



---

# JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2001.  
március

---

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági és kutatási főosztálya  
Vezető: Neményi Judit  
Kiadja: a Magyar Nemzeti Bank Titkársága  
Kiadásért felel: Dr. Kovács Erika ügyvezető igazgató  
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 ismertetjük az első számban, így ezek részletes kifejtésére itt már nem kerül sor.<sup>1</sup>*



---

<sup>1</sup> A „Jelentés az infláció alakulásáról” eddig megjelent számai elérhetők a Magyar Nemzeti Bank honlapján.



# Tartalomjegyzék

---

<b>ÖSSZEFOGLALÓ</b> . . . . .	9
<b>I. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA</b> . . . . .	15
1. Importált infláció . . . . .	16
2. Az inflációs konvergencia . . . . .	18
3. A fogyasztói árak változásának összetevői . . . . .	18
4. A maginfláció . . . . .	24
<b>II. MONETÁRIS FOLYAMATOK</b> . . . . .	25
1. A monetáris kondíciók, kamat- és árfolyamalakulás . . . . .	25
1.1 A monetáris bázis és összetevői . . . . .	27
1.2 A konverziós forintkereslet és összetevői . . . . .	28
2. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások . . . . .	30
3. Kereskedelmi bankok kamatpolitikája . . . . .	33
4. Monetáris aggregátumok . . . . .	34
5. A vállalati szektor hitelkereslete . . . . .	35
<b>III. KERESLETI TÉNYEZŐK</b> . . . . .	36
1. Lakossági fogyasztás . . . . .	37
2. Beruházás . . . . .	38
3. Az államháztartás keresleti hatása . . . . .	40
4. Külső kereslet . . . . .	42
<b>IV. KÍNÁLATI TÉNYEZŐK</b> . . . . .	47
1. A munkaerő-piaci folyamatok alakulása . . . . .	47
1.1 A munkaerő-felhasználás alakulása . . . . .	47
1.2 A munkaerő-tartalékok szintje és a szűk keresztmetszetek lehetősége . . . . .	49
1.3 Bérinfláció . . . . .	50
2. Kapacitáskihasználtság . . . . .	52
3. Versenyképesség . . . . .	52
<b>V. A KÜLSŐ EGYENSÚLY</b> . . . . .	54
1. A nettó megtakarítói pozíció . . . . .	54
2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása . . . . .	57
3. A nemzetközi befektetési pozíció . . . . .	59

# Jelentés az infláció alakulásáról

## című kiadvány keretes írásai

---

### 1998

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

### 1999. március

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

### 1999. június

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

### 1999. szeptember

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

### 1999. december

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

### 2000. március

Bázishatás a 12 havi árindexben – a benzinárak esete . . . . .	19
A kormány antiinflációs programja a regulált körben januárban bekövetkezett és 2000-ben várható árintézkedések tükrében . . . . .	21
A kosárváltás hatása a hazai termelők versenyképességére . . . . .	51

### 2000. június

Hogyan mérjük az eurövezetbe vett inflációs konvergenciát? . . . . .	14
Az eurövezettel szembeni inflációs konvergencia termékkörönként . . . . .	15
A jegybanki eszköztár változásai . . . . .	23
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében . . . . .	26
A külső konjunktúra egyidejű jelzőszáma . . . . .	39
Az MNB bérinflációs mutatójának számításáról . . . . .	47

### 2000. szeptember

A monetáris kondíciók számításának háttére . . . . .	20
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében . . . . .	25

**2000. december**

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

**2001. március**

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



# Összefoglaló

---

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 árnövekedési üteméhez.

A fogyasztói árindex 2001 januárjában 10,1%-ot mutatott, amely lassú mérséklődést jelent az előző év harmadik negyedévéhez képest. A KSH által publikált maginfláció éves indexe januárban 9,7%-ra, az MNB által számított maginfláció 10,5%-ra emelkedett. Az eurórégióhoz viszonyított inflációs differencia fél éve a 7,5–8% közötti tartományban mozog. A konvergencia átmeneti megtorpanására a gazdaságpolitika a nominális árfolyampálya változtatásával jó ideig nem reagált. A tavalyi évben a gazdaságot érő, inflációnövelő hatású sokkok ugyanis elsődlegesen kínálati oldali jellegűek voltak, ezért a kormány és a jegybank 2000 áprilisa óta egy éven keresztül nem csökkentette a leértékelési ütemet.

A magas infláció több tényező együttes hatására alakult ki. A fő szerepet továbbra is az élelmiszer- és az energiaárak játszották. Az idei évben az előző évinél sokkal lassabb élelmiszer- és kőolajár-növekedésre számítunk, de az előző évi árnövekedés áthúzódó hatása miatt e kedvezőbb dinamika csak az év második felében fog tükröződni a fogyasztói árindex alakulásában. Az inflációs folyamat azonban várhatóan kedvezően befolyásolja az importált infláció idei alakulása. Mind a dollár euróval szembeni gyengülése, mind az eurórégió lassabb növekedése elősegítheti az importált infláció mérséklődését. A regulált árak visszafogott növekedése szintén támogatja az infláció csökkenését.

Az árfolyampolitika által legközvetlenebbül befolyásolt áralakulású *iparcikkek* inflációja a korábbi tendenciáknak megfelelően a fogyasztói kosár átlaga alatt volt, az év végén azonban némileg emelkedett. Ennek hátterében az áll, hogy e körben az importált infláció is gyorsult: szeptember óta folyamatosan emelkedik az euróövezet iparcikkárindexe. Tartós árnövelő tényezőt jelent a piaci szolgáltatások árának gyorsabb növekedése. A szolgáltatások és iparcikkek árnövekedési üteme közötti rés januárban 8%-ra emelkedett. Az elmúlt másfél évben az eltérés megduplázódásához hozzájárult a fogyasztói kereslet tartós növekedése, amely teret engedett a külkereskedelemmel nem versengő szolgáltatási szektor áremelésének. Ugyanakkor a munkaerőpiac szűkösebbé válásával költségoldalán is egyre erőteljesebb nyomást figyelhetünk meg a szolgáltatói szektorban, ahol a nominális bérnövekedés költségnövelő hatását nem ellensúlyozza a feldolgozóiparhoz hasonló mértékű termelékenységnövekedés. A ciklikus és termelékenységi ütemkülönbségre alapozott magyarázatok azonban csak részben magyarázhatják az árnövekedési ütemek nagyfokú szétnyílását. Megítélésünk szerint a külpiazi verseny által nem fegyelmezett szolgáltatói szektorban a tavalyi költségsokk hatására felépült inercia miatt maradt ilyen magas az árnövelés mértéke, tehát a tavalyi inflációs sokk másodlagos hatásának tekinthetjük. A monetáris politika azonban eltérően reagál e másodlagos hatásokra, mint az eredetiekre. Míg az elsődleges kínálati sokkok átmeneti árnövelő hatásának megfékezése csak nagy outputvesz-

teség árán lehetséges, és így a legtöbb jegybank részben akkomodálja e hatásokat (l. az energia-ár-sokk minden fejlett országban az infláció növekedését eredményezte), e másodlagos, inerciális hatásokat megpróbálják megfékezni, szükség esetén a monetáris kondíciók szigorításával.

A monetáris politika elsősorban az árfolyampályán keresztül tudja befolyásolni a gazdaság nominális pályájának alakulását. A kormány és a jegybank megállapodott, hogy 2001. április 1-jei hatállyal 0,2%-ra mérsékli a forint havi leértékelésének mértékét, tehát a tavalyi 4%-ról az év egészében 2,7%-ra mérséklődik a bejelentett leértékelés nagysága. A csökkentésre az adott lehetőséget, hogy azok a monetáris politikától független tényezők, amelyek az elmúlt évben az infláció emelkedését okozták, az idén várhatóan kedvezően befolyásolják az inflációs pálya alakulását. Emellett, a munkaerőpiac szűkössége és a szolgáltatások áralakulásában egyértelműen tetten érhető inerciális hatások indokolták a monetáris kondíciók szigorítását, annak érdekében, hogy a munkaerő újraelosztása hatékonysági követelmények mentén és ne a magasabb inflációt eredményező bérversenyen keresztül valósuljon meg.

A GDP növekedése 2000 negyedik negyedében tovább mérséklődött, az előzetes számok szerint 4,2%-ot ért el. A növekedés húzóerejét továbbra is a külföldi kereslet biztosította (GDP szerinti exportnövekedés: 25%). A belföldi felhasználás gyorsulása is hozzájárult a GDP növekedéséhez: a lakossági fogyasztás 4,5%-kal, a beruházások 8,4%-kal nőttek. A belföldi felhasználás növekedése bővülő importigénnyel járt együtt, a GDP szerinti import 26,8%-kal emelkedett. Bár a cserearányromlás mértéke (2,4%) az utolsó negyedévben mérséklődött, a GDP szerkezetű<sup>1</sup> nominális külkereskedelmi hiány nőtt. A nettó export változása összességében 1,7%-kal csökkentette a GDP növekedését. Amint azt előző Jelentésünkben is jeleztük, a belföldi felhasználás bővülésével nem állt arányban az import növekedésének gyorsulása, legalábbis akkor, ha feltételezzük, hogy nem emelkedett a gazdaság importigényessége. A gyorsabb importnövekedést készletfelhalmozásnak tekintjük, egyelőre nem dönthető el, hogy a magasabb importigény hátterében mennyiben áll a belföldi kereslet és mennyiben az export jövőbeni növekedése.

Legfontosabb külkereskedelmi partnereinknél a konjunktúra lassulása várható. Ez azonban a negyedik negyedévben még nem tükröződött az exportszámokban, hiszen az export dinamikája tovább gyorsult az előző negyedévhez képest. Továbbra is a CEFTA-térségben bővült legnagyobb mértékben a magyar termékek iránti kereslet, az éves növekedés üteme (39%) meghaladta mind a fejlett országokba (26%), mind az EU-országokba (24%) irányuló exportét. Az orosz válság óta először a FÁK-országokba irányuló kivitel is növekedést mutatott a negyedik negyedévben.

A belföldi kereslet komponensei közül a lakossági fogyasztás alakulását egyszeri tényezők határozták meg. A vártnál magasabb infláció miatt a költségvetési körben egyszeri bérkiegészítés történt, és decemberben került sor a visszamenőleges nyugdíjemelés kifizetésére. E juttatások olyan rétegeket érintettek, amelyek magas fogyasztási határhajlandósággal rendelkeznek. Az operacionális jövedelem éves növekedési üteme az előző negyedévi 1,8%-ról 4,5%-ra emelkedett, a fogyasztás bővülése pedig 3,3%-ról 4,5%-ra nőtt. A jelentős egyszeri jövedelememelkedés nem vezetett a bruttó megtakarítási ráta emelkedéséhez (10,6% az operacionális jövedelem arányában). Az előző negyedévekre jellemző tendenciát folytatva a bruttó megtakarításon belül tovább csökkent a pénzügyi megtakarítási ráta (3,4%). A lakossági felhalmozási ráta előző év azonos negyedévéhez viszonyítva 0,7 százalékponttal, 7,4%-ra emelkedett, ami elsősorban a növekvő lakásépítési kiadásoknak köszönhető.

Az év közepén bekövetkezett lassulás után 2000 utolsó negyedében erősödött a beruházási aktivitás, a nemzetgazdasági beruházások reálértékben 8,4%-kal bővültek. A beruházások jövedelemtulajdonosok szerinti alakulását tekintve az állami beruházások volumene az előző negyedévhez hasonlóan 10% körüli ütemben bővült. A magánberuházásoknál ennél alacso-

<sup>1</sup> Nemzeti Számlák szerinti export-import.

nyabb, 7% körüli reálnövekedés valósult meg, a vállalati szektor 5–6% körüli beruházási dinamikájának és a háztartások erős beruházási aktivitásának eredményeként. A vállalati szektor beruházási dinamikája továbbra is elmaradt attól a szinttől, amit az ipari termelés, a beruházási javak belföldi értékesítése, a növekvő beruházási eszközimport és az új rendelések adatai, valamint a már hosszabb ideje magas, 80% körüli kapacitáskihasználtság alapján várni lehetett.

A negyedévek ingadozó keresleti hatása mellett az év egészét tekintve az államháztartás a GDP 0,3%-ával szűkítette az aggregált kereslet növekedését. A tervezettnél kedvezőbb pozíció az automatikus stabilizátor hatása, a gazdasági programban szereplőnél gyorsabb növekedés és a magasabb infláció növelte a költségvetés bevételeit. Az év során a többletbevételekből az infláció nem várt alakulása miatt az egészségügyi és szociális ágazat bérkiegészítést kapott, és visszamenőleges nyugdíjemelésre is sor került. Így az év egészét tekintve nem változott a lakossági transzferek reálértéke. A kiadási szerkezeten belül kedvező változásnak tekinthető a beruházások arányának növekedése.

