai és az eurórégiós inflációs különbség alakulása az eurórégióhoz vett inflációs konvergencia folyamatosságáról tanúskodik. (Lásd I-2. ábra.)

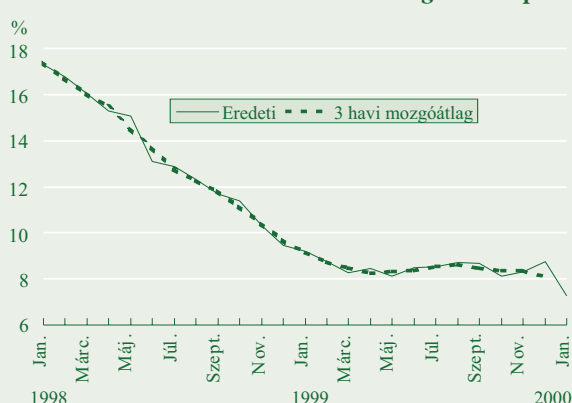
Az MNB a maginflációs mutatókat tekintve a monetáris politika szempontjából nyomon követendő inflációs folyamatok fő mérőszámainak. A defláció maginflációs mutatók által jelzett folyamatossága arra utal, hogy a fogyasztói árindex csökkenésének megtorpanása a monetáris politika számára kisebb jelentőségű, – az aggregált kereslet-kínálat alakulásával alapvetően össze nem függő, illetve átmeneti jellegű – tényezőknek tulajdonítható. Ezek közül kiemelendő a világpiaci olajárak emelkedésének hatása, illetve a feldolgozatlan élelmiszerek korábbi deflációjának visszafordulása. A monetáris politika számára releváns és az általa befolyásolható inflációs folyamatokban a korábbiakhoz képest nem látunk változást. Ebben a körben a legfontosabb, hogy az utóbbi hónapokban az *iparcikkeknek* nevezett, külkereskedelemben versenyző termékek deflációs tendenciája folytatódott, sőt fel is gyorsult; tovább folytatódott a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő termékek – alapvetően *piaci szolgáltatások* – inflációs ütemének mérséklődése. A *feldolgozott élelmiszerek* némileg emelkedő inflációja a fel nem dolgozott élelmiszerek, a piaci ármeghatározódású *háztartási energia* megugró inflációja pedig a világpiaci olajárak inflációs pályáját követte.

A monetáris politika által nem befolyásolható *regulált* kör árak alakulása – a kormány antiinflációs elkötelezettségét mutatta – idén januárban igen visszafogott volt. Számításaink szerint a regulált körben a már bekövetkezett, illetve várt árváltoztatások következő hónapokra áthúzódó hatása is mérsékelt lesz. Noha a hatóságilag meghatározott vagy befolyásolt árak alakulása kör inflációját nem tekintjük a hazai inflációs folyamatok monetáris po-

I-1. ábra A fogyasztói árindex és a maginflációs mutatók (az előző év azonos időszakához viszonyítva)



I-2. ábra Inflációs differencia az eurórégióhoz képest*



* Mozgóátlag: három havi centrális mozgóátlag. Az eurórégió inflációját az Eurostat által publikált hivatalos harmonizált árindekszel (HICP) mérjük. Az összehasonlíthatóság érdekében a hazai inflációt is egy ezzel – a fogyasztói kosarat tekintve – konzisztens mutatóval mérjük, melynek képzésekor a HICP-ben nem szereplő termék- és szolgáltatáscsoportokat a magyar fogyasztói árindexből is elhagytuk (Gyógyszer, gyógyárú; Saját tulajdonú lakások; Egészségügyi szolgáltatás; Oktatási szolgáltatás).

¹ Az MNB által számított maginfláció tartalmát az 1999. decemberi Jelentés az infláció alakulásáról című kiadvány I. fejezetének keretes írása tartalmazza.

litikai szempontból (az aggregált kereslet/kínálat alakulásával összefüggésben) külön figyelmet érdemlő részének, a regulált árak közvetett módon mégis a hazai inflációs pálya meghatározó tényezői. Egyes regulált tételek – például az energiaárak vagy a közlekedési szolgáltatások – inputként szerepelnek más, a piaci körbe tartozó termékek előállításában, ami kapcsolatot teremt a regulált és a piaci kör inflációja között. Másfelől a regulált árak alakulása viszonylag könnyen értelmezhető jelzés lehet a piaci szereplők számára inflációs várakozásaik alakításakor. A teljes fogyasztói kosár közel ötödét képviselő regulált árak így hatékony koordinációs eszközként is funkcionálhatnak.

1. Az importált infláció

A tavalyi első félévi csökkenés, majd átmeneti stagnálás után 1999 negyedik negyedévében mintegy 4%-kal nőttek az energiahordozók nélküli alapanyagárak az előző negyedévhez képest. Ezen belül az élelmiszerárak csökkenése megállt, az egyéb termékcsoporthoz árai pedig 4–15%-kal nőttek. Folytatódott a nyersolaj árának márciustól megfigyelhető gyors emelkedése is. A nyersolaj a negyedik negyedévben átlagosan 15%-kal került többbe, mint a harmadik negyedévben.

Az élelmiszer- és italárak 10–15%-os csökkenésének és a mezőgazdasági nyersanyag, valamint a fémárak 10–13%-os emelkedésének eredményeként 1998 azonos időszakához viszonyítva az energiahordozók nélkül számított alapanyag árak változatlanok maradtak. (Lásd I-1. táblázat.) A nyersolaj 1998 azonos negyedévéhez képest azonban 100%-kal drágult. A 10 hónap alatt, februártól decemberig bekövetkezett 133%-os áremelkedés az OPEC kínálatkorlátozó magatartásával, a kereslet konjunktúrális növekedésével, illetve a készletek csökkenésével magyarázható.

Az importált infláció gyorsulása 1999 negyedik negyedévében folytatódott, az *import-egységértékindex* 7,6%-kal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, a harmadik negyedév hasonló mutatója 5,1% volt. Ez a növekedési ütem meghaladta a valutakosárral szembeni leértékelés mértékét (6,8%). A negyedév/előző negyedév típusú mutatók szintén gyorsulást jeleztek (a harmadik negyedévben 12,8%, a negyedik negyedévben 17,2% voltak az évesített növekedési ütemek).² Az effektív külföldi árakkal számított importált inflációs mutató továbbra is csökkenést mutatott: a harmadik negyedévben értéke 5,1%, míg a negyedikben 4,2% volt. Az importált infláció növekedése döntően a kelet-közép-európai térségből származó importtermékek – energiahordozók – drágulása miatt jelentkezett: az ezen országcsoportból származó import inflációja erőteljesen nőtt (10,5%-ról 30,8%-ra), míg a fejlett országok importtermékeinek – elsősorban gépipari termékek – inflációja enyhén csökkent (a harmadik negyedévi 4,4%-ról 3,9%-ra). (Lásd I-3. ábra.)

Elsősorban a gyorsan emelkedő energiaárak következménye, hogy Magyarország legfontosabb kereskedelmi partnerét jelentő euróregió 12 havi fogyasztói árindexe a szeptemberi 1,2%-ról decemberre 1,7%-ra, idén januárra pedig 2,0%-ra nőtt. A fogyasztói árak növekedéséhez az olcsó euró importdrágító hatása mellett az is hozzájárult, hogy az év utolsó hónapjaiban már nem érvé-

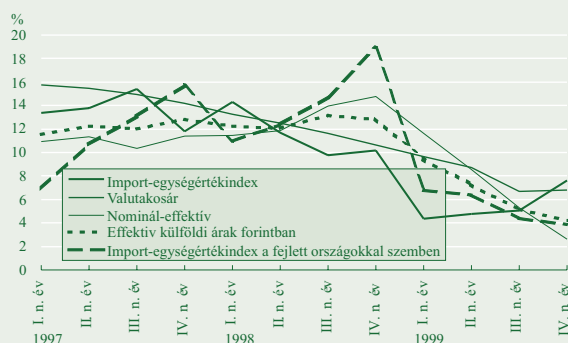
I-1. táblázat Világpiaci árszintek 1999-ben*
(1995 átlagához viszonyítva)

	1998	1999			
	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év
Alapanyagok					
energiahordozók nélkül	78,1	75,7	74,5	75,1	78,2
Élelmiszerek	84,8	78,8	73,8	71,9	72,4
Italok	82,9	78,9	73,4	65,3	74,9
Mezőgazdasági nyersanyagok	73,8	75,6	75,7	77,1	81,0
Fémek	72,1	68,2	72,1	78,5	81,7
Nyersolaj	68,9	68,5	95,2	120,1	138,0

Forrás: IMF IFS.

* Világpiaci árak dollárban.

I-3. ábra Az importárak és a különböző árfolyammutatók alakulása



² A rövid bázisú indexeket a szezonálisan igazított adatok trendjéből számoltuk.

nyesült a feldolgozatlan élelmiszerárak csökkenésének inflációt mérséklő hatása. December–január során az eurórégió négy országában (Olaszország, Spanyolország, Portugália, Írország) is magasabb volt a fogyasztói árak emelkedése az Európai Központi Bank által az inflációs cél felső határának tekintett 2%-nál. Egyes országokban az élénkülő konjunktúra mellett a világpiacon energiaárak növekedésével függ össze, hogy decemberben éves összehasonlításban 4%-kal, az elemzői várakozásokat meghaladó mértékben nőttek az ipari termelői árak. *(Lásd I-2. táblázat.)*

Az Egyesült Államokban a gyors növekedés, a szűk munkapiaci keresztszettek ellenére mérsékelt maradt az inflációs nyomás. A 12 havi fogyasztói ár infláció a szeptemberi 2,6%-ról decemberre 2,7%-ra változott, ami alacsonyabb volt az előzetes várakozásoknál. A kedvező fogyasztói áralakulás az erős dollárnak, az erős versenynek és a gyors termelékenység növekedésnek volt köszönhető. Lengyelországban az első félév végi 6,5%-os inflációs ráta szeptemberben 8, decemberben pedig 9,8%-ra nőtt. A fogyasztói árak vártnál gyorsabb növekedését a dráguló kőolaj, illetve a belföldi élelmiszerárak növekedése váltotta ki. A recesszióból csak lassan kilábaló Csehországban a szeptemberi mindössze 1,2%-os fogyasztói ár növekedés az utolsó negyedévben gyorsult. Decemberben éves összehasonlításban 2,5%-kal nőttek a fogyasztói árak.

2. A fogyasztói árak változásának összetevői

A dataink szerint 1999 év végén az infláció gyorsulásának fő okozója a járműüzemanyagok drágulása volt: a benzinár-emelkedés a negyedik negyedévben önmagában 0,6 százalékponttal emelte az infláció ütemét. *(Lásd I-3.; I-4. táblázat.)* Látható az is, hogy a benzin inflációt növelő hatása fokozatosan emelkedett az év során. Számításaink szerint az energiaárak exogénnek tekinthető hatása, valamint az adminisztratív árak előző évivel megegyező növekedése esetén az infláció 1999 végére 8% körülire mérséklődhetett volna. A szabályozott árak, mivel a negyedik negyedévben kisebb árcsökkenést mutattak – például a gyógyszerforgalomban az intézkedés hatására megindult strukturális változás árstatisztikába építése miatt – a negyedik negyedévben inflációmérséklő tényezőként léptek fel. Az élelmiszerárak alakulása, míg korábban az infláció mérséklése irányába hatott, 1999 második felétől egyre nagyobb mértékben emelte az infláció átlagos ütemét. Az iparcikkek ugyanakkor – a korábban megfigyeltnek megfelelően – követték a forint leértékelési ütemének csökkenését, így a negyedik negyedévben erős dezinflációs hatással bírtak. *(Lásd I-4. ábra.)*

A jellemzően *piaci* folyamatok által meghatározott áralakulást mutató jóságok a fogyasztói kosár mintegy 72%-át teszik ki. A monetáris politika szempontjából ez az a legtágabb kör, melynek áralakulása közvetlen figyelmet érdemel, hiszen a regulált árak alakulását nem az aggregált kereslet-kínálat viszonya, hanem a tágran értelmezett fiskális politika befolyásolja. A piaci körön belül elsősorban az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációja releváns, mivel a szabadáras energia és benzin árát – amint azt 1999 során megfigyelhettük – erőteljesen befolyásolják a vi-

I-2. táblázat Nemzetközi inflációs adatok, 1999 (az előző év azonos havához viszonyítva)

	1999. június		1999. szeptember		1999. december	
	ipari termelői	fogyasztói	ipari termelői	fogyasztói	ipari termelői	fogyasztói
	árak változása					
Egyesült Államok	1,6	2,0	3,2	2,6	3,0	2,7
Japán	-1,7	-0,4	-1,1	-0,2	-1,5	-1,1
Németország	-1,5	0,4	-0,5	0,7	1,0	1,2
Csehország	0,4	2,2	1,5	1,2	3,2	2,5
Lengyelország	5,2	6,5	6,2	8,0	7,1	9,8
Magyarország	4,1	9,1	4,8	10,5	6,9	11,2
OECD összesen	1,5	3,1	2,9	3,4	n/a	n/a
EU-11	n/a	0,9	1,3	1,2	4,0	1,7
EU-15	-1,0	1,1	1,5	1,3	n/a	2,1
G-7	0,1	1,3	1,5	1,7	n/a	n/a

Forrás: OECD Main Economic Indicators, 2000 February.

I-3. táblázat Az árnövekedés üteme a különböző termék- és szolgáltatás csoportokban* (az előző év azonos hónapjához viszonyítva)

	Súly a fogyasztói árindexben	1999				2000. jan.
		okt.	nov.	dec.	átlaga	
Fogyasztói árindex	100,0	10,5	10,6	11,2	10,0	10,0
Ebből:						
Ipari termékek, élelmiszer, alkohol, dohány és benzin nélkül	29,6	7,6	7,2	6,9	8,8	5,9
Benzin	4,9	24,9	28,3	37,8	18,7	30,7
Szabadáras háztartási energia	1,3	15,1	15,7	16,5	11,7	12,0
Élelmiszerek	19,1	2,9	3,8	5,4	1,7	5,4
Szabályozott árak	18,0	18,4	17,7	17,6	16,6	13,6
Piaci szolgáltatások	17,6	11,5	11,4	11,0	12,5	10,8
Szeszies ital, dohányáru	9,4	10,3	10,6	10,6	11,5	10,9
Maginfláció	89,9	8,8	8,9	8,8	9,3	8,1
Nominál effektív árfolyam leértékelődése		2,1	3,0	2,7	7,0	4,2
A forint bejelentett nominális leértékelése		7,3	7,0	6,7	8,4	6,4

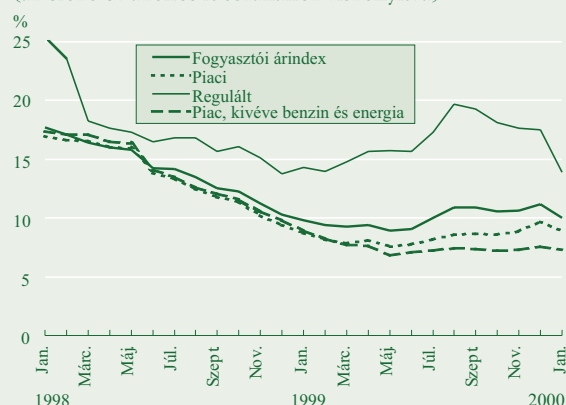
* A fogyasztói árindex alapijául szolgáló tételek csoportosítása eltér a KSH által használttól, ld. előző Jelentéseinket

I-4. táblázat Az egyes termék- és szolgáltatáscsoportok hozzájárulása az infláció ütemének változásához* (az előző év azonos hónapjához viszonyítva)

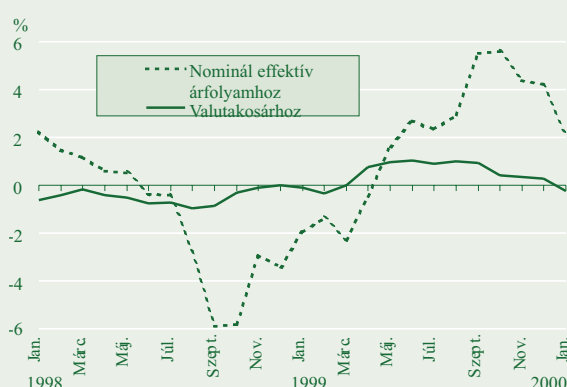
						%
	Súly a fogyasztói árindexben	I.	II.	III.	IV.	1999. dec.–1998. dec.
		negyedévben				
Fogyasztói árindex	100,0	-1,0	-0,2	+1,8	+0,3	+0,9
Az inflációs ütem növekedését okozó csoportok						
Benzin	5,0	+0,2	+0,4	+0,4	+0,6	+1,6
Szabályozott árak	18,0	+0,2	+0,2	+0,7	-0,4	+0,7
Élelmiszerek	21,3	-0,8	-0,7	+0,1	+0,7	+0,2
Szabdáras háztartási energia	1,7	+0,1	+0,0	+0,1	+0,1	+0,2
Az inflációs ütem növekedését ellensúlyozó csoportok						
Ipari termékek	28,8	-0,3	+0,0	-0,3	-0,5	-1,0
Piaci szolgáltatások	16,3	-0,3	+0,0	-0,1	-0,2	-0,6
Szeszes ital, dohányáru	8,9	-0,2	-0,0	-0,0	-0,1	-0,3

* Az ütemkülönbséget az alábbiak szerint kell értelmezni:
– a minden csoport ára ugyanolyan mértékben drágult volna, mint 1998-ban, az infláció decemberi mértéke is azonos lett volna.
– Ha például egy csoport árindexe 1998-ban 10% volt és 1999-ben 15%-os áremelkedést regisztráltak, az ütemkülönbség +5 százalékpont, ha viszont 1999-ben ennek a termékcsoportnak az árindexe 5% volt, az ütemkülönbség –5 százalékpont.
A súlyok ebben a táblában 1999-re vonatkoznak.

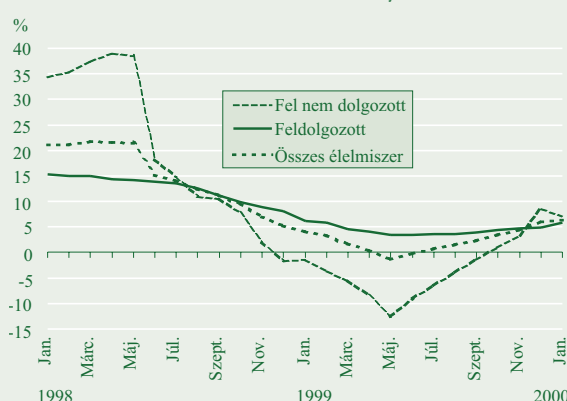
I-4. ábra A fogyasztói árindex és főbb komponensei
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)



I-5. ábra Az ipari termékek 12 havi relatív inflációs üteme



I-6. ábra Az élelmiszerek és főbb csoportjai áralakulása
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)



lágpiaci energiaárak. Noha a regulált árak és a piaci jószágok inflációjának alakulása között van közgazdasági összefüggés, a monetáris politika eszközrendszere, az árfolyampálya, illetve az aggregált kereslet alakulását befolyásolva, jellemzően az iparcikkek és a piaci szolgáltatások körében hat.

A külkereskedelmi forgalomba kerülő termékek³ áralakulásában a korábban látottaknak megfelelően folyamatos volt az infláció ütemének mérséklődése. (Lásd I-5. ábra.) Ezen kör inflációját közvetlenül befolyásolja a nominális árfolyampálya, azaz a forint kereskedelmi partnereink valutáihoz vett leértékelődésének üteme. Korábbi inflációs jelentésünkben szoltunk róla, hogy 1999 közepén az iparcikkek inflációja megugrott a forint *nominál-effektív* árfolyamindexéhez képest. Azt is megemlítettük ugyanakkor, hogy ez egy korrekciós folyamat során fellépő átmeneti „túllövésnek” tekinthető, hiszen 1998 végére az iparcikkek éves árindexe már 6 százalékponttal elmaradt az árfolyamindextől. Így a különbség mérséklődése a harmadik negyedév végére már látható volt, és előző Jelentésünkben írottaknak megfelelően azóta 2 százalékponttal süllyedt. Az iparcikkek nomináleffektív árfolyamhoz vett relatív inflációjának nagyfokú volatilitása azonban arra – a korábbi Jelentéseinkben már bemutatott – összefüggésre hívja fel a figyelmet, hogy az árazási magatartást a forint előre bejelentett leértékelési üteme határozza meg, azaz a keresztárfolyam-változások és az átmeneti sávon belüli mozgások nem épülnek be a hazai árakba. Ábránkon látható, hogy az iparcikkek a 12 havi leértékelés ütemhez vett relatív inflációja hosszú ideje a $\pm 1\%$ -os sávon belül tartózkodik. A sávon belüli mozgás gyakorlatilag az iparcikkek árindexének statisztikai hibahatárán belül van, ezért nem tekinthető szignifikánsnak. A külkereskedelemben versenyző jószágok leértékelési ütemhez vett relatív inflációjának stabilitása megerősíti az árfolyampálya nominális horgony szerepébe vetett hitünket.

A piaci szegmens második legnagyobb súlyú tételét az *élelmiszerek* alkotják. (Lásd I-6. ábra.) E körben is a korábban megfigyelt tendenciák folytatódását tapasztaljuk. A *fel nem dolgozott élelmiszerek* 12 havi árindexének 1999 második felében folyamatos gyorsulásának más termékekre kiterjedő hatása miatt 1999 végén gyorsult az élelmiszerárak *átlagos* inflációja is. Előző *Jelentésünkben* tárgyaltuk, hogy a fel nem dolgozott élelmiszerek esetében a tavalyi év során látványosan megugró infláció „egyensúlyi” folyamatnak, az 1998-as deflációt követő korrekció részének tekinthető. A korrekció az 1998 nyarától közel egy éven át tartó árszintcsökkenés mintegy felét „hozta vissza”, így 2000-re a fel nem dolgozott élelmiszerek árszintje az 1998 első negyedének megfelelő értékre emelkedett. (A 2000. január havi inflációs adat ezen korrekciós folyamat megtorpanását mutatja, ezen termékkör közismerten volatilis áralakulása fényében azonban erről csak a következő hónapok adatai szolgáltathatnak bizonyosságot.)

A *feldolgozott élelmiszerek* részben import úttal érkeznek az országba, részben hazai nyersanyagokból állnak elő. Így nem meglepő, hogy e kör áralakulása magán viseli mind az iparcikkek, mind a fel nem dolgozott élelmiszerek inflációjának jegyeit. A feldolgozott élelmiszerek inflációs üteme ugyanis hosszú időn át – az iparcikkekhez hasonlóan – egyenletesen csökkenő ten-

³ Ez tartalmazza a saját tulajdonú lakás tételét is, erről ld. előző *Jelentésünkben* a keretes írást.

denciát mutatott. Ez a tavalyi év végén azonban a fel nem dolgozott élelmiszerek árszintjének erőteljesen emelkedése nyomán enyhe gyorsulásba váltott át. Ezen folyamatok eredményeképp tehát az élelmiszerek átlagos inflációs ütemének emelkedéséhez 1999 végén már mind a feldolgozott, mind a fel nem dolgozott élelmiszerek inflációjának gyorsulása hozzájárult. Ez azonban nem az aggregált kereslet – a lakossági fogyasztás – élénkülésével, hanem a nyers élelmiszerek korábbi deflációjának megfordulásával, ennek az egész élelmiszervertikumra gyakorolt hatásával függ össze.

A piaci kör közel negyedét képviselő *piaci szolgáltatások* inflációja folyamatosan mérséklődött, aminek eredményeképpen 1992 óta először közelítette meg az egyszámjegyű tartományt. (Lásd I-7. ábra.) A piaci szolgáltatások áralakulására a nominális árfolyampálya csak közvetve hat. Ebben a körben az infláció ütemét a belföldi kereslet alakulása, a relatív árak – azaz az iparcikkek inflációja –, az iparcikkek és a szolgáltatások eltérő termelékenység alakulása, illetve költségoldalón – egyes szolgáltatások esetében – az energiaárak határozzák meg. Előző Jelentésünkben írtunk arról, hogy 1999 harmadik negyedévében emelkedésnek indult a piaci szolgáltatások iparcikkekhez vett inflációs differenciája. Friss adataink ismeretében ez a tendencia azóta folytatódott, de az elnyílás mértéke – figyelembe véve a két komponens 12 havi inflációs ütemének variációját – még mindig nem nevezhető szignifikánsnak. Kérdés, hogy a piaci szolgáltatások emelkedő relatív inflációja háttérben mennyiben állnak keresleti, illetve kínálati (költség-) oldali tényezők. A piaci szolgáltatások átlagos inflációját meghatározó egyedi tételek áralakulását vizsgálva mindkét hatást tetten érhetjük. Az utóbbi hónapokban a piaci szolgáltatások átlagos árindexét emelte több, az aggregált kereslet alakulására valószínűleg nagymértékben érzékeny szolgáltatás inflációja. Ilyenek például a piaci szolgáltatások mintegy harmadát képviselő egészségügyi, testápolási, javítási, kulturális-szórakoztatási, illetve (belföldi) üdülési szolgáltatások. Igen magas volt ugyanakkor az üzemanyagárakra leginkább érzékeny szolgáltatások árindexe is (taxi és teherfuvarozás), ezek súlya azonban nem jelentős.

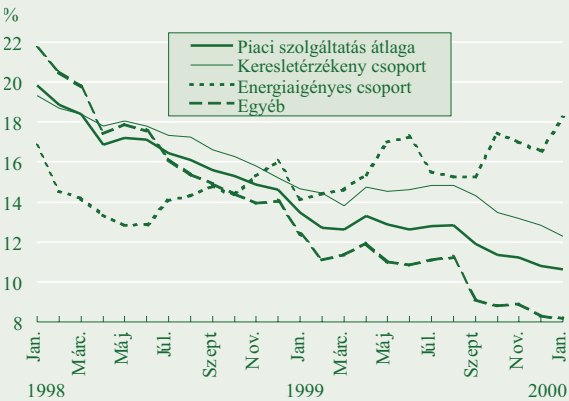
Monetáris politikai szempontból az energiaárak emelkedésének egyes piaci szolgáltatásokra gyakorolt hatását nem tekintjük relevánsnak, hiszen a világpiaci árak alakulását, mint kínálati sokkokat külső adottságként kezeljük. A belföldi kereslet élénkülése által kiváltott áremelkedések – azaz az iparcikkekhez képest emelkedő relatív inflációs ütemek – azonban figyelmet érdemelnek. Szakértői becsléssel az aggregált keresletre érzékeny piaci szolgáltatások csoportját lehatárolva azt láthatjuk, hogy miközben ezen csoport inflációja a piaci szolgáltatások átlagát tartósan meghaladta, ezen többletinfláció alakulásában 1999 második negyedéve óta nem tapasztalunk változást. Valószínűsíthető tehát, hogy a lakossági fogyasztás élénkülése emeli egyes piaci szolgáltatások relatív inflációját, ez a hatás azonban az utóbbi időben nem fokozódott, és nem is akadályozta ezen körben a deflációs tendenciát. (Lásd I-8. ábra.)

A világpiaci olajárak emelkedését követve folytatódott a piaci körbe tartozó járműüzemanyag (benzin) és szabadáras háztartási energia-termékek (szén, brikett, koks, tűzifa és palackos gáz⁴)

⁴ A korábban ide tartozó tüzelőolaj 2000. januártól nem szerepel a fogyasztói árindex tételei között.

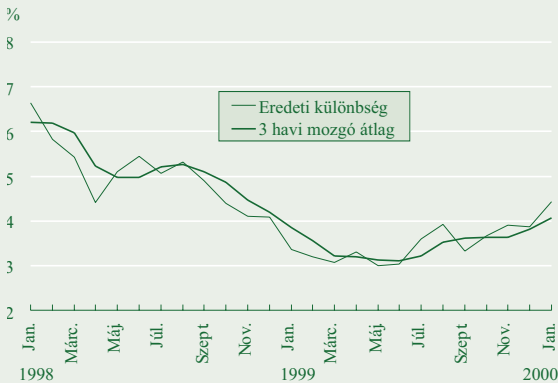
I-7. ábra A piaci szolgáltatások egyes csoportjainak inflációja*

(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

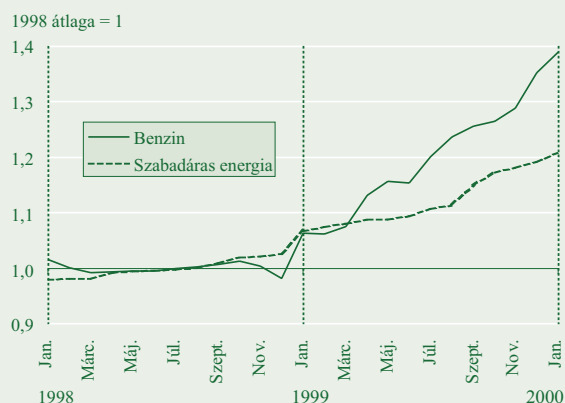


*A keresletérzékeny csoportba tartoznak az éttermi és előfizetési étkezés, büfé-árak, javítási, egészségügyi, testápolási és oktatási szolgáltatások, kulturális-szórakozási szolgáltatások és a belföldi üdülés. Ezek a piaci szolgáltatások 53%-t teszik ki. Energiaigényesek a taxi és a teherszállítás szolgáltatások (2%). Az egyik kategóriába sem sorolt, „egyéb” tételek csoportja a piaci szolgáltatások 45%-át képviseli (pl. iskolai, óvodai étkezés, újság, folyóirat, társasházi költség, lakásjavítás, üdülés külföldön, fel nem sorolt szolgáltatások).