Amint azt a vállalati szektor viszonylag alacsony beruházási aktivitása is mutatja, a növekedés mindeddig nem ütközött kapacitáskorlátba. A potenciális munkaerőforrás kihasználtsága azonban tovább emelkedett, a munkanélküliségi ráta 6,3%-ra csökkent, miközben nőtt a munkaerő kihasználásának intenzitása (pl. a ledolgozott munkaórák száma emelkedett). A munkaerőpiacra nehezedő keresleti nyomást mérsékelte az aktivitási ráta további emelkedése (2000. negyedik negyedévében 53,8%). Az utolsó negyedévben bekövetkezett visszamenőleges bércorrekciók megnehezítik a bérinflációs mutatók értelmezését. Becsléseink szerint a versenyszférában az előző negyedévvel megegyező, 13%-os volt a bérinfláció növekedése a negyedik negyedévben. A bérnövekedés versenyképességet rontó hatását a feldolgozóiparban ellensúlyozta a termelékenység növekedése, az azonban figyelmeztető, hogy az egységbérköltség-alapú reálárfolyam-mutatók korábbi évekre jellemző folyamatos javulása megállt.

A negyedik negyedévben nőtt a gazdaság külső finanszírozási igénye, az előző év azonos negyedévéhez hasonlítva a GDP 0,7%-ával volt nagyobb a külső forrásbevonás. A GDP arányában 6,3%-os nettó külföldi finanszírozási igényből 1,6%-ra tehető a cserearányromlás hatása. Mivel a fizetési mérlegben a vámstatisztikában regisztrált külkereskedelmi forgalomnövekedés csak időbeli késéssel jelenik meg, a fizetésimérleg-statisztika alapján kalkulált folyó fizetési mérleghiány valamivel kedvezőbb képet tükrözött, mint a külső finanszírozási pozíció. A 2000. év negyedik negyedévé a folyó fizetési mérleg 928 millió euró hiánnyal zárta. A folyó fizetési mérleg hiányához nettó 123 millió euró tőkekiáramlás társult, mivel a működőtőke-kiáramlás meghaladta a Magyarországra történő befektetések nagyságát. A folyó deficitet tehát főként adóssággal jellegű befektetések finanszírozták. Ebből 313 millió euró volt a külföldiek nettó állampapír-vásárlása, a magánszektor pedig 500 millió euró fölötti forrást vont be a hitelforgalmi csatornákon.

A külső finanszírozási igény szektoronkénti alakulását vizsgálva az látható, hogy a vállalati szektor nettó pozíciója javult, annak ellenére, hogy a vállalkozások jövedelmi helyzetében tükröződik a cserearányromlás hatása, és a felhalmozási kiadások GDP-hez viszonyított aránya is emelkedett. Ezt a hatást azonban ellensúlyozta, hogy az előző évektől eltérően decemberben elmaradt a nagyobb volumenű profitrepatriálás. Az előző negyedévek tendenciáját folytatva, tovább csökkent a lakosság nettó megtakarítói pozíciója (a GDP 0,6%-ával). Emellett, bár az év egészét tekintve a költségvetés keresletmegtörő jellegű volt, a kiadások előző évtől eltérő ütemezése miatt az utolsó negyedévben az államháztartás külső finanszírozási igénye is emelkedett.

Az infláció inerciális komponenseinek felerősödése és a munkaerőpiacon a szűkülő keresztszettek kialakulása a monetáris kondíciók szigorítását tette szükségessé. Az infláció emelkedése 2000-ben a leértékelési ütem csökkentése nélkül is a monetáris kondíciók szigorítása irányába hatott. A 2000. harmadik negyedévben bekövetkezett inflációs sokk bázishatását kiszűrő rövid bázisú mutatók azonban azt mutatták, hogy a reálértékelődés októbertől folyamatosan csökkent, 2001. januárban 2,2%-ot ért el. Ezért további szigorítás vált szükségessé, decem-

berben a kormány bejelentette a leértékelési ütem április 1-jei hatállyal történő további csökkentését.

Az október végi, 100 bázispontos kamatemelés óta eltelt időszakban a jegybank két alkalommal, 25–25 bázisponttal csökkentette irányadó kamatait. Az elmúlt időszakot viszonylag stabil, 300 bázispont körül ingadozó kamatprémium jellemezte. A magyar kamatokat november végétől legnagyobb mértékben az eurórégió csökkenő hozamszintje befolyásolta. Az euró dollárral szembeni erősödése és a növekedés lassulása az ECB kevésbé szigorú politikáját vetítette előre. A forinthozamok csökkenésében némi szerepet játszott a várt leértékelési ütem mérséklődése is. E hatások eredőjeként 1 éves lejáraton a forinthozamok az októberi kamatemelést megelőző szintre süllyedtek (10,7%). A Reuters inflációs poll alapján ez 3% körüli éves reálkamatot implicál.

A hozamgörbe hosszabb lejáratain is hozamesés volt megfigyelhető. A hosszú hozamok mérséklődése alapvetően az euró hozamgörbe változását követte, de a forint-hozamcsökkenés a középtávú hozamok esetében csaknem kétszerese volt az euróhozamokénak. Ennek hátterében feltehetően az elvárt kockázati prémium mérséklődése állt. A feltörekvő országok általános megítélése a december–januári időszakban – az előző negyedévvel ellentétben – jelentősen javult.

A negyedik negyedévet alacsony konverziós forintkereslet jellemezte, annak ellenére, hogy jelentős mértékű kamatérzékeny tőkebeáramlásra került sor. Ezt az elsősorban állampapírvásárlásokban és a vállalati deviza-hitelfelvételben jelentkező kamatérzékeny beáramlást azonban ellensúlyozta a folyó fizetési mérleg magas hiánya, az alacsony nettó működőtőke-beáramlás, valamint a külföldiek részvény eladásai. A negyedik negyedév alacsony konverziós kereslete tükröződött a forintárfolyam sávon belüli pozíciójának alakulásában. Október–decemberben az árfolyam az erős sávszélről számított 30–50 bázispontos tartományban ingadozott. 2001. január végétől azonban újra az erős sávszélre került, a jegybank pedig több ízben interveniált. A forint csak február 20-a után, a török pénzügyi válság eszkalálódásával szakadt el kismértékben az árfolyamsáv erős szélétől.

A bővebb monetáris aggregátumok (M3, M4) reálnövekedési ütemének csökkenése 2000 negyedik negyedévében folytatódott. Ez részben a pénzügyi megtakarítási ráta továbbra is csökkenő trendjének volt köszönhető, részben pedig annak, hogy az utolsó negyedévben mind a lakossági fogyasztás, mind a vállalati beruházások megélnkültek. Ez utóbbi fejlemények növelték a likvidebb eszközök iránti igényt, így a szűkebb M1 aggregátum növekedési üteme emelkedett a negyedik negyedévben.

Főbb makrogazdasági mutatók								
	1999				2000			
	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) Előző év azonos időszaka = 100%</i>							
GDP*	3,4	3,8	4,5	5,7	6,6	5,8	4,5	4,2
ebből: belföldi felhasználás	5,3	4,2	2,4	4,8	5,7	3,6	5,0	5,8
– végső fogyasztás	4,3	4,3	4,1	3,6	3,0	3,2	3,0	4,1
= lakossági fogyasztás	4,5	5,0	4,6	4,4	3,3	3,5	3,3	4,5
– felhalmozás	8,0	3,9	–1,4	7,4	12,8	4,7	9,8	9,2
= állóeszköz–felhalmozás	5,7	6,1	3,6	7,5	7,0	7,2	2,2	8,4
export (GDP)	9,5	9,8	13,6	18,9	21,1	21,0	20,0	25,0
import (GDP)	12,9	10,2	9,3	16,6	18,6	16,4	20,6	26,8
<b>Reáleffektív árfolyamindex**</b>								
Fogyasztói árindexalapon	2,6	0,1	–3,5	–5,8	–3,1	–1,0	–1,2	–1,1
Feldolgozóipari árindexalapon	5,7	2,6	–1,8	–6,4	–6,1	–4,8	–5,5	–4,3
Fajlagos munkaköltség alapú (GDP-alapon)	6,4	5,1	4,4	4,4	4,4	3,9	2,8	0,8
Fajlagos munkaköltség alapú (bruttó kibocsátás alapon)	9,0	6,1	6,9	7,0	9,7	12,1	11,7	9,8
<b>Hiány és adósság</b>	<i>GDP százalékában</i>							
Államháztartás egyenlege (SNA)***	–9,5	–5,9	–4,4	–2,9	–4,5	–3,9	–2,5	–4,9
Államháztartás elsődleges egyenlege (SNA)****	–1,5	0,1	1,8	2,7	1,3	1,6	2,6	–0,5
	<i>Milliárd euró</i>							
Folyó fizetési mérleg	–0,5	–0,6	–0,1	–0,8	–0,4	–0,5	–0,1	–0,9
Külföldi működőtőke-befektetés (nettó)****	0,3	0,3	0,3	0,7	0,2	0,7	0,4	0,2
Megtakarítási ráta* (%)	8,4	6,5	6,9	8,4	6,8	6,0	7,6	7,1
Munkanélküliségi ráta** (%)	7,4	6,9	7,0	6,5	6,7	6,5	6,3	6,0
Bérinfláció*** (előző év azonos időszaka = 100 %)	16,4	16,2	16,1	16,0	12,6	12,5	13,1	14,5
Egy főre jutó nettó átlagkereset reálértéken**** (előző év azonos időszakához képest = 100 %)	5,0	5,0	3,6	3,8	2,1	3,2	2,8	3,5

\* Részben MNB-becslések.

\*\* A pozitív számok reáleértékelődést jelentenek; nominális árfolyamindexek 1995-től piaci árfolyammal számítva; a deflátorok a feldolgozóiparra vonatkoznak.

\*\*\* Becsült értékek, mert a helyi önkormányzatokra nincsenek hivatalos negyedéves adatok.

\*\*\*\* Tulajdonosi hitelekkel együtt.

\* A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása az összes lakossági jövedelem százalékában. (A nettó pénzmegtakarítások nem tartalmazzák az árfolyamváltozásokból és egyéb tényezőkből adódó átértékelődéseket.)

\*\* KSH munkaerő-piaci felmérése alapján, munkanélküliek az aktív népesség százalékában, szezonálisan igazított adatok.

\*\*\* Az MNB saját bérinflációs mutatója, lásd 2000. júniusi Jelentésünket.

\*\*\*\* MNB-becslés – a legalább öt főt foglalkoztató vállalatokra és a teljes költségvetési körre – az alkalmazottak nettó keresetére, figyelembe véve a jövedelemadó változásának hatását.

## Főbb monetáris mutatók

	1998				1999				2000			
	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)**	16,4	14,2	12,5	10,3	9,3	9,1	10,9	11,2	9,6	9,1	10,3	10,1
Ipari termelői árindex**	13,5	11,6	10,4	7,1	4,9	4,3	4,8	8,2	9,9	11,6	12,8	12,4
Forint középárfolyamának nominális leértékelése	12,9	12,2	11,4	10,3	9,4	8,4	7,5	6,5	5,9	5,0	4,3	4,0
	<i>Monetáris aggregátumok reálnövekedése**</i>											
	<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>											
M0	1,7	3,3	3,7	5,8	8,5	7,9	3,9	11,5	6,2	5,1	6,0	-1,5
M1	6,7	9,1	7,9	6,1	7,1	6,3	5,6	6,8	6,9	7,6	5,4	1,6
M3	2,3	4,0	4,6	4,4	8,0	7,1	5,0	4,3	5,0	4,2	3,0	2,3
M4	10,0	9,8	9,4	9,4	9,1	9,0	7,7	6,9	6,6	6,5	4,7	4,1
	<i>Pénzüintézeti hitelek állományának reálnövekedése**</i>											
	<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>											
Vállalati (külföld+belföld)	13,1	14,5	16,4	11,2	13,4	10,8	7,0	13,4	17,3	22,6	24,0	23,1
Vállalati belföldi	14,5	15,5	15,6	9,9	11,0	7,2	3,5	11,3	15,7	20,7	23,3	19,5
Lakossági	-11,4	-2,4	2,4	0,8	11,6	14,0	17,8	20,4	28,0	30,6	30,8	33,1
	<i>Kamatok (%)**</i>											
Passzív repó/depo 1 hónapos***	18,75	18,00	18,00	16,75	16,00	15,25	14,75	14,25	11,25	11,00	10,75	11,75
3 hónapos diszkontkincstárjegy	18,65	17,33	19,06	16,10	15,68	14,74	14,07	12,44	10,63	10,50	10,75	11,58
12 hónapos diszkontkincstárjegy	18,70	17,32	18,96	15,88	15,61	14,77	14,17	12,33	10,42	10,42	10,71	11,02
3 éves államkötvény	17,42	16,31	18,00	14,18	14,01	14,03	13,45	10,75	9,09	9,43	9,95	9,73
BUX	8656	7806	4571	6308	5490	6486	6747	8819	10000	8318	8270	7850
Kamatprémium (bsp)****	364	363	674	533	531	551	551	426	309	227	208	307
	<i>Konverziós forintkereslet</i>											
Konverzió, millió euró	2253	850	-1996	-175	313	239	1211	1043	1466	79	815	128
Hitelintézetek nettó külföldi forrásbevonása,* millió euró*	854	231	-617	-158	7	-173	151	312	707	8	464	68
Vállalati szektor nettó hitelfelvétele,** millió euró*	384	-24	209	579	113	766	393	335	-186	-227	-269	329

\* 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 ÁKK referenciahozamai.