I-8. ábra Az iparcikkek és a piaci szolgáltatások 12 havi inflációs ütemének különbsége



I-9. ábra A benzin és a szabadáras energiatermékek átlagos árszintje



árszintjének erőteljes növekedése. (Lásd I-9. ábra.) A kiugró emelkedést mutató *benzin* árszintje 1999. október – január között mintegy 10%-kal emelkedett. A decemberi 12 havi benzinár-index kiugró, közel 38%-os értéke azonban jelentős torzítást is tartalmaz, mert 1998 decemberében néhány hónapos esés után éppen mélyponton volt a benzin ára. (Az igazi probléma, hogy az 1998. évi alacsony szintről fokozatosan emelkedő tavalyi bázis miatt a következő hónapokban még *változatlan* benzinár esetén is magas lenne a benzin 12 havi árindexe – erről ld. kéréses írásunkat).

Az 1999 októbertől eltelt három hónap alatt mintegy 3%-kal emelkedett a *szabadáras háztartási energia* átlagos árszintje. Ez jelentősen felülmúlta a regulált körbe tartozó háztartási energiatermékek (központi és távhő, elektromos áram, vezetékes gáz) ez idő alatti áremelkedését. Általában 1999 nyaratól kezdve a piaci és a regulált energia áralakulása elszakadt egymástól: míg a regulált körben minimálisan (és csak idén januárban) emelkedett az átlagos árszint, a piaci körben az – az olajárakat követve – hónapról-hónapra növekedett. A szabadáras és a regulált energiák áralakulásának elszakadása a regulált kört érintő következő árfelülvizsgálat során várhatóan korrigálódik, így ezt átmeneti jelenségnek tekintjük.

A szabadáras energia áralakulásában is szerepet játszik az állami szabályozás. 2000 januárjában változott az ásványolajok jövedéki adómértéke, az olmozatlan és az olmozott benzin esetében is 7%-os adóvalorizáció lett megállapítva. A jövedéki adó összege 92 forint – ami jelenleg a benzin árának 44%-át teszi ki –, ez éven belül nem változik. A benzin esetében az ÁFA-val együtt az adótartalom az árak közel 2/3-át adja. Az év eleji adóvalorizáció – minden más költséget változatlanul feltételezve – kb. 4%-os fogyasztói árnövekedést jelentett. (Januárban ténylegesen ennél 1 százalékponttal kevésbé nőttek az benzinárak, a világpiacra észlelt kisebb és átmeneti árcsökkenés miatt.) A cseppfolyós és sűrített gáz esetében a jövedéki adó nagysága közel felére csökkent, amivel a PB gáz árához való közelítést célozták meg annak érdekében, hogy a gázüzemű járművek üzemanyagát legális csatornába tereljék.

A lakossági vásárolt fogyasztás mintegy 9%-át teszik ki az *alkohol- és dohányárak*. E kör áralakulása mind a piaci, mind a regulált körre jellemző jegeket mutat, hiszen fogyasztói árakat a piaci szereplők döntései alakítják, azonban a magas jövedéki adótartalom kapcsán az állami szabályozás is jelentős áralakító tényező lehet. Ennek tudható be, hogy e kör átlagos inflációja évek óta meghaladja az iparcikkét. Az egyes tételeket tekintve megfigyelhető volt, hogy az alkoholtérmekek esetében a piaci szerkezet és az átlagos inflációnak megfelelő jövedéki adó az árképzést a szezonális ingadozásoktól eltekintve nem téríti el az átlagos piaci inflációtól.

A dohánytermékek esetében az árnövekedés tartósan meghaladja az infláció mértékét, annak ellenére, hogy az alapanyag világpiaci ára 1999 őszéig csökkent. 2000-ben a dohányárak megugrásának hátterében a dohány adótartamának az infláció mértékét jelentősen meghaladó emelése áll, aminek hatása azonban csak fokozatosan jelentkezik az árindexben, mert a kiskereskedelem egy részében a fogyasztók hozzáférnek az adóemeléstől előtti árakat tükröző állományokhoz is. Az infláció alakulásában Magyarországon jelentős szerepe van a fogyasztói kosár közel ötödét képviselő *államilag szabályozott vagy befolyásolt árak*

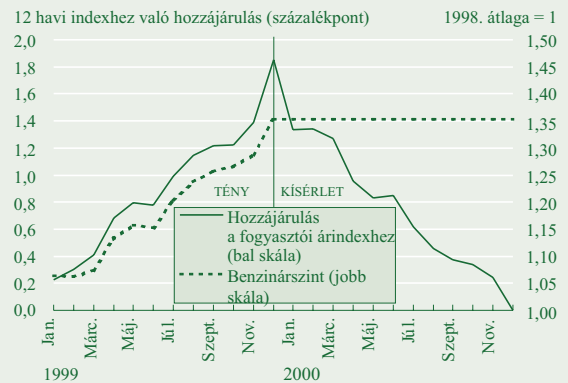
Bázishatás a 12 havi árindexekben – a benzinárak esete

Az infláció alakulását az eredeti árszintadatok helyett legtöbbször a 12 havi (előző év azonos időszakához viszonyító) indexek vizsgálatából ítéljük meg, hogy kiszűrjük az idősorból a szezonális ingadozás hatását. A 12 havi indexek azonban magas inflációt mutathatnak akkor is, amikor az árak aktuálisan változatlanok vagy éppen esnek. Ez könnyen előfordulhat a benzin árával is. Az 1999. eleji alacsony árszint év végére igen magasra emelkedett, így 2000 első felében az alacsony bázis hatása még aktuálisan változatlan vagy csökkenő benzinár-szint mellett is magas 12 havi árnövekedésként fog jelentkezni. Ezt a problémát fokozza a benzin fogyasztói kosárbeli súlya. A fogyasztói kosár közel 5%-át jelentő tétel esetében a 12 havi indexek vizsgálatával elkövetett torzítás jelentős hibát visz a teljes fogyasztói árindex elemzésébe is.

Noha a benzinárak 1999 során folyamatosan emelkedtek, az alacsony 1998. évi bázis miatt a 12 havi indexek ezt felnagyították. Ez történt 1999 végén is, amikor az alacsony bázis a közel 38%-os 12 havi benzinárindexből 4%-ot magyarázott. Mivel a benzinárak tavaly „ténylegesen” is emelkedtek, a 12 havi indexek ilyen torzítása legalább nem mutatott a valóságtól eltérő *tendenciákat*. Idén azonban változhat a helyzet, amit egy kísérlettel mutatunk be. Tegyük fel, hogy a benzinárak 2000-ben végig az 1999. decemberi szinten maradtak volna (ezt ábrázolja a szaggatott vonal). A benzinár 12 havi indexe ebben az esetben 2000. januárban 27,2%-ot mutatott volna, ami fokozatosan csökkenne a júliusi 12% után a 2000. decemberi 0%-os értékre. *A 2000. év átlagában közel 15%-os lenne a kimutatott benzinár-infláció – miközben a benzin ára egy forintot sem változott!* A torzítás a relatíve alacsony 1999. év eleji bázis miatt természetesen 2000 elején lenne jelentős, akkor a 20–25%-ot meghaladó 12 havi indexek minden hónapban 1–1,5 százalékponttal emelnék a teljes fogyasztói árindex adott havi értékét. (Lásd I-10. ábra.)

Tanulságul kiindulhatunk abból, hogy bizonyos – jellemzően monopoll helyzetű szereplő(k) által meghatározott – árak esetében nem tapasztalunk volatilis ármozgásokat, hiszen e szereplők legtöbbször csak évente egy-két alkalommal változtatják áraikat.⁵ Ide tartoznak a *regulált árak*, de a piaci körből – noha árát évente többször is változtatják – az erős kínálati sokkok és piacszerkezeti tényezők miatt „természetes” szezonalitással nem rendelkező *benzin* is. Az ilyen tételek esetében az *árszintek* vizsgálata indokolt és lehetséges is, hiszen nincs „zavaró” szezonális vagy egyéb ingadozás, hektikus mozgás az idősorban. Ez áll a háttérben annak, hogy ilyen árak esetében *Jelentéseinkben* áttértünk az árszintek – például az 1998 átlagához viszonyító bázisindexek – elemzésére.

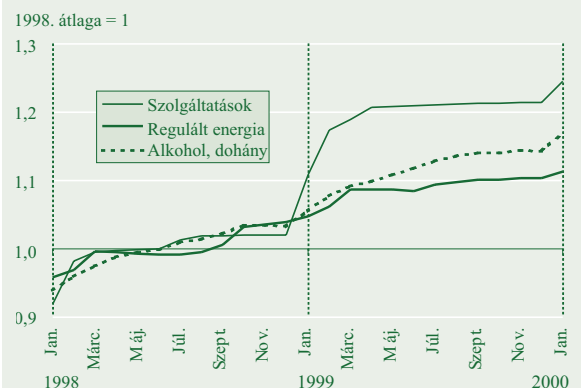
I-10. ábra Szimuláció: a 2000-ben változatlan benzinár hatása a 12 havi fogyasztói árindexre



alakulásának. (Lásd I-11. ábra.) 1999 közepén a kimutatott dezinfláció megtorpanásában a szabályozott árak döntő szerepet játszottak. Bár az év végén ebben a körben nem történt árváltozás, az árszint 12 havi növekedése decemberben így is 17,6%-os értéket mutatott. Ezzel az év végi infláció 11,2%-os értékéből 2,8%-ot a regulált körben *évközben* mért áremelkedés eredményezett.

A *szabályozott áras szolgáltatásoknál* (pl. önkormányzati lakbér, kommunális díjak, telefon és postai szolgáltatások, tömegközlekedés, TV előfizetési díj, szerencsejáték) 1999 végére – a már tárgyalt évközbeni áremelések hatását tükrözve – 18,7% volt a 12 havi árszínvonal változás, ami januárra 13,6%-ra csökkent. Ennek háttérben „valós” folyamatok – a kormány antiinflációs programja keretében visszafogott szokásos januári áremelések –, illetve átmeneti tényezők – egyes tételeknél az áremelés

I-11. ábra A szabályozott vagy államilag befolyásolt áras kör nagyobb csoportjainak áralakulása

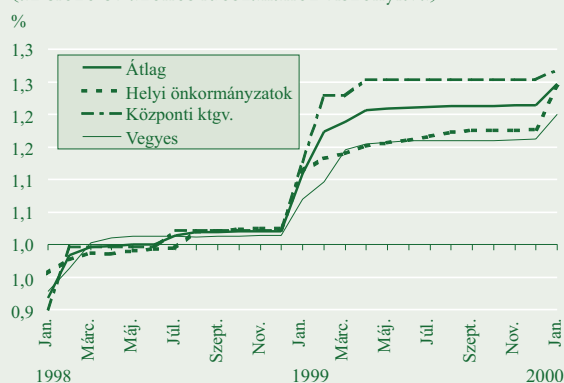


⁵ Az ilyen esetekben megfigyelt árak „simaságához” az is hozzájárulhat, hogy ilyenkor lényegében nincs becslési hiba az árfigyelésben, hiszen a KSH-nak csak egy-két szereplő árát kell havonta megfigyelni, nem több ezernél.

I-5. táblázat A szabályozott vagy államilag befolyásolt körbe tartozó termékek és szolgáltatások árindexei
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	Súly 1999	Súly 2000	1999				2000. jan.
			okt.	nov.	dec.	átlag	
Regulált kör	18,02	17,99	18,4	17,7	17,6	16,6	13,6
Szabályozott háztartási energia	7,17	7,29	6,7	6,5	6,2	8,9	6,4
Szabályozott nem energia	10,06	10,15	27,2	26,0	26,0	22,0	18,9
ebből: gyógyszer, gyógyáru	1,80	1,70	63,5	56,9	56,9	32,9	55,4
szolgáltatások	9,05	9,00	18,7	18,7	18,7	19,5	11,6

I-12. ábra A regulált szolgáltatások árszintjének alakulása ármeghatározó szerinti bontásban*
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)



* A helyi önkormányzatok által meghatározott áralakulási csoportba soroltuk a lakbér, szállítás és helyi tömegközlekedés tételeit. A központi hatóságok hatáskörébe tartozik a telefon, postai szolgáltatások, TV-előfizetés és a szerencsejáték ára. A „vegyes” kategóriában mindkét szabályozás szerepet játszik: víz- és csatornadíj, utazás.

későbbre halasztása – egyaránt szerepet játszik. (Lásd I-5. táblázat.) Számításaink szerint a következő hónapokban az elhalasztott áremelések – a januárban meglépett áremelések elhúzódoztatásával együtt – megjelennek a fogyasztói árindexben; azonban ezek nyomán sem számítunk a regulált kör átlagos 12 havi árindexének tavalyi évben tapasztalt magas szintekre emelkedésére (erről ld. bővebben keretes írásunkat).

Januárban a *központi hatóságok* hatáskörébe tartozó szolgáltatások esetében igen mérsékelt áremelés valósult meg, ebben a körben – a kormányzat 2000. évi antiinflációs programjának részeként – a tavalyi decemberi árszinthez képest átlagosan kevesebb mint 1,3%-kal emelkedtek az árak. (Lásd I-12. ábra.) A januárban kimutatott árindexet csökkentette, hogy a *távközlés* árindexében január helyett februárban lépett életbe az új tarifarendszer.

Ennek hatása csak a következő hónapok során jelenik meg; számításaink szerint – a statisztikai elszámolás módjától függően – akkor 5–8%-os 12 havi indexekre lehet számítani. A kormányzat által csak közvetve befolyásolható *helyi szabályozású* területeken idén januárban – decemberhez képest – közel 6%-os volt az áremelkedés mértéke.

A várakozásokkal ellentétben a tavalyi év eleji áremelések tükrében a lakbér, illetve a részben ide tartozó közlekedési szolgáltatások januári áremelkedése visszafogott volt; megugró januári havi áremelést egyedül a *szemétszállítás* esetében tapasztaltunk (6,1%).

A hatósági árak harmadik csoportját az *energiahordozók* jelentik (központi és távfűtés, elektromos energia, vezetékes gáz), amelyek az árképleten keresztül követik a világpiaci áralakulást. A vezetékes gáz esetében a tavalyi világpiaci energiaár-emelkedés azonban a képletbe épített késések, valamint az olcsóbb beszerzési források miatt az évközbéli árfelülvizsgálat során nem jelent meg a fogyasztói árban.

Az év végén a központi és távfűtés szezonkezdeti áremelkedése is csak kismértékű volt. Így a hatósági körbe tartozó energiahordozók 12 havi árindexe 6,2% volt decemberben. Az e körben januárban mért 6,4%-os áremelkedés értelmezéséhez hozzátartozik, hogy a januárban mintegy 6%-kal emelt távhő- és elektromosenergia-árak teljes hatása – 1999-hez hasonlóan – a következő hónapok árindexében jelenik meg; a vezetékes gáz ára pedig – szintén a tavalyi évhez hasonlóan – várhatóan az év közepén emelkedik.

A kormány antiinflációs programja a regulált körben januárban bekövetkezett és 2000-ben várható árintézkedések tükrében

A januári adatok szerint a kormány a központilag szabályozott hatósági vagy államilag befolyásolt árak alakulásában szigorúan tartotta magát az általa meghirdetett antiinflációs programhoz, annak részeként e körben 2000 egészében átlagosan 6%-nál nem nagyobb áremelés mértékéhez. Egyes, a kormány hatókörébe tartozó árak esetében az áremelések nem januárban következtek be, hanem év közben várhatók, illetve teljes hatásuk csak a következő hónapok árindexében jelenik meg. Számításaink szerint az e körben várható áremelkedés évi átlagos mértéke konzisztens az antiinflációs programmal. Noha a helyi önkormányzatok által szabályozott szolgáltatások esetében korlátozottak a kormány lehetőségei, a januári adatok itt is visszafogott, 5–6% körüli áremelkedésről tanúskodnak.

- A háztartási energia területén a *távhő* és az *elektromos energia* 6%-kal emelkedett januártól. A kimutatott januári fogyasztói árindexben csak 1–1,2% volt az egyhavi áremelkedés; annak teljes hatása február–március során jelenik meg, 7–9% körüli 12 havi indexek formájában. A távhő esetében van mozgástere a helyi szabályozásnak; az elektromos energia ára azonban központilag határozódik meg. Figyelembe véve a tavalyi áremelkedések évközbéli dinamikáját, illetve a kormány szándékait, e körben 2000 egészére 7–7,5% körüli átlagos 12 havi áremelkedést várunk.
- A *vezetékes gáz* ára az év elején nem változott, előzetes elképzelések szerint július 1-től nő. A tervezett áremelést a világpiaci energiaárak és a gázárképlet alapjául szolgáló 8%-os adózás előtti megtérülési rátára vonatkozó állami garancia határozzák meg. Többlet-áremelkedéssel járna, azonban a tavaly megugrott olajár miatt nem várható a gázárképlet importáralapra helyezéssel való módosítása.
- A vezetékes gáz esetében az importszerződésekben az árak erős volatilitása miatt negyedévente kerül kiszámításra az aktuális importár, ami a tárgynegyedévet megelőző kilenc havi olajár átlagárán alapul. Az 1998-ban és 1999 elején megvalósult energiaár-csökkenés nem mérsékelte a hazai árakat, ami 1999 első háromnegyed évében komoly ártartalékokat jelentett a hazai földgázárakban. Az 1999 tavaszán megindult világpiaci áremelkedés hatása döntően 2000-ben jelentkezik. Ezt mérsékli a belföldi kitermelésű földgáz alacsony ára, és ennek a felhasználásban kb. 20% az aránya.
- A *gyógyszerárak* alakulásáról még nem indultak meg a tárgyalások, de az előzetes információk szerint tartható lesz a 6%-nál nem nagyobb fogyasztói áremelés. A fogyasztásnak kisebb részét kitevő nem támogatott körben 10–12%-os áremelkedésre kell számítani, míg a támogatott körben a strukturális változásokat is figyelembe véve 2–3%-os áremelkedés várható. A kormány – a tervezett áremelkedés mértékét korlátozandó – átmenetileg a gyógyszert is a hatósági áras termékek körébe sorolhatja.
- A központi költségvetéshez tartozó *közlekedés és a lakásszolgáltatási körben* megállapodás született a 6%-os áremelésről. Árfeszültség a kőolaj világpiaci árának magas szinten stabilizálódása esetén a személyszállítás és a helyi közlekedés területén jelentkezhet, ahol magas az állami támogatottság, és megoldatlan a járműpark megújításának finanszírozása.
- A kormányzati hatáskörbe tartozó *telefonia* árszabályozása 2000-ben jelentősen megváltozik: a korábban alkalmazott visszatekintő indexálást (ahol az adott évi áremelkedés felső korlátja az előző év szeptemberében mért fogyasztói árindex egy hatékonysági tényezővel csökkentett értéke volt) felváltotta az előretekintő indexálás, azaz az aktuális évi inflációhoz igazodás. A Matáv a tavalyi évvel ellentétben idén januárban nem változtatta árait; ugyanakkor *februárban* új tarifarendszer lépett életbe, amelynek hatása február–március hónapokban jelenik meg az árindexben. Előzetes számítások szerint a lakosságot érintő szolgáltatásárak – általában a csökkenő percdíjak és az emelkedő előfizetési díjak eredőjeképpen – átlagosan mintegy 7,5%-kal emelkednek. A KSH azonban januártól figyelembe veszi a mobil telefonálás beszélgetési díjait is, aminek hatása mintegy 1,5 százalékponttal mérsékli a telefonálás árindexét. Így az átlagos áremelkedés várható mértéke 6% körül lesz, ami a következő hónapokra 5–8%-os éves árindexeket implicál.
- A szintén központi hatáskörbe tartozó tételek közül a TV-készülékek üzembentartási díja nem változik a költségvetési törvény szerint. A (telefon nélküli) postai szolgáltatások átlagos ára januárban 6%-kal emelkedett, itt az év során nem várunk további áremelést.
- A regulációnak az a része, ami a termékek adótartamát módosítja, szintén átlagosan 6%-kal nő. Ez alól a dohányárak képeznek kivételt. 2000-ben a dohánytermékek jövedéki adóteher növekedése lényegesen meghaladja az infláció mértékét, és ez a tendencia várhatóan a következő években is folytatódni fog, mivel az EU-harmonizáció érdekében a dohányárak jövedéki adótartamát erőteljesen emelni kell. (Ez a legnépszerűbb cigarettafajtáknál 1999-ben 40% volt, amit 57%-ra kell emelni.) 2000-ben a tételes jövedéki adó 7 forinttal emelkedik, és ezt terheli még a 17%-os százalékos adó. Az adóváltozás így ebben a termékkörben önmagában mintegy 6%-os fogyasztói áremelkedést eredményez.

A jellemzően helyi önkormányzati hatáskörbe tartozó árak alakulását a kormány nem tudja befolyásolni. Az ebbe a körbe tartozó *lakhár* és *szemétszállítás* ára januárban 5–6%-kal emelkedett. A szemétszállítás esetében nem zárható ki további áremelés sem, mivel ezen tételnél korábban is gyakori volt az évközbéli árváltoztatás. A *közlekedési szolgáltatások* egy része, különösen a helyi tömegközlekedés árszabályozása is a helyi önkormányzatok kezében van (noha a tanulók, nyugdíjasok stb. kedvezményeit, illetve a helyi közlekedési vállalatok emiatti kompenzációját központosilag határozzák meg). Amint írtuk, ebben a körben nagyon korlátozott a kormány antiinflációs programjának érvényessége, idén januárban – szemben a tavalyi 10–14%-os mértékekkel – a közlekedési szolgáltatások esetében is 6% alatti áremelkedés következett be. Mivel e körben ritka az év közbeni áremelés, további áremelésekre nem is számítunk.

II. Monetáris folyamatok

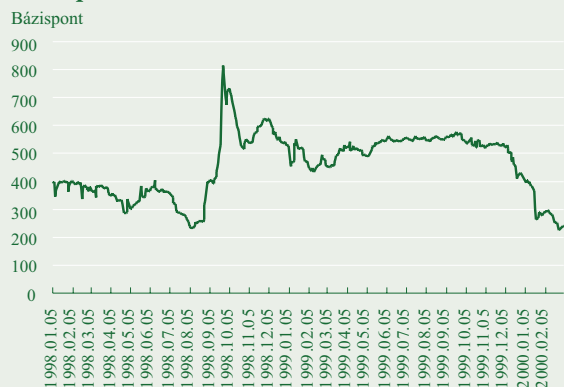
1. Monetáris kondíciók, kamat- és árfolyamalakulás

A magyar gazdaság dinamikus növekedése 1999 negyedik negyedévében folytatódott, a GDP növekedési üteme 5,6%-ot ért el, és a harmadik negyedévhez hasonlóan a belföldi felhasználás növekedési üteme alacsonyabb volt a GDP bővülésénél. Az Európai Unió országainak 1999 második félévében felgyorsult gazdasági növekedése kedvezően hatott a külső egyensúlyra, a folyó fizetési mérleg hiánya a vártnál alacsonyabb lett. Annak ellenére, hogy fogyasztói árak inflációja november–december folyamán átmeneti gyorsulást mutatott, a monetáris politika szempontjából releváns inflációs folyamatok fő mérőszámának tekintett maginfláció folyamatosan csökkent, és a januári infláció is a piaci várakozásoknál kedvezőbben alakult. A kedvező makrogazdasági mutatókhoz az államháztartás egyenlegének javulása is hozzájárult, az év egészét tekintve a fiskális politika az aggregált kereslet mérséklése irányába hatott.

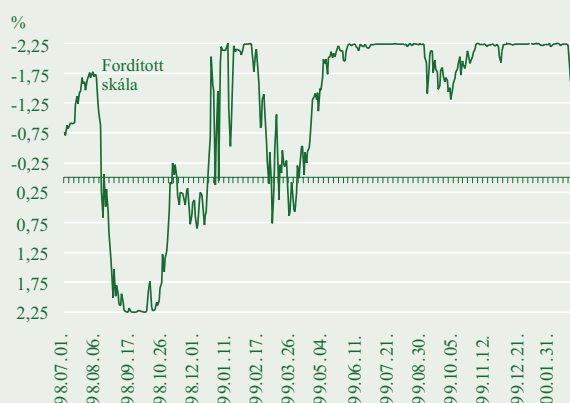
A jegybank a kormánnyal együtt meghirdetett árfolyampálya fenntartásával járult hozzá a kitűzött nominális pálya megvalósulásához. A kedvező makrogazdasági folyamatok 1999 decemberében újabb leértékelési ütemcsökkentés bejelentését tették lehetővé, a 0,3%-os havi leértékelési ütem 2000. április 1-jén lép hatályba. Ezzel a forint előre bejelentett éves leértékelési üteme 4% alá mérséklődik. A meghirdetett nominális árfolyampálya összhangban áll a kormányzat 2000-re vonatkozó inflációs prognózisával és az MNB azon megítélésével, hogy az egyensúlyi reálárfolyam-pálya fogyasztóiárindex-alapon 2–3%-os felértékelődést tesz lehetővé. Az árfolyampálya kijelölésével a kormány és a jegybank az infláció hosszú távú trendjére kíván hatni, ezért az átmeneti hatású kínálati sokkok nem befolyásolják az árfolyampálya meghatározását. Emiatt az elmúlt időszakban történt számottevő energiaár-emelkedés éppúgy nem befolyásolta az előre bejelentett leértékelés ütemét, mint az energiaárak csökkenése 1998-ban. Fontos hangsúlyozni, hogy a világpiaci árak változása kereskedelmi partnereink inflációjára is hasonlóan hat, így a reálárfolyamra gyakorolt hatás mérsékelte.

A monetáris politika vitelét 1999 őszétől elsősorban a piaci hozamokban bekövetkezett jelentős csökkenés határozta meg, ami annak ellenére következett be, hogy a kosárvalutát jegyző jegybank, az ECB az év eleje óta 75 bázisponttal emelte irányadó kamatait. A piaci hozamok több mint 300 bázispontos esése *fundamentális és technikai* tényezőkkel egyaránt összefüggésben áll. A fundamentális okok között első helyen az országspecifikus tényezőket kell kiemelnünk: a hazai belső és külső egyensúllyal

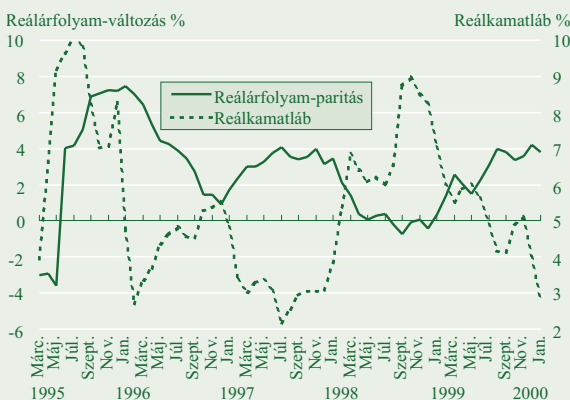
II-1. ábra A 3 hónapos diszkontkincstárjegy kamatprémiumának alakulása 1998 óta



II-2. ábra A forint sávon belüli helyzete



II-3. ábra A monetáris kondíciók alakulása



kapcsolatos korábbi aggodalmakat eloszlatták az év végén napvilágot látott kedvező makrogazdasági mutatószámok. Emellett a feltörekvő országok nemzetközi megítélése is kedvezően változott. A 2000. január elsejei valutakosár-váltás szintén a belföldi kamatszint mérséklése irányába hatott, mivel a hozamgörbe rövid végét a dollárkamatoknál alacsonyabb eurókamatok jellemzik. A hozamgörbe hosszabb végén a belföldi kamatok alakulását egyre erőteljesebben befolyásolja az ún. konvergencia spekulánsok tevékenysége is. Az európai uniós csatlakozás várhatóan a belföldi kamatszint csökkenését fogja eredményezni, ami különösen vonzóvá teszi a hosszabb lejáratú forintinstrumentumokba történő befektetéseket. Mindezen tényezők együttes hatására a forint kamatprémiuma a tavalyi 550 bázispont körüli értékről 250 bázispont körüli szintre csökkent.

1996 eleje, a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer hitelességének megszilárdulása és a magyar gazdaság hosszabb távú egyensúlyi növekedési pályára állása óta a külföldi befektetők bizalma szinte folyamatos többeáramlást indukált, ami a forint sávon belüli erős pozícióját vonta maga után, a rövid lejáratú forintbefektetések kamatprémiuma 250–400 bázispont között ingadozott (lásd II-1. ábra). Az ázsiai és az orosz válság hatásaként azonban a nemzetközi tőkepiacok a feltörekvő országokat 1998 második felétől jóval kockázatosabbnak ítélték, ami a forintbefektetések kamatprémiumában is azonnal tükröződött, és az orosz válságot követő 700 bázispont után a rövid lejáratú kamatprémium 1999-ben 500–550 bázispont között stabilizálódott. 1999 őszére azonban világossá vált, hogy a válság által érintett országok a vártnál gyorsabban kilábalnak a krízisből és az ázsiai, orosz és brazil válság hatása a világgazdaság növekedésére a várakozásoknál kisebb lesz.