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

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

\* Privátizációnak minősülő bevételek nélkül.

\*\* Tulajdonosi hitelekkel együtt.

# I. Az infláció alakulása

A dezinfláció 2000 első feléve során megakadt, amit jól mutat a 12 havi indexben az év közepén bekövetkezett trendfordulás. A *fogyasztói árindex* a harmadik negyedévi enyhe emelkedést követően 10% felett stabilizálódott, 2001 januárjában 10,1% volt. A KSH által publikált maginfláció éves indexe januárban 9,7%-ra, az MNB által számított maginfláció 10,5%-ra emelkedett. Ez utóbbi index így a két évvel ezelőtti szintre kapaszkodott vissza.

Monetáris politikai szempontból kiemelt jelentőségű az *iparcikk* és a *piaci szolgáltatások* csoport áralakulása. Az előbbi az árfolyam-politika transzmissziós mechanizmusának hatékonyságáról, a nominális horgonyszerep érvényesüléséről szolgál információval. Az utóbbi az árfolyamalapú dezinfláció hitelességéről és fenntarthatóságáról ad jelzést.

A monetáris politika – a forint árfolyama – által közvetlenül befolyásolt *iparcikk*ek alacsony, januárban éves szinten 5,1 százalékos inflációja a korábbi tendenciáknak megfelelően a fogyasztói kosár átlaga alatt volt, vagyis mérsékelte a fogyasztói árindex által mért inflációt. E csoport áremelkedése az év végén némileg gyorsult, az időszak végén a forint nominális leértékelési pályájától vett különbsége a szokásosnál nagyobb volt. Ennek háttérében az áll, hogy e körben az importált infláció is gyorsult: szeptember óta folyamatosan emelkedik az euróövezet iparcikk-árindexe.

A *központilag szabályozott* árak éves szinten 6 százalékalatti áremelkedése hasonló módon visszafogta a fogyasztói árak növekedését.

A *piaci szolgáltatások* 12 havi inflációja 2000 májusa óta gyorsuló ütemet mutat. Kezdeti lökést adott a külső tényezők – energia- és élelmiszerár – sokkok közvetlen hatása. A több mint fél éve tartó folyamatos emelkedés háttérében azonban már jellemzően az inflációs várakozások inerciája áll. Ez azt jelenti, hogy e szektorban a gazdasági szereplők a dezinfláció megtorpanását nem csupán egyszeri, exogén sokkok hatásának tulajdonítják, hanem az dezinflációs tendencia megváltozására számítanak. Amint későbbi elemzésünkben kiderül, az élelmiszerár-sokk lényegében már teljesen, az olajársokk részben beépült a hazai inflációs folyamatokba. Ezért a közeljövőben a dezinfláció folytatódására számítunk; amihez várakozásaink szerint a piaci szolgáltatások áralakulása, ha késésekkel is, de alkalmazkodni fog.

Számottevő inflatorikus hatást gyakorolt az *élelmiszerárak* megugrása, amely mögött elsődlegesen a mezőgazdasági termékek külső tényezőkre visszavezethető jelentős áremelkedése húzódik meg. A *piaci* mechanizmus révén kialakuló *háztartási energiahordozó* árak az elmúlt év folyamán rendkívül jelentős mértékben emelkedtek. Ez utóbbi csoport azonban viszonylag

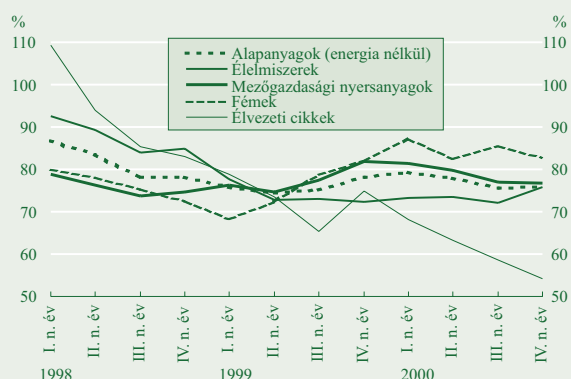
**I-1. táblázat Az árnövekedés üteme a különböző termék- és szolgáltatáscsoportokban\***  
(az előző év azonos hónapjához viszonyítva)

	Súly a fogyasztói árindexben	%								
		1999	2000							2001
		december	március	június	szeptember	október	november	december	január	
<b>Fogyasztói árindex</b>	<b>100,0</b>	<b>11,2</b>	<b>9,6</b>	<b>9,1</b>	<b>10,3</b>	<b>10,4</b>	<b>10,6</b>	<b>10,1</b>	<b>10,1</b>	
Ebből:										
Ipari termékek, élelmiszer, alkohol, dohány és benzin nélkül	26,7	6,5	5,2	4,3	4,7	4,7	4,8	4,9	5,1	
Benzin	4,9	37,8	36,7	33,4	25,9	26,7	24,2	15,2	5,9	
Szabadáras háztartási energia	1,3	16,5	12,7	17,6	24,4	29,2	33,2	34,0	32,6	
Élelmiszerek	19,1	5,4	5,6	6,4	15,3	14,1	14,3	13,6	15,2	
Szabályozott árak	18,0	17,6	10,9	9,4	6,6	7,0	7,7	7,6	7,7	
ebből: energia	7,3	6,2	5,1	5,5	7,9	8,8	8,8	8,8	8,3	
szolgáltatások	9,0	18,7	8,8	5,6	5,8	5,9	6,9	6,9	7,2	
Piaci szolgáltatások	20,6	10,8	10,2	10,3	11,4	11,9	12,1	12,5	13,2	
Szeszes ital, dohányáru	9,4	10,6	11,7	10,5	10,7	11,2	11,1	11,3	11,2	
Maginfláció	89,9	8,8	7,5	7,0	9,4	9,6	9,7	9,8	10,5	
Nominálegatívum leértékelődése		2,7	4,1	6,2	5,6	5,4	6,3	5,7	4,5	
A forint bejelentett nominális leértékelése		6,7	6,0	5,1	4,4	4,3	4,2	4,0	4,0	

\* A fogyasztói árindex alapjául szolgáló tételek csoportosítása eltér a KSH által használttól, lásd korábbi Jelentéseinket.

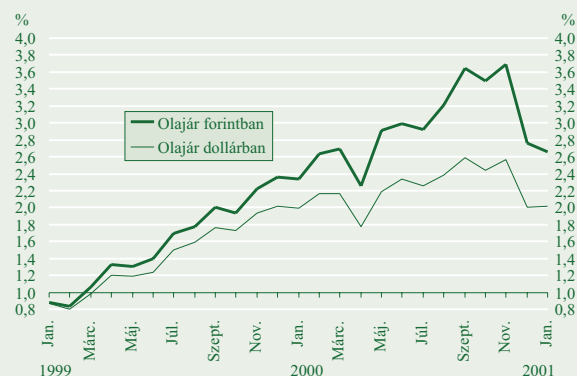
kis súllyal szerepel a fogyasztói árindexben, így inflatorikus hatása is csekély. A *kormányzati szabályozás alá eső energiahordozók* ára alacsony szinten került megállapításra, így a meghozott intézkedések hozzájárultak az infláció mérsékléséhez (lásd I-1. táblázat).

**I-1. ábra A világgiazi alapanyag-árszintek alakulása**  
(energiahordozók nélkül, 1995 = 100)



Forrás: IMF IFS. Szezonálisan igazított árak dollárban. Élvezeti cikkek: kávé, tea, kakaó.

**I-2. ábra Az olajár világgiazi és forintban számított árának alakulása**  
(1998 átlaga = 1)



## 1. Importált infláció

Elemzésünk szerint a negyedik negyedévben mérséklődött az importált inflációs nyomás. Ez nagyrészt a világgiazi olajár-csökkenésnek és a dollár gyengülésének tudható be; a kedvező folyamatok ugyanakkor más területeken is tapasztalhatók voltak: nem emelkedett az energia nélkül vett világgiazi alapanyagárak átlagára, és mérséklődést mutattak a fejlett, illetve a közép-kelet-európai országokra vonatkozó importárindexek is.

A különböző világgiazi nyersanyagok áralakulása 2000 utolsó negyedévében vegyes képet mutatott: az energiahordozók nélkül számított alapanyagok árának az előző negyedévet jellemző csökkenése megtorpant, ugyanakkor a nyersolaj árának korábban erőteljes emelkedését 2,5%-os csökkenés váltotta fel. Az energiahordozók nélkül vett nyersanyagok összességében változatlan negyedik negyedéves árszintje háttérben az élelmiszerárak 5%-os emelkedése és az egyéb termékcsoportok árának 2–8%-os mérséklődése áll (lásd I-1., I-2. ábra).

A különböző árfolyammutatók és az import-egységértékindex (lásd I-3. ábra) negyedik negyedévi alakulása azt mutatja, hogy 2000 utolsó negyedében az importált inflációs nyomás mérséklődött. Az import-egységértékindex egy negyedév alatt 3 százalékponttal, 12%-ra csökkent. Az egységértékindex a forint előre meghirdetett leértékelésének ütemét 7,9%-kal, a nominálegatívum leértékelését pedig 6,2%-kal haladta meg, szemben a harmadik negyedévi magasabb értékekkel. Az effektív külföldi árakkal számított mutató<sup>1</sup> 11,2%-os éves növekedési üteme valamivel meghaladta az előző negyedévi ütemet.

<sup>1</sup> Az effektív külföldi árakkal számított importált inflációs mutató képzésekor főbb külkereskedelmi partnereink termelői árindexeinek súlyozott átlagát megszorozzuk a nominálegatívum leértékelésével.

A szezonálisan igazított indexekből számított negyedév/negyedév típusú mutatók e folyamatok pontosabb nyomon követését teszik lehetővé (lásd I-4. ábra). Ugyan az import-egységértékindex az importált inflációs nyomás enyhe emelkedését mutatja, de a trend – az előző negyedévihez hasonló –, egyértelműen csökkenő tendenciája arra utal, hogy az importált infláció csökkenése folyamatos volt.

Az importár növekedési ütemének negyedik negyedévi mérséklődése a fejlett és a közép-kelet-európai viszonylatú áruforgalomban egyaránt megfigyelhető volt. Az importárak mérsékeltbb növekedése a fejlett viszonylatú kereskedelemben a gépek, a közép-kelet-európai viszonylatú forgalomban pedig az energiahordozók lassúbb árnövekedéséből adódott. Figyelemre méltó, hogy a Közép-Kelet-Európából származó import ára az előző negyedévben tapasztaltnál jóval kisebb mértékben, 30,6%-kal nőtt az előző év azonos időszakához képest.

Éves szinten a különböző termékcsoportok közül a negyedik negyedévben is az energiahordozók ára nőtt a leggyorsabban, 62,7%-kal, ami azonban igen jelentős lassulást jelentett a harmadik negyedévi 83,9%-hoz képest. A gépek az a másik árucsoport, ahol az importár-növekedés üteme jelentősen, a harmadik negyedévi 9,2%-ról 5,5%-ra mérséklődött. A feldolgozott termékek árnövekedése gyakorlatilag nem változott, míg az importban kis súlyt képviselő élelmiszerek és nyersanyagok árnövekedési üteme meghaladta a harmadik negyedévi dinamikát.

Az euróregióban a fogyasztói árak növekedése 2000-ben folyamatosan meghaladta az Európai Központi Bank 2%-os középtávú célkitűzését (lásd I-2. táblázat). A csúcspontot a novemberi 2,9%-os áremelkedés jelentette. Decemberben a fogyasztói árak növekedése az alacsonyabb olajáraknak és az erősödő eurónak köszönhetően 2,6%-ra mérséklődött. Az energiaárakat figyelmen kívül hagyva a fogyasztói árak 1,7%-kal emelkedtek. A legmagasabb, 4,6%-os inflációt Írországban, a legalacsonyabb, 1,7 és 1,8%-os értékeket pedig Franciaországban, illetve Ausztriában mérték. Az év végére a szeptemberi igen magas ipari termelői árindexek is csökkentek.

Az Egyesült Államokban a fogyasztói áremelkedés üteme lényegében nem változott, az utolsó negyedévben 3,4–3,5% körül ingadozott. A gazdasági növekedés utolsó negyedévi lassulása nem tükröződött a maginfláció alakulásában. Az autóértékesítés visszaesése és a kiskereskedelmi árak csökkenése ellenére a piaci indíttatású áremelkedés a júniusi és szeptemberi 2,6%-os szinten maradt.

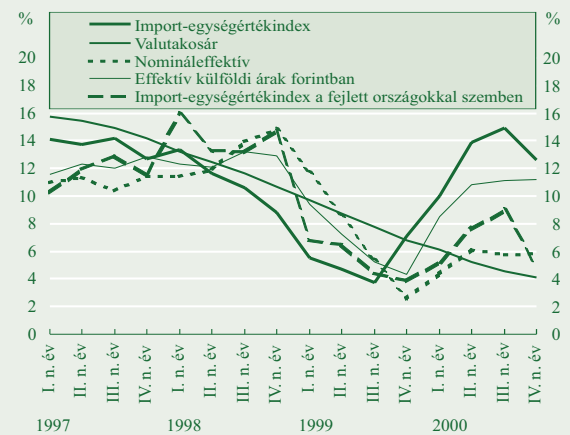
Csehországban az október–novemberi kicsit magasabb értékek (4,4 és 4,3%) után a tizenkét havi fogyasztói ár infláció decemberben 4%-ra csökkent a változékony energia- és élelmiszerárak mozgásának következtében.