Az 1999 ősztől kezdődő prémiumcsökkenés az előző egy évre jellemző magas kamatprémium korrekciójának tekinthető, a rövid hozamok kamatprémiuma a válságot megelőző időszakra jellemző szintre esett vissza.

A rövid távú piaci hozamok esésére a jegybank kamatainak több lépésben történő csökkentésével reagált. 1999 decembere és 2000 márciusa között a jegybank az irányadónak tekintett kététes kamatot négy alkalommal, összesen 275 bázisponttal csökkentette: december 17-én 25 bázisponttal január 4-én 50 bázisponttal, január 19-én 150 bázisponttal és február 17-én 50 bázisponttal. A számottevő konverziós forintkereslet hatására a forint árfolyama február második feléig szinte folyamatosan a sáv erős széléhez tapadt (lásd II-2. ábra), és jelentős devizapiaci intervencióra is sor került. A konverziós forintkereslet nem vezetett a belföldi likviditás gyors bővüléséhez, mivel a likviditástöbblet szinte egészében a jegybanki sterilizációs instrumentumok állományának növekedésében csapódott le.

Az elmúlt három hónapban lezajlott prémiumcsökkenés eredményeképpen a 3 hónapos piaci hozamokból számított reálkamat az 1999 harmadik negyedévében jellemző értékhez képest kb. 300 bázispontot csökkent. Míg a reálkamatok a tavalyi évhez viszonyítva csökkentek, a reálárfolyam alakulása a monetáris kondíciók szigorodása irányába hatott. Ezzel mind a reálárfolyam, mind a reálkamatok tekintetében az 1998 elejére jellemző monetáris kondíciók álltak vissza. A 2000 első hónapjaiban kialakult monetáris kondíciók a jegybank megítélése szerint lehetővé teszik a gazdaság külső és belső egyensúlyának fenntartását és az infláció trendjének további csökkenését. (Lásd II-3. ábra.)

A jelenlegi monetáris rendszerben a monetáris politika első-sorban az árfolyampálya kijelölésével tudja befolyásolni a mone-táris kondíciókat, miközben az előre bejelentett *árfolyampálya hatékony nominális horgonyt jelent a gazdaságnak*. Ebben a rendszerben a forintreálkamatok nagysága az euróreálkamatok, a forint euróval szembeni reálfelértékelődése és a befektetők ál-tal elvárt kockázati prémium összegeként adódik. Ez utóbbi komponens az elmúlt időszakban számottevően csökkent, de ugyanazok a piaci erők, amelyek a kamatok csökkenését ered-ményezik, az árfolyamoldalon a forint felértékelődése irányába hatnak. Így az elmúlt másfél évre jellemzőnél felértékeltőbb – az 1997-elejétől 1998 augusztusáig tartó időszakhoz hasonló – reál-árfolyam-pálya kijelölésével a jegybanknak lehetősége van a belföldi gazdasági folyamatokkal összhangban álló monetáris kondíciók kialakítására.

A forintbefektetések kockázati prémiuma továbbra is megha-ladja a trend reálfelértékelődés mértékét, és a nemzetközi ta-pasztalatok alapján erre az elkövetkező években is számítha-tunk, a piaci instrumentumokon kialakuló forint-reálkamatszint várhatóan nem csökken az eurórégió reálkamatszintje alá tartó-san. Mivel Magyarország üzleti ciklusa szoros együttmozgást mu-tat az Európai Unióéval, a jegybank megítélése szerint az impor-tált monetáris politika a jövőben is megfelelő belföldi monetáris kondíciókat fog teremteni, amelyben a kockázati prémiumnak a gazdaság fundamentumaitól független változásai legfeljebb át-meneti ingadozásokat eredményezhetnek. Ez adhat alapot arra, hogy Magyarország az Európai Unió csatlakozás után az ERM II árfolyamrendszer tagjává válhasson, majd később csatlakozzék az Európai Monetáris Övezethez.

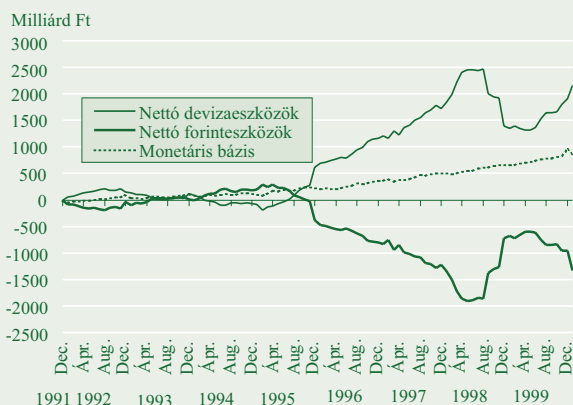
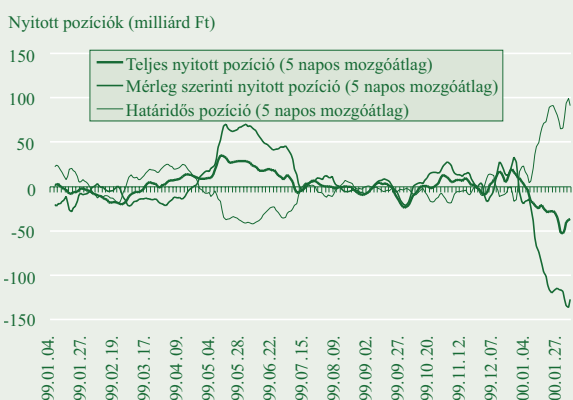
Mindemellett számítanunk kell arra, hogy részben a gazdaság ciklikus pozíciójából fakadóan, részben a pénzügyi szektorban zajló strukturális átalakulások következtében a gazdaság egyen-súlyi pozíciója és ezen belül az egyes gazdasági szereplők hely-zete változni fog. E folyamatokra azonban csekély mértékben hat a forintreálkamatok szintje, magasabb prémiumszint mellett is hasonló változásoknak lehetnének szemtanúi. A vállalati beru-házási aktivitás megélénkülésével párhuzamosan 2000-ben a vállalkozások hitelkeresletének felfutására számítunk. A beruhá-zási hitelkereslet alakulására azonban alapvetően a belföldi pia-cok megélénkülése és az export szempontjából legfontosabb Európai Unióra vonatkozó kedvezőbb várakozások hatnak. Vá-rakozásaink szerint a háztartások megtakarítási hajlandósága is mérséklődik a lakossági fogyasztás hitelből finanszírozott részé-nek további növekedése miatt. A lakossági hitelkereslet alacsony kamatérzékenységet jól mutatja a rendkívül magas reálkamat mellett az elmúlt két évben dinamikus bővülő lakossági hitel-állomány. E ciklikus és a magángazdasági szereplők portfólió-jának strukturális átalakulásából eredő hatásokat részben ellen-súlyozza az aggregált kereslet mérséklésére irányuló fiskális po-litika.

1.1 A monetáris bázis

A monetáris bázis éves növekedési üteme 14,6 százalékra lassult 2000 januárjában, ami összhangban van a magyar gazdaság nö-vekedésének mértékével és az inflációval. A monetáris bázis év végi megugrása egyedi eseménynek tekinthető, a II-1. táblázat

II-1. táblázat A monetáris bázis alakulása
(időszak végi állományok)

	1999						2000
	nyitó	jún.	szept.	okt.	nov.	dec.	jan.
I. Monetáris bázis (II + III)	1161	1239	1286	1318	1323	1439	1318
Készpénz	736	781	807	818	833	956	822
Tartalék	425	459	479	500	490	483	496
II. Nettó forinteszközök							
(b + c + d – a)	339	449	211	232	103	101	-269
a) Sterilizációs instrumentumok	525	316	447	408	522	619	813
b) Pénzügyintézeti hitelek	167	134	129	127	124	120	117
c) Kormányal szembeni nettó követelések	718	582	482	454	443	512	417
Ebből: KESZ (–)	33	115	195	214	227	199	301
állampapír (+)	377	420	409	406	404	401	401
egyéb (+)	375	277	269	263	265	310	317
d) Egyéb	-21	49	47	58	59	88	10
III. Nettó devizaeszközök	822	790	1075	1086	1220	1338	1587
Nettó külföld	-502	-115	165	163	429	504	771
Követelések	2260	2632	2901	2924	3231	3269	3488
Tartozások	2762	2747	2736	2760	2802	2765	2717
Nettó belföld	1324	905	910	923	791	834	816
Követelések	2146	1736	1680	1669	1567	1551	1497
Tartozások	823	831	770	747	776	717	682

II-4. ábra A monetáris bázis és összetevői**II-5. ábra A bankrendszer teljes, mérleg szerinti és mérlegen kívüli deviza nyitott pozíciója**

és a II-4. ábra jól mutatja a 2000. év problémájával kapcsolatos óvatossági készpénzkeresletet, amelynek mértéke decemberben mintegy 70 milliárd forintra tehető.

Az elmúlt hónapokban erőteljes devizapiaci intervenciónak lehettünk tanúi. A legszűkebb pénzágregátum keresletét meghaladó többletlikviditást a jegybank sterilizálta, amit a kéthetes jegybanks betét állományának látványos emelkedése mutat az előző év októberéhez viszonyítva. Ezzel párhuzamosan nagymértékben emelkedett a jegybank nettó devizaeszközeinek állománya is, mivel a devizapiaci vásárlás a devizatartalékok állományának növekedésében csapódott le.

1.2 A konverziós forintkereslet összetevői

A jegybanks konverzió 1999 negyedik negyedévében 297 milliárd forint tett ki, s ezzel a konverziós forintkereslet a második félévben csaknem háromszorosára nőtt az év első hat hónapjához képest. Mindez összefüggésben van a külföldiek bizalmának visszatérésével, hiszen az év elejére jellemző, a költségvetéssel és a folyó fizetési mérleg alakulásával kapcsolatos aggodalmak ősze alaptalannak bizonyultak.

Az utolsó három hónap során a működőtőke-beáramlással és az MNB külföldi kamatfizetéseivel korrigált folyó fizetési mérleg hiánya mindössze 10 milliárd forinttal csökkentette a forint iránti keresletet, noha decemberben az előző évhez hasonlóan a folyó fizetési mérleg hiánya kiugró nagyságrendet ért el (144 milliárd forint) a multinacionális vállalatok szokásos év végi profitrepatriálása következtében. Ezt azonban ellensúlyozni tudta a szintén kiemelkedő nagyságrendű decemberi működőtőke-beáramlás (134 milliárd forint), aminek köszönhetően viszont a második félév egészét tekintve a külföldiek közvetlen tőkebefektetése csaknem 80 milliárd forinttal volt magasabb a korrigált folyófizetési mérleg-hiánynál.

Az év utolsó negyedéve során különösen a kamatérzékeny tőkebeáramlás élénkült meg. Ezen tételek közé soroljuk a bankok és határidős ügyletek konverziós hatását, a belföldi devizabetétek alakulását, a külföldiek állampapír-keresletét, valamint a vállalatok devizahitel-tranzakcióit. Mindenképpen figyelemre méltó a külföldiek állampapírok iránti érdeklődésének felerősödése; a külföldiek tulajdonában lévő állampapírok állománya csak decemberben nagyobb mértékben növekedett, mint az első három negyedévben összesen. Ezen felül a vállalatok külföldi forrásbevonása a negyedik negyedévben sem torpant meg, ebben az időszakban 76 milliárd forinttal járult hozzá a konverzióhoz.

A szeptember végén néhány napig kialakult 30 milliárd forintos (rövid) nyitott devizapozíció elenyésző határidős kötésállomány mellett állt elő, tehát a bankok mérleg szerinti, illetve teljes nyitott devizapozíciója gyakorlatilag megegyezett. Ezt követően azonban a negyedév döntő részében semleges mérleg szerinti pozícióra törekedtek, de karácsonytól a bankok magatartása alapvetően megváltozott: mérleg szerinti devizapozíciójukat egyre inkább kinyitották. December végére 22 milliárd forintos mérleg szerinti rövid devizapozíció épült fel, amelyet az újjáéledő határidős piacon még fedezni tudtak. A csaknem semleges teljes nyitott pozíció az előző negyedév végéhez viszonyítva 32 milliárd forinttal csökkentette, míg a hosszú határidős deviza-

pozíciók létrejötte 24 milliárd forinttal növelte a devizapiaci intervenciót. Január elejétől kezdve azonban a bankrendszer egésze fokozatosan növelte a teljes nyitott devizapozícióját, mivel a növekvő mérleg szerinti nyitott pozíciót nem tudták hasonlóan növekvő határidős ellenügyletekkel fedezni. A teljes nyitott (rövid) devizapozíció február elején már 40–50 milliárd forint körüli értéket mutatott. Ekkora teljes nyitott pozíciót utoljára az ázsiai válságot megelőzően tartottak, habár most jóval kisebb mérleg szerinti és határidős pozíciók eredőjeként alakult ki. Jelenleg a bankrendszer az orosz válság előtti mérleg szerinti nyitott pozíciónak kb. negyedét tartja. Akkor a nagyarányú mérleg szerinti tőkebevonásra a bankoknak az adott lehetőséget, hogy formálisan – saját érdekkörükbe tartozó forgalmazókkal – határidős ügyletekkel fedezték azt. Ennek megfelelően a határidős állományok is mintegy négyszeres értéket mutattak. Ez nem jelentett valódi fedezetet, mert a potenciális veszteség a pénzügyi csoporton belül maradt – de névlegesen eleget tudtak tenni a nyitott pozíciókra vonatkozó korlátozásnak. (Lásd II-5. ábra.)

A II-6. ábra jól mutatja, hogy a forinteszközök hozamfelárának esésével egy időben a bankok mérleg szerinti deviza nyitott pozíciója növekszik. A mérleg szerinti nyitott pozíció nem tükrözi teljes körűen a bankok tőkebevonását, mert a forintra váltott és állampapírba vagy jegybanki repóba fektetett rész nem jelenik meg benne. Ezek egy részét – amit aggregált szinten a bankrendszer nem szív fel – a jegybank sterilizálja, és részben megjelenik a nemzetközi tartalékok növekedésében.

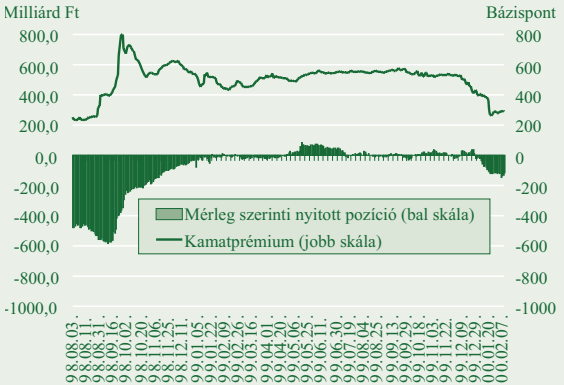
A kamatérzékeny tételek összességében tehát a negyedik negyedévben 184 milliárd forintot, azaz a devizapiaci intervenció több mint 60%-át magyarázzák. A II. félév egészében ez az érték 318 milliárd forintot tett ki, ami különösen az első félév alacsony értékéhez képest szembetűnő. A portfólióbeáramlás nem kamatérzékeny része, a külföldiek részvénybefektetései is megélénkültek a második félév során, és a negyedik negyedévben 105 milliárd forinttal járultak hozzá a konverzióhoz. (Lásd II-2. táblázat.)

2. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások

Az 1999 decemberétől 2000 februárjáig tartó 3 hónapos időszakban a magyar állampapírpiacon drámai hozamesés zajlott le, mely szerves folytatása volt az előző Jelentésünkben már részletesen elemzett, október elejétől kezdődő hozamcsökkenésnek.

Október elejétől február 22-ig a hozamgörbe 5 éves lejáratig tartó szakasza szinte párhuzamosan, lejáratától függően 350–400 bázisponttal tolódott lefelé. Ez a hozamcsökkenés azonban két jól elkülöníthető szakaszra osztható. Az első – december elejéig tartó – szakaszban elsősorban az éven túli hozamok estek. December során a legtöbb lejárat esetében már párhuzamos lefelé tolódás volt megfigyelhető, kivéve a legrövidebb (3 hónapos) hozamokat, melyek valamivel nagyobb mértékben estek. Január–február során a rövidebb hozamok behozták a lemaradást: jóval erőteljesebben estek, mint a hosszú hozamok, és február kö-

II-6. ábra A bankrendszer mérleg szerinti deviza nyitott pozíciója és a forinteszközök kamatprémiuma

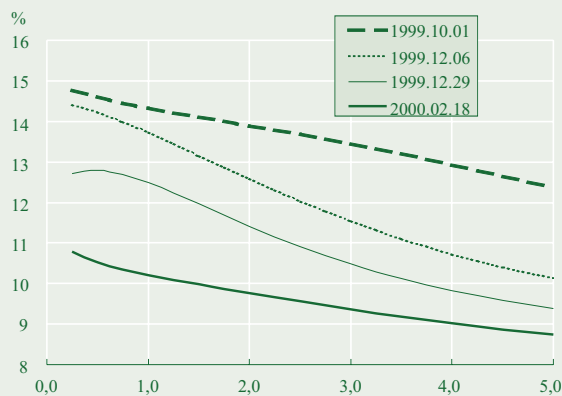


II-2. táblázat A konverziós forintkereslet komponensei

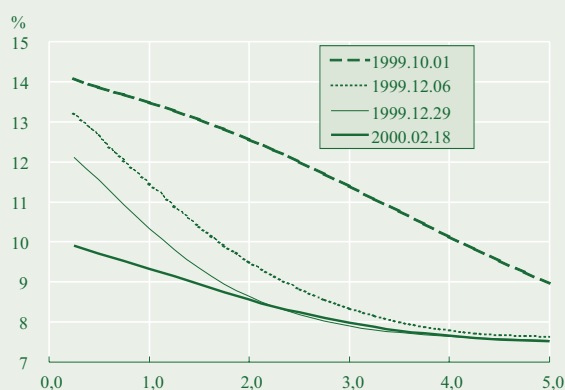
	Milliárd Ft								
	1998. össz.	1999							
		I. félév	III. n. év	okt.	nov.	dec.	IV. n. év	II. félév	1999 össz.
A. Konverzió	192	203	307	28	133	137	297	604	807
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	154	138	304	0	129	137	266	570	708
b) MNB-vásárlások az államháztartástól	37	65	3	28	4	0	32	34	99
A konverzió forrásai (I.+ ...+ VIII.)	192	203	307	28	133	137	297	604	807
I. Az MNB nettó külföldi kamatfizetéseivel korrigált folyó fizetési mérleg (1+2)	-383	-232	1	-15	-35	-143	-193	-192	-424
1. Folyó fizetési mérleg	-495	-284	-17	-13	-40	-144	-197	-214	-498
2. MNB nettó külföldi kamatfizetési	112	51	18	-2	5	1	4	22	73
II. Működőtőke-beáramlás	333	137	87	25	25	134	183	271	407
III. Bankok konverziós hatása*	-73	-22	43	-50	25	-8	-32	10	-11
IV. Derivatívok hatása**	-206	-119	37	2	12	10	24	61	-58
V. Belföldi devizabetétek konverziós hatása	6	14	-27	-8	0	19	11	-15	-2
VI. Nettó portfólióbefek- tetések (1+2)	384	348	74	42	71	97	210	284	632
1. Állampapír	176	35	13	22	21	62	105	118	152
2. Részvény***	208	313	61	20	50	34	105	166	479
VII. Vállalati devizahitel (1+2) = (a+b)	90	111	69	28	23	25	76	145	256
1. Belföldi	49	56	11	24	16	47	87	97	153
2. Külföldi	41	55	58	5	7	-22	-10	47	102
a) Egy évnél rövidebb	-37	-16	-10	-14	-11	-3	-28	-38	-54
b) Éven túli	128	127	78	42	33	29	104	182	310
VIII. Tőketranszfer	41	-34	24	4	11	3	18	42	8
B. Kamatérzékeny (III.+IV.+V.+VI/1.+VII.)	-7	19	133	-6	82	109	184	318	336
C. Szpekulatív	-141	-122	82	-40	48	61	69	151	29

* Bankok teljes nyitott pozíciójának változásából adódó konverziós hatás, azaz a mérleg szerinti nyitott pozíció derivatív ügyletekkel nem fedezett része.
** A határidős kontraktusok állományváltozásának konverziós hatása. E két tétel esetében a negatív előjel a korábban felépült hosszú pozíciók leépülését mutatja.
*** A fizetési mérleg külföldiek részvényvásárlásával kapcsolatos statisztikái meglehetősen bizonytalanok, ezért a táblázat ezen sorát maradékelven számítottuk ki.

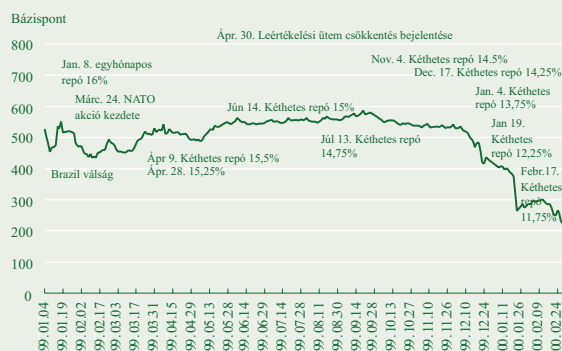
II-7. ábra Zéró-kupon hozamgörbék



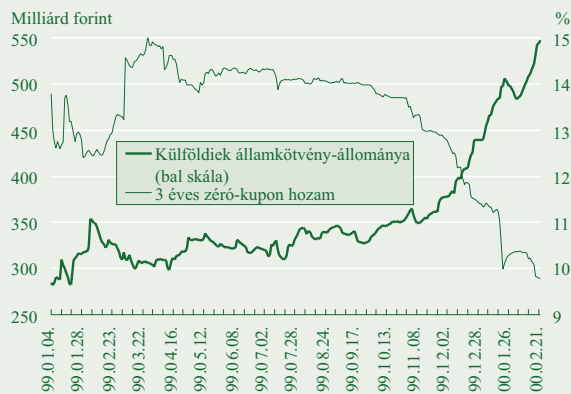
II-8. ábra Implikált 1 éves forwardgörbék



II-9. ábra A 3 hónapos diszkontkincstárjegy kamatprémiuma az elmúlt egy évben



II-10. ábra A külföldiek tulajdonában lévő államkötvények KELER által regisztrált állománya és a 3 éves zéró-kupon hozam



zepére a hozamgörbe meredeksége már az októberi, hozamesések előtti képet mutatta. (Lásd II-7. ábra.)

A származtatott forwardgörbe változásai még szemléletesebb képet nyújtanak arról, hogy a hozamgörbe mozgásai mögött a jövőbeli kamatvárakozások milyen folyamatos átalakulása állt. Jól látható, hogy az éves kamat jövőbeli pályája már december elejére jelentős változáson ment át: a korábbi egyenletes évi kb. 100 bázispontos hozamcsökkenés helyett a várakozásokban egy gyorsabb csökkenés, és egy 3 év után körülbelül 7,5–8%-os szinten stabilizálódó éves hozam jelent meg. December eleje után ez a hosszú távú kamatvárakozás már nem változott jelentősen, az éves hozam 1–3 éven belül várt szintjeinek folyamatos csökkenése határozta meg a származtatott forwardgörbe – illetve ezen keresztül a hozamgörbe – elmozdulásait. (Lásd II-8. ábra.)

A hozamesésnek a vizsgált időszakban egyaránt voltak fundamentális, technikai, illetve a jegybanki kamatok esésére irányuló spekulációval összefüggő okai. Ezek azonban az október óta eltelt időszakban változó súllyal érvényesültek.

Mint azt az előző Jelentésünkben leírtuk, a hosszú hozamok október–novemberi esése fundamentális okokkal volt magyarázható; elsősorban a kedvező országspecifikus makrogazdasági fejleményekkel (a vártnál kedvezőbb folyó fizetésimérleg-hiányok, illetve költségvetési deficittek) kisebb mértékben pedig a feltörekvő piacok nemzetközi megítélésében beállt kedvező változásnak. A december 3-án bejelentett – a piac által vártnál ismét (mintegy 110 millió dollárral) kedvezőbb – októberi előzetes fizetésimérleg-adat újabb, a fundamentumok pozitív alakulásáról számot adó, a hozamok csökkenését előidéző tényező volt. A feltörekvő országok kockázati megítélését kifejező EMBI kötvényindex USA államkötvényhozamok feletti spread-je az október közepén kezdődő trendet követve december végéig szintén csökkent.

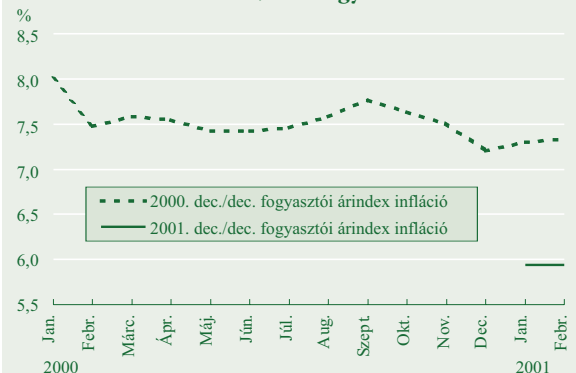
December során azonban a fundamentumok mellett a hozameséshez technikai tényezők is hozzájárultak. (Lásd II-9. ábra.) Az egyik ilyen technikai tényező a dollár január 1-jei kikerülése a valutakosárból. Mivel a dollárkamatok ebben az időszakban jóval magasabbak voltak az eurókamatoknál (3 hónapos lejáraton december elején a különbség kb. 270 bázispontot tett ki) – a forint új valutakosárhoz viszonyított prémiumát – változatlan forintkamatok és leértékelési ütem mellett – pusztán ez a technikai jellegű változtatás kb. 80 bázisponttal emelte volna. Ha a piac a kosárváltás ezen hatását idejében felismeri, akkor a forinthozamok fokozatosan csökkenni kezdenek, hogy a 80 bázispontos technikai eredetű prémiumtöbbletet még az új kosár bevezetése előtt „ledolgozzák”. A csökkenés fokozatosan megy végbe; előbb a hosszú, majd a rövidebb lejáratokon, annak megfelelően, hogy a futamidőkből mennyi esik az új kosár bevezetése utáni időszakba. Az új kosárra való átálláskor ideális esetben – ha a piac időben felismerte a kosárváltás majdani hatását – a kamatprémium már nem tartalmazhatja a váltás miatti technikai többletet. Nem zárható ki azonban, hogy a piac csak későn – decemberben – fedezte fel a kosárváltás miatt jelentkező prémiumtöbbletet. Ez megmagyarázná, hogy a külföldi befektetők körében miért váltak december második hetétől kezdődően rendkívül keresetté a hátralévő rövid lejáratú kötvények. December utolsó három hetében ugyanis a külföldiek által birtokolt állampapír-állomány dinamikus (kb. 60 milliárd forint) növekedése mellett annak átlagos hátralévő lejáratja a korábban jellemző 2,5 évről 2,25

évre csökkent, azaz a külföldiek elsősorban a rövid papírokat keresték. (Lásd II-10. ábra.) Az éven belüli kamatok már decemberben valamivel többet estek, mint a hosszú hozamok, a különbség az esés sebességében azonban január–február során mutatkozott meg igazán; a hozamgörbe meredeksége ekkorra állt vissza a hozamcsökkenést megelőző szeptemberi szintre. A rövid kamatok későbbi alkalmazkodásának egy lehetséges magyarázata az ezredfordulóval kapcsolatos bizonytalanság. Ennek elmúltával már nem maradt akadálya annak, hogy a hozamgörbe rövidebb vége is korrigáljon a kedvező fundamentumokkal konzisztens alacsonyabb szintre. Több jel mutat arra, hogy a január–februári hozamcsökkenés mögött a technikai okok mellett már a rövid kamatok gyors alkalmazkodására irányuló spekuláció is szerepet játszhatott. Ilyen jelek a kereskedelmi bankok kéthetes jegybanki betétállományának ugrásszerű növekedése, a külföldiek forint állampapír-állományának dinamikus növekedése mellett a hátralévő lejárat további rövidülése (annak ellenére, hogy az EMBI spread január eleje óta inkább növekedett, azaz a feltörekvő országok kockázati megítélése valamelyest romlott), a kereskedelmi bankok mérleg szerinti nyitott pozíciójának kinyílása. Az utóbbi jelenségek arra is utalnak, hogy egyes piaci szereplők a korábbinál nagyobb valószínűséget tulajdonítottak a forint esetleges felértékelődésének. Az október óta zajló hozamesés fundamentális, technikai és spekulációs okainak számbavétele után azt is érdemes megvizsgálni, hogy ezek az okok hogyan érintették a nominális hozamok dekompozícióját, azaz a hozamesésből mekkora rész jelentkezett a reálkamat, az inflációs várakozások, illetve a kockázati prémium csökkenése formájában. A Reuters által megkérdezett piaci makroelemzők 2000. év végére vonatkozó átlagos inflációs előrejelzése¹ októbertől decemberig csak csekély mértékben, körülbelül 50 bázisponttal csökkent, január–februárban pedig enyhén emelkedett. (Lásd II-11. ábra.)

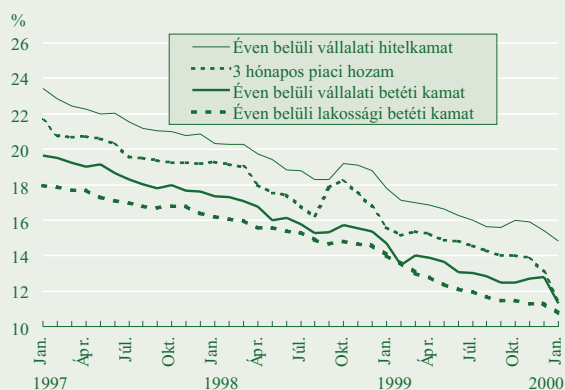
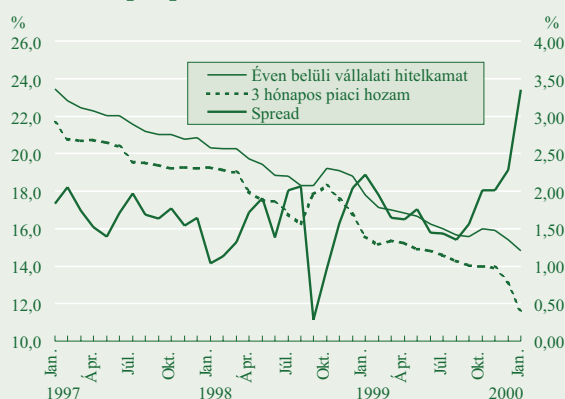
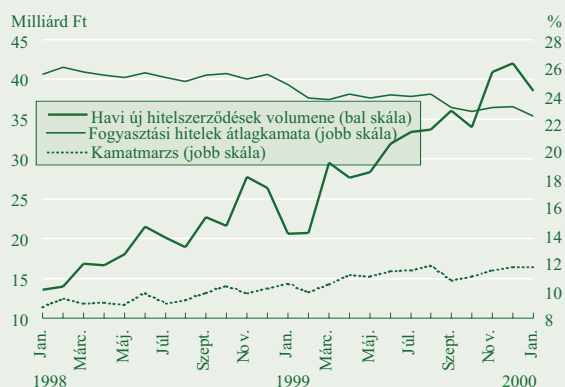
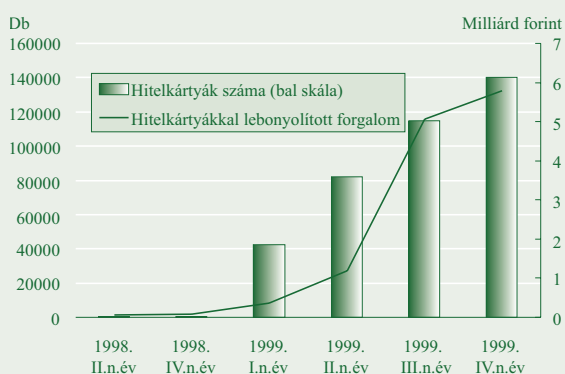
A 400 bázispont körüli hozamesés zöme tehát a kockázati prémium és a reálkamat csökkenéséből származott. A hosszú távú elvárt reálkamat alakulásáról közvetett információval szolgál a tőkeindexált kötvény másodpiaci ára. A kötvény meglehetősen illikvid, a kötelező árjegyzés alapján számított implicit 5 éves reálkamat viszont januárban meredek, kb. 100 bázispontos csökkenést mutatott, mellyel a hosszú távú reálkamat szintje kb. 4%-ra csökken. Mindez arra utal, hogy a fundamentális tényezők elsősorban a forint kockázati prémiumának csökkenésén keresztül járultak hozzá a hozameséshez. Ez azzal is konzisztens, hogy a hozamesésekre leginkább ható fundamentális hír október–decemberben a folyó fizetési mérleg vártnál kedvezőbb alakulása volt, hiszen valószínűleg ez a makromutató van a legkövetlenebb hatással a forint kockázati prémiumára.

Külön figyelmet érdemel a jegybank magatartása a vizsgált időszakban. A hosszú hozamok október–decemberi csökkenésének időszakában a jegybank csak óvatosan követte a piaci mozgásokat. Erre két kézenfekvő oka is volt: egyrészt a forint kamatprémiumának az alacsonyabb elvárt kockázati prémiumhoz igazításában segítséget nyújtott a külföldi kamatok emelkedése (az ECB november 4-én 50, a Fed pedig november 16-án 25 bázisponttal emelte irányadó rövid kamatát), másrészt a közeledő

II-11. ábra A 2000, illetve 2001 végére előrejelzói konszenzussal várt dec./dec. fogyasztói infláció



¹ Átlagos előrejelzésnek a felmérésben szereplő becsléseknek a legalacsonyabb és a legmagasabb érték nélkül számított átlagát tekintettük.

II-12. ábra Kereskedelmi banki kamatok és a piaci hozamok**II-13. ábra Éven belüli vállalati hitelkamatok és a 3 hónapos piaci hozam****II-14. ábra Fogasztói hitelezés 1999-ben****II-15. ábra Hitelfelvételre használható kártyák száma és az adott negyedévben velük lebonyolított forgalom**

ezredforduló miatti bizonytalanság a szokásosnál is óvatosabb kamatpolitikát tett indokolttá. A jegybank ennek megfelelően ebben az időszakban csak kétszer, november 4-én és december 17-én csökkentette 25–25 bázisponttal a kéthetes betéti kamatot. Amint világossá vált, hogy az ezredforduló nem okozott a vártnál nagyobb problémát, a jegybank már komolyabb kamatlépésre is elszánta magát (január 4-i 50 bázispontos csökkentés), követve a piaci rövid hozamok csökkenését. A rövid hozamok január eleji rendkívül gyors esése és azok a jelek, melyek szerint ezt az esést részben az okozta, hogy a piac szemében megnőtt a forint felértékelődésének esélye, a jegybankot határozott lépésre késztették. A január 19-i 150 bázispontos kamatsökkentéssel a jegybank a piac tudtára kívánta adni, hogy továbbra is a szűk sávcsúszo leértékelést tartja megfelelő nominális horgonynak és ennek a rendszernek az elfogadható mértékű sterilizációs költségek melletti fenntartásáért cserébe nem tartja elfogadhatatlannak a reálkamat szint csökkenését. Az 1 éves előretekintő reálkamat jelenlegi 2,5–3% körüli szintje egyáltalán nem példa nélküli, az 1997 őszi ázsiai válságot megelőző időszakban például hasonló nagyságú előretekintő reálkamatok voltak megfigyelhetők. A kamaterzékeny tőkebeáramlás és a jegybanki betételhelyezés azonban a jelentős hazai kamatsökkentés után csak átmenetileg lassult és még a külföldi kamatemelések (Fed február 2., ECB február 3.: 25–25 bázispont) ellenére sem csökkent. A jegybank ezért február 17-én újabb 50 bázispontos csökkentést látott indokoltnak a szűk sávcsúszo árfolyamrendszer melletti elkötelezettsége jelzésül.

3. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája

A dezinflációs folyamattal összhangban a piaci és kereskedelmi banki kamatok trendje 1999-ben is csökkenő volt. A kereskedelmi banki hitel és betéti kamatok volatilitása azonban eltérő mértékű volt, elsősorban a bankok és ügyfelek közötti erőviszonytól függően. A II-12. ábrán jól látható, hogy a lakossági betéti kamatok esetében a legnagyobb mértékű a kamatsimítás, ugyanis a lakossági betétkereslet kamaterzékenysége kisebb, mint a vállalati hitelkereslet és betétkereslet kamaterzékenysége. A rövid lejáratú piaci hozamok esése már decemberben megkezdődött, amit csak egyhónapos késéssel követett a kereskedelmi banki kamatok csökkenése. Januárban a legnagyobb mértékben a vállalati betétek kamatai estek, ami az 1999. negyedik negyedévi magas betéti kamatok korrekciójának tekinthető. Az éven belüli átlagos vállalati hitelkamat októberi emelkedése csak átmeneti esemény volt, ami nem a piaci hozamok mozgásával függött össze, hanem két banknak a bankrendszer átlagánál magasabb kamaton történt nagy hitelkihelyezésének a következménye. A II-13. ábrán megfigyelhető, hogy a vállalati hitelkamatok és piaci hozamok közötti eltérés december–január folyamán nagyon megnőtt, a kereskedelmi bankok hitelkamataiban még nem érezhető a jelentős piaci hozamesés. Az elmúlt időszakban tapasztalt stabil eltérés arra enged következtetni, hogy a közeljövőben a hitelkamatok számottevő csökkenése várható. Ugyancsak kamatsökkenés várható a lakossági betétek esetében is, amelyek kamatai decemberben és januárban nem követték teljes mértékben a piaci hozamesést.

A lakossági hitelezés a negyedik negyedévben is dinamikusabban bővült. A fogyasztási hitelek átlagkamata az általános kamatcsökkenési trend ellenére sem csökkent decemberig, és a lakossági hitelek és betétek közötti kamatmarzs még mindig 12% körül alakult. A II-14. ábrán szereplő átlagos hitelkamat mögött igen jelentős a szórás, a hitelfelvétel valódi költségét kifejező teljes hiteldíjmutató a folyószámla- és gépjárműhitelek esetében alacsonyabb (20–30% között), mint az áruvásárlási és személyi hitelek teljes hiteldíj mutatója, amely a 30–40% közötti tartományban mozgott. 1998 eleje óta – ami a lakossági hitelezés általános beindulásának számít – ha nem is nagymértékben, de fokozatosan nő a nem folyószámlahitel jellegű fogyasztási hitelek futamideje, ami öröndetes esemény, hiszen így a fogyasztás időbeni simítása hatékonyabbá válik. 1998 januárja és 1999 decembere között a bankrendszer havi új hitelszerződése között a folyószámla és az éven túli hitelek részaránya nőtt jelentősen, ez az átrendeződés elsősorban a 6–12 hónapos hitelek rovására történt. A hitelkonstrukciók futamidejének növekedése mögött többek között az infláció és ezzel együtt az általános kamatszint fokozatos csökkenése, valamint a hitellelbírlás és kockázatkezelés folyamatos finomodása áll.

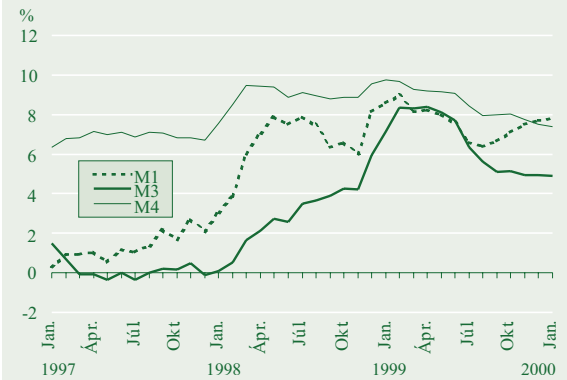
1999-ben a lakossági hitelezés új formája jelent meg: a hitelkártya, amely mögött nem áll fedezet a kártyatulajdonos számláján. A II-15. ábrán szereplő adatok nem kizárólag a klasszikus hitelkártyák számát és forgalmi adatait mutatják, hanem az olyan kártyákét is, amelyek folyószámlához kapcsolódnak, és az azon elhelyezett összegben felül folyószámlahitel vehető fel velük. A hitelkártyák elterjedése a legtöbb országban a háztartások eladósodottságának növekedésével járt együtt, mivel ez a likviditáskorlát jelentős mértékű lazulását vonja maga után azáltal, hogy – a hitelkártyalimit erejéig – nem kell minden egyes fogyasztási hitelt külön engedélyeztetni a bankkal, és a hitelkártyák igen magas kamatainak a felhalmozódása is jelentősen növelheti az adósságtérhet. Magyarországon a klasszikus hitelkártyák egyelőre csak a vagyonosabb rétegek számára elérhetőek, amelyek egy része a hitelkártyát csak készpénzkímélő eszközként használja, és a magas hitelkamatot elkerülendő a következő hónapban teljes mértékben kiegyenlíti tartozását. A háztartások jövedelmének növekedésével és a hitelekkel kapcsolatos adatbázisok bővülésével párhuzamosan azonban a jövőben a kevésbé tehetősebb rétegek számára is elérhetővé válnak a hitelkártyák, a háztartások eladósodottsági szintjének hitelkártyákkal kapcsolatos növekedésére igazából csak ekkor számíthatunk.

4. Monetáris aggregátumok

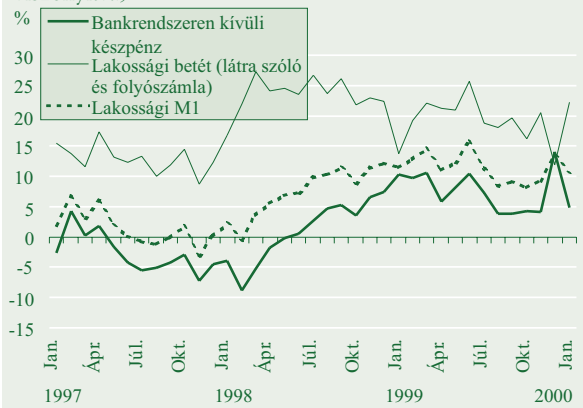
A II-16. ábrán látható, hogy a monetáris aggregátumok növekedési üteme az 1998. évi gyorsabb növekedési periódus után 1999-ben stabilizálódott.

A tranzakciós célokat szolgáló szűkebb monetáris aggregátumok negyedik negyedévi alakulását a 2000. évhez kötődő dátumváltási bizonytalanságból adódó óvatosság határozta meg, amely elsősorban a készpénzkereslet alakulásában tükröződött. (Lásd II-17; II-18; II-19. ábra.) A napi készpénzállomány-adatok vizsgálata alátámasztja a 2000. év hatását a készpénzkeresletre, ugyanis míg 1998-ban a készpénzállomány az ünnepi bevá-

II-16. ábra A monetáris aggregátumok reálértékének növekedése (3 hónapos mozgóátlag, az előző év azonos hónapja = 100 %)



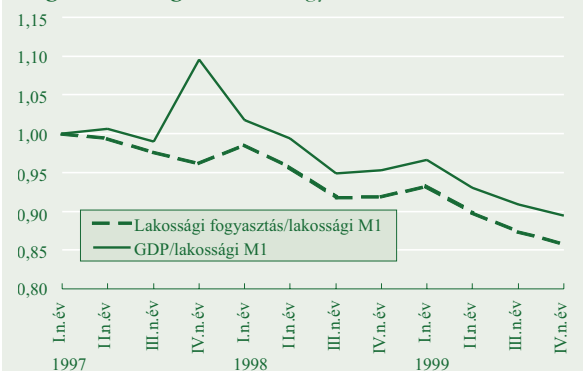
II-17. ábra A lakossági M1 és komponensei (reálnövekedés, az előző év azonos hónapjához viszonyítva)



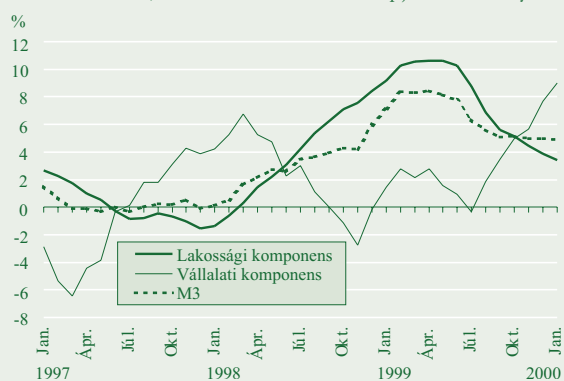
II-18. ábra Bankrendszeren kívüli nominális készpénz növekedési üteme (az előző év azonos hónapjához viszonyítva)



II-19. ábra A lakosság tranzakciós pénztartásának forgási sebessége (1997. I. negyedév = 1)



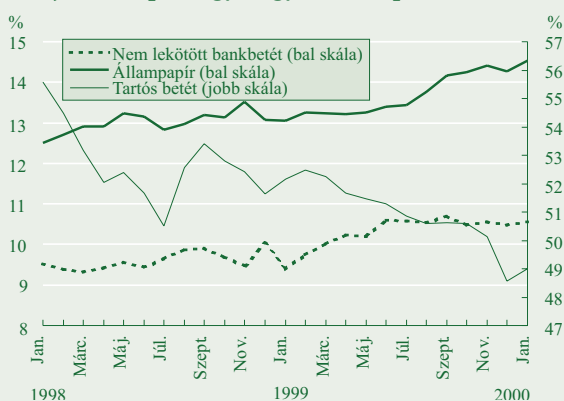
II-20. ábra Az M3 monetáris aggregátum lakossági és vállalati komponense (3 hónapos mozgóátlag, reálnövekedés, az előző év azonos hónapjához viszonyítva)



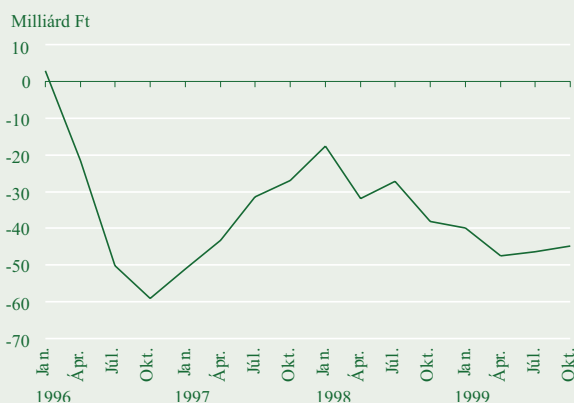
II-21. ábra A háztartások összes, nem banki befektetéseinek az aránya a teljes nettó pénzügyi vagyonhoz képest



II-22. ábra Háztartások nem lekötött és tartós betéteinek, valamint állampapír-állományának aránya a teljes nettó pénzügyi vagyonhoz képest



II-23. ábra Vállalati nettó pozíció változásának trendje összehasonlító áron



sárlások lezárultával a hó végére visszaállt korábbi szintjére, addig 1999-ben egy rövid, néhány napos átmeneti periódus után újra megugrott. Ez mintegy hetvenmilliárd forintot jelentett. E hatástól eltekintve is folytatódott a forgási sebesség lassulásának 1998 eleje óta tartó tendenciája, amit továbbra is az infláció és a kamatok csökkenésének, illetve a látra szóló betétekhez kapcsolódó szolgáltatások terjedésének tulajdonítunk.

A tágabb monetáris aggregátumok közül az M3 alakulását két ellentétes folyamat határozta meg. Míg a vállalkozói szektorban a jövedelmezőségjavulás hatására a különböző banki és nem banki pénzügyi eszközök gyors felhalmozódását tapasztaltuk, a lakossági M3 növekedési üteme 1999 folyamán folyamatosan csökkent. (Lásd II-20. ábra.)

A háztartások vagyionkompozíció választását hosszabb távú trendek határozzák meg, és az 1998-as orosz válságot kivéve a konjunkturális hatások másodlagosnak tűnnek. Az ábrákon jól megfigyelhető, hogy a háztartások tartós lekötésű bankbetéteinek a teljes nettó pénzügyi vagyonukhoz való arányát csökkenő trend jellemzi, míg a nem lekötött bankbetéteknek, a lakossági állampapírnak, illetve az összes nem banki pénzügyi eszközöknek az aránya növekvő trendet mutat. Az utóbbi két eszköz tartásának a növekedése főként a pénzügyi infrastruktúra és szolgáltatások színvonalának a növekedéséből adódó dezintermediációs folyamattal magyarázható. Ugyanakkor a nem lekötött bankbetétek szerepe szintén növekvő tendenciát mutat, ami mérsékli a dezintermediáció térnyerését. (Lásd II-21; II-22. ábra.) Ezt a hosszú távú folyamatot az 1998. augusztusi válság megtörte, a háztartások átmenetileg a kockázatosabb eszközök helyett a biztonságos bankbetéteket preferálták.

5. A hitelkereslet alakulása

A vállalati szektor nettó hitelkereslete folyamatosan csökkent az elmúlt év második felében. Ez az év második felétől megélni kezdte a beruházási tevékenységgel együtt a vállalati szféra erős jövedelmezőségére enged következtetni. Továbbra is jellemző az eszközök és források párhuzamos növekedése, ami arra utal, hogy a vállalati szektor megoszlik aszerint, hogy az egyes vállalkozások a beruházási ciklus mely fázisában vannak. (Lásd II-23. ábra.)

A negyedik negyedévben a magas kamatprémium ellenére a forinteszközökbe történő vállalati pénzügyi befektetések visszaestek. A forintbetét- és állampapír-állomány változása teljesen együtt mozog, ami arra utal, hogy a vállalatok jó része igen kedvező, az állampapírokkal közel helyettesítő terméknek tekinthető betétlehetőségekhez jut. A forinteszközök magas állománya a korábbi évek befektetett pénzügyi eszközként visszaforgatott profitjának eredménye. Ez azt jelenti, hogy a vállalatok egy olyan pufferrel rendelkeznek, melynek leépítésével a hitel-felvételnél jóval olcsóbban és rugalmasabban tudják beruházási projektjeiket finanszírozni, mielőtt a várakozásaik ezt indokoltá teszik.

A forinteszközök felhalmozásának visszaesése ellenére a vállalati teljes nettó pozíció a forint felé mozdult el. A hiteloldalon ugyanis a megugró deviza- és a visszaeső forint-hitel-felvétel hatása túlkompensálta az eszközoldal folyamatait.

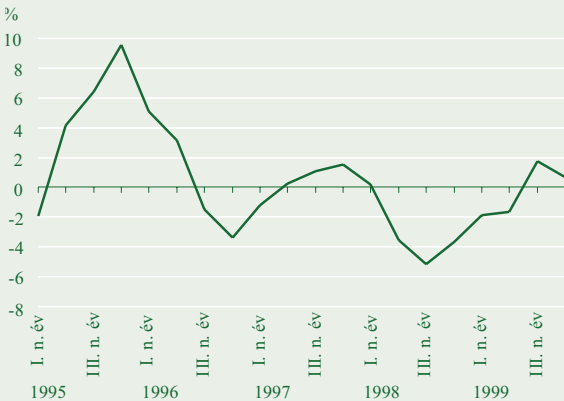
III. Keresleti tényezők

A magyar gazdaság növekedése az 1999 első felében tapasztalt mérsékeltebb ütemekhez képest a harmadik negyedévben jelentősen felgyorsult, és ez a tendencia folytatódott a negyedik negyedévben is. Az év utolsó három hónapjában a GDP – becsléseink szerint – 5,6%-kal bővült az előző év hasonló időszakához viszonyítva. A növekedés gyorsulása úgy ment végbe, hogy a belföldi felhasználás hozzájárulása a GDP emelkedéséhez erősödött, miközben a nemzeti számlák szerinti nettó export ismét pozitívan, de az előző negyedévinél kisebb mértékben járult hozzá a GDP bővüléséhez (lásd III-1. ábra).

A belföldi felhasználáson belül a fogyasztási kiadások szerepe a GDP bővülésében – az előző két évben tapasztaltakhoz hasonlóan – legerőteljesebbnek az utolsó negyedévben mutatkozott (lásd III-1. táblázat). A lakossági fogyasztás bővülésének dinamikáját (5,6%) a reáljövedelmek gyorsabb növekedése (3,3%), a likviditáskorlátozó háztartások számának csökkenése és a pozitív jövedelem várakozások együttesen magyarázzák.

A belföldi felhasználás másik nagy tétele, a felhalmozás alakulása a negyedik negyedévben ismét segítette a gazdaság növekedését, így a harmadik negyedévben tapasztalt növekedéshez való negatív hozzájárulás feltehetően átmeneti jelenségnek bizonyult. A felhalmozáson belül a beruházások GDP-hez való pozitív hozzájárulása jelentősen erősödött az utolsó negyedévben a korábbi negyedévekhez képest. A külpiazi értékesítési lehetőségek javulása és a dinamikus bővülő belső kereslet hatására a beruházási aktivitás erősödött, amit a harmadik negyedévben tapasztaltakkal szemben már nem csak a rövid bázisú, hanem az éves indexek is jeleztek. A gazdasági szereplők általában kedvezőbben ítélték meg gazdasági környezetüket és saját helyzetüket is, mint korábban, és az értékesítési lehetőségek javulásával pár-

III-1. ábra A nemzeti számlák szerinti nettó export hozzájárulása a GDP növekedéséhez



III-1. táblázat A GDP és komponenseinek éves növekedési üteme*
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	1998					1999				
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év összesen	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év összesen
Végso fogyasztás	2,7	3,8	4,7	5,3	4,2	4,4	4,3	4,7	5,3	4,7
Lakossági fogyasztás	3,4	5,1	5,4	5,7	4,9	4,4	4,9	5,0	5,6	5,0
Közösségi fogyasztás	-1,0	-3,1	0,3	3,0	-0,2	4,3	1,1	2,5	3,5	2,8
Bruttó felhalmozás**	6,7	20,3	27,8	16,8	17,9	6,8	7,6	-2,0	3,4	3,9
Állóeszköz-felhalmozás	8,6	14,5	20,3	9,8	13,3	6,4	6,8	4,2	8,1	6,6
Belföldi felhasználás összesen	3,9	8,5	10,9	8,6	8,0	5,1	5,3	2,6	4,7	4,5
Export	28,9	18,3	14,5	10,1	17,1	10,8	8,8	14,9	18,9	13,5
Import	26,7	25,8	26,0	17,5	23,7	13,7	11,2	11,0	16,5	13,1
GDP	4,2	4,9	5,5	4,9	4,9	3,3	3,8	4,4	5,6	4,4

* Az anyagban felhasznált GDP-számítások részben MNB-becslések, amelyek eltérhetnek a KSH hivatalosan publikált adataitól. A negyedéves MNB-becslések a KSH által – 2000 januárjában – publikált előzetes 1998-as éves adatokra épültek, de a számítások során figyelembe vettük a fizetési mérlegben történt változások közül az üzleti turizmus elkülönítését, valamint a valutaforgalmazók által belföldieként vásárolt valutakezelés felülvizsgálatának eredményeit. Ezek a becslések konzisztensek az MNB egyes jövedelemtulajdonosok jövedelemhelyzetét bemutató elemzéseivel.

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

III-2. táblázat Az egyes felhasználási tételek hozzájárulása a GDP növekedéséhez
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	1998					1999				
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év összesen	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év összesen
	%									
Végso fogyasztas	2,0	2,8	3,5	3,9	3,0	3,2	3,1	3,3	3,8	3,4
Lakossagi fogyasztas	2,1	3,1	3,3	3,5	3,0	2,7	3,0	3,1	3,5	3,1
Kozosségi fogyasztas	-0,1	-0,3	0,0	0,3	0,0	0,5	0,1	0,3	0,3	0,3
Bruttó felhalmozás*	2,0	5,6	7,2	4,7	5,0	2,0	2,4	-0,6	1,1	1,2
Állóeszköz-felhalmozás	1,1	2,8	4,4	3,1	2,9	0,9	1,4	1,0	2,7	1,6
Belföldi felhasználás összesen	4,0	8,4	10,7	8,5	8,0	5,2	5,5	2,7	4,9	4,6
Export	12,5	8,8	7,1	5,0	8,2	5,8	4,8	7,9	9,9	7,2
Import	-12,3	-12,4	-12,2	-8,7	-11,3	-7,7	-6,4	-6,2	-9,2	-7,4
Nettó export	0,2	-3,5	-5,2	-3,6	-3,1	-1,9	-1,7	1,7	0,7	-0,2
GDP	4,2	4,9	5,5	4,9	4,9	3,3	3,8	4,4	5,6	4,4

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

huzamosan beruházásaikat is növelték A nemzetgazdasági álló-eszköz-felhalmozás az előző negyedévit számottevően megha-ladó ütemben, 8,1%-kal emelkedett a negyedik negyedévben az előző év hasonló időszakához képest, amiben az erősödő ten-dencia mellett az alacsony bázis hatása is szerepet játszott.

A felhalmozás másik tételét jelentő készletfelhalmozás és egyéb, nem specifikált felhasználás a negyedik negyedévben is mérsékelte a GDP növekedését. Ebben szerepet játszott a magas bázis hatása, mivel egy évvel korábban az orosz válság miatt ke-ltezett külpiaei értékesítési nehézségek a készletek jelentős emelkedésével jártak együtt, 1999 végén viszont a rendelkezésre álló információk a konjunktúra élénkülését jelezték. (Lásd III-2. táblázat.)

A nemzetközi gazdasági környezet a negyedik negyedévben tovább javult, a külső konjunkturális feltételek mind az eurórégióban, mind a CEFTA-országokban kedvezőbbé váltak. A külső kereslet élénkülése megmutatkozott a hazai export- és importdinamika gyorsulásában is. Bár az export volumenének növekedési üteme számottevően felülmúlta az importét, a külke-reskedelmi egyenleg az utolsó negyedévben romlott.

1. Lakossági fogyasztás

A háztartások rendelkezésre álló reáljövedelme az év utolsó három hónapja során 3,3 százalékkal bővült, ami a növeke-dési ütem gyorsulásáról tanúskodik a harmadik negyedévhez képest. A jövedelemnövekedést a fogyasztás folytatódó bővülé-se kísérte, a negyedik negyedévben a fogyasztás már 5,6 száza-lékkal haladta meg az egy évvel korábbi szintet. A háztartások fo-gyasztásának növekedési üteme az év során jelentősen megha-ladta a rendelkezésre álló jövedelem bővülését. A fogyasztás és a jövedelmek növekedése közötti elnyílás egy része azonban csak statisztikai jelenség. A kamatok inflációt ellentételező részével korrigált jövedelemmutató – amelyet operacionális jövedelem-nek nevezünk az operacionális megtakarítás analógiájára – az év egészében magasabb növekedési dinamikát mutatott, mint a korrigálatlan rendelkezésre álló jövedelem. Az operacionális jö-vedelmek és a fogyasztás elnyílása mindenesetre a lakosság ked-vező hosszú távú jövedelmi kilátásaira utal. (Lásd III-3. táblá-zat.)