A regulált árakat és az indirekt adókat nem tartalmazó nettó infláció a szeptemberi 3,2%-ról az év végére 3%-ra mérséklődött, és az egymást követő harmadik évben a Cseh Központi Bank célkitűzése alatt maradt.

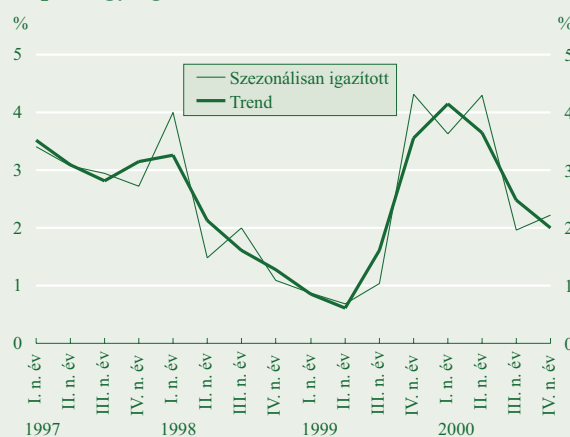
A lengyel fogyasztói árnövekedés az első három negyedévi stagnálás után az utolsó negyedévben jelentősen mérséklődött: a szeptemberi 10,3%-os árnövekedés decemberben 8,5%-ra csökkent. A csökkenés nem egyszerűen az energiaárak mérséklődésének az eredménye, hanem tükrözi az élelmiszerárak lassúbb növekedését és a zloty erős felértékelődését is.

I-3. ábra Az importárak és különböző árfolyammutatók alakulása

(előző év azonos időszaka = 100)



I-4. ábra Szezonálisan igazított import-egységértékindex



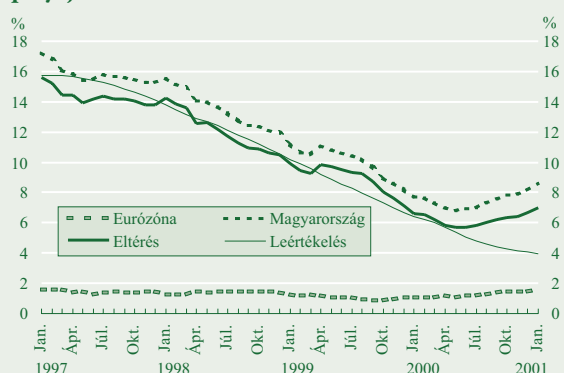
I-2. táblázat Nemzetközi inflációs adatok, 1999–2000

(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	2000. június		2000. szeptember		2000. december	
	ipari termelői	fogyasztói	ipari termelői	fogyasztói	ipari termelői	fogyasztói
	árak					
Egyesült Államok	4,3	3,7	3,3	3,5	3,6	3,4
Japán	n/a	-0,7	n/a	-0,8	n/a	-0,5
Németország	2,9	2,0	4,3	2,6	4,2	2,2
Csehország	5,1	4,1	5,2	4,1	5,0	4,0
Lengyelország	8,9	10,2	8,3	10,3	5,7	8,5
Magyarország	11,6	9,1	12,8	10,3	12,4	10,1
EU-11	5,6	2,3	6,2	2,8	5,4	2,6
EU-15	5,0	2,1	5,5	2,5	4,7	2,3

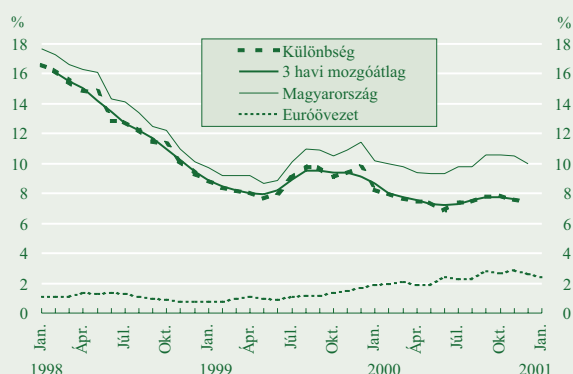
Forrás: IIMF IFS és Global Data Watch, JP Morgan 2000. évi számai.

**I-5. ábra** Inflációs különbség az iparcikk és piaci szolgáltatások átlagában és a forint nominális pályája \*

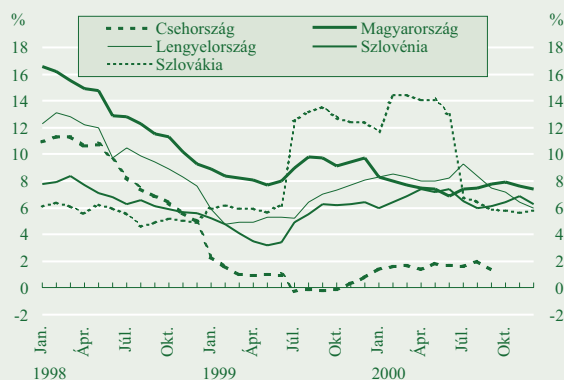


\* Inflációs különbség százalékban az iparcikk + piaci szolgáltatások csoport magyar vs. euróvívvel 12 havi inflációja között. Az ábrán a forint nominális leértékelésének 12 havi visszatekintő üteme látható.

**I-6. ábra** Inflációs konvergencia: Magyarország és az euróvív harmonizált árindexeinek különbsége



**I-7. ábra** Inflációs különbségek az euróvívhez a 12 havi indexek alapján



Forrás: Eurostat.

## 2. Az inflációs konvergencia

Az Eurostat által használt metodikának megfelelő módon számított hazai HICP decemberben 10%-on állt. Vagyis az inflációs különbség már fél éve a 7,5–8% közötti tartományban mozog, ami a korábbi konvergencia megtorpanását jelenti. Előző *Jelentésünkben* írtuk, hogy a konvergenciafolyamat kezdeti megtorpanását a magyar gazdaság energiasokkra való fokozottabb érzékenysége, illetve az asszimétrikus nyári élelmiszerár-sokk magyarázza. A konvergencia folytatódásának elmaradása ugyanakkor az inflációs várakozások divergenciájára hívja fel a figyelmet.

Monetáris politikai szempontból az iparcikk és piaci szolgáltatások áralakulásának tulajdonítunk kiemelt jelentőséget. Az euróvívvel való inflációs összevetést e területre szűkítve azt látjuk, hogy 2000 második felében az árfolyampálya által vezérelt korábbi konvergencia megszűnt (lásd I-5., I-6. ábra).

Az elmúlt időszakban a hozzánk hasonló helyzetű közép-kelet-európai országok közül csupán Lengyelországnak sikerült érdemi előrelépést tennie az euróvívhez történő inflációs konvergencia terén. A Visegrádi-országok közül Csehország helyzete a legkedvezőbb a 2% alatti inflációs többlettel, míg a másik négy állam behoznivalója a 6–8% közötti tartományban mozog (lásd I-7. ábra).

## 3. A fogyasztói árak változásának összetevői

### Iparcikk

A monetáris politika szempontjából a nemzetközi versenynek kitett *iparcikk* árának alakulása kitüntetett szerepet játszik. E termékek kül- és belföldi ára egyaránt különösebb ingadozások nélkül alakul. Mivel az indexet nem torzítják rövid távú hatások, így az iparcikk árának alakulása jó minőségű információt hordoz a monetáris politika, illetőleg az árfolyampálya inflációs folyamatra gyakorolt hatásáról.

A fogyasztói kosár 26,8%-át reprezentáló *iparcikk* 12 havi árindexe januárra 5,1%-ra emelkedett. A tartós *fogyasztási cikkek* árszintje továbbra is közel stabilnak mondható, az éves index januárban a 1,5% volt. A folyó fogyasztásra szolgáló termékek 19,4% súlyú csoportja 6,5%-kal lett drágább (lásd I-8. ábra).

Az iparcikk árnövekedési átlagánál gyorsabb drágulás a *lakásjavító és karbantartó cikkek*, illetve a *saját tulajdonú lakások* kategóriában szereplő építőanyagoknál következett be. Ez részint a magasabb fajlagos energiaigénnyel, részint pedig az építőipar – ezen belül is a fogyasztói árindex által lefedett lakásépítés – ciklikus pozíciójával magyarázható (lásd I-9. ábra).

A kormány és a Magyar Nemzeti Bank 2000 áprilisában csökkentette a forint leértékelési ütemét (havi 0,3%-ra),<sup>2</sup> így a bejelen-

<sup>2</sup> A Jegybanktanács március 2-án határozott a forint havi leértékelési ütemének 2001. április 1-jével 0,2% szintre történő csökkentéséről.

tett leértékelődés az októberi 4,3%-ról januárra 4%-ra csökkent. A külkereskedelmi forgalomba kerülő termékek inflációjának enyhe emelkedése, illetve a forint nominális leértékelési pályájától vett eltérés a szokásost kissé meghaladó üteme továbbra sincs éles ellentmondásban az árfolyampályával (lásd I-10. ábra). Ennek hátterében az áll, hogy gyorsult az importált infláció: az euróövezet iparcikkárindexe a korábbi 0,5–0,6% éves ütemről 2001. januárra 1,1%-ra emelkedett. Ezt figyelembe véve, nem meglepő a hazai iparcikk-infláció gyorsulása, ami így nem utal a dezinfláció hatékonyságát veszélyeztető feszültségekre, vagyis az előre meghirdetett árfolyampálya továbbra is betölti a nominális horgony szerepét.

### Szolgáltatások

A kereskedelmi forgalomba nem kerülő piaci szolgáltatások és a nemzetközi versenynek kitett iparcikkszektor áralakulása között mind nagyobbra nyílt a különbség.

A piaci szolgáltatások ára a januárral záródó 12 hónapban közel 8,1%-kal magasabb ütemben emelkedett, mint az iparcikkek átlagára. A különböző szektorok termelékenységnövekedési üteme között fennálló különbség becsléseink szerint hosszú távon is indokol inflációs különbséget a gazdasági felzárkózás jelenlegi szakaszában, de a 2000. év folyamán tapasztalt 7,6% árarányváltozás hosszabb távon várhatóan mérséklődik (lásd I-11. ábra).

A piaci szolgáltatások 20,2% súlyú csoportjának 12 havi árindexe a harmadik negyedévtől kezdődően folyamatosan emelkedett, értéke januárban 13,1%-ot ért el. Az élelmiszerár-sokk, illetőleg a bér-inflációs inercia problémakörét az alábbiakban a piaci szolgáltatások további, 3 csoportra történő felbontásával vizsgáljuk.

Az élelmiszer-érzékeny<sup>3</sup> csoport súlya 4%, a magas munkaerő-igényük alapján külön csoportba gyűjtött munkabér-érzékeny<sup>4</sup> szolgáltatások a fogyasztói kosár 9%-át reprezentálják, a piaci szolgáltatások ezen két csoportba be nem sorolt tagjai a 7,2% súlyú egyéb<sup>5</sup> kategóriába kerültek (lásd I-12. ábra).

Az étkezési szolgáltatásokat tartalmazó csoportban júliust követően erőteljesen érződött az élelmiszerársokk, az éves index januárban 14,5% volt.

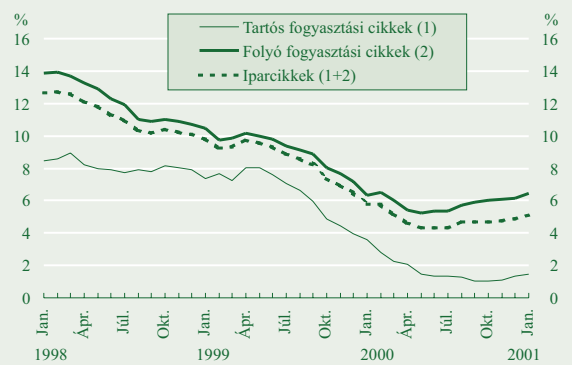
A munkabér-intenzív szolgáltatások 7,54% súlyú csoportjának augusztusban meglódult inflációja a negyedik negyedév során tovább emelkedett, s e csoport 12 havi árindexe januárban 14%-ot mutatott. Az értékelést ugyanakkor árnyalja, hogy a mun-

<sup>3</sup> Az élelmiszer-érzékeny csoportba az éttermi, munkahely-, iskolai, óvodai/bölcsődei étkezés, valamint a búféruak mellett – az idősor statisztikai tulajdonságainak figyelembevételével – az üdülés belföldön nem beutalóval csoport került.

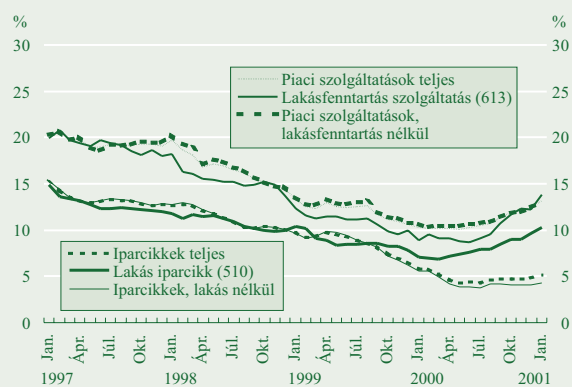
<sup>4</sup> Munkabér-érzékenynek tekintjük a ruha-, háztartási berendezés, lakás- és járműjavítási tevékenység, takarítás/mosás, testápolási szolgáltatás, egészségügyi és oktatási szolgáltatás és a kulturális cikkek javítása, valamint a presszókávétételeket.

<sup>5</sup> A két speciális csoport egyikébe sem kerültek besorolásra: újság/folyóirat, könyv, tankönyv, társasházi közös költség, gépkocsikölcsönzés, taxi, teherszállítás, színház, mozi, sportrendezvények, üdülés külföldön, fényképészeti és egyéb („fel nem sorolt”) szolgáltatás.

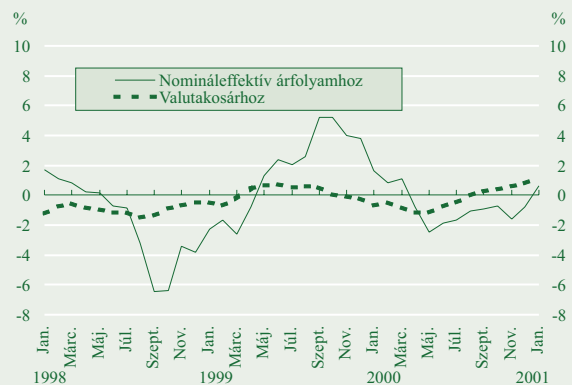
I-8. ábra Iparcikkek árának alakulása (12 havi index)



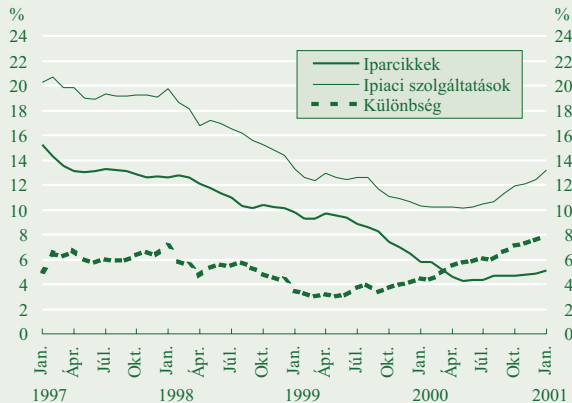
I-9. ábra A lakás karbantartással kapcsolatos iparcikkek és szolgáltatások árának alakulása



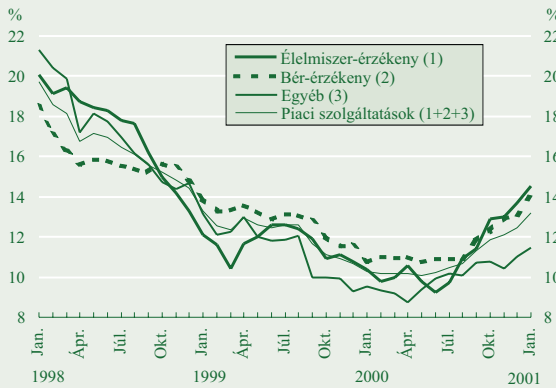
I-10. ábra Az iparcikkek 12 havi relatív inflációs üteme



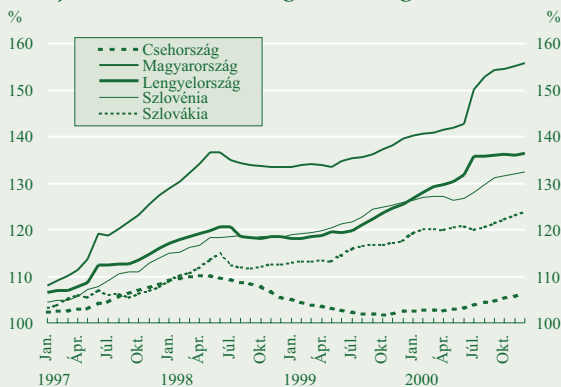
I-11. ábra Az iparcikkek és piaci szolgáltatások 12 havi árindexe



**I-12. ábra A piaci szolgáltatások árindexének felbontása**

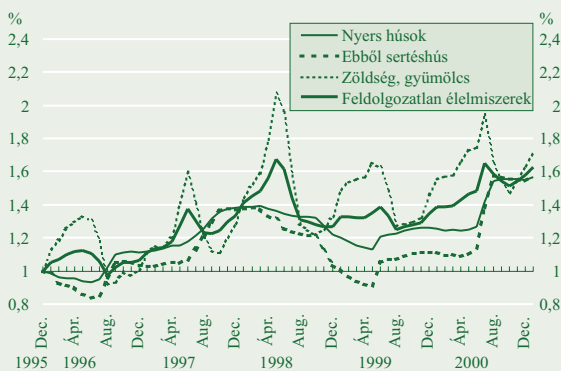


**I-13. ábra Az élelmiszerárak szezonálisan igazított szintjének alakulása a Visegrádi-országokban**



Forrás: Eurostat; MNB számítás.

**I-14. ábra A feldolgozatlan élelmiszerek áralakulása**



kaerő-piaci adatok továbbra sem erősítik meg a bérinfláció gyorsulását ebben a szektorban.

A piaci szolgáltatások árindexének fenti felbontása arra mutat rá, hogy a csoport inflációjának gyorsulása nem köthető egyes, jól körülhatárolható részcsoporthoz. A jelenség általánossága azt támasztja alá, hogy e mögött az aggregált kereslet hatása, vagy inflációs várakozások emelkedése állhat. Az előbbinek el-  
lentmond, hogy 2000 második felében nem tapasztaltuk a lakossági fogyasztás dinamikájának gyorsulását. A piaci szolgáltatások inflációjának gyorsulását és az iparcikk-inflációtól való különbség növekedését az okozza, hogy a szolgáltatások ármeghatározói a dezinflációs folyamat megakadásának más gazdasági szereplőkétől eltérő értelmezést adnak: azt nem egyszeri sokkok hatásának, hanem általános és tartós jelenségnek tulajdonítják. Így inflációs várakozásaik magasak voltak, ami a gyorsuló árnövekedésben jelentkezett. Elemzésünk szerint a sokkok hatása 2001-ben már nem akadályozza a dezinfláció folytatódását, ami a piaci szolgáltatások áralakulásának korrekcióját hozza magával.

## Élelmiszerárak

Mint arról a korábbi Jelentésben is beszámoltunk, régiókat az elmúlt év közepén kedvezőtlen – a monetáris politika szempontjából exogén – mezőgazdasági sokk érte. Ennek hatása leginkább hazánkhoz a mezőgazdaság szempontjából meglehetősen hasonló helyzetű Lengyelországgal történő összehasonlításban érzékelhető (lásd I-13. ábra).

A sokk „kifutása” – a bázishatás révén – ez év közepén mérséklőleg fog hatni a 12 havi árindexre. Nem szabad azonban megelégedni arról, hogy az élelmiszerárak, elsősorban a nyers-élelmiszerárak, rendkívül volatilisán viselkednek, így távolról sem zárható ki, hogy az ágazatot 2001 folyamán újabb jelentős (külső) sokk éri. Az élelmiszerárak alakulásának nagyfokú kiszámíthatatlansága jelentős súlyuk révén – a teljes csoport 19 százalékos, ezen belül a nyers élelmiszerek 5,3 százalékos képviselnek a fogyasztói kosárban – az infláció előrejelezhetőségének egyik legnagyobb korlátja.

Az élelmiszerek 12 havi árnövekedése 2001 januárjában 15,2 százalék volt. A nyers élelmiszerek ára 17,2 százalékkal, a feldolgozott élelmiszerek ára pedig 14,3 százalékkal emelkedett a megelőző év során. Ebben elsősorban a nyers húsarú drágulása játszott szerepet: a sertéshús kilójáért 40%-kal többet kellett fizetni, mint egy évvel korábban. Ennek a korábbi évek alacsony, csökkenő árait követő nagyobb árkiigazításnak az eredményeként a sertéshús ára a három évvel korábbi szintre állt vissza (lásd I-14. ábra).

Az inflációs folyamat trendjeinek vizsgálatához a feldolgozott élelmiszerek áralakulása szolgáltat pontosabb információt. A 2001. januári kedvezőtlen index kialakulásában azonban vélhetően jelentős szerepet játszik az év első hónapjára jellemző át-  
árzások hatása.

A szektor számára alapanyagként szolgáló feldolgozatlan élelmiszerek 2000 derekán történt áremelkedése hatásának egy része csak most jelentkezik, aminek következtében 2001 januárjában a feldolgozott élelmiszerek a 2000. januárinál több mint 2

százalékkal gyorsabban, egyetlen hónap alatt 3,7 százalékkal drágultak (lásd I-15. ábra).

## Energia

Az energiahordozó importára a negyedik negyedév során az előző negyedévhez képest is tovább nőtt, annak ellenére, hogy a világpiacon a kőolajár novemberben jelentősen csökkent (lásd I-2. ábra). Ez részint azzal magyarázható, hogy ország számára releváns importföldgázár a világpiacon a kőolajárhoz kötődik, azt 9 hónap késéssel, simítva követi, ami kedvezőtlen árhelyzetet teremt, hiszen az importföldgáz ára még 2001 első felében emelkedni fog a világpiacon árcsökkenés ellenére is. Ugyanakkor a földgáz áremelkedésére a kormány a szabályozási rendszeren keresztül tud hatni, ennek tulajdonítható, hogy az áremelkedésnek az inflációba való beépülése csak részben történt meg.

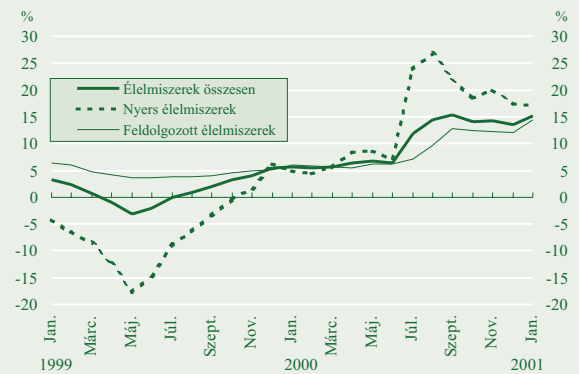
A világpiacon folyamatok következményeként a piaci árazódású energiahordozók világpiacon 2000 második feléve folyamán rendkívül dinamikus emelkedett. Ez a folyamat december folyamán lelassult, s 2001 januárjában már gyakorlatilag nem változott az árszint, a 12 havi index azonban így is kiugróan magas, 32,6 százalékos emelkedést mutatott, ami a csoport kicsiny, 1,34%-os súlya révén azonban csupán 0,44 százalékkal járult hozzá az éves fogyasztói árindex 2001. januári értékéhez. A szabályozott árazású energiahordozók a kormányzat antiinflációs politikájának következtében az inflációtól, különösen pedig a nemzetközi energiaárak drágulásának ütemétől jelentősen elmaradó mértékben emelkedtek. Ebben a körben a 12 havi drágulás üteme januárban 8,3 százalék volt, amely így is meghaladta az egy évvel korábbi 6,2 százalékos, illetőleg az év derekát jellemző, kevéssel 5 százalék feletti ütemet.

Az energiaárakon belül mind élesebben eltávolodik egymástól a központi árszabályozás alá eső háztartási energiahordozók, illetőleg a szabad, piaci áralakulású termékek árindexe (8,8%, illetve 29,2%), valamint az ugyancsak központi árszabályozású, de nem háztartási célú energiahordozók áralakulása. Az importáltenergia-áraknak a lakossági fogyasztókat közvetlen módon érintő hatását a gazdaságpolitika jelentős mértékben tompította azáltal, hogy a vezetékes gáz, valamint a tömegközlekedés árának hatósági megállapításakor az inputköltségek növekedésének csak egy kis részét engedte a lakossági árakban érvényesíteni, illetve a benzin jövedéki adó mértékének változatlanul hagyása nemcsak a magáncélú közlekedési kiadásokat, de a szállítások költségét sem terheli. A hatósági körben megállapított árak hosszabb távon aligha szakadhatnak el a piaci folyamatoktól, így a jelen helyzet – amennyiben a világpiacon tendenciák nem fordulnak lényegesen kedvezőbbre – feszültségeket rejt (lásd I-16. ábra).

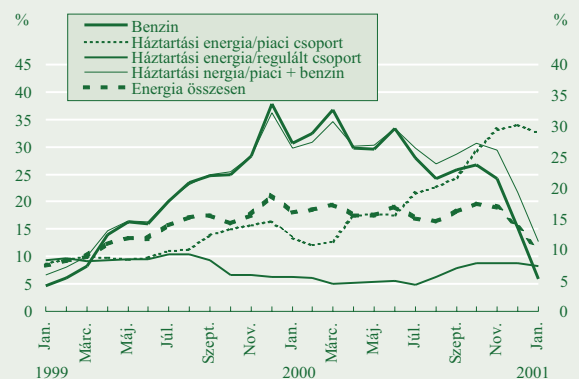
Január a villamos energia árszabályozási évének kezdete, a 2001. év eleji árnövekedés mértéke 6% volt.