III-3. táblázat A lakossági jövedelem és a fogyasztás reálértékének éves növekedési üteme
(százalékos változás az előző év azonos időszakához képest)

	1999				
	1998	I. f. év	III. n. év	IV. n. év	év
	%				
Jövedelem	2,9	4,1	2,4	3,3	3,5
Operacionális jövedelem	3,8	5,7	2,9	3,2	4,3
Fogyasztás	5,0	4,6	5,0	5,6	5,1

A rendelkezésre álló jövedelem növekedése elsősorban a munkából származó nettó jövedelmek közel 4 százalékos bővülésének volt köszönhető. A többi jövedelemkategória növekedési üteme azonban elmaradt ettől az értéktől, mindenekelőtt a pénzübeni és természetbeni társadalmi juttatások mérsékeltebb bővülése magyarázza az összes jövedelem alacsonyabb dinamikáját. A pénzügyi társadalmi juttatások mindössze 2 százalékos növekedését a munkanélküli-ellátásokhoz kapcsolódó transzferrek reálértékének mérséklődése okozta. 1999 utolsó negyedében az elmúlt két évben tapasztaltakkal ellentétben az operacionális, illetve a rendelkezésre álló lakossági jövedelem azonos növekedési ütemet produkált. 1997 harmadik negyedéve óta az operacionális jövedelem mindig magasabb dinamikát mutatott, mivel a csökkenő inflációnak köszönhetően a folyó értéken számolt kamatokban foglalt inflációs kompenzáció éves bővülésének mértéke mindig a rendelkezésre álló folyó jövedelem növekedési üteme alatt maradt. Hosszú idő után először 1999 negyedik negyedében a kamatokba foglalt inflációs kompenzáció bővülési üteme enyhén meghaladta a rendelkezésre álló jövedelem hasonló mutatóját, ami a kétfajta jövedelemkategória növekedési ütemének kiegyenlítéséhez vezetett.

A lakosság pénzügyi megtakarítási rátája¹ az év utolsó negyedében kismértékben emelkedett a harmadik negyedéhez viszonyítva, de továbbra is elmaradt az 1998-ra jellemző szinttől. (Lásd III-2. ábra.) Ezzel egyidőben a lakossági beruházás dinamikája az év korábbi időszakához hasonlóan erőteljes maradt, ami a negyedik negyedévben a teljes megtakarítási ráta növekedését eredményezte. 1998 egészéhez viszonyítva a háztartások beruházási rátájának 2 százalékos emelkedését, illetve a pénzügyi megtakarítási ráta 2,5 százalékos visszaesését figyelhattuk meg, ami a teljes megtakarítási ráta 0,5 százalékos csökkenését eredményezte. A beruházások élénkülésében nagy szerepet játszottak azok a tavalyi évben igénybe vehető adókedvezmények, amelyek a háztartásokat építkezéseik 1998-ról 1999-re történő halasztására ösztönözték.

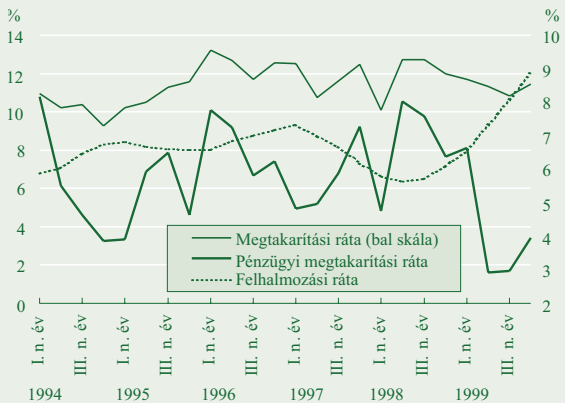
A háztartások nettó pénzügyi pozíciójának romlásában fontos tényező volt 1999-ben a lakossági hitelpiac megélénkülése. A lakosság hitelfelvételi hajlandósága a negyedik negyedévben sem torpant meg, a szezonálisan igazított nettó hiteltranzakciók a rendelkezésre álló jövedelem százalékában csaknem elérték az 1,5 százalékos értéket (lásd III-3. ábra).

A lakossági hitelpiac élénkülésével egyidőben egy másik jelenségnek lehettünk tanúi 1999-ben: a lakosság fogyasztásának növekedési üteme egy hosszú időszak után ismét tartósan meghaladta az operacionális jövedelem bővülési ütemét. (Lásd III-4. ábra.) Miután a növekedési ütemekben megfigyelhető különbség nem esik távol a hitelfelvételi ráta értékétől, ezért jó okunk van feltételezni a két jelenség közötti szoros összefüggést.

A lakosság pénzügyi eszközeinek összetételében a dátumváltással kapcsolatos óvatossági készpénzfelhalmozástól eltekintve nem tapasztaltunk markáns változást az év utolsó hónapjaiban a harmadik negyedévhez képest. A pénzügyi intézményrendszer fejlődése, ami számos, a lekötött bankbetétekkel hasonló hozam és kockázati kategóriába eső alternatív befektetési lehetőséget

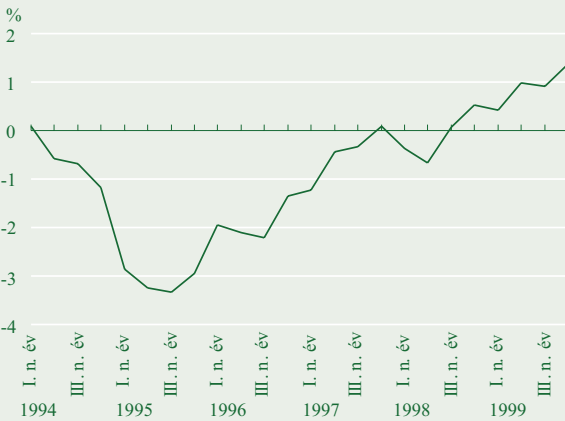
¹ Az ebben a részben említésre kerülő megtakarítási ráták mind operacionális kategóriák és szezonálisan igazítottak.

III-2. ábra A háztartások megtakarítási rátájának és komponenseinek alakulása*



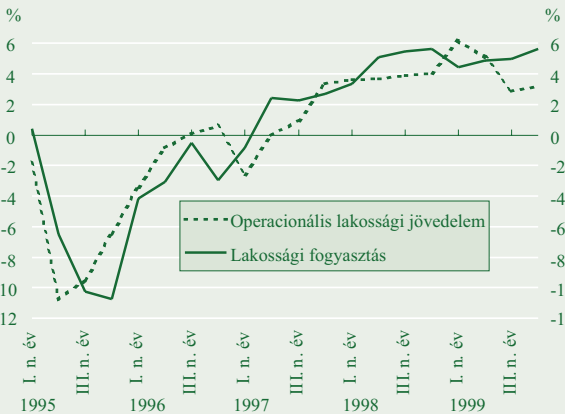
* Szezonálisan igazított adatok az operacionális rendelkezésre álló lakossági jövedelem százalékában.

III-3. ábra A háztartások nettó hitelfelvétele*



* Szezonálisan igazított adatok az operacionális rendelkezésre álló jövedelem százalékában.

III-4. ábra A lakossági fogyasztás és az operacionális jövedelem reálnövekedési üteme (százalékos változás, az előző év azonos negyedéhez viszonyítva)

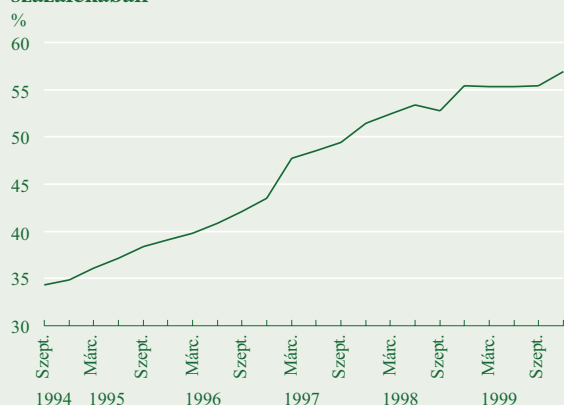


III-5. ábra A nem banki befektetések részesedése a háztartások nettó pénzügyi megtakarításaiban*
(3 hónapos mozgóátlag)

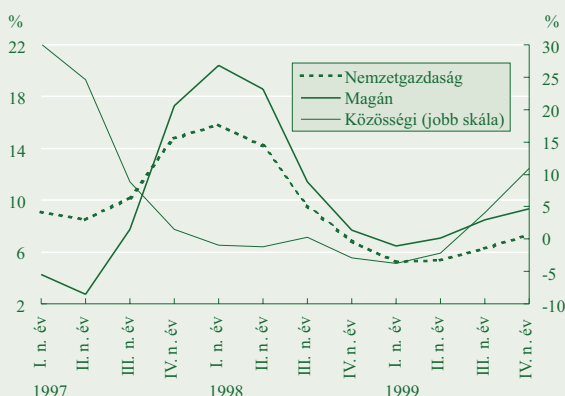


* Megtakarítás = Állományváltozás-árfolyam áttérítékelődés-egyéb volumenváltozás.

III-6. ábra A lakosság nettó pénzügyi vagyona a rendelkezésre álló jövedelem trendjének százalékában



III-7. ábra Az állóeszköz-beruházások alakulása*



* Évesített növekedési ütemek.

kínál a kifinomultabb pénzügyi jártassággal rendelkező lakossági rétegeknek, a lekötött bankbetétek súlyának csökkenését idézte elő. Ezen a téren egy természetes visszarendeződési folyamatnak lehetünk tanúi, hiszen az 1998. augusztusi tőkepiaci válság a biztonságosabbnak tekintett bankbetétek átmeneti előtérbe kerülését idézte elő. (Lásd III-5. ábra.) A lakosság nem pénzügyi eszközök iránti keresletének élénkülése elsősorban a befektetési alapok, illetve a nyugdíjpénztárak és biztosítók térnyerésének köszönhető, mivel 1999 második felében is csökkentek a lakosság tőzsdei részvényekbe irányuló befektetései.

A háztartások nettó pénzügyi megtakarításainak emelkedése a negyedik negyedévben a pénzügyi vagyonállomány lakossági jövedelemhez viszonyított arányának emelkedését idézte elő. (Lásd III-6. ábra.) A lakosság nettó finanszírozási képességének javulásában az utolsó három hónap során az operacionális megtakarítások növekedésén túl fontos szerepet játszott a tőkepiaci fellendülés hatására realizált árfolyamnyereség is. A pénzügyi vagyon lakossági jövedelemhez viszonyított hányadosa a háztartások hitelfelvételi lehetőségeinek bővülése következtében folyamatosan stagnált 1999 során, ami megtörte a korábbi évek emelkedő trendjét. Nemzetközi összehasonlításban ez az arányszám még mindig alacsonynak számít, tehát hosszú távon feltehetően az emelkedő tendencia folytatódni fog. Rövid távon azonban a háztartási szektor alacsony eladósodottsági szintje miatt nehéz azt előre látni, hogy ez a mutató a közeljövőben pontosan milyen pályát fog leírni.

2. Beruházások

2.1 Állóeszköz-beruházások

A nemzetgazdasági beruházások 1999 IV. negyedévében 8,1%-kal nőttek az előző év azonos negyedévéhez képest, ami az előző negyedévhez képest mintegy 4 százalékpontos javulást jelentett. E teljesítményjavulásban azonban a valóban erősödő beruházási aktivitás mellett a bázishatás is szerepet játszott, mivel 1998-ban a III. negyedév kiugró teljesítménye után a IV. negyedév dinamikája a kezdődő dekonjunktúra következtében kivételesen alacsony volt. A bázishatás ellenére azonban mind a legfrissebb statisztikai adatok, mind a vállalati felmérések arra utalnak, hogy 1999 második felétől a külpiazi értékesítési lehetőségek javulása és a folyamatosan erősödő fogyasztás következtében dinamikusan bővülő belső kereslet a beruházásokra erőteljes húzóhatást gyakorolt. A beruházási aktivitásnak ez az erősödése a III. negyedévben még csak a szezonálisan kiigazított rövid bázisú indexek alapján volt kimutatható, a negyedik negyedévben azonban már az év/év alapú indexekből is arra lehetett következtetni, hogy az 1998 vége óta tartó folyamat végéhez ért. A konjunkturális kilátások utalnak, hogy a beruházások terén 1999 második felétől megindult kedvező irányú folyamat 2000-ben tovább erősödik, és az éves növekedési ütem 10–12% körül stabilizálódik. (Lásd III-7. ábra.)

A beruházások alakulását jövedelemtulajdonosok szerint vizsgálva látható, hogy a magánberuházások által dominált ágazatokban – a III. negyedévhez hasonlóan – növekedés érvényesült. Ez a dinamika természetesen alatta maradt az 1998. évi kiug-

ró teljesítménynek, és az erős bázishatás miatt az év/év alapú indexek sem mindig tükrözik megfelelően a javuló tendenciát, de az I–IV. negyedévi kumulált 6,6%-os növekedés (ezen belül is a feldolgozóipari beruházások 7,7%-os bővülése) még így is jóval meghaladta a nyugat-európai átlagot. Az erősödő beruházási aktivitást támasztják alá a feldolgozóipari vállalatok körében végzett felmérések is.² A gazdasági szereplők általában kedvezőben ítélik meg gazdasági környezetüket és saját helyzetüket is, mint az elmúlt félévben, és értékesítési lehetőségeik javulásával várhatóan beruházásaikat is növelik (a várakozások legalábbis ebbe az irányba mutatnak). Ez finanszírozási oldalról a vállalatok jövedelmezőségi helyzetét tekintve is biztosítottnak látszik.

Élénkülés volt tapasztalható egyes szolgáltatási ágazatok (szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, valamint a kereskedelem) terén is. A szállítási, hírközlési ágazat beruházási aktivitását befolyásolta, hogy elmaradtak olyan állami útberuházások, amelyek – mivel állami garanciával felvett hitelekkel finanszírozódtak volna – a magánszféra beruházásaiban jelentek volna meg.

A magánberuházások által dominált ágazatok közül továbbra is a mezőgazdaság küzd a legsúlyosabb gondokkal. A kereslet hiánya mellett olyan strukturális és jövedelmezőségi problémák jellemzik ezt az ágazatot, amelyek megakadályozzák egy egészséges beruházási aktivitás kibontakozását.

A lakossági beruházások döntő hányadát kitevő lakásberuházások esetében még a IV. negyedévben is érződött az 1998. év gyenge teljesítménye, ami az ÁFA-visszaigénylés 1999. január 1-jével bevezetett új szabályai miatt 1999-re halasztott lakásépítések miatt következett be. A kiadott használatbavételi engedélyek száma csak a negyedik negyedévben érte el az előző évi szintet, az év egészében mintegy 5 százalékponttal elmaradt attól, de a lakásberuházások már a II. negyedévtől élénkültek, hiszen az 1999 folyamán kiadott lakásépítési engedélyek jelentősen (éves szinten 30%-os növekedés az előző évhez képest) megugrottak. További fellendülés várható 2000-ben, amit erősíthet az is, hogy az új lakástámogatási rendszer alapvetően az új lakások építését, illetve vásárlását kedvezményezi.

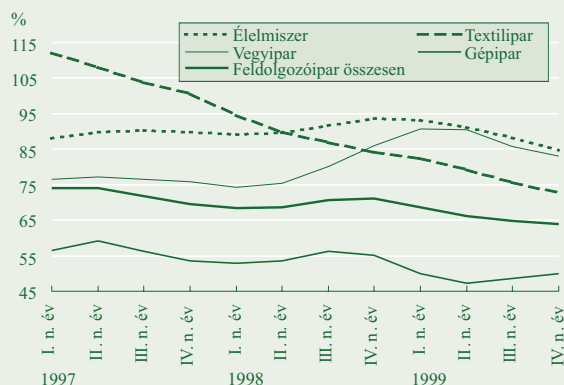
A lakossági beruházásokon belül továbbra is növekszik a termelő célú beruházások, illetve a föld- és ingatlanvásárlás súlya, ami arra enged következtetni, hogy lakosság korábbi pénzügyi megtakarításai egy részét reáleszközökbe helyezi át.

A közösségi beruházások által dominált ágazatok esetében a dinamika az egyes negyedévek között erőteljes hullámmást mutatott. A rövid bázisú évesített növekedési ütemek jól mutatják, hogy a kormányzati beruházások növekedését mérséklő politika 1999 végén oldódni látszott.

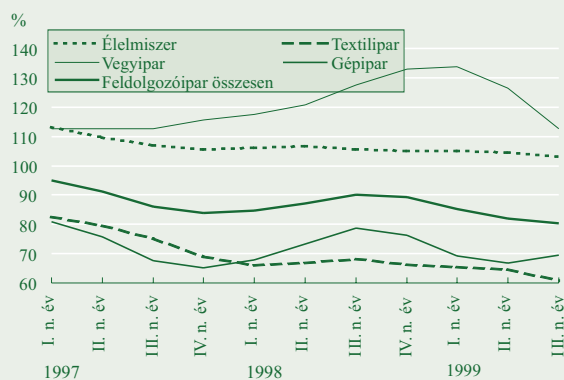
2.2 Készletberuházások

A feldolgozóipari készletberuházások alakulását a KSH által negyedévente publikált készletstatisztika, illetve az ipari termelési és értékesítési adatok segítségével tudjuk nyomon követni. Adataink szerint 1999 harmadik–negyedik negyedéve során a korábban látott tendenciák folytatódtak. Így tovább csökkent a feldolgozóipari készletek értékesítéshez vett aránya mind a jellemzően

² Top-100 konjunktúraindex, Ecostat, 2000. január 25., A feldolgozóipari és az építőipari vállalkozások helyzete és rövid távú kilátásai 2000 januárjában, Kopint-Datorg, Üzleti jelentések 2000. január

III-8. ábra Saját termelésű készletek értékesítéshez viszonyított aránya*

* A hányadosok képzésekor a negyedéves zárókészlet-állományt osztottuk a negyedévet alkotó hónapok értékesítésének átlagával. A hányadosok képzése szezonálisan igazított adatokból történt. 1999. negyedik negyedévre az 1999. júniusi Jelentésben bemutatott módon becsültünk készletadatokat.

III-9. ábra Vásárolt készletek értékesítéshez viszonyított aránya*

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

III-4. táblázat Az államháztartás hiányának alakulása (GDP %)*

	1998					1999				
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	előzetes
1. Közp. költségvetés egyenlege privatizáció nélkül	-8,8	-0,7	-3,2	-3,1	-3,7	-9,0	-2,5	-1,5	0,4	-2,8
2. Elsődleges egyenleg (MNB nélkül)	1,4	3,8	3,2	2,8	2,9	1,0	3,0	4,1	5,6	3,6
3. Kamategyenleg	-10,7	-6,2	-6,5	-5,5	-7,0	-9,7	-6,3	-5,9	-5,2	-6,6
4. MNB-támogatás és -befizetés egyenlege	0,5	1,7	0,1	-0,5	0,4	-0,3	0,8	0,3	-0,1	0,2
5. Elköltött alapok egyenlege privatizáció nélkül	0,4	0,4	0,0	-0,3	0,1	-0,9	-0,1	0,0	-0,4	-0,3
6. TB-alapok egyenlege privatizáció nélkül	-1,2	-1,3	-1,5	0,1	-0,9	-2,2	-1,1	-1,2	-0,4	-1,2
7. Önkormányzatok egyenlege privatizáció nélkül	2,0	-1,2	0,3	-1,6	-0,3	2,1	-1,2	0,0	-0,7	0,0
8. Önkormányzatok elsődleges egyenlege	1,9	-1,6	1,0	-2,7	-0,5	1,9	-1,4	0,7	-1,6	-0,2
9. Államháztartás egyenlege privatizáció nélkül	-7,6	-2,8	-4,4	-4,9	-4,8	-10,1	-5,0	-2,7	-1,1	-4,4
10. Ebből elsődleges egyenleg	2,6	1,4	2,7	0,1	1,6	-0,2	0,3	3,7	3,3	1,9
11. Államháztartás eredményzsemléletű hiánya	-5,5	-3,9	-4,5	-4,8	-4,6	-8,2	-5,8	-2,9	-2,4	-4,6
12. Eredményzsemléletű elsődleges egyenleg	2,6	1,4	2,7	1,2	1,9	-0,2	0,3	3,7	2,4	1,7
13. Hiány korrekciója hitelműveletekkel	-1,5	-0,5	-0,3	-0,8	-0,8	0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1
14. ÁPV Rt. hiánya	-0,8	-1,3	-0,3	-0,5	-0,7	-0,3	-0,5	-0,8	-1,3	-0,8
15. SNA finanszírozási igény (15=11+13+14)	-7,9	-5,7	-5,1	-6,0	-6,1	-8,3	-6,4	-3,7	-4,0	-5,5
16. SNA elsődleges egyenleg (16=12+13+14)	0,2	-0,3	2,1	-0,1	0,5	-0,2	-0,3	2,8	0,8	0,8
17. Nyugdíjreform hatása	0,1	0,3	0,4	0,4	0,3	0,5	0,5	0,4	0,6	0,5
18. Keresleti hatás (16. és 17. sor változása)	0,1	0,3	0,4	0,4	0,5	0,1	-0,2	-0,7	-1,1	-0,5

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

késztermékeket tartalmazó saját termelésű, mind a zömmel nyersanyagokat tartalmazó vásárolt készletek esetében.

Az egyes feldolgozóipari ágazatokra rendelkezésre álló friss adatok általában megerősítik, bizonyos esetekben némileg árnyalják az előző *Jelentésünkben* vázolt képet. A tavalyi év közepe óta tartó erőteljes konjunktúra nyomán a *textiliparban* mind a saját termelésű, mind a vásárolt készletek értékesítéshez vett aránya csökkenni kezdett. A *gépiparban* folytatódott a készletarányok emelkedése, ami úgy tűnik, 1998 közepe óta most először kiterjedt a vásárolt készletekre is. Ez a gépipari értékesítés 1999. végi gyorsulását figyelembe véve, pozitív konjunkturális várakozásokra utal. A tavalyi év második felében látványosan megfordult a *vegyipar* jellemző ciklus, az ágazat a korábbi visszaesés után egyre erőteljesebb, 1999 végén már negyedév/előző negyedév alapon a gépiparét felülmúló értékesítési dinamikát mutatott. Ennek hatására 1999 harmadik–negyedik negyedévében apadásnak indultak a recesszió nyomán felhalmozott vegyipari készletek, így csökkent a készletek értékesítéshez vett aránya is. (Lásd III-8., III-9. ábra.)

3. Az államháztartás keresleti hatása

Az államháztartás pénzügyi pozíciójának alakulásáról nagyrészt már vannak előzetes adataink, a konszolidált kiadásoknak csaknem egynegyedét teljesítő helyi önkormányzatok esetében azonban csak becslések állnak rendelkezésre.³ Mindezek alapján az államháztartás az év egészét tekintve a GDP 0,4%-ával szűkítette az aggregált keresletet, az egyes negyedévekben azonban ez a keresleti hatás erőteljesen ingadozott. Ennek az az oka, hogy a fiskális folyamatok időbeli lefutása erősen megváltozott a korábbi évhez képest. Az államháztartás SNA megközelítésű

elsődleges egyenlege az I. negyedévben az előző év hasonló időszakához képest még lényegesen kedvezőtelenebbül alakult, a IV. negyedévben viszont már sokkal kedvezőbb.

Amíg ugyanis 1998-ban nagyjából már a III. negyedév végére kialakult az éves elsődleges többlet, addig 1999-ben az utolsó negyedévben keletkezett az éves elsődleges szufficitnek (nagyságrendileg) közel a fele. (Lásd III-4. táblázat.)

A fiskális folyamatok időbeli lefutásában a következő tényezők okoztak eltérést 1998 és 1999 között.

³ Különösen az önkormányzati beruházási kiadások becslése bizonytalan, egyrészt ugyanis az utolsó negyedév súlya kiemelkedő, másrészt a beruházási kifizetések jelentősen ingadoznak, hiszen azokat a folyó kiadásoknál erősebben meghatározza az önkormányzatok aktuális pénzügyi helyzete. A fiskális keresletszűkítés mértéke is függ az önkormányzati becslés pontosságától, hiszen a GDP arányában 0,4%-os szűkítésből 0,3% a helyi önkormányzatok elsődleges egyenlegének becsült javulásából ered.

- Az év első részében a vártnál gyorsabban mérséklődő infláció és lassabb gazdasági növekedés az adóbevételek (pl. ÁFA) elmaradásán keresztül rontotta az államháztartás egyenlegét. A kormányzat a hiány csökkentése érdekében azonnal érvényesítette a kiadások széles körét érintő 1,9%-os zárolást. Miközben ennek az éves szinten 40 milliárd forintos megtakarításnak fokozatosan kibontakozott a hatása, az adóbevétel dinamikája is egyre inkább kedvezővé vált.
- Az éves mezőgazdasági támogatásoknak is lényegesen megváltozott az időbeli lefutása. 1999-ben az I. negyedévben az éves kiadások 37%-át, az utolsó negyedévben pedig 10%-át teljesítették, míg 1998-ban az I. negyedévben az éves kiadások egyhatoda, az utolsó negyedévben pedig egyharmada jelentkezett.
- A nyugdíjkiadások 1999-ben egyenletesen alakultak, ami nem tekinthető szokásosnak.⁴ Az előző évvel történő évközi összehasonlíthatóság tehát igen korlátozott, hiszen a bázisidőszakban, 1998-ban visszamenőleges emelésre került sor a III. negyedévben. (A ki nem fizetett emelés 1998 első félévében relatíve kedvező hatással volt a hiány alakulására, majd az emelés a III. negyedévben ugrásszerűen rontotta azt.)

A nettó ÁFA-bevételt meghatározó három komponens reálértékének negyedévenkénti alakulását a *III-5. táblázatszemlélteti*.

Az év első negyedévében még folytatódott az ÁFA-visszatérítés előző évi magas dinamikája, ezután azonban folyamatosan mérséklődött. A belföldi termékekhez és szolgáltatásokhoz kapcsolódó ÁFA-befizetés dinamikája viszont fokról fokra erősödött az 1998 végén és 1999 elején tapasztalható erős megtorpanás után. E két tényező pozitív hatását mérsékelte az import ÁFA-bevétel reálértékének I-III. negyedévi csökkenése,⁵ az utolsó negyedévben azonban már ennél a bevételnél is kedvező fordulat következett be.

A személyi jövedelemadóból származó bevétel az év egészét tekintve a keresettömeg 7%-os reálnövekedését alig meghaladó mértékben bővült, azaz az adóterhelés csak minimális mértékben nőtt. A TB járulékbefizetésének reálértéke az előzetes számok szerint mintegy 3%-kal csökkent két ellentétes hatás eredőjeként. Egyrészt a reálkeresetek 7%-os növekedése hozzájárult a járulékbefizetés növekedéséhez. Másrészt azonban a nyugdíjreform bevételecsökkentő hatása, a TB-járulékkulcs 1999-es csökkentése és a kinnlevőségek behajtásának átmeneti megtorpanása⁶ az összes járulékbefizetés reálértékét ennél jelentősebb mértékben csökkentette.

A költségvetési kiadások reálértékének tervezése 10,5%-os éves átlagos inflációra épült. A tényleges árszintemelkedés ennél 0,5%-kal alacsonyabb lett, így az előirányzott kiadások reálértéke, ha minden más változatlan marad, ennyivel nőtt volna. Az alacsonyabb infláció mellett azonban a lassabb gazdasági növekedés is mérsékelte az adóbevételeket, ami a hiány növekedését

⁴ Az utóbbi évek közül egyedül 1997-ben fordult ez elő.
⁵ A harmadik negyedévi erőteljes reálérték-csökkenésből mintegy 3,5%-ot magyaráz az import ÁFA-bevétel elszámolási alapjára ható reálárfolyam felértékelődése a bázis időszakhoz képest.
⁶ A járulékok beszedése 1999-től az APEH-hez került. Ez várhatóan javítja a hatékonyságot, rövid távon viszont a kinnlevőségek behajtásának visszaesésével járt, mivel az első félév a tartozások egyeztetésével telt.

III-5. táblázat Az ÁFA reálértékének változása
(az előző év azonos időszakához képest)

	1998					1999					%
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I-IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I-IV. n. év	
Belföldi ÁFA-befizetés	4,8	4,2	3,0	-4,8	1,1	1,1	6,6	9,1	8,7	6,5	
Import ÁFA-befizetés*	15,5	18,7	16,7	8,8	14,3	-0,2	-1,4	-1,1	11,7	2,7	
ÁFA-visszatérítés**	7,5	8,4	11,9	10,7	9,6	8,9	3,2	-0,7	3,3	3,6	
Nettó ÁFA-bevétel	11,8	13,8	7,3	-5,2	5,8	-8,6	1,9	8,4	17,0	5,4	

* Vámbiztosítékkal korrigált.
** Becsült eredményszemléltető elszámolás alapján.

III-6. táblázat Az államháztartás egyes kiadásainak változása reálértéken*
(az előző év azonos időszakához képest**)

	1998				1999				%
	I. n. év	I. félév	I–III. n. év	év	I. n. év	I. félév	I–III. n. év	előzetes	
Bér- és járulékiadás	1,5	–0,5	3,8	0,7	–3,2	–0,4	–2,0	–3,7	
Dologi kiadások	–2,2	–8,4	–2,7	1,1	–0,5	–1,8	–2,4	3,6	
Fogyasztói árkiegészítés	3,9	1,3	4,0	3,5	–6,9	–6,9	–8,7	–8,1	
Közösségi és juttatott fogyasztás összesen	0,5	–3,2	1,4	1,2	–4,1	–3,2	–4,2	–3,3	
Nyugdíjak (rokkantnyugdíjjal együtt)	4,7	5,4	8,4	9,2	6,9	6,9	4,3	4,1	
Táppénz	–4,9	–4,4	–2,0	0,1	1,5	1,7	1,4	2,4	
Szociális kiadások (költségvetés, TB)	–0,8	–1,4	–2,3	–2,8	–15,9	–1,1	–2,6	0,0	
Szociális kiadások (helyi önkormányzatok)	26,0	28,9	30,2	26,1	16,1	–0,2	–2,4	–2,9	
Lakossági transzferek összesen	4,1	4,8	6,7	7,0	2,1	4,5	2,2	2,7	
Beruházás (központi költségvetés)	–4,5	12,6	0,7	–12,4	–10,4	–12,4	–3,8	6,1	
Beruházás (helyi önkormányzatok)	35,1	70,9	9,7	10,7	–8,0	–19,2	–9,2	7,6	
Beruházási bruttó kiadás összesen	33,5	40,2	5,7	–1,0	–9,0	–16,3	–6,9	6,6	

* Forrás: az államháztartási statisztika és ezért eltér a KSH számaitól.

** Közösségi fogyasztásra és a beruházásokra vonatkozó árindexek felhasználásával.

III-7. táblázat Az eurórégió főbb makrogazdasági mutatói, I
(változás az előző év azonos időszakához viszonyítva, szezonálisan igazított adatok)

	1998		1999				%
	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	
Reál GDP	2,6	1,9	1,7	1,7	2,2		
Belföldi felhasználás	3,5	3,0	2,7	2,6	2,4		
Magánfogyasztás	3,3	3,0	2,8	2,4	2,4		
Közösségi fogyasztás	1,2	1,2	1,5	1,2	1,6		
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	4,8	3,5	3,4	4,9	4,2		
Készletfelhalmozás*	0,3	0,3	0	0	–0,2		
Export	4,5	1,8	0,1	1,3	4,4		
Import	7,6	5,2	2,9	3,9	5,2		
Nettó export*	–0,8	–1,0	–0,9	–0,8	–0,1		
Újautó-regisztrációk**	7,4	6,3	7,1	8,4	6,3		–0,6
Kiskereskedelmi forgalom**	2,8	2,9	2,5	2,2	1,9		

* A reál GDP-hez való hozzájárulás mértéke százalékpontban.

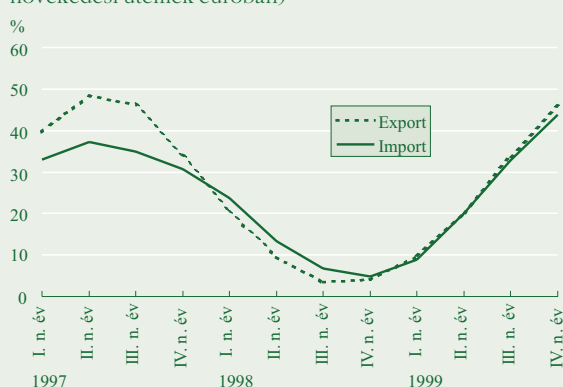
** Szezonálisan nem igazított adatok.

III-8. táblázat Az eurórégió főbb makrogazdasági mutatói, II
(változás az előző negyedévhez képest, szezonálisan igazított adatok)

	1998		1999		%
	IV.	I.	II.	III.	
	n. év	n. év	n. év	n. év	
Reál GDP	0,8	2,0	2,0	3,6	
Belföldi felhasználás	2,4	3,2	1,6	2,4	
Magánfogyasztás	2,4	2,8	1,2	2,8	
Közösségi fogyasztás	-0,4	5,3	-0,4	2,0	
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	1,2	7,4	1,6	6,1	
Készletfelhalmozás*	0,8	-1,2	0,8	-1,2	
Export	-2,8	0,0	9,1	12,6	
Import	2,4	2,8	7,8	7,8	
Nettó export*	-1,6	-0,8	0,4	1,6	

* A reál GDP-hez való hozzájárulás mértéke százalékpontban.

III-10. ábra A vámstatisztika szerinti export- és importrend alakulása (évesített negyedéves növekedési ütemek euróban)



okozta volna, ha nem kerül sor a kiadások visszafogására. Ezt a célt szolgálta az államháztartási kiadások 40%-os körében⁷ érvényesített 1,9%-os előirányzat-zárolás. A közösségi és juttatott fogyasztásra fordított bruttó kiadások reálértékben az év során végig csökkentek, a legnagyobb mértékben erre a területre összpontosuló zárolás még a tervezettnél is nagyobb, mintegy 3%-os létszámleépítést, tartós megtakarítást tett szükségessé. Ezen túlmenően az élömunka terheinek csökkenése a közkiadásoknál is megtakarítást eredményezett. A zárolás közvetett és korlátozott hatása⁸ ellenére a lakossági transzferek reálértéke összességében lényegében nem haladta meg a tervezettet. A bővülés a harmadik negyedévben fékeződött le, így az év egészét tekintve a növekedés dinamikája az előző év azonos időszakának növekedési ütemétől már jelentősen elmaradt. (A dinamika év közben jelentkező hullámlásának okát, a nyugdíjfizetések eltérő ütemét korábban említettük.)

Az államháztartás beruházási bruttó⁹ kiadásai az első három negyedévben jelentősen visszaestek az előző év hasonló időszakához képest, és ez a tendencia a negyedik negyedévben csak a bázishatás miatt¹⁰ fordult meg. Ebben nagy szerepe volt annak, hogy a kiemelt központi beruházások elmaradását ellensúlyozta az, hogy a költségvetés intézményei az előző évi beruházási teljesítményüket túlteljesítették, beruházási kiadásai reálértékben több mint 20%-kal növekedtek. (Lásd III-6. táblázat.)

4. Külső kereslet

Az előzetes adatok szerint a külső konjunkturális feltételek 1999 utolsó negyedévében tovább javultak az előző negyedévhez képest. Az eurórégióban az utolsó negyedévre rendelkezésre álló üzleti és fogyasztói bizalmi indexek a növekedés to-

⁷ Az elsődleges kiadásoknak nagyjából 48%-át érintette a zárolás, kimaradtak a lakossági (nyugdíj, családi), valamint normatív jellegű támogatások, továbbá az önkormányzati kiadásokra is csak áttételesen, a központi támogatás (SZJA-átengedés) arányában hatott a zárolás.

⁸ Lényegében csak áttételesen, az önkormányzati források szűkítésén keresztül valósult meg.

⁹ Vagyonértékesítési bevételekkel nem nettósítva.

¹⁰ 1998 IV. negyedévében ugyanis a beruházások kifizetése jóval elmaradt a szokásos kiugró mértéktől. Ehhez képest 1999-ben az utolsó negyedév a normális szezonálitáshoz közelített, ami csupán az alacsony bázishoz mérten jelentett kiugró teljesítést.

vábbi erősödését mutatták. Hasonlóan a konjunktúra élenkülésére utalnak a harmadik negyedévig rendelkezésre álló GDP-adatok is. (Lásd III-7; III-8. táblázat.)

A CEFTA-országokban is a konjunkturális feltételek egyre kedvezőbbé válásával számolhatunk, Románia kivételével mindegyik tagországban gyorsuló növekedés valószínűsíthető a negyedik negyedévre. A FÁK-országok közül az orosz GDP igen erős növekedést mutatott az év második felében a kedvező világpiaci olaj- és nyersanyagáraknak köszönhetően.

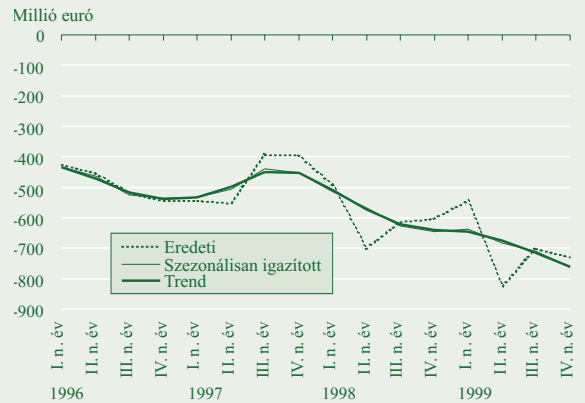
A folyamatosan javuló külső konjunkturális feltételek tükröződtek az export- és az importdinamika negyedik negyedévi felgyorsulásában. Mind az export, mind az import értéknövekedése igen jelentősen gyorsult az utolsó negyedévben kb. azonos dinamika mellett. Ennek következtében a szezonálisan igazított ill. trend külkereskedelmi egyenleg az utolsó negyedévben romlott.¹¹ A romlás azonban úgy következett be, hogy az export volumenének növekedési üteme számottevően felülmúlta az importét. Az érték- és a volumenadatok eltérése a külkereskedelmi forgalom bevételi és kiadási oldala között a cserearányok romlásával volt magyarázható. A növekvő energiaárak következtében az utolsó negyedévben az import-egységértékindeks növekedése egyre inkább elszakadt az exportétól. A külkereskedelmi egyenleg romlása alapvetően a bér munkaexportnál folyamatosan gyorsabban növekvő bér munkaimportnak volt köszönhető, míg a külkereskedelem egyéb tételei nem mutattak romlást. Ez utóbbi hatás jól tükröződött a fizetési mérleg szerinti áruforgalmi egyenlegben, ami az utóbbi év folyamán stagnált, sőt az utolsó negyedévben enyhe javulást mutatott. (Lásd III-10; III-11; III-12. ábra.)

1999 negyedik negyedévében a kivitel 7017 millió eurót, a behozatal 7746 millió eurót tett ki. Ennek köszönhetően a külkereskedelmi mérleg hiánya 729 millió euróval zárt, ami 126 millió euróval volt magasabb az előző év hiányánál.

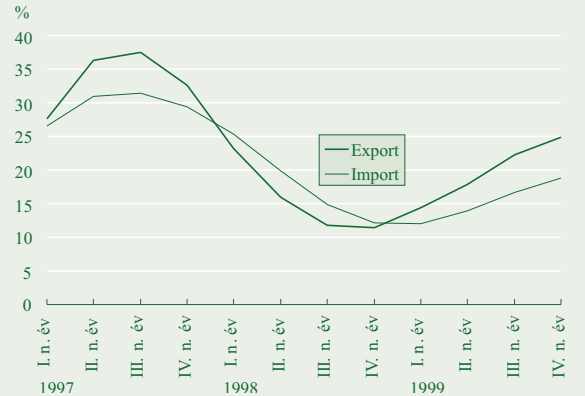
A kivitel országszerkezetének alakulása megfelelően tükrözte az egyre kedvezőbbé váló konjunkturális feltételeket. A rövidbázisú indexek szerint legdinamikusabban a CEFTA-országokba irányuló export emelkedett (lásd III-14. ábra), ami az 1999. év eleji mélypont után a térség recessziójából való kilábalásának következtében igen magas növekedési ütemet mutatott. A fejlett országokba való kivitelünk továbbra is dinamikus gyorsulást mutatott (lásd III-13. ábra), a rövid bázisú növekedési ütemek szerint, ezen belül is elsősorban az EMU-régióba irányuló exportunk gyorsult fel. A FÁK-országokba irányuló export az előző negyedévi enyhe gyorsulás után stagnált. (Lásd III-15. ábra, 42. oldal.)

A kivitel felhasználási célú csoportosítása alapján kitűnik, hogy továbbra is a tartós fogyasztási cikkek növekedési üteme volt a legmagasabb, ugyanakkor a dinamika némileg alacsonyabb lett, mint azt az előző Jelentésünkben becsültük. Érdemes felhívni a figyelmet arra a korábbi Jelentéseinkből is kitűnő jelenségre, hogy a tartós fogyasztásicikk-export 1998 végén–1999 elején a lassuló EU konjunktúra idején sem lassult, sőt inkább gyorsult, s az elmúlt év végén a javuló külső keresleti feltételek sem befolyásolták számottevően a termékcsoport növekedési pályáját. Úgy tűnik, hogy a magyar tartós fogyasztási cikk exportőrök

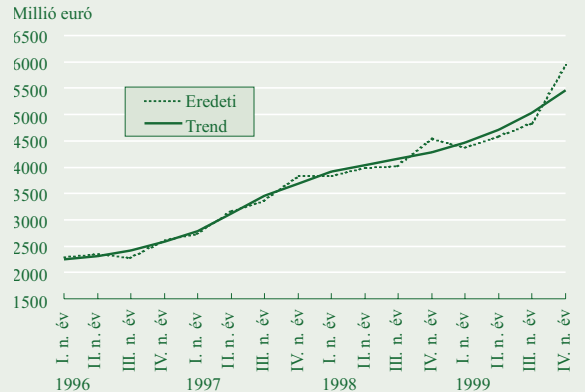
III-11. ábra A vámstatistika szerinti külkereskedelmi egyenleg alakulása euróban



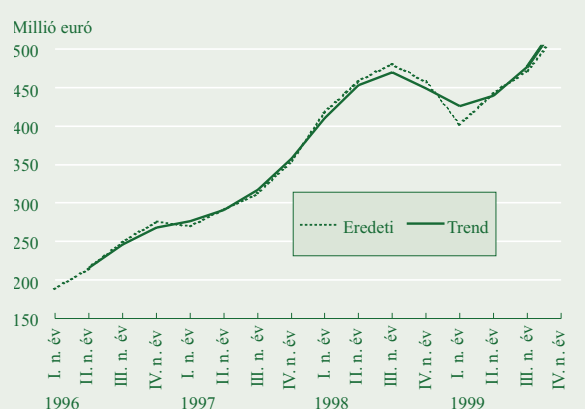
III-12. ábra Export- és importvolumen, évesített negyedéves trend növekedési ütemek



III-13. ábra A fejlett országokba irányuló export alakulása

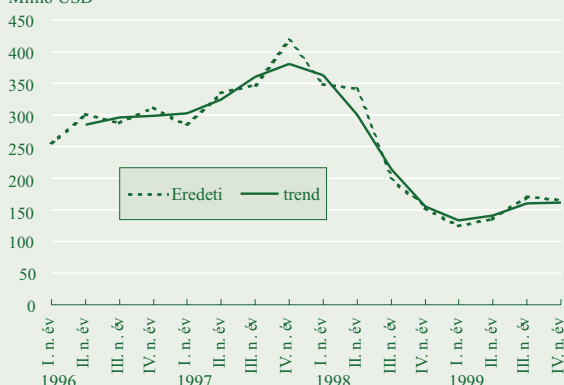


III-14. ábra A CEFTA-országokba irányuló export alakulása

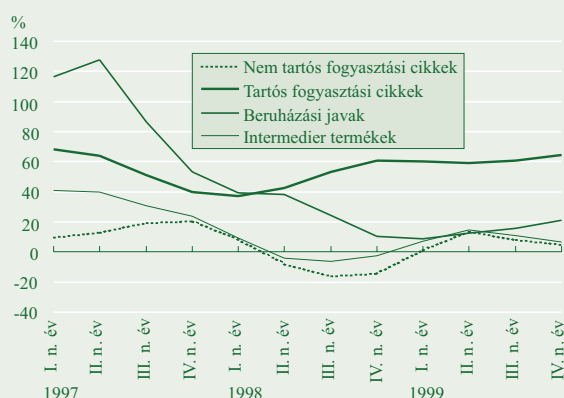


¹¹ Mivel az import szintje magasabb, mint az exporté, a bruttó értékek azonos növekedési üteme mellett az egyenleg romlik.

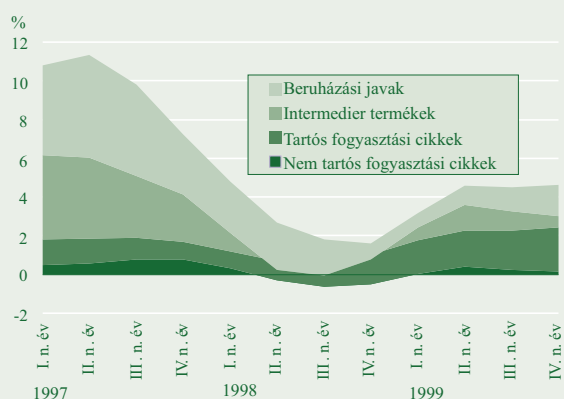
III-15. ábra A FÁK-országokba irányuló export alakulása
Millió USD



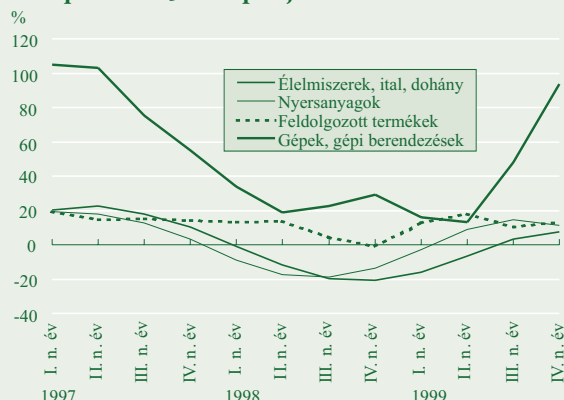
III-16. ábra Évesített trendnövekedési ütemek az export különböző kategóriáiban (euró-értékindexek)



III-17. ábra A különböző termékcsoportok hozzájárulása az export növekedéséhez



III-18. ábra Évesített trendnövekedési ütemek az export SITC-5 főcsoportjában



meglehetősen stabil értékesítési lehetőségekkel rendelkeznek, aminek köszönhetően exportjuk nem reagál túl érzékenyen a külső konjunkturális feltételek változásaira.

Továbbra is enyhén gyorsuló dinamikát mutattak a beruházási jóságok, ami egybevág a bruttó állóeszköz-felhalmozás jelentős mértékű felgyorsulásával az eurórégióban az év második felében. Az intermedier és a nem tartós fogyasztási cikkek továbbra sem mutattak számottevően változó dinamikát, bár növekedési ütemük pozitív és némileg lassuló az előző negyedévhez képest. (Lásd III-16. ábra.)

A különböző termékcsoportok hozzájárulását elemezve az export növekedési üteméhez megállapítható, hogy továbbra is a tartós fogyasztási cikkek hozzájárulása a legmagasabb, s az utolsó negyedévben nőtt némileg a beruházási javak részaránya is. (Lásd III-17. ábra.)

Az export SITC bontású kategorizálását elemezve (lásd III-18. ábra) az előbbi képet tovább árnyalhatjuk. Megállapítható, hogy a gépexport növekedési üteme az év utolsó felére radikálisan megugrott, és olyan mértéket öltött, ami utoljára 1997 folyamán volt jellemző. Ez a korábbiakban említett kedvező európai konjunktúra mellett az 1998 folyamán elvégzett új beruházások beérésének volt köszönhető. A többi termékcsoport növekedése viszonylag kiegyensúlyozottan alakult, s a nyersanyagok kivételével mindegyikre a növekedési ütem mérsékelt emelkedése volt jellemző.

Az importfelhasználás csoportjait elemezve (lásd III-19. ábra) megállapítható, hogy az importon belül leginkább a beruházási javak dinamikája ugrott meg, de a tartós fogyasztási cikkek növekedési üteme is gyorsult. Ezzel szemben az intermedier termékek és a nem tartós fogyasztási cikkek viszont nagyon enyhe lassulást mutattak. A beruházási import javulása örömdetes jelenség, hiszen a jövőbeli termelési potenciált bővíti, magasabb beruházási potenciálhoz segíti hozzá a jövőben a gazdaságot. A tartós fogyasztási cikkek behozatalának dinamikájának megugrása már nem értékelhető ilyen egyértelműen, hiszen nem állapítható meg pontosan, hogy a tartós fogyasztási cikkek milyen hányada kerül magánfogyasztásra, ill. termelő beruházásra.¹² Ha nem a növekedési ütemeket vetjük össze, hanem a különböző termékcsoportoknak az import növekedéséhez való hozzájárulását (lásd III-20. ábra) elemezzük, megállapítható, hogy az import döntő többségében az intermedier, ill. a beruházási termékek miatt gyorsult, a tartós és nem tartós fogyasztási cikkek hozzájárulása az import növekedéséhez viszonylag alacsony volt. Ennek alapján tehát az import gyorsulása nem a fogyasztás elszaladásával, hanem a termelési kapacitások bővülésével magyarázható.

A szolgáltatásforgalomban a negyedik negyedév javuló tendenciát mutatott: mind az idegenforgalomban, mind az egyéb szolgáltatások körében az egyenleg kedvezőbbben alakult. Az idegenforgalom trendje az év elején a jugoszláv konfliktushoz köthető enyhe visszaesés, majd stagnálás után némi javulást mutatott az év vége felé, az egyéb szolgáltatások trendje nagyjából ugyanezektől kezdett el javulni.

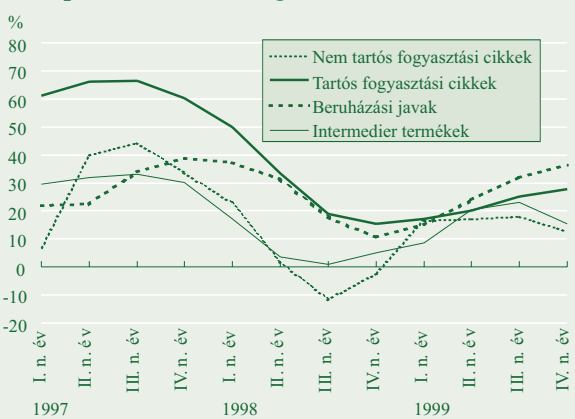
¹² Elvileg a fenti kategorizálás megkülönbözteti a beruházási és a tartós fogyasztási cikk kategóriákat, ezek besorolása azonban empirikusan nem egyértelmű, így a folyamatok elemzésénél óvatosan kell eljárunk. Pl. a személygépkocsi vásárlása a fogyasztó szempontjából lehet tartós fogyasztási cikk fogyasztása, míg a vállalkozás szempontjából beruházás.

Az idegenforgalom trendjében (lásd III-21. ábra) az 1997. év vége óta tartó enyhe romlás az ebben a tételben szereplő lakossági devizaszámla-forgalom egyenlege visszaesésének is a következménye, ugyanakkor a kelet-európai térség közelmúltbeli gazdasági és politikai válságai (orosz gazdasági krízis, illetve az újabb délszláv háború) is éreztették hatásukat. A negyedik negyedév élénkülése mindenekelőtt a bevételek növekedésével állt összefüggésben, az adatok azonban még nem elegendőek ahhoz, hogy egy tartós javulás kezdőpontjáról beszélhessünk.

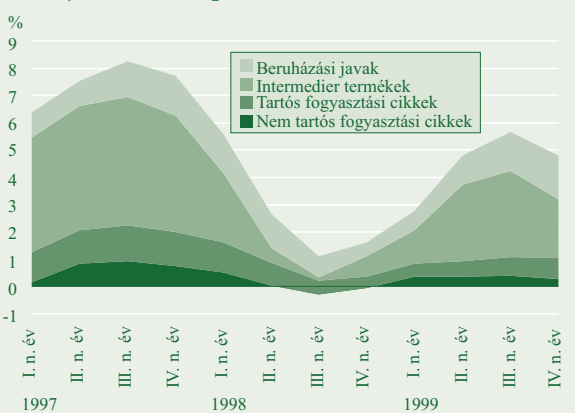
Az egyéb szolgáltatások trendje az év elején további romlást mutatott, a harmadik negyedévtől azonban némi javulás körvonalazódott. A negyedik negyedévben csaknem az összes szolgáltatási tételben kedvezőbben alakult az egyenleg mind 1998 negyedik negyedévéénél, mind 1999-en belül szezonálisan. Ugyanakkor azonban éves szinten (kumuláltan) az egyenlegek romlást mutatnak 1998-hoz képest, különösen az építési-szerelési, valamint a fuvarozási és szállítmányozási szolgáltatások esetében.

Együttesen a szolgáltatásforgalom 280 millió euróval romlott 1999-ben 1998-hoz viszonyítva. A romlás azonban döntően az első félévre koncentrálódott, a harmadik, de különösen a negyedik negyedévtől kezdődően azonban már javulás indult meg. (Lásd III-22. ábra.)

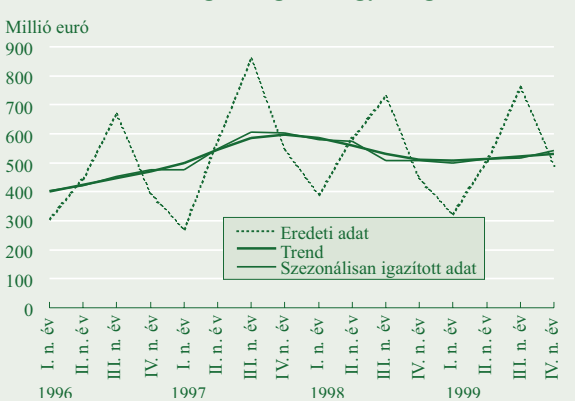
III-19. ábra Évesített trendnövekedési ütemek az import különböző kategóriáiban (euró-értékindek)



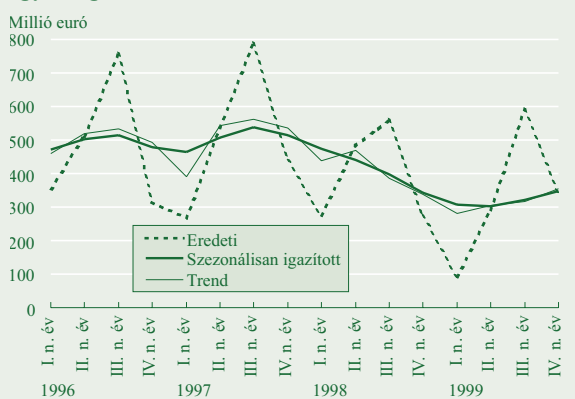
III-20. ábra A különböző termékcsoportok hozzájárulása az import növekedéséhez



III-21. ábra Az idegenforgalom egyenlege



III-22. ábra A szolgáltatások külkereskedelmi egyenlegének alakulása



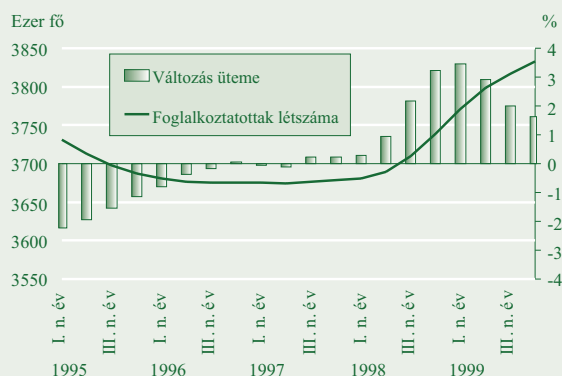
IV. Kínálati tényezők

1. A munkaerő-piaci folyamatok alakulása

A munkaerő-piaci állományok 1999 utolsó negyedévében a korábbi időszak tendenciái szerint alakultak. A munkanélküliségi ráta folyamatos esését meghaladta a foglalkoztatás bővülése, így 1998. év azonos időszakával összehasonlítva több mint 1 százalékponttal emelkedett az aktivitási ráta, melynek 53,4%-os értéke az 1994. évi szintekhez való visszatérést jelzi. A munkapiaci mutatók javulása mögött demográfiai folyamatok is meghúzódnak: számításaink szerint a fiatal korosztályok arányának megugrása az aktivitási és foglalkoztatási ráta – 1998 azonos időszakához vett – emelkedésének, illetve a munkanélküliségi ráta csökkenésének legfeljebb harmadát magyarázza.

A munkanélküliségi ráta 1999. harmadik negyedévi alakulása körüli bizonytalanság az utolsó negyedéves számok ismeretében eloszlott: adataink szerint a munkanélküliségi ráta csökkenése 1999 közepén lelassult ugyan, de nem torpant meg. Az 1993. évi tetőzés idején a mintegy félmillió munkanélküli azóta közel felére apadt,¹ miközben a foglalkoztatottak létszáma az 1996–97. évi mélypont óta mintegy kétszázezer fővel bővült. Két, erősen konjunkturális év után nem meglepő, hogy lelassult az állástalanság csökkenésének az üteme: ilyenkor ugyanis jellemzően a relatíve kedvezőtlen helyzetű régiókban és általában a relatíve kedvezőtlen munkapiaci jellemzőket mutató csoportokban maradt a súrlódásos szintek fölött a munkanélküliség aránya. A munkanélküliség összetételének romlása fékezheti az állástalanság csökkenésének ütemét.

IV-1. ábra A foglalkoztatottak létszámának és a létszámváltozás ütemének alakulása*



* Létszámváltozás ütemének alakulása: szezonálisan igazított adatokból képzett trendidősorból számított negyedév/előző negyedév típusú annualizált indexek, a jobboldali skálán.