A járműüzemanyagok ára novemberben stagnált, decemberben és januárban pedig jelentős mértékben – összességében több mint 8 százalékkal – csökkent.<sup>6</sup> Ez a kedvezőbb világpiacon

I-15. ábra Az élelmiszerek árának alakulása



I-16. ábra Az energiahordozók árának alakulása



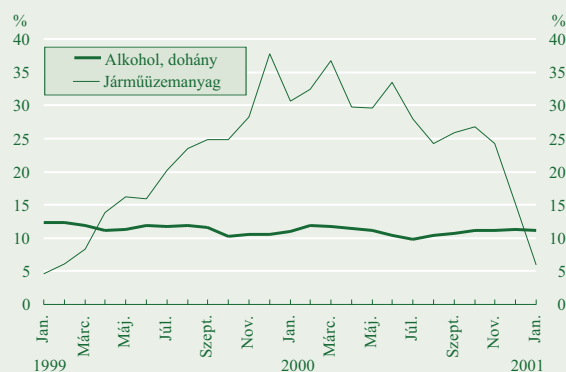
<sup>6</sup> A hónap végén már drágult a benzin, de ez a statisztikai számbavétel miatt a februári inflációs számokban jelentkezik.

árhatás következménye, valamint annak, hogy a kormány nem valorizálta az üzemanyagok jövedéki adómértékét (ami a fogyasztói ár kb. 40%-át teszi ki). Várhatóan februárban a 2000. év végi szintre emelkedő üzemanyagárakkal kell számolni.

A fent vázoltak eredőjeként a fogyasztói kosár 13,3%-át reprezentáló *energiahordozók* 12 havi árindexe januárra 9,8 százalékra, 1999 áprilisa óta a legalacsonyabb értékre csökkent.

### Szabályozott árazású és jövedéki termékkör

I-17. ábra A jövedéki termékek árának alakulása



Az összességében 14,1% súlyú *jövedéki termékek* áralakulásában a korábbi tendenciák folytatódtak (lásd I-17. ábra).

Az *alkohol- és dohánytermékek* – a fogyasztói kosárban ezek súlya 9,1% – év végi 11,3%-os áremelkedése meghaladta a teljes fogyasztói árindexet. Ezt a dohánytermékeknél még az év közben lezajlott folyamatok (a jövedéki adótartalom év eleji emelése, az import év közepén lezajlott drágulása) okozták, a negyedik negyedévben már nem volt jelentősebb drágulás.

A borok ára egy év alatt 16%-kal drágult, és az árnövekedés a korábbi tendenciáktól eltérően a negyedik negyedévet is jellemezte. Ennek oka részben a borok évközbeni jövedéki szabályozás alá vonása, az ebből adódó többletköltségek (könyvelés, zárjegy). Januárban e termékkörben a tizenkét havi árnövekedés 11% feletti volt, ami részben a jövedéki adó valorizálásának következménye. A borok esetében a nem szőlőbor jövedéki adója négyszeresére nőtt (literenként 80 forintra), a szőlőboré nem változott. A sör jövedéki adója 5%-kal emelkedett, az év eleji árnövekedés azonban drasztikusabb volt a tavalyinál. Az alkoholok adója általában 6–10%-kal nőtt.

Ugyanakkor a dohányárak esetében a fix adómérték 15%-os növelése<sup>7</sup> ellenére a polcokon még a múlt évi zárjeggyel ellátott termékek találhatók, így az adóemelés hatása a következő hónapokban fog megjelenni.

A *benzin* esetében a jövedéki adó mértéke nem változott.

Nemcsak a szabályozott háztartási energia esetében, hanem a teljes szabályozott körben érvényesült a szigorú központi árpolitika inflációmérséklő hatása, az árak 7,8%-kal haladták meg az egy évvel korábbi szintet. Ezen belül a *gyógyszerárak* a negyedik negyedévben sem változtak, éves szinten mérsékelt, 3,2%-os drágulás következett be, mivel a kormány júniusban rendeletben rögzítette az árakat 180 napig. Árváltozásra márciusban kerül sor a nem támogatott termékek esetében.

A *szabályozott áras szolgáltatások* – ezek súlya a fogyasztói kosárban 9%, – éves árindexe 7,8% volt, messze elmaradt a piaci szolgáltatások körében mért árváltozástól (12,5%). A negyedik negyedévben csak néhány területen volt kisebb árkorrekció, a regulált szolgáltatások egészében 0,2%-os negyedéves árnövekedést regisztráltak.

Az év során tehát a *központi hatáskörben* szabályozásra kerülő árak – közlekedés és hírközlés – általában a tervezettnek megfelelően, 6%-kal emelkedtek (lásd I-18. ábra). A *közlekedési szolgáltatásokban* a helyi közlekedés 6%-os árnövekedése költ-

<sup>7</sup> A magas adóvalorizáció célja az EU adómértékéhez való közelítés.

**I-3. táblázat A szabályozott vagy államilag befolyásolt körbe tartozó árak\***  
(12 havi, illetve hét havi [2000. évben megvalósult] növekedése)\*\*

	Súly 2000-ben	1999. dec.	Tizenkét havi árindexek							Eltérés, százalékpont	2001. január
			2000								
			jan.	márc.	jún.	szept.	oct.	nov.	dec.		
<b>Szabályozott áras kör</b>	<b>17,99</b>	<b>17,6</b>	<b>13,9</b>	<b>10,9</b>	<b>9,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,9</b>	<b>7,6</b>	<b>7,5</b>	<b>-10,0</b>	<b>7,7</b>
<b>termékek</b>	<b>8,99</b>	<b>16,4</b>	<b>16,2</b>	<b>13,2</b>	<b>13,7</b>	<b>5,8</b>	<b>6,5</b>	<b>7,7</b>	<b>7,7</b>	<b>-8,7</b>	<b>7,1</b>
Ebből:											
<b>Háztartási energia</b>	<b>7,29</b>	<b>6,2</b>	<b>6,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,5</b>	<b>7,9</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>2,5</b>	<b>8,3</b>
Központi és távfűtés	1,84	6,0	5,6	5,8	6,3	7,5	9,6	9,4	9,3	3,4	9,8
Elektromos energia	3,29	10,1	10,2	7,4	7,8	6,3	6,3	6,3	6,3	-3,7	5,1
Vezetékes gáz	2,16	1,1	1,0	1,0	1,4	10,6	12,0	12,0	12,0	10,9	12,0
<b>Gyógyszer, gyógyáru</b>	<b>1,70</b>	<b>56,9</b>	<b>55,4</b>	<b>42,9</b>	<b>43,5</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>-53,7</b>	<b>1,9</b>
<b>szolgáltatások</b>	<b>9,00</b>	<b>18,7</b>	<b>11,7</b>	<b>8,8</b>	<b>5,6</b>	<b>7,2</b>	<b>7,2</b>	<b>7,4</b>	<b>7,3</b>	<b>-11,4</b>	<b>8,3</b>
Ebből:											
Lakossági szolgáltatás	2,48	15,3	16,2	13,7	12,3	12,0	12,1	12,2	12,1	-3,2	13,8
Közlekedési szolgáltatás	1,89	13,4	5,9	6,3	6,1	6,3	6,3	6,9	6,9	-6,4	8,1
Hírközlési szolgáltatás	3,78	25,3	11,5	6,6	2,1	6,0	6,0	6,2	6,0	-19,3	6,1

\* A fogyasztói árindexben 0,66%-os súllyal szereplő TV-előfizetés tételt államilag szabályozott részre (0,31%) és piaci előfizetési díj részre (0,36%) bontottuk. A szabályozott árak közé csak az előbbi komponenszt soroltuk, melynek havi ára 2000-ben megegyezett az egy évvel korábbival.

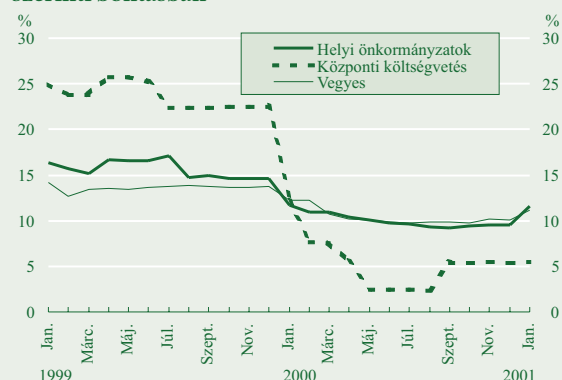
\*\* Kerekítés miatt a részoszszegek pontosan adják ki az egészet.

ségoldalról feszültséget jelentett, mivel az előre egyeztetett díjnövekedés nem nyújtott fedezetet a vártnál magasabb üzemanyag-drágulásra. A távolsági közlekedés 10%-kal drágult. A *telefonszolgáltatás* a lakosság számára az előírt 6%-os „*árplafon*” mértékével emelkedett, ami az egy évvel korábbi mértékhez képest lényeges dezinflációt jelentett. Az *önkormányzati körbe tartozó* lakásszolgáltatás éves inflációja 12,1% lett, mivel itt a többletköltségek árban történő elismerése nagyjából megvalósult. Különösen a lakbérek emelkedtek jelentős (17%-os) mértékkel.

A szabályozott áras körben 2000-ben megvalósult 10 százalékpontos dezinfláció 1,8 százalékponttal mérsékelte a teljes ár-színvonal változást az egy évvel korábbihoz képest.

Januárban a regulált áras szolgáltatások 3,2 százalékkal emelkedtek az előző év végéhez képest. A növekedés magasabb volt a tavaly januári mértéknél, ami több tényezőre vezethető vissza. A legalapvetőbb ok a lakásszolgáltatás nagyobb drágulása (5,1% a tavaly év eleji 3,6% helyett). Az, hogy ez az önkormányzatok áremelési stratégiája, vagy a szokásos január–márciusra datált árváltozásnak az év első hónapjára hozása, az a későbbi, havi adatokból látszik majd. A közlekedési szolgáltatásban is a tavalyinál nagyobb, 6,5%-os díjnövekedés következett be, ami várhatóan éves szinten is csak csekély dezinflációs hatást eredményezhet. A postai szolgáltatások 6%-kal kerülnek többbe, a telefonszolgáltatásban a mérésbe bevont díjtételek februártól drágulnak, a múlt évinél alig kisebb mértékben. Az elmúlt évben változatlan árú állami TV-díj is emelkedett januárban (lásd I-3. táblázat).

**I-18. ábra Szabályozott árak szintje szabályozó szerinti bontásban**



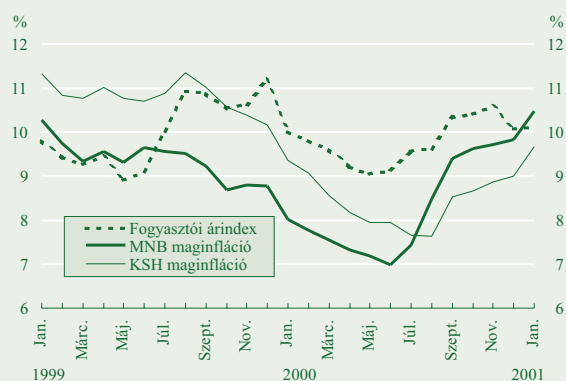
I-4. táblázat Az MNB maginfláció és a fogyasztói árindex különbségének tényezői

	2000	2001	Nov./nov.	Dec./dec.	Jan./jan.
Nyers élelmiszerek	2,7	2,6	0,18	0,05	-0,01
Háztartási energia + járműüzemanyag	5,7	5,8	0,81	0,32	-0,18
Gyógyszer	1,7	1,9	-0,13	-0,12	-0,16
Összesen			0,87	0,25	-0,34
CPI	100,0	100,0	110,6	110,1	110,1
MNB maginfláció	89,9	89,8	109,7	109,8	110,5

I-5. táblázat A KSH és az MNB által számított maginflációs mutatók közötti eltérés összetevői

	2000	2001	Nov./nov.	Dec./dec.	Jan./jan.
Gyógyszer	1,7	1,9	-0,12	-0,12	-0,17
Energia	7,8	7,6	-0,27	-0,27	-0,17
Nyers élelmiszer	2,7	2,7	-0,45	-0,43	-0,45
Összesen			-0,84	-0,82	-0,79
KSH maginfláció	81,1	81,4	108,9	109,0	109,7
MNB maginfláció	89,9	89,8	109,7	109,8	110,5

I-19. ábra Maginfláció és a fogyasztói árindex alakulása



## 4. Maginfláció

Az MNB az inflációs folyamat tendenciájának leírására saját metodika alapján számított *maginflációs mutatót* használ, amely kiszűri a változékony, statisztikai szempontból problematikus<sup>8</sup> idényjellegű élelmiszerek, a piaci árazódású energiahordozók és egy, a statisztikai számbavétel módja miatt korábban jelentős módon torzító tétel, a *gyógyszerek* hatását. A mutató célja, hogy az átmeneti hatások, az inflációs folyamatra rakódó „zajok” szűrésével az infláció a monetáris politika által lényegesnek tekintett összetevőjét emelje ki.

A maginfláció 12 havi indexe januárban 10,5 százalékra emelkedett, ami két éve a legmagasabb érték (lásd I-4. táblázat). Ez részben a nyers élelmiszerárak egyszeri megugrásának köszönhető, aminek hatását a mutató csak részben szűri ki. A szolgáltatások árindexének makacs emelkedése azonban inflációs inercia kiépülésére, s ennek megfelelően a defláció tartós megakadása veszélyére figyelmeztet.

A KSH – a fogyasztói árindex mellett – maga is publikál egy maginflációs indexet (lásd I-5. táblázat). A két mutató közötti főbb különbség az, hogy a Statisztikai Hivatal a fogyasztói kosárból minden feldolgozatlan élelmiszert,<sup>9</sup> továbbá energiahordozót elhagy, figyelembe veszi ellenben a gyógyszerek árváltozását. Ez, a nemzetközi irodalomban „*ex food and energy*” névvel illetett mutató 2001 januárjában 9,7 százalékon állt.

A két maginflációs mutatót a fogyasztói árindexhez viszonyítottan „rontotta” az a tény, hogy egyik sem tartalmazza a januárban – átmenetileg – igen kedvezően alakuló *gépjármű-üzemanyagok* árát. Az MNB által számított adat és a KSH mutatója között a különbséget a húsfélék és a gyógyszerek árindexeinek eltérő kezelése okozza (lásd I-19. ábra).

<sup>8</sup> Instabil szezonálisuk miatt elhagyásra kerülnek: a tojás, burgonya, friss zöldség és gyümölcs kategóriák.

<sup>9</sup> A korábban említettek felül a hús- és halféléket is.

# II. Monetáris folyamatok

## 1. Monetáris kondíciók, kamat- és árfolyamalakulás

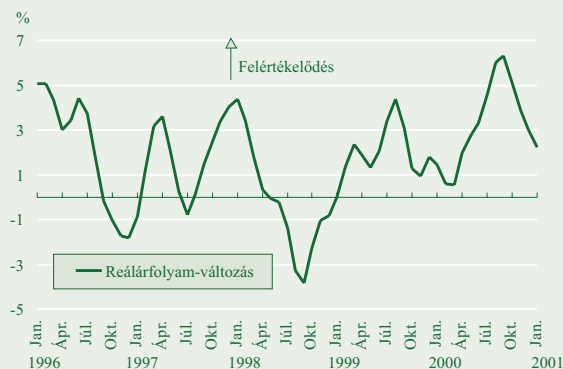
A monetáris politika 2000 október–novemberében az év megelőző időszakához képest rendkívül szigorúvá vált. 2001. januárra a monetáris kondíciók nagyjából a szigorítást megelőző szintjükre tértek vissza, ami annyit jelent, hogy a monetáris politika jelenleg legalább annyira szigorú, mint 2000 első felében volt.

A reálárfolyam felértékelődése szeptember–októberben érte el csúcspontját, majd januárig folyamatosan csökkent (lásd II-1. ábra). A januári számított reálfelértékelődés (évesítve 2,2%) még így is meghaladta 2000 első felének átlagát. A reálfelértékelődés mérséklődése annak ellenére következett be, hogy az eurózóna trendinflációja – a 12 havi indexekben még nem látványosan, de szezonális igazítással korrigálva már jelentősen – csökkent. Meg kell jegyeznünk, hogy a hazai infláció szezonális igazítással nyert trendjéből számított 3 hónapos árindex az elmúlt két negyedévben elég nagy volatilitást mutatott, ami sajnos az ennek felhasználásával számított rövidtávú reálfelértékelődés mutatóinkban is megjelent, csökkentve ennek információtartalmát.

A monetáris kondíciók másik komponense, a reálkamat alakulása 2000 utolsó két negyedévében nem volt egyértelműen megítélhető, mivel a különböző reálkamat-mutatók eltérően alakultak (lásd II-2. ábra). A reálkamat alternatív mutatóiról részletesen írtunk előző Jelentésünk II-1. keretes írásában. A véleményünk szerint legtöbb információt hordozó *ex ante* 12 hónapos reálkamat a jegybank októberi kamatcsökkentését követően jelentősen – a harmadik negyedévre jellemző 3% körüli szintről november–decemberre 3,8% fölé – emelkedett. 2001 első két hónapjában a nominális kamatok csökkenése, illetve az enyhén emelkedő inflációs várakozások következtében az *ex ante* reálkamat a 2000. őszi monetáris szigorítást megelőző 3%-os szintre tért vissza.

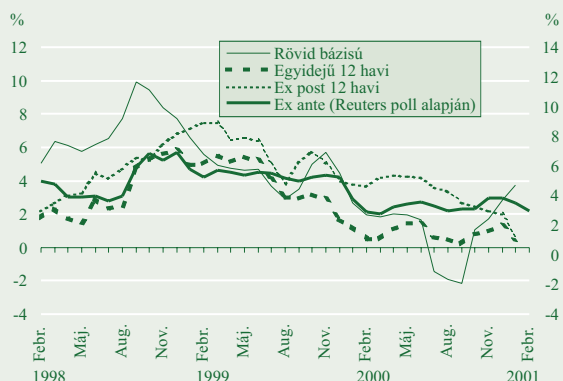
Az éven túli lejáratú forinthozamok decemberi jelentős, 90–140 bázispontos csökkenése háttérben elsősorban a horgonyvalutául szolgáló euró hozamainak csökkenése, másodsorban pedig a feltörekvő piacok ezen időszakban javuló nemzetközi megítélése állt, míg a hazai inflációs várakozások február közepéig csak csekély mértékben befolyásolták a hozamokat. A jegybank a piaci hozamok esésére és a felélénkülő tőkeáramlásra a kététes betéti tender maximális kamatának kétszeri csökkentésével (január 8., február 5.) reagált, összesen 50 bázispontot engedve így az októberi 100 bázispontos kamatemelésből (lásd II-3. ábra). Ezt az a tény tette lehetővé, hogy december-

II-1. ábra Monetáris kondíciók: évesített reálárfolyam-változás EMU-inflációval\*

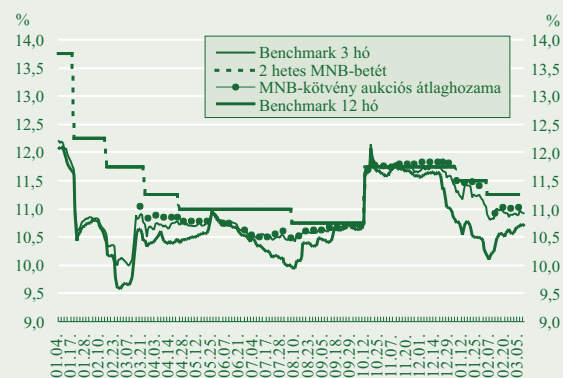


\* Az ábrázolt mutatót az elmúlt 3 hónapra vonatkozó trendinflációból az ugyanerre az időszakra vonatkozó bejelentett leértékelést és EMU trendinflációt levonva, a kapott értéket évesítve számítottuk. A trendinflációkat szezonális igazítással állítottuk elő. A fenti monetáris kondíciókat reprezentáló reálárfolyam-index nem egyezik meg a versenyképességet mérő, későbbi fejezetben használt mutatókkal. Számításainak háttéréről részletesen lásd II-1. számú keretes írásunkat a 2000. szeptemberi Jelentésben.

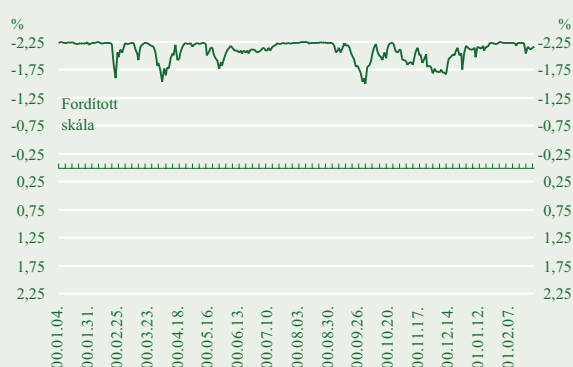
II-2. ábra Monetáris kondíciók: reálkamat különböző számítási módszerekkel\*



\* Az egyidejű reálkamat számításakor a jelenbeli 1 éves benchmark hozamot defláljuk a legfrissebb (év/év) inflációval. A rövid bázisú reálkamat számításakor az aktuális 3 hónapos benchmark hozamot és az elmúlt 3 hónap – szezonálisan igazított árszinttrendjéből számított – inflációját használjuk fel. Az *ex post* reálkamat az egy évvel ezelőtti nominális hozam az elmúlt 12 hónapban mért inflációval deflálva. Az *ex ante* reálkamat az aktuális 1 éves nominális hozam a makroelemzők ugyanerre az időtávra vonatkozó, Reuters által összegyűjtött inflációs előrejelzéseinek átlagával deflálva. A reálkamat alternatív mutatóinak értelmezéséről és számítási módszereiről részletesen ld. Jelentés az infláció alakulásáról, 2000. december, II-1. keretes írás.

**II-3. ábra** Jegybanki kamatok és a piaci rövid hozamok**II-4. ábra** A forint 3 hónapos kamatprémiuma\*

\*A kamatprémium számítása során feltételeztük, hogy a havi leértékelési ütem 0,2%-ra csökkentésének piac által ismert dátuma 2001. április 1. volt.

**II-5. ábra** A forint árfolyamának sávon belüli helyzete

ben a hazai infláció közelmúltbeli kedvezőtlen alakulásában komoly szerepet játszó két tényező, a nemzetközi olajár, illetve az euró dollárral szembeni árfolyama alakulásában kedvező fordulat állt be (az olajár kb. 25%-ot csökkent, az euró pedig 10%-ot erősödött). Január során ez a két kulcsfontosságú eszközár már nem folytatta az infláció szempontjából kedvező alakulását, de olyan szinteken stabilizálódtak, ami szeptember–októberhez képest kedvezőbb inflációs pálya megvalósulását vetítette előre, és lehetővé tette a korábbi monetáris szigorítás enyhítését. Az 1 éves származtatott forward görbék 0 és 1 év közötti szakasza december végén meredekebb lejtésűvé vált, ami arra utal, hogy a piac a 2001-es évet illetően a rövid kamatok gyorsabb csökkenésével kezdett számolni.

Ez összefüggésben lehet a leértékelési ütem április 1-i csökkentésére vonatkozó javaslattal, amit a kormány részéről december végén hoztak nyilvánosságra. Ennek hatására a piac várakozásaiban a leértékelési ütemcsökkentés időpontja előbbre tolódott, ami a kamatvárakozásokban és a forward hozamokban is tükröződött.

A forint 3 hónapos kamatprémiuma (lásd II-4. ábra) az októberi kamatemelés óta a 300 bázispontos szint körül stabilizálódott.

A harmadik negyedév élénk konverziós kereslete után a negyedik negyedévben mindössze 34 milliárd forintnak megfelelő devizát kellett a jegybanknak vásárolnia. Az alacsony konverzió azonban ellentétes tendenciák eredőjeként alakult ki. A kamatérzékeny tőkebeáramlás egyes tételei, elsősorban a külföldiek forint állampapír-befektetései és a vállalati devizahitelfelvétel jelentős mértékűek voltak, ezt azonban ellensúlyozták a nem rezidensek részvényeladásai, az alacsony működőtőke-beáramlás, illetve a folyó fizetési mérleg negyedik negyedévben szokásosan magas hiánya. A bankok mérleg szerinti nyitott deviza pozíciója a negyedik negyedévi konverziót még nem befolyásolta jelentősen, januárban viszont már erőteljesen, mintegy 100 milliárd forinttal növekedett. Ez az érték már a 2000. februári szinthez közelít, ez utóbbi időszak pedig a rendkívül élénk kamatérzékeny tőkebeáramlás epizódjaként jellemezhető. Január során különösen sokat javult a feltörekvő országok nemzetközi befektetői megítélése, ami a szintén a kamatérzékeny beáramlás erősödését valószínűsíti.

A negyedik negyedév alacsony konverziós kereslete tükröződött a forintárfolyam sávon belüli pozíciójának alakulásában (lásd II-5. ábra). Október–decemberben az árfolyam az erős sávszéltől számított 30–50 bázispontos tartományban ingadozott. Január végétől azonban újra az erős sávszélre került, a jegybank pedig több ízben interveniált. A forint csak február 20-a után, a török pénzügyi válság eszkalálódásával szakadt el kis mértékben az árfolyamsáv erős szélétől.

A kereskedelmi bankok a tavaly októberi jegybanki kamatemelést követően a lakossági betéti kamatokat jóval nagyobb mértékben simították, mint a rövid lejáratú vállalati hitelek kamatait. Ez utóbbiakban a jegybanki kamatemelés szinte teljes mértékben megjelent. A kereskedelmi bankok ezen magatartása egybevágott a korábbi kamatemelkedési epizódok során megfigyelt árazási politikával. 2000 második félévének egészét tekintve a vállalkozói hitelkamatok és a rövid piaci hozamok közötti spread az elmúlt évek 150 bázispontos átlaga alatt látszott stabilizálódni.