1.1 A foglalkoztatottság alakulása

A KSH háztartási kérdőíves munkaerő-felmérése szerint a foglalkoztatás bővülése a kilencvenes évek egészét tekintve tavaly volt a legerőteljesebb. A foglalkoztatottak létszáma megközelítette a munkaerő-felmérés kezdeti éveit, az 1992–93. éveket jellemző értékeket (miközben a 15–74 éves népesség létszáma évek óta apadt). Különösen magas volt az 1999 elején tapasztalt létszám-bővülés, amely azóta – várakozásainknak megfelelően – lefelé korrigálódott. A foglalkoztatási ráta értéke a nemzetközi szten-derdeknek megfelelően a 15–74 éves populációra számítva 1999 utolsó negyedévében megközelítette az 50%-ot, a munkapiac „gerincét” alkotó 20–54 éves korosztály esetében pedig a 70%-ot. (Lásd IV-1. ábra.)

¹ Megjegyzendő, hogy a regisztrált munkanélküliek körében korántsem beszélhetünk ilyen mértékű csökkenésről.

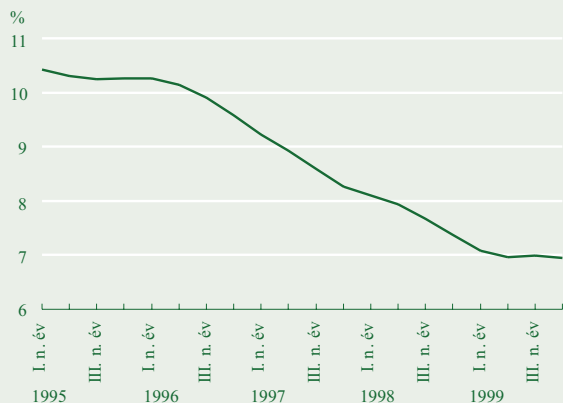
A foglalkoztatásváltozás struktúrájának ismerete fontos a monetáris politika számára, mivel az egyes munkapiaci csoportok egymásnak nem tökéletes helyettesítői, így a keresztmetszeti adatok információt szolgáltathatnak az esetlegesen még mindig jelentős munkanélküliség és inaktivitás ellenére fellépő relatív munkaerőhiány problémájáról. Az egyes *korcsoportokat* tekintve 1999 során erős volt a foglalkoztatási ráta emelkedése – valószínűleg a nyugdíjkorhatár növekedését követve – az 55–59 éveseknél; de szignifikánsan emelkedett a 25–29, illetve a 40–54 évesek foglalkoztatottsága is. A kilencvenes évek végét jellemző kedvező demográfiai hatásokon túlmenően is, „valóban” emelkedett a munkaerő kihasználtsága Magyarországon. *Regionális* bontásban, noha mind a hét statisztikai régióban nőtt a foglalkoztatási ráta értéke, a fellendülés nem eredményezett regionális konvergenciát, mivel a foglalkoztatási ráta erőteljesen emelkedett a hosszabb ideje magasan az országos átlag feletti mutatókat produkáló középső és nyugati régiókban is. Ez szűk keresztmetszetek veszélyével fenyeget, hiszen miközben a már magas foglalkoztatottságot mutató régiókban elfogynak a munkaerő-tartalékok, a foglalkoztatás emelkedés súlypontja nem helyeződött át a kevésbé kihasznált munkaerővel jellemezhető régiókba. A relatíve kedvezőtlen helyzetű régiók közül egyedül az Észak-Alföld jellemezhető a kedvező helyzetűeket megközelítően magas foglalkoztatási dinamikával.

A KSH öt fő feletti létszámú vállalkozások és a költségvetési, illetve nonprofit intézmények lekérdezésére alapozott intézményi munkaügyi statisztikája szerint is számottevő volt tavaly a foglalkoztatás bővülése. Különösen az érdemel figyelmet, hogy az aggregáltan 1%-ot megközelítő létszámbővülés a közösségi szektor egyértelmű visszahúzódása és a piaci szektor bővülése eredőjeképp következett be. A közösségi szektor létszámának a tavalyi év negyedik negyedévére – 1998 azonos időszakához képest – már 4%-ot meghaladó csökkenése mindhárom ágazatra, azonban elsősorban a fizikai munkaerőre terjedt ki. A piaci szektor ezen időszakban mért 2,5%-ot meghaladó létszámbővülése jelentős volt – az előző *Jelentésünkben* már bemutatott tendenciákat követve – egyes feldolgozóipari ágazatokban (gépipar: 9,7%, fémfeldolgozás: 5,4%), az építőiparban (5,5%); valamint a piaci szolgáltatások közül a kereskedelem-javítás (12,1%) és az ingatlanügylek-gazdasági szolgáltatás ágazatokban (3,1%). A szellemi munkaerőt tekintve számottevő volt a szállítás, raktározás, posta és távközlés ágazat létszámbővülése is (3,2%). Ez, ha összefüggésben áll a távközlés szegmens élénkülésével és az ott mért megugró bérindexekkel, ezen területen is szűk keresztmetszetek lehetőségét veti fel.

1.2 A munkanélküliség alakulása

Előző Jelentésünkben írtuk, hogy adataink némi bizonytalanságot mutatnak a munkanélküliség csökkenésének folytatódása tekintetében. Az 1999. negyedik negyedévi munkapiaci adatok alapján ez a bizonytalanság eloszlott. A munkanélküliségi ráta csökkenése folyamatosnak tekinthető, a ráta értéke 1999 végére szezonálisan igazított adataink szerint 7% alá süllyedt. A munkanélküliségi ráta 1998-hoz képest egy év alatt közel 0,9 százalékpontos mérséklődése mögött demográfiai folyamatok, illetve az

IV-2. ábra A munkanélküliségi ráta alakulása

IV-1. táblázat A bérinfláció alakulása nemzetgazdasági szektoronként *
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	1998		1999		
	I-IV. n. év	I. félév	III. n. év	IV. n. év	I-IV. n. év
Mezőgazdaság és halászat	16,5	14,9	13,5	9,2	13,1
Bányászat	11,3	16,0	13,8	11,3	14,2
Feldolgozóipar	17,8	15,4	15,3	14,0	15,0
Villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás	19,3	16,0	17,1	12,7	15,5
Építőipar	16,2	12,2	13,4	12,2	12,5
Kereskedelem és járműjavítás	16,9	14,1	13,2	10,3	12,9
Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás	13,2	13,4	12,7	12,9	13,1
Szállítás, raktározás, posta és távközlés	21,4	14,2	18,1	17,2	15,9
Pénzügyi tevékenység	25,9	18,0	17,1	11,8	16,2
Ingatlanügylek és gazdasági szolgáltatás	30,4	19,4	16,0	14,1	17,2
Közigazgatás, védelem és TB	18,0	21,6	17,2	24,2	21,2
Oktatás	21,4	20,8	18,3	18,6	19,7
Egészségügyi és szociális ellátás	16,2	14,1	12,6	16,7	14,4
Egyéb szolgáltatás	15,8	12,4	11,6	15,7	13,0
Nemzetgazdaság összesen	18,7	16,3	15,5	15,4	15,9

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

IV-2. táblázat A bérinfláció alakulása egyes kiemelt szektorokban *
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	1999			
	I. félév	III. n. év	IV. n. év	I-IV. n. év
Nemzetgazdaság egésze	16,3	15,5	15,4	15,9
Piaci szektor	15,3	15,4	13,2	14,8
Feldolgozóipar	15,4	15,3	14,0	15,0
Kereskedelem	14,1	13,2	10,3	12,9
Egyéb piaci szolgáltatások	16,0	16,8	14,7	15,9
Közszolgáltatások	19,5	16,3	21,3	19,2

* Összehasonlítható szerkezetű eredeti adatokból számított éves indexek, az MNB saját számítása.

állami szabályozás hatásai is állnak. A munkapiaci szempontból releváns népességben a 25–39 éves korosztály súlyának emelkedése a ráta csökkenése hetedét magyarázza csupán, a 0,9-ből közel 0,7 százalékpontos csökkenést „valódi”, a kereslet/kínálat alakulásával összefüggő folyamatok indukáltak. Keresleti oldalon természetesen a vállalkozások munkaerő iránti keresletének konjunkturális fellendülése áll. Kínálati oldalon a nyugdíjba vonulás korhatárának növekedése is magyarázhatja, hogy az 55–59 éves korcsoport esetében emelkedő aktivitási ráta mellett esett a munkanélküliségi ráta.

A munkapiac egyéb, munkanélküliséget alakító folyamatait mutató indikátorai sem jeleznek változást a korábban látottakhoz képest. A munkaügyi központok adminisztratív adatai alapján számított *regisztrált munkanélküliségi ráta* szezonálisan igazított értéke 1999 eleje óta 9,7% körül ingadozik. A bejelentett *csoportos létszámléépítések*, illetve a bejelentett *üresedések* száma egyaránt emelkedik, ez azonban nem a munkaerő-kereslet vagy -kínálat változását jelenti, csupán a munkapiaci fluktuáció jele, hiszen ez idő alatt erőteljesen emelkedett a foglalkoztatottak – azaz a betöltött állások – száma is.

A munkanélküliségi ráta csökkenésének üteme (lásd IV-2. ábra) a korábbi évekhez képest lelassult. Annak tudatában, hogy a munkaerő iránti kereslet élénkülése először mindig a leginkább foglalkoztatható csoportok állástalanságát csökkenti, ez nem meglepő. Noha az aggregált szintű adatokon ezt nehéz nyomon követni, valószínűsíthetjük, hogy a foglalkoztatottság utóbbi időben tapasztalt erőteljes emelkedése nyomán a munkanélküliek állományán belül a kevésbé foglalkoztatható – iskolázatlan, kedvezőtlen helyzetű régióbeli stb. – csoportok súlya növekedett. Ehhez járul hozzá, ha a munkanélküliség csökkenése hátterében nem a munkanélküliségből való *kiáramlás* fokozódása, hanem a *beáramlás* mérséklődése áll. Ebben az esetben ugyanis a munkanélküli állományon belül esik a könnyebben újra foglalkoztatható, rövid ideje állástalanok, és emelkedik a hosszabb idő óta állástalanok aránya. A munkanélküli állomány összetételének „romlása” lassíthatja, sőt, akadályozhatja a munkanélküliségi ráta további csökkenését.

1.3 Béralakulás

A KSH által az intézményi munkaügyi statisztika keretében gyűjtött béradatokat 1999 negyedik negyedévére 16,1%-os bruttó bér-emelkedést mutattak az előző év azonos időszakához képest. Az inflációt figyelembe véve ez mintegy 4,8%-os *bruttó* reálbér-növekedésnek felel meg. A KSH adatai szerint a bruttó bérnövekedés nemzetgazdasági átlaga mögött relatíve magasabb közösségi szektorbeli (22%) és alacsonyabb versenyszféra-beli (13,6%) bruttó bérindexek állnak. A foglalkoztatás összetételének bérindexeket torzító hatásait kiszűrő *bérinflációs* mutatónk (lásd IV-1.; IV-2. táblázat) szerint a nemzetgazdaság átlagában a negyedik negyedévben a megelőző időszakhoz képest gyakorlatilag szinten maradt a béremelkedése éves üteme (15,4%). Ennek hátterében csökkenő versenyszféra-beli (13,2%) és – bizonyos torzító hatások miatt – megugró közösségi (21,3%) bérinflációs ütemek állnak.

A közösségi szektor kimutatott bérinflációjának megugrása mögött a *nem rendszeres kifizetések* (prémium, jutalom stb.)

1998 végéről 1999 első negyedévére való átcsúszása áll. Ez, amint azt az 1999. júniusi *Jelentésünkben* már bemutattuk, felfelé torzítja az 1999. végi és lefelé a 2000. elejei közösségi szektorbeli bérindexeket. Akkori – csak a jelenség illusztrációjára alkalmas – számításaink szerint a közösségi szektoron belül ez elsősorban a közigazgatás, kötelező társadalombiztosítás, védelem, valamint az oktatás ágazatokra volt jellemző. Korábbi számításaink alapján meghatározhatjuk, mekkora torzítást vitt a tavalyi év utolsó negyedévi bérindexekbe a nem rendszeres kifizetések rendjének egyszeri változása.

Adataink szerint ennek hatása a közigazgatás, TB, védelem ágazat bérindexét mintegy 3,6%-kal, az oktatás ágazat bérindexét pedig 8,2%-kal emelte 1999 utolsó negyedévében. Összességében – az egészségügyi ágazat bérindexét változatlanul hagyva – a két ágazati bérindex-korrekciója az eredeti 21,5%-os értékről 17,4%-ra mérsékli az átlagos közösségi szektorbeli bérindexet.

Összességében az 1998. év végi kifizetések átcsúszása – amint azt a *IV-3. táblázat* mutatja – a közösségi szektori 1998-ban kimutatott bérnövekedését lefelé, a tavalyit pedig felfelé torzította. Adatainkból az is kitűnik, hogy ez – a közösségi szektor jelentős létszámbeli súlya miatt – a *nemzetgazdaság egészére* kimutatott béremelkedést is jelentősen torzítja. Ennek figyelembe vétele két szempontból elengedhetetlen. Egyrészt, a korrigálatlan bérindexek alapján az a benyomásunk támadhatna, hogy a közösségi szektorban csökkenő inflációs ütemek mellett nem mérséklődik, hanem fokozódik a bérkiáramlás, azaz a közösségi szektor nem alkalmazkodik nominálisan a dezinflációhoz. Másrészt, mivel az intézményi statisztika által mért foglalkoztatottak közel 30%-a a közösségi szektorban dolgozik, a korrigálatlan béradatok komoly torzítást vihetnek a lakossági jövedelmek becslésébe is. Amint azt az 1999. júniusi *Jelentésünkben* is írtuk, a torzítás oka, hogy valamennyire is előretekintő várakozások esetén nem csupán az éppen kézhez kapott bérek határozzák meg a lakossági fogyasztási-megtakarítási döntéseket, hanem a biztosra vett közeli, nem rendszeres kifizetések is. Így a jövedelmeket nem feltétlenül arra az időszakra célszerű elszámolni, amikor technikai lag kifizetésre kerültek, hanem arra az időszakra, amikor azok keresleti hatása leginkább érvényesült.

A *piaci szektor* 1999 utolsó negyedévére jelentősen mérséklődő bérinflációs indexe mögött a korábban is megfigyelt tendenciák állnak. Folytatódott a *feldolgozóipar* bérinflációs ütemének mérséklődése; az átlagos bérinfláció mérséklődéséhez azonban a *szolgáltatások* közül a *kereskedelem-járműjavítás* ágazat egy számjegyű tartományt megközelítő bérinflációs mutatója járult hozzá.

A kereskedelem nélkül vett *egyéb szolgáltatások* bérinflációja is csökkent, ezen belül azonban külön figyelmet érdemel a szállítás, raktározás, posta és távközlés ágazata. Előző *Jelentésünkben* írtuk, hogy – elsősorban a dinamikusan bővülő *távközlés* alágazatban – szűk munkapiaci keresztmetszetek állhatnak a harmadik negyedévben megugró bérindex mögött. A jellemzően a szellemi munkaerő tekintetében jelentkező munkaerőhiány mind a létszámbővülés, mind a szellemi bérindexek alakulásában tetten érhető.

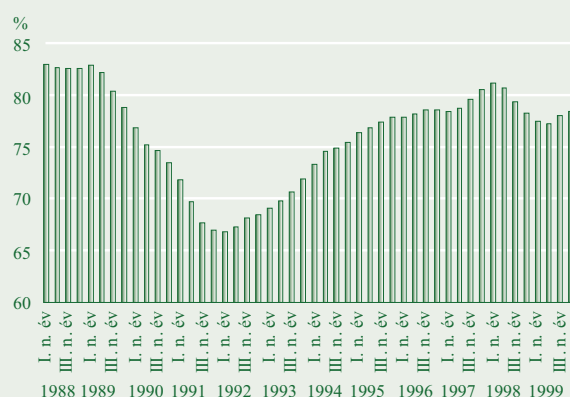
A tavalyi év negyedik negyedévét ugyanis a megelőző negyedévhez hasonlóan 3% feletti létszámemelkedés és 24%-ot megközelítő szellemi bérindex jellemezte.

IV-3. táblázat Az eredeti és a nem rendszeres közösségi szektorbeli kifizetések áthúzóó hatásával korrigált bérindexek*
(az előző év azonos időszakához képest)

		%							
		1998		1999					
		IV. n. év	I-IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I-IV n. év	
Közösségi szektor	KSH eredeti	12,1	18,1	20,6	17,7	16,8	21,5	19,1	
	MNB-számítás	21,5	20,4	16,1	17,7	16,8	17,4	17,0	
Piaci szektor		16,9	18,3	14,5	14,7	14,8	12,8	14,2	
Nemzetgazdaság egésze	KSH eredeti	15,6	18,3	16,3	15,5	15,4	15,3	15,6	
	MNB-számítás	18,2	18,9	15,0	15,5	15,4	14,1	15,0	

* Eredeti 12 havi bruttó bérindexekből – azaz nem bérinflációs indexekből – számított korrekció az 1999. júniusi *Jelentésben* írottak szerint. 1998-ra a 10 fő feletti, 1999-re az 5 fő feletti körre vonatkozó bérindexek alapján. Az eredmények a számítás továbbfejlesztése miatt némileg eltérnek a júniusban közöltéktől. A korrekció csak hipotetikus jellegű, részletes adatok hiányában elsősorban a jelenség hatásának érzékeltetésére szolgál!

IV-3. ábra Az átlagos kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban



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

2. Kapacitáskihasználtság

Az átlagos kapacitáskihasználtság² 1999 utolsó negyedévében enyhén tovább növekedett a feldolgozóiparban a szezonálisan igazított és simított adatok szerint, és így a második negyedévben elért mélypontja után körülbelül az egy évvel korábbi szintet érte el (lásd IV-3. ábra). Az átlagos kapacitáskihasználtság emelkedése a feldolgozóipar termelésének folytatódó élénkülése és a beruházások 7,7%-os bővülése mellett következett be.

Magyarország esetében a kapacitáskihasználtság alakulásáról egy teljes üzleti ciklus folyamán még nem rendelkezünk ismeretekkel, az adatok alapján jól látható, hogy az átlagos kapacitáskihasználtság elmúlt két negyedéves növekedése ellenére sem érte el sem az 1996–1999 közötti időszak átlagát, sem az 1997. végi, 1998. eleji kiemelkedően magas szintet.

Az átlagos kapacitáskihasználtság növekedése mögött a kapacitáshiányt jelentők arányának 1999 egészére jellemző alacsony szinten való stagnálása és a kapacitásfelesleget felmutatók arányának csökkenése áll.

Az átlagos kapacitáskihasználtság javulása és a várakozások szerint folytatódó termelésélénkülés hatására a vállalkozásoknál a következő évi rendelésekhez képest korábban jelentősnek mutató kapacitásfelesleg mérséklődni látszik.

Az ágazatok közül az átlagosnál nagyobb a várható kereslethez képest kapacitásfelesleget jelzők aránya³ az építőanyag iparban és az élelmiszeriparban. A kapacitások minőségével, korszerűségével kapcsolatban elsősorban az építőanyagiparban, valamint a fémalapanyagok és -termékek termelésében mutatkoznak problémák.

A kapacitáshiánnyal küzdő vállalatok aránya a negyedik negyedévben lényegesen nem változott, a várható kereslethez képest szűkös kapacitást az átlagot meghaladó arányban döntően a nagyobb méretű, exportra (is) termelő vállalkozások jeleztek.

3. Versenyképesség

1999 utolsó negyedévében az euró dollárral szembeni folyamatos gyengülésének és az 1998 utolsó negyedévi sávon belüli – az orosz válság hatása miatti – gyenge forintnak köszönhetően a nomináleffektív árfolyamindex leértékelődése közel 4,5%-kal volt alacsonyabb a hivatalos leértékelés mértékénél.⁴ Mindez éves szinten a különféle reálárfolyamok felértékelődésének irányába hatott.

² Az információk forrásául szolgáló felmérésben a Magyarországon is termelő nagy multinacionális cégek – néhány kivételtől eltekintve – nem vesznek részt. (A feldolgozóipari és az építőipari vállalkozások helyzete és rövid távú kilátásai 2000 januárjában, A Kopint-Datorg negyedéves konjunktúrástíztje, 2000. január)

³ Létszámmal súlyozott megoszlások.

⁴ A nomináleffektív árfolyamindex és az MNB által alkalmazott kosárhoz képest a leértékelődés eltérése a két index különböző szerkezetéből fakad. A várható eltéréseket enyhíti a 100%-ban eurókosárhoz való rögzítés gyakorlata 2000-től. A problémáról ld. keretes írásunkat.

Az ár, bér és a termelési folyamatok eltérő dinamikájának köszönhetően azonban a mutatók eltérő alakulást tükröztek. Összességében a hazai termelők versenyképessége értékelésünk szerint a különféle mutatók eltérő információtartalma ellenére kielégítően alakult.

A fogyasztóiár-alapú reálárfolyam továbbra (lásd IV-4. ábra) is folytatta a felértékelődő tendenciát, ugyanakkor a felértékelődés mértéke némileg lassult. (Az utolsó negyedévben alig több mint 1%-ot tett ki az előző negyedévhez viszonyítva.)

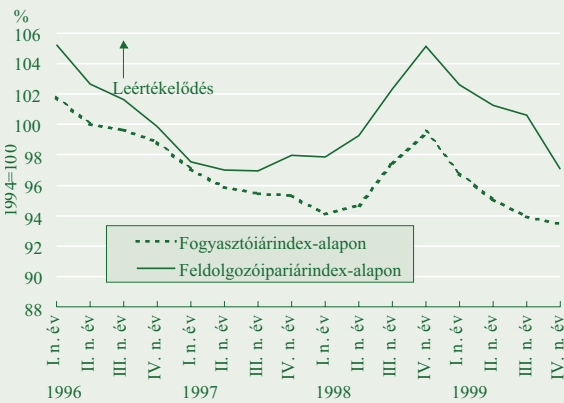
Éves szinten azonban a reálfelértékelődés mértéke viszonylag magas volt (kb. 6%). Ez egyrészt a nomináleffektív árfolyam előbbiekben említett, a hivatalosan meghirdetett leértékelésnél jelentősen enyhébb leértékelődésének, másrészt – az előző Jelentésünkben elemzett – fogyasztói ártámogatási rendszer megváltozása következtében átmenetileg lelassult inflációcsökkenésnek volt köszönhető. Egyik hatás szempontjából sem számolunk azonban negatív versenyképességi következményekkel, mivel az első jelenséget átmenetinek tekintjük, a második esetben pedig, mivel a gazdaság termelőinek helyzete nem változott, számottevő versenyképességi hatásról definíciószerűen nem beszélhetünk.⁵

Mindezek következtében az általunk egyensúlyinak (éves szinten kb. 2–3%) tartottnál számottevően magasabb fogyasztóiár-alapú reálfelértékelődést átmeneti jelenséggént értékeljük, s nem számolunk olyan versenyképességi következményekkel, amire a monetáris politikának reagálnia kellene.

A feldolgozóipariár-alapú reálárfolyam a keresztfolyam-hatásokat és a forint sávon belüli ingadozását kiszűrve is jelentősebben felértékelődött (kb. 3,5% a hivatalos sávközéppel szemben), a piaci nomináleffektív árfolyamon alapuló felértékelődés ennél még nagyobb volt. Mivel ezen reálárfolyam esetében a várakozásunk az, hogy hosszabb távon nem követ trendet, ezért felmerül a kérdés, hogy a fenti nagyságrend milyen mértékben tükrözheti a feldolgozóipari vállalatok versenyképésének romlását.

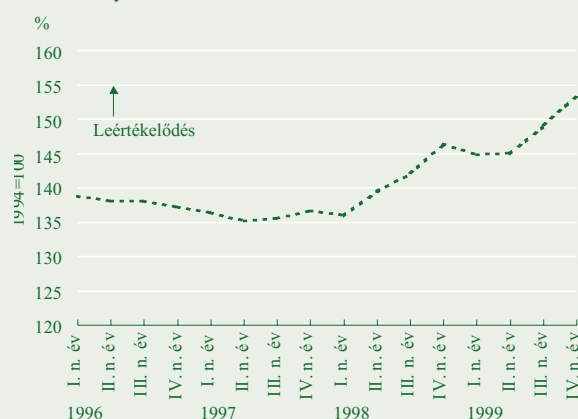
A feldolgozóipari árnövekedés átmeneti felgyorsulása a vegyipari árak radikális megugrásának, ez utóbbi pedig a kőolajárak 1998 utolsó negyedévéhez képest közel két és félszeresére történt növekedésének tulajdonítható. A feldolgozóipari reálárfolyam felértékelődése technikailag egy összetételhatást tükröz. Mivel a hazai termelők értékesítésében nagyobb a vegyipar súlya, mint legfontosabb külkereskedelmi partnereinknél, ezért a külfölddel azonos vegyipari árnövekedés esetén is a reálárfolyam felértékelődik. Ezen túl azonban a feldolgozóipariár-alapú reálárfolyam felértékelődése megfelelően tükrözi azt a problémát, hogy mivel a magyar gazdaság energiaigényesebb, mint a külkereskedelemben legfontosabb versenytársai, ezért egy olajár-növekedés – minden mást változatlanul feltételezve – hátrányosan érinti hazánkat a nemzetközi versenyképesség szempontjából. Ez a kockázat ugyanakkor nem számottevő, mivel az export túlnyomó részét előállító ágazatok (pl. gépipar) energiaigényességére mindez nem jellemző. Kockázatot inkább a ki-

IV-4. ábra A fogyasztói- és a feldolgozóipari-árindex-alapon számított reálárfolyamok alakulása



⁵ Természetesen a fogyasztói kereslet megváltozása befolyásolhatja a hazai termelők helyzetét is. Ez a hatás azonban egyrészt csak igen áttételesen érvényesül, másrészt viszont meglehetősen árrugalmatlan jóságok esetében (gyógyszer) nem számottevő nagyságrendű, hiszen a jövedelmi hatás jelentős mértékben a helyettesítési hatás ellen dolgozik.

IV-5. ábra A hozzáadott értékkel számított feldolgozóipari fajlagos munkaköltség-alapú reálárfolyam alakulása



sebb, a hazai és kelet-európai piacra termelő egyéb vállalkozásoknál jelenthet.

Szemben az áralapú mutatókkal, a fajlagos munkaköltség-alapú mutató (lásd IV-5. ábra) az utolsó két negyedévben számottevő leértékelődést tükrözött. (A leértékelődés mértéke a negyedik negyedévben éves szinten közel 5%-ot tett ki, s figyelembe véve a nomináleffektív árfolyam hivatalos paritáshoz képesti mozgását, a sávközéppel szembeni leértékelődés több mint 9% volt). A mutató – a sávon belüli árfolyammozgásokat kiszűrő – trendjének javulása 1995 óta nem tapasztalt mértékű volt. A javulás alapvetően az év második felében bekövetkezett kiugró mértékű feldolgozóipari kibocsátásnövekedésnek tulajdonítható. Kérdés, hogy a számottevő javulás mit jelent a feldolgozóipari termelők versenyképessége szempontjából.

Míg az áralapú mutatóknál rendelkezünk bizonyos információkkal arra vonatkozólag, hogy mennyiben tekinthetjük a mutató mozgását endogénnek, ill. mennyiben tükrözik azok tényleges versenyképesség-javulást, addig a fajlagos munkaköltség-alapú mutató esetében jóval komplikáltabb a helyzet.⁶ Kicsit leegyszerűsítve a problémát azt mondhatjuk, hogy a mutatónak van egy olyan endogén mozgása, aminek köszönhetően egy pozitív technológiai sokk következtében átmenetileg javul, majd amire a gazdasági szereplők optimálisan alkalmazkodtak – tőkével és munkával – a megjavult versenyképességi helyzetre, visszaáll az eredeti szintjére, tehát romlik. Egy bekövetkezett pozitív sokk esetében tehát a mutató javulása a profitnövekedést és a kibocsátásnövekedés lehetőségét mutatja, az alkalmazkodási fázisban viszont a mutató romlása magát a profitlehetőségek kihasználását tükrözi. Persze a valóságban nem egyetlen pozitív sokk, hanem pozitív és negatív sokkok sorozata történik a gazdasági szereplőkkel, aminek következtében elég nehéz megállapítani, hogy a mutató melyik fázisban van, és mit tükröz. Figyelembe véve azonban a dinamikusan növekvő exportot, a nemzetközileg versenyképes vállalatok növekvő részarányát az exportban, ill. a fejlett technológiával rendelkező külföldi tőke növekvő szerepét megállapíthatjuk, hogy a mutató trendszerű leértékelődése pozitív technológiai sokkok következtében javuló profitkilátásokat tükröz.

⁶ A különféle mutatók értelmezési problémáiról ld. Kovács Mihály András (1998) „Mit mutatnak? A különféle reálárfolyam-mutatók áttekintése és a magyar gazdaság ár és költség-versenyképességének értékelése” MNB Füzetek 1998/8.

**A kosárváltás hatása
a hazai termelők versenyképességére**

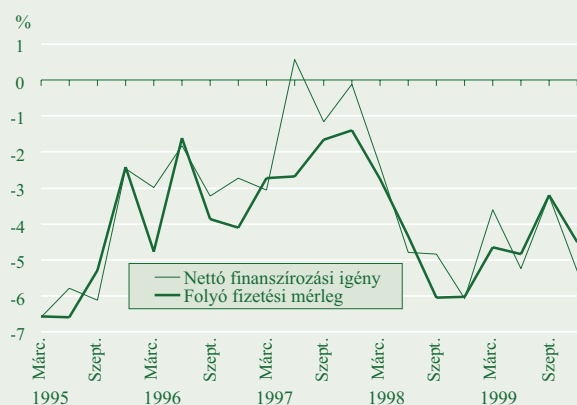
2000. január 1-jétől a forint hivatalos devizakosara 100%-ban euróból áll, a korábbi 70%-ban euróból, 30%-ban dollárból álló kosárral szemben. A jegybank álláspontja szerint ez a lépés hosszabb távon kedvező a versenyképesség és az árfolyam-politika szempontjából. A 100%-ban euróból álló kosár ugyanis a korábbinál közelebb áll a külkereskedelmi versenyképességet mérő nomináleffektív árfolyamindex szerkezetéhez.

Ideális esetben a monetáris politika a külkereskedelmi versenyképesség országszerkezetét tükröző kosarat kellene, hogy alkalmazzon, mivel a versenyképesség és a külső egyensúly szempontjából ez a mérvadó. Ez azonban meglehetősen sok devizából álló kosárhoz vezetne, ezért szükséges az egyszerűsítés. Becsléseink szerint⁷ a nomináleffektív árfolyamindexet két devizával legpontosabban leíró kosár kb. 90–100%-ban tartalmaz eurót, maradék részben pedig dollárt. Ennek következtében a 100%-ban eurót tartalmazó kosár jóval közelebb áll a nomináleffektív árfolyamindex szerkezetéhez, mint a korábbi gyakorlat. Mindebből az is következik, hogy az átmeneti nemzetközi keresztárfolyam-mozgások sokkal kevésbé fogják „megzavarni” a jegybank árfolyampolitikai céljait. Számításaink szerint, míg korábban egy 10%-os USD/euró keresztárfolyam-mozgás kb. 2–3%-os eltérést okozott a nomináleffektív árfolyamindex és a kosárárfolyam között, addig ez az új kosár mellett 0–1% lesz. Fel kell hívnunk ugyanakkor arra a figyelmet, hogy a lehetséges eltérés az új kosár mellett ellenkező irányú a korábbiakkal szemben. Míg korábban 10%-os eurógyengülés hatására a nomináleffektív árfolyamindex felértékelődött a hivatalos kosárhoz képest, addig az új kosár mellett a hivatalos kosárhoz képesti leértékelődés fog bekövetkezni.

⁷ A valutakosár problémáinak kérdéséről ld. Jakab M. Zoltán (1998) „A valuta-kosár megválasztásának szempontjai Magyarországon” MNB füzetek 1998/12.

V. A külső egyensúly

V-1. ábra A nettó finanszírozási igény és a folyó fizetési mérleg szezonálisan igazított hiányának alakulása a GDP százalékában *



* A nettó finanszírozási igény a gazdaság megtakarítási beruházási egyenlegét mutatja, ami egy elméleti folyó fizetési mérleget határoz meg.

1. A nettó megtakarítói pozíció

Az 1999. év kezdetén mind a belföldi, mind a külső egyensúlyi helyzet aggasztónak tűnt, majd a fundamentumokban megindult pozitív irányú változások hatására egyre kedvezőbb kép rajzolódott ki. A jövedelem és annak felhasználási szerkezete úgy módosult, ami a tartós növekedés feltételeit alapozta meg. A vállalati szektor rugalmasan alkalmazkodott a külgazdasági feltételekhez és az államháztartás az év során folyamatosan lefelé korrigálta finanszírozási igényét. Az utolsó negyedévben a belföldi kereslet bővült, azonban az ország finanszírozási igényének növekedését döntően a profittranszferek utolsó hónapot jellemző erőteljesebb kiáramlása okozta. Az év egészében így a külső pozíció az 1998. évihez közelálló volt. (Lásd V-1. ábra)

A negyedik negyedévben, a szezonális hatásoktól megtisztított mutató alapján a gazdaság külső finanszírozási igénye a GDP kb. 5,3%-a volt.

Az egyes belföldi szektorok megtakarítói magatartását 1999-ben a szokásostól eltérő szezonális jellegű átmeneti tényezők és a gyorsan változó gazdasági környezet miatt (romló, majd javuló külpiaci feltételek, természeti katasztrófák).

Az államháztartás finanszírozási igénye az év egészét tekintve gyakorlatilag változatlan maradt, de negyedéves szinten rendkívül hullámzó egyenleget mutatott. Az első negyedévi finanszírozási igénye kiugróan magas volt, amit részben az átmeneti, deficitnövelő hatások (pl. agrártámogatások szokásostól eltérő év eleji kifizetése) idéztek elő. Az év hátralévő részében viszont a deficitet csökkentő hatások érvényesültek (év végén nem kellett a megszokott kiugró támogatást nyújtani), és az elhatározott kiadás-csökkentő intézkedések (közösségi fogyasztás és felhalmozás mérséklése), valamint az ismét erősödő gazdasági növekedés eredményeként mérséklődött a hiány. A negyedik negyedévben már arra sem volt szükség, hogy a beruházási kifizetéseket 1998-hoz hasonlóan vissza kelljen fogni a szezonális szinthez képest, a GDP arányos (inflációsúrt) hiánymutató így is 1% alatt maradhatott. A szezonális ingadozásoktól eltekintve az év átlagában tovább mérséklődött az inflációsúrt jövedelemcentralizáció foka (az 1998. évi 13,7%-ról 12,8%-ra).

Az év átlagában a vállalkozói szektor gazdálkodási feltételei javultak. Nőtt a vállalati profit és jövedelemátrendeződés valósult meg a szektor javára. A GDP arányos rendelkezésre álló jövedelem mértéke negyedévenként azonban eltért a szezonálisan szokásostól. Az év első felében a megszokottnál kisebb volt a vállalatok nettó hiteligenye. Ebben az időszakban ugyanis az államháztartási jövedelem- és tőke-transzferek még növelték a vállalatok felhasználható forrásait, továbbá a külföldiek jövedelme-

inek 1998 első felét jellemzően nagymértékű hazautalása sem ismétlődött meg, miközben lassult a vállalati beruházás dinamizmusa. Az év további részében azonban és különösen az utolsó negyedévben, a vállalatok felhasználható forrásainak növekedését már nem fokozták az államháztartási transzferek, csökkentek az állami juttatások és nőtt a külföldiek jövedelemkiutalása. A tartósan magas belföldi kereslet és a javuló külföldi kereslet jótekonyan befolyásolta a vállalatok várakozásait, ami a negyedik negyedévben már a beruházási dinamizmus erősödésével járt, és nőtt a vállalatok finanszírozási kereslete. A konjunktúratesztek arra utalnak, hogy a gazdálkodók egyre szélesebb köre bízik a gyorsuló növekedésben és jövedelmezőségük javulásában, ami tovább növelheti a beruházási tevékenységüket és a vállalkozások finanszírozási igényét. Ezt a hatást azonban ellensúlyozhatja, hogy az elmúlt évekhez hasonlóan várhatóan tovább növekszik a tulajdonosi jövedelmek aránya a megtermelt GDP-ben.

A háztartások pénzügyi megtakarítása az év egészében alacsony szinten volt. A harmadik és negyedik negyedévben kismértékű javulás tapasztalható, de a GDP arányos mérték még mindig nem közelítette a korábbi évek átlagát. Az év során a háztartások nettó finanszírozó pozíciójában bekövetkezett romlás csak részben tekinthető az 1998. évi kiemelkedően magas pénzügyi megtakarítások korrekciójaként. A foglalkoztatottság növekedése, a reáljövedelmek és a gazdaság tartós emelkedése ugyanis erősíti a lakosság életfeltételeinek javulásába vetett bizalmát, ami azzal jár, hogy a lakosság – az 1999. évhez hasonlóan – rendelkezésére álló jövedelmének bővülésénél erőteljesebben növeli fogyasztását és beruházását. Mindez mérsékelheti a biztonsági célú tartalékolást, növelheti a hitelek igénybevételét, azaz csökkenti a lakosság nettó finanszírozási képességét. *(Lásd V-1. táblázat.)*

V-1. táblázat Inflációszűrt megtakarítások és felhalmozások nemzetgazdasági szektoronként a GDP százalékában*

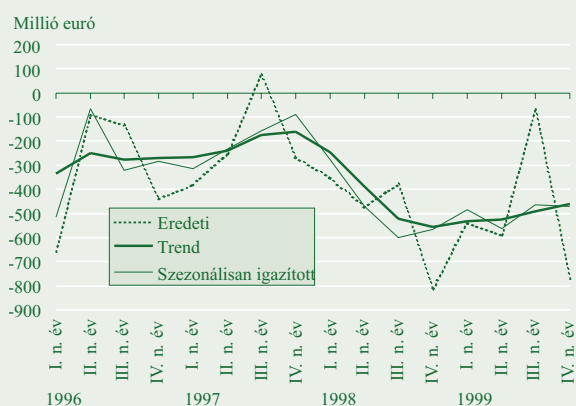
	1998					1999				
	I.n.év	II.n.év	III.n.év	IV.n.év	év	I.n.év	II.n.év	III.n.év	IV.n.év	év
Bruttó hazai termék	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
+fizetési mérleg nettó jövedelemátutalások	-3,1	-5,3	-3,3	-4,1	-4,0	-2,1	-4,0	-2,5	-4,5	-3,3
+viszonyzatlan átutalások	1,8	2,1	2,6	2,1	2,2	1,6	1,8	2,3	1,9	1,9
Rendelkezésre álló jövedelem	98,7	96,9	99,4	97,9	98,2	99,5	97,9	99,7	97,4	98,6
-háztartások	76,2	68,3	71,1	68,5	70,7	76,6	69,4	70,4	67,7	70,7
-vállalkozások	9,0	15,7	14,2	15,3	13,8	12,2	17,3	15,9	14,3	15,0
-államháztartás	13,4	12,9	14,0	14,2	13,7	10,7	11,2	13,4	15,3	12,8
Nemzetgazdaság végső fogyasztása	79,3	71,0	72,7	68,6	72,5	78,9	72,3	72,5	69,4	73,0
-háztartások fogyasztása	68,7	60,8	62,4	58,9	62,3	67,8	62,0	62,6	59,6	62,7
-közösségi fogyasztás	10,6	10,2	10,3	9,7	10,2	11,1	10,3	9,9	9,8	10,2
Bruttó megtakarítás²	19,4	25,9	26,6	26,4	25,7	20,6	25,5	27,2	27,9	25,6
-háztartások megtakarítása	7,5	7,5	8,7	9,6	8,4	8,8	7,4	7,8	8,1	8,0
-vállalati megtakarítás	9,0	15,7	14,2	15,3	13,8	12,2	17,3	15,9	14,3	15,0
-államháztartás megtakarítása	2,8	2,7	3,7	4,5	3,5	-0,4	0,9	3,5	5,5	2,6
Nettó tőketranszfer										
-háztartások	0,5	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4	0,2	0,3	0,4	0,4
-vállalat	1,0	0,8	0,9	1,9	1,2	1,0	1,0	1,1	0,5	0,9
- államháztartás	-1,5	-1,3	-1,4	-2,2	-1,6	-1,4	-1,2	-1,4	-0,9	-1,2
Felhalmozások	23,5	31,1	29,1	34,1	29,9	25,7	31,3	28,2	33,4	29,9
-háztartások beruházása	5,3	2,8	3,4	5,0	4,1	5,1	5,5	5,8	5,4	5,5
-vállalati beruházás és készletfelhalmozás	15,9	24,9	22,0	24,2	22,1	18,3	22,5	20,1	22,7	21,1
-államháztartás beruházása	2,3	3,4	3,7	4,9	3,7	2,3	3,2	2,4	5,3	3,4
Nettó külföldi finanszírozási igény	-4,2	-5,2	-2,5	-4,8	-4,2	-5,1	-5,8	-1,0	-5,5	-4,3
Háztartások finanszírozási kapacitása	2,7	5,1	5,8	4,9	4,7	4,1	2,0	2,4	3,1	2,9
Vállalatok finanszírozási igénye	-5,9	-8,3	-6,9	-7,0	-7,1	-5,1	-4,3	-3,1	-7,9	-5,2
Államháztartás finanszírozási igénye	-1,0	-2,0	-1,5	-2,7	-1,9	-4,1	-3,6	-0,3	-0,7	-2,0

Megjegyzés: MNB-becsülés. Kerekítésből eredően a részek összesenje a táblában szereplő összesentől eltérhet.
* A mutatók eredményszámlát közelítik. A megtakarítások nem tartalmazzák a lakossági betét- és hitelállományokon az árfolyamváltozásból eredő forinthatásokat. Az államháztartás egyenlegében (GFS szemléletű hiány – privatizáció) a kamatkiadások eredményszámlátüek.
** 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 az a külföld felé, illetve külföldről Magyarországra irányuló jövedelemtranszferek és viszonyzatlan átutalások (fizetési mérleg szerinti) egyenlegének összegét.

V-2. táblázat A folyó fizetési mérleg alakulása

	1998			1999		
	I-III.n.év	IV.n.év	I-IV.n.év	I-III.n.év	IV.n.év	I-IV.n.év
I. Áruk	-1 403	-676	-2 080	-1 441	-615	-2 056
Bevétel (export)	13 356	5091	18 447	14 565	5955	20 519
Kiadás (import)	14 760	5767	20 527	16 006	6569	22 575
2. Szolgáltatások	1 319	272	1591	972	342	1 314
Idegenforgalom, egyenleg	1 700	441	2 141	1 588	490	2 078
Egyéb szolgáltatások, egyenleg	-382	-168	-550	-616	-149	-764
3. Jövedelmek	-1 192	-470	-1 662	-953	-603	-1 556
Adóssághképző befektetéseken, egyenleg	-663	-153	-816	-549	-150	-700
Nem adóssághképző befektetéseken, egyenleg	-529	-317	-846	-404	-453	-857
4. Folyó átutalások	72	58	130	225	103	328
Folyó fizetési mérleg (1+2+3+4)	-1 205	-816	-2 020	-1 198	-773	-1 970

V-2. ábra A folyó fizetési mérleg alakulása



V-3. táblázat A folyó fizetési mérleg finanszírozása

	1998			1999		
	I-III.n.év	IV.n.év	I-IV.n.év	I-III.n.év	IV.n.év	I-IV.n.év
(1) Folyó fizetési mérleg hiánya	1205	816	2020	1198	773	1970
(2) Összes finanszírozás – nem adósság jellegű (=2b.2+2c.1) – adósság jellegű (=2a+2b.1+2c.2)	845	455	1301	1822	652	2474
(2a) MNB és kormányzat (=2a.1+2a.2)	-687	204	-484	-623	-399	-1023
(2a.1) Hitelforgalom – ebből állampapírok	-432	709	276	649	570	1219
(2a.2) Nemzetközi tartalékok	-255	-505	-760	-1273	-969	-2242
(2b) Magánszektor (=2b.1+2b.2)	652	267	920	1265	322	1587
(2b.1) Hitelforgalom – Hitelintézetek – Vállalkozói szektor	206	247	453	902	240	1141
(2b.2) Részvényforgalom – Hitelintézetek – Vállalkozói szektor	-13	6	-7	5	178	182
(2c) Közvetlen tőkebefektetések (=2c.1+2c.2)	1025	362	1387	893	720	1612
(2c.1) Részvény és tulajdonosi részesedés – Magyarországon – Külföldön	639	208	848	920	412	1332
(2c.2) Tulajdonosi hitelek – Magyarországon – Külföldön	385	154	539	-27	307	280
(3) Tőkemérleg	167	3	170	-38	69	31
NEO (=1-2-3)	49	-21	28	-299	62	-237

2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása

1999 negyedik negyedévében 773 millió euró hiány keletkezett a folyó fizetési mérlegben,¹ ami valamivel kedvezőbb az 1998. negyedik negyedévi 816 millió eurós hiánynál. Az áruk és a szolgáltatások egyenlege 130 millió, a folyó átutalások egyenlege 40 millió euróval javult (Lásd V-2. táblázat), miközben a jövedelmek – ezen belül is a nem adóssághképző befektetéseken képződött jövedelmek – egyenlegében romlást tapasztaltunk.

Éves szinten a negyedik negyedévvél ellentétesen változtak a folyó fizetési mérleg egyes összetevői: a reálgazdasági tranzakciók egyenlege – lényegében csak a szolgáltatások alacsonyabb aktívumának eredményeként – 1998-hoz képest mintegy 250 millió euróval romlott, míg a jövedelem- és a folyó transzferek passzívuma mintegy 300 millió euróval csökkent. Így a folyó fizetési mérleg éves szinten mindössze 50 millió eurós javulást mutatott. (Lásd V-2. ábra.)

A folyó fizetési mérleg negyedik negyedévi hiányát mintegy 650 millió euróig ellentételezte nem adóssághképző nettó tőkebeáramlás (Lásd V-3. táblázat). Bár a közvetlen külföldi befektetésekhöz kapcsolódó nettó részvényforgalom időarányosan magas volt (412 millió euró, a teljes éves beáramlás 31%-a), a portfólióbefektetéseken belüli nettó részvényforgalomban a negyedik negyedévben csak az éves nettó beáramlás egyötöde (240 millió euró) realizálódott. Éves szinten a nem adóssággeneráló nettó tőkebeáramlás csaknem 2,5 milliárd eurót ért el, vagyis nemcsak ellentételezte a folyó fizetési mérleg deficitjét, hanem azt – 1998-cal szemben – jelentősen meg is haladta.

Az adóssággeneráló tőkeáramlások a negyedik negyedévben együttesen csaknem teljesen ellentételezték egymást. Mind a magánszektor, mind az MNB és a kormányzat hitelforgalmi szálaiban nettó forrásbevonás volt tapasztalható, s a tulajdonosi hitelek beáramlása is erős volt a negyedik negyedévben. Ezzel szemben a jegybanki intervenciók devizavásárlások, illetve a kereskedelmi bankok jegybanki betételhelyezése erőteljesen megnövelte a nemzetközi tartalékokat. Ez a csaknem 1 milliárd eurónyi növekmény ellensúlyozta a 410 millió eurós állampapír-vásárlás, a 300 millió eurót meghaladó nettó tulajdonosi hitel-beáramlás és egyéb nettó forrásbevonás hatását. Éves szinten az adóssággeneráló tőkebeáramlások 300 millió eurónyi követelésnövekedést (tartozáscsökkenést) mutatnak, ami szintén annak a következménye, hogy a különben minden hitelforgalmi csatornán tapasztalható nettó forrásbevonást a nemzetközi tartalékok növekedése (2,2 milliárd euró) felülmúlta, mivel az 1999. évi szuverén for-

¹ A fizetésimérleg-statisztika módszertanában 1995-ig visszamenően változások történtek, amelyek a folyó fizetési mérleg egyenlegére azonban sem 1998-ban, sem 1999-ben nem voltak hatással. A lakossági devizaszámla-forgalom a folyó átutalások helyett az idegenforgalomba lett átcsoportosítva. 1995-ben az idegenforgalom éves lefutását érintő korrekcióra került sor (az éves egyenleget ez nem változtatta, haviakat azonban igen, és ez a folyó fizetési mérleg éves lefutását is megváltoztatta), 1998-ban és 1999-ben az idegenforgalom bevétel- és kiadásoldalait korrigálták egy korábban sztomóként figyelembe vett tétel bruttóításával (az egyenleget ez nyilvánvalóan nem módosította), végül átcsoportosítás történt a pénzügyi mérlegben (utólagos korrekciók miatt) a tulajdonosi hitelek, az egyéb befektetések és a hibák és kihagyások tétel között (ugyancsak zérus nettó hatással). A változásokról bővebb információ az MNB internetes honlapján (www.mnb.hu) található.

rásbevonás egy része ugyancsak tartaléknövekedésben csapódott le.

A viszonzatlan tőketranszfereket, valamint a nem termelt és nem pénzügyi eszközök forgalmát tartalmazó tőkemérleg egyenlege (a tavalyinál jóval magasabb forgalom mellett) a negyedik negyedévben jelentős aktívumot mutatott, az 1999-es év egészét tekintve azonban alacsony egyenleggel zárt.

3. A nemzetközi befektetési pozíció

A nettó nemzetközi befektetési pozíció az ország külfölddel szembeni összes követelésállományának és a külfölddel szembeni összes tartozásállományának a különbsége, tehát a legtágabb értelmű nettó külföldi tartozásállomány, amely a nem adósság és az adósságelemeket egyaránt felöleli. Kitüntetett jelentőségét az adja, hogy változásának a tranzakciókhoz köthető része megfelel a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlegének.

A külfölddel szembeni *nem adósság* jellegű követelések közül a rezidens vállalatok tulajdonosi hitelek felüli külföldi közvetlen befektetései 1,2 milliárd euróról 1,4 milliárd euróra nőttek (Lásd V-4. táblázat). Ugyanakkor a portfólióbefektetés célzatú külföldi részvénytartás szintje továbbra is viszonylag alacsony: sem az előző negyedév, sem a negyedik negyedév végén nem érte el a 100 millió eurót, s alakulása inkább csökkenő. A külföldiek magyarországi közvetlen befektetéseinek tulajdonosi hitelek nélküli állománya 15,3-ról 16,2 milliárd euróra nőtt, amivel a GDP mintegy 35%-át érte el. A Budapesti Értéktőzsdén az árfolyamok év végi szárnyalása ugyanakkor a külföldiek által portfólió jelleggel tartott részvények állományát is jelentősen megnövelték (miközben e csatornán nem volt különösebben magas nettó beáramlás megfigyelhető): a harmadik negyedévi 3,1 milliárd euróval szemben év végén már 4,3 milliárd eurón tetőzött az állomány. A nem adósságjellegű befektetési pozíció tehát 20,5 milliárd euró külföldi tartozás és 1,5 milliárd euró külfölddel szembeni követelés egyenlegeként -19,1 milliárd euró 1999 negyedik negyedévének végén. Az 1999. szeptemberi állományhoz képest a nettó nem adósságjellegű külföldi tartozás 2 milliárd, az 1998. decemberi állományhoz képest azonban 4,5 milliárd euróval nőtt.

Az *adósság*ban megtestesülő nettó befektetési pozíció változatlan nagyságú (-11,2 milliárd euró) a harmadik negyedév végéhez képest, e mögött azonban a külfölddel szembeni követelések és tartozások egyaránt 2,4 milliárd eurós növekedése húzódik meg. A követelések között kimagasló a nemzetközi tartalékok állományának 1,3 milliárd eurós emelkedése (a negyedév végén az állomány nagysága 10,9 milliárd eurót ért el), de az egyéb befektetések állománya is csaknem 1 milliárd euróval nőtt. A tartozások között az egyéb befektetések 1,4 milliárd eurós növekedése volt a legjelentősebb, ugyanakkor a portfólióbefektetések növekménye is számottevő. A külföldiek által tartott magyar állampapírok állománya például a negyedév eleji 1,3 milliárd euróról 1,7 milliárd euróra emelkedett.

A (forintban denominált) állampapírok és a tulajdonosi hitelek elhagyásával számított adósságjellegű befektetések mutatják

V-4. táblázat Nemzetközi befektetési pozíció

	Milliárd euró		
	1998 dec.	1999 szept.	1999 dec.
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (=1-2)	-25,6	-28,3	-30,3
- nem adósság (=1a.1+1b.1-2a.1-2b.1)	-14,6	-17,1	-19,1
- adósság (=1a.2+1b.2+1c+1d-2a.2-2b.2-2c)	-11,0	-11,2	-11,2
(1) Külfölddel szembeni követelések (=1a+...+1d)	13,4	16,8	19,2
(1a) Közvetlen befektetések külföldön	1,1	1,7	1,6
(1a.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	1,0	1,2	1,4
(1a.2) Tulajdonosi hitelek	0,1	0,4	0,2
(1b) Portfólióbefektetések	0,3	0,9	1,2
(1b.1) Részvény	0,1	0,1	0,1
(1b.2) Adósság jellegű instrumentumok	0,2	0,8	1,2
(1c) Egyéb befektetések	4,1	4,6	5,6
(1d) Nemzetközi tartalékok	8,0	9,6	10,9
(2) Külfölddel szembeni tartozások (=2a+...+2d)	39,0	45,1	49,5
(2a) Közvetlen befektetések Mo-n	15,9	18,1	19,1
(2a.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	13,7	15,3	16,2
(2a.2) Tulajdonosi hitelek	2,2	2,8	2,9
(2b) Portfólióbefektetések	12,5	14,9	16,9
(2b.1) Részvény	2,0	3,1	4,3
(2b.2) Adósság jellegű instrumentumok	10,5	11,8	12,6
(2c) Egyéb befektetések	10,7	12,1	13,5
KIEGÉSZÍTŐ ADATOK			
(M) Külföldiek által tartott állampapírok	1,1	1,3	1,7
Bruttó külföldi adósság* (=2b.2+2c-M)	20,1	22,6	24,4
Nettó külföldi adósság* (=2b.2+2c-M-1b.2-1c-1d)	7,9	7,5	6,8

* Külföldiek által tartott állampapírok és tulajdonosi hitelek nélkül.

V-5. táblázat A külföldi adósság* megoszlása fő szektorok szerint

	1998		1999. szept.		1999. dec.	
	md euró	%	md euró	%	md euró	%
(1) Bruttó külföldi adósság (=1a+1b)	20,1	100,0	22,6	100,0	24,4	100,0
(1a) MNB és kormányzat	11,3	56,0	12,7	56,3	13,4	54,9
– MNB	10,0	49,7	9,5	42,2	9,8	40,0
– Kormányzat	1,3	6,3	3,2	14,1	3,7	15,0
(1b) Magánszektor	8,9	44,0	9,9	43,7	11,0	45,1
– Hitelintézetek	4,7	23,3	4,8	21,1	5,5	22,6
– Vállalati szektor	4,2	20,8	5,1	22,6	5,5	22,4
(2) Nettó külföldi adósság (=2a+2b)	7,9	100,0	7,5	100,0	6,8	100,0
(2a) MNB és kormányzat	2,8	35,5	2,1	27,9	1,2	17,9
– MNB	2,0	25,1	–0,6	–8,5	–2,0	–29,1
– Kormányzat	0,8	10,5	2,7	36,4	3,2	46,9
(2b) Magánszektor	5,1	64,5	5,4	72,1	5,6	82,1
– Hitelintézetek	1,9	23,5	1,8	24,2	2,0	28,8
– Vállalati szektor	3,2	41,0	3,6	47,8	3,6	53,3

* Külföldiek által tartott állampapírok és tulajdonosi hitelek nélkül.

meg az MNB által hivatalosan közölt bruttó és nettó külföldi adósságállományt. Míg előbbi a negyedév folyamán 22,6 milliárd euróról 24,4 milliárd euróra emelkedett (a GDP 53%-ára²), addig a nettó külföldi adósság 7,5 milliárd euróról 6,8 milliárd euróra (a GDP mindössze 15%-ára) süllyedt. Az V-5. táblázat alapján látható, hogy a nettó külföldi adósságnak mindössze 18%-a (1,2 milliárd euró) terheli az MNB-t és a kormányzatot, holott egy negyedévvel korábban még 28%-os, 1998 végén pedig 35% fölötti volt ez a részesedés. A bruttó külföldi adósságot tekintve az MNB és a kormányzat még domináns részesedéssel bír (55%). Az utolsó negyedévben 400 millió euró szuverén kibocsátásra került sor. Ez a felvétel a 2000-es év előfinanszírozását szolgáló tranzakciónak tekinthető, hiszen inkább a kedvező kondíciók (99,8%-os jegyzési árfolyam, EURIBOR+54 bázispont hozam a 300 millió eurós első paketten, amit 99,9%-os árfolyam, EURIBOR+52 bp. hozam mellett 100 millió euróval megemelték) motiválták, mint azonnali finanszírozási kényszer.

A nem adósság, illetve az adósságjellegű pozíció összegzésével a nettó nemzetközi befektetési pozíció az előző negyedév végi –28,3 milliárd euróról –30,3 milliárd euróra változott (utóbbi érték a GDP csaknem 66%-át teszi ki). A befektetés jellege szerint tekintve kizárólag a nem adósság jellegű nettó befektetési pozíció változása eredményezte ezt a 2 milliárd eurónyi módosulást, mivel az adósság-jellegű nettó befektetési pozíció azonos az egy negyedévvel ezelőttivel. A finanszírozásnál említett tranzakciók és a nemzetközi befektetési pozíciónál kimutatott állományváltozások közötti jelentős különbséget legnagyobb részben az magyarázza, hogy a gazdasági szektorok külföldi tartozásaiban, illetve követeléseiben 1999-ben még jelentős súlyuk volt a nem euróban denominált instrumentumoknak, így a keresztárfolyam-hatások felnagyították a tranzakciók hatását (az euró gyengülése miatt). Az MNB és a kormány esetében 2000-től a keresztárfolyam-hatás a nettó pozíción már elhanyagolható tényező lesz, mert a forint valutakosarában az euró január 1-vel 100%-os súlyt kapott, s az MNB és az ÁKK az új forintkosárnak megfelelően alakítja át a külfölddel szembeni nettó pozíciójának devizaszerkezetét, miáltal az árfolyamváltozások hatása limitált lesz. A magánszektor feltehetően csak részben fedezi külfölddel szembeni pozícióit, így az euróban kimutatott nettó külföldi tartozásállományuk változása valószínűleg továbbra is tükrözi majd a keresztárfolyam-változások hatását.

² A GDP-re vonatkozó adat a jegybank saját előzetes számításain alapul.