II-1. táblázat A monetáris bázis alakulása

	2000						Milliárd Ft
	nyitó	március	június	szeptember	november	december	január
<b>I. Monetáris bázis (II+III)</b>	1439	1373,5	1420,6	1503,9	1552,6	1561,0	1496,3
Bankrendszeren kívüli készpénz	846,2	762,9	809,6	846,4	880,7	876,4	818,6
Egyéb készpénz	109,7	73,4	79,5	81	78,6	90,3	76,4
Tartalék	483,1	537,2	531,5	576,5	593,3	594,3	601,2
<b>II. Nettó forinteszközök (b+c+d-a)</b>	101,1	-248,6	-159,2	-243,6	-293,4	-278,8	-359,6
a) Sterilizációs instrumentumok	619,3	884,2	805,7	881,5	830,8	917,8	656,1
ebből: MNB-kötvény	0,0	96,8	235,3	470,4	458,1	461,0	554,3
b) Pénzintézeti hitelek	120,3	117,1	104,5	102,1	95,8	87,3	85,0
c) Kormánnyal szembeni nettó követelések	517,9	443,3	454,9	466,2	373,7	486,3	192,5
ebből: KESZ (-)	193,4	267,5	250,1	213,1	301,8	170,7	270,9
állampapír (+)	401,2	393,4	378,8	371,1	368,0	367,5	173,9
egyéb (+)	310,1	317,4	326,2	308,2	307,5	289,5	289,5
d) Egyéb	82,2	75,2	87,0	69,6	67,9	65,4	19,0
<b>III. Nettó devizaeszközök</b>	1337,9	1622,1	1579,8	1747,6	1846,0	1839,8	1855,8
Nettó külföld	504,4	700,7	736,915	936,3	1080,8	1024,5	960,7
Követelések	3269,1	3476,6	3435,6	3872,3	3992,5	3765,4	3628,3
Tartozások	2764,7	2775,9	2698,7	2936,1	2911,7	2740,9	2667,6
Nettó belföld	833,4	921,4	842,9	811,4	765,2	815,3	895,1
Követelések	1550,4	1569,9	1452,4	1408,4	1358,6	1384,8	1381,3
Tartozások	717,0	648,5	609,5	597,1	593,4	569,5	486,1

A bővebb monetáris aggregátumok (M3, M4) reálnövekedési ütemének csökkenése 2000 negyedik negyedében folytatódott. Ez részben a pénzügyi megtakarítási ráta továbbra is csökkenő trendjének volt tulajdonítható, részben pedig annak, hogy az utolsó negyedévben mind a lakossági fogyasztás, mind a vállalati beruházások élénkültek. Ez utóbbi fejlemények növelték a likvidebb eszközök iránti igényt, így a szűkebb M1 aggregátum növekedési üteme emelkedett a negyedik negyedévben. A háztartások nettó pénzügyi vagyonának reálnövekedése jelentősen csökkent. Ebben egyaránt szerepet játszott a bruttó reál pénzügyi vagyon növekedési ütemének csökkenése, illetve a háztartások kötelezettségeinek gyorsuló növekedése.

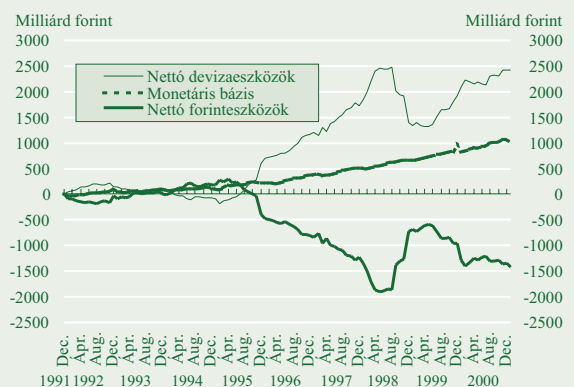
2000 negyedik negyedében a bankrendszeren kívüli vállalati szektor nettó finanszírozási igénye emelkedett. Ennek hátterében 2000 második félévének egészét tekintve a vállalatok (elsősorban az energia-intenzív ágazatok) rendelkezésre álló jövedelemének a kedvezőtlenül alakuló energiaárak miatti mérséklődése, valamint a beruházási aktivitás félév egészét tekintve mérsékelte, de élénkülő tendenciája állhatott.

A vállalati szektor forrásbevonásának szerkezetében tovább nőtt a devizaforrások súlya. Ezen belül azonban elsősorban a külföldről származó forrásbevonás bővült, míg a belföldről felvett devizahitelek 2000 második és harmadik negyedében lezajlott dinamikus emelkedése megállt. Ez utóbbi arra utalhat, hogy a kereskedelmi bankok hitelszerkezetének alkalmazkodása a júliusban bevezetett új deviza nyitott pozíció szabályozáshoz, mely a belföldi devizahitelek expanziójában nyilvánult meg, a negyedik negyedév elejére véget ért.

### 1.1 A monetáris bázis és összetevői

A módosított tartalékszabályozásnak köszönhető átmenetileg magasabb növekedési ütem után a november–januári időszakban a monetáris bázis éves növekedési üteme 13,1%-ra csökkent (lásd II-1. táblázat, II-6. ábra). Az előző Jelentésünkben tárgyalt effektív tartalékráta növekedés azt eredményezte, hogy a 2000

II-6. ábra A monetáris bázis és összetevői



augusztusától kezdődő időszakban a tartalékok átlagos éves növekedési üteme 20,4% volt, ellentétben a korábbi hat hónapra jellemző 16,1%-os értékkel. Ezt a magas növekedési ütemet a készpénzkereslet alacsony éves növekedési üteme ellentételezte a december–januári időszakban. A készpénz iránti keresletben a szokásos szezonális hatás érvényesült, azaz az ünnepek előtti időszakban – elsősorban novemberben – jelentősen nőtt a készpénzállomány, a januári visszaesés azonban nagyobb volt a korábbi években tapasztaltnál. A szabályozásváltozás hatásától tekintve a kötelező tartalékok növekedése az M3 monetáris aggregátum alakulását tükrözi, a novemberben tapasztalható megrugas az M3 magasabb növekedési ütemének tulajdonítható.

A nettó forinteszközök összetételében a legjelentősebb változást az újonnan bevezetett tartalékszabályozás hozta: a kötelező tartalékráta 11%-ról 7%-ra csökkentésével felszabaduló likviditást a jegybank közel 200 milliárd forint értékű államkötvény eladásával és 37 milliárd forint értékű MNB-kötvény kibocsátásával kötötte le, és ennek, valamint a KESZ növekedésének köszönhetően 2001 januárjára az MNB kormánnyal szembeni nettó követelése jelentősen csökkentek. A sterilizációs instrumentumok állományán belül a november–decemberi időszakban az MNB kötvényállománya szinten maradt az előző negyedévhez képest, nagyobb ugrás csak januárban volt tapasztalható, ennek egy része azonban a már említett tartalékszabályozás módosításának köszönhető. A kéthetes betét állománya 2000 októbere és decembere között 62 milliárd forinttal nőtt, amit januárban egy több mint 150 milliárd forintos csökkenés követett. A sterilizációs instrumentumok sora ennél jóval nagyobb csökkenést mutat, ami egy technikai korrekciónak köszönhető, ugyanis a táblázat ezen során korrigáljuk a bankok kötelező tartalékállományának hó végi és havi átlagos állománya közötti különbséget. Ez a korrekció 2001 januárjában kiemelkedően nagy volt, mivel az új tartalékszabályozásból adódóan január 31-én a bankok közel 200 milliárd forinttal alacsonyabb tartalékot helyeztek el a jegybanknál lévő számlájukon. Mindez a nettó forinteszközök állományát nem befolyásolta a már említett államkötvény-eladás és jegybankkötvény kibocsátás miatt.

## 1.2 A konverziós forintkereslet és összetevői

Az erős konverziós forintkereslettel jellemezhető harmadik negyedév után 2000 negyedik negyedévében alacsony volt a konverzió, és mindössze 33,7 milliárd forintot tett ki (*lásd II-2. táblázat*). Ez annak ellenére következett be, hogy a kamatérzékeny beáramlás meglehetősen magas – 144,2 milliárd forint – volt, és a spekulatív tőkebeáramlás is magasabb volt, mint az előző negyedévben. A tőkebeáramlást azonban ellentételezte a folyó fizetési mérleg negyedik negyedévben szokásosan magas hiánya, a decemberi hiány a szezonális figyelembe véve is különösen kiugró volt. A működőtőke-beáramlás a többi negyedévhez képest meglehetősen alacsony volt, és az MNB nettó külföldi kamatfizetésével korrigált folyó fizetési mérleg hiánynak csak mintegy negyedét fedezte. A nettó portfólióbefektetések részvénytételénél a 2000 második negyedévében megindult kiáramlás folytatódott, míg az állampapírok esetében jelentős beáramlást tapasztalhattunk a negyedik negyedévben, különösen december-

ben, ami elsősorban az euróhozamok csökkenésével, illetve ebben az időszakban a feltörekvő országok javuló megítélésével magyarázható. Az utolsó negyedévben jelentősen megélenkült a vállalatok devizahitel-bevonása, különösen a közvetlen külföldi hitelfelvétel. Az előző három negyedévben tapasztaltakhoz képest a külföldi és belföldi deviza-hitelfelvétel arányában fordulat következett be a külföldi hitelbevonás javára. A kamatérzékeny tőkebeáramlás túlnyomó részét a vállalati devizahitel bevonás magyarázza.

Az év összességét tekintve 2000-ben a konverziós forintkereslet alacsonyabb volt, mint 1999-ben, és a konverzió nagy része az első negyedévre és az augusztusra koncentrált. A legjelentősebb különbség a két év között a nettó portfólióbefektetések, a derivatívok hatása és a vállalati deviza-hitelfelvétel tekintetében volt. A kamatérzékeny és spekulatív tőkebeáramlás 1999-hez viszonyított jóval nagyobb értékét elsősorban a magasabb állampapír-piaci beáramlás, a derivatívok konverziót erősítő hatása és a magas devizahitel bevonás magyarázza, míg a részvényeknél éves szinten jelentős kiáramlást tapasztalhattunk, és a belföldi devizabetétek konverziós hatása is számottevően hozzájárult a konverziós forintkereslet csökkenéséhez.

II-2. táblázat A konverziós forintkereslet komponensei\*

Milliárd Ft

	1999 összesen	2000							
		I. n. év	II. n. év	III. n. év	október	november	december	IV. n. év	összesen
A. Konverzió	807,6	374,0	22,6	212,9	33,7	0,0	0,0	33,7	643,2
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	708,4	374,2	20,4	212,9	33,7	0,0	0,0	33,7	641,2
b) MNB-vásárlások az államháztartástól	99,2	-0,2	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0
A konverzió forrásai (I.+...+IX.)	807,6	374,0	22,6	212,9	33,7	0,0	0,0	33,7	643,2
I. Az MNB nettó külföldi kamatfizetéseivel korrigált folyó fizetési mérleg (1.+2.)	-398,5	-75,2	-107,3	-8,0	-16,6	-64,5	-148,4	-229,6	-420,0
1. Folyó fizetési mérleg	-497,8	-96,9	-125,2	-33,6	-14,4	-76,4	-154,5	-245,4	-501,0
2. MNB nettó külföldi kamatfizetési**	99,3	21,7	17,9	25,6	-2,2	11,9	6,1	15,8	81,0
II. Működőtőke-beáramlás	407,5	63,6	170,4	99,3	27,3	-0,5	29,7	56,5	389,8
III. Bankok konverziós hatása***	-11,5	33,0	-15,6	23,6	-34,7	20,7	-27,8	-41,8	-0,8
IV. Derivatívok hatása****	-58,2	75,1	-41,5	-4,5	-6,7	-9,4	11,5	-4,7	24,4
V. Belföldi devizabetétek konverziós hatása	-1,6	-7,4	-10,8	-11,4	-22,0	-37,1	9,6	-49,5	-79,1
VI. Nettó portfólióbefektetések (1.+2.)	303,6	154,0	-79,8	2,0	-13,1	7,9	28,3	23,1	99,3
1. Állampapír	152,3	142,9	6,4	61,6	19,9	21,0	41,8	82,8	293,7
2. Részvény†	151,3	11,1	-86,2	-59,6	-33,1	-13,1	-13,5	-59,6	-194,4
VII. Vállalati devizahitel (1.+2.) = (a+b)	237,1	11,0	88,2	55,2	57,5	75,1	24,9	157,5	312,0
1. Belföldi	154,3	77,0	120,8	83,3	24,4	-6,1	30,2	48,4	329,6
2. Külföldi	82,7	-66,0	-32,6	-28,1	33,1	81,2	-5,3	109,1	-17,6
a) Egy évnél rövidebb	-73,6	-32,8	-10,2	-48,2	19,4	10,0	-1,1	28,2	-62,9
b) Éven túli	310,7	43,7	98,4	103,4	38,1	65,2	26,0	129,2	374,8
VIII. Tőkefinanszírozás	8,2	3,8	14,5	19,5	7,0	4,4	6,9	18,3	56,1
IX. Egyéb	321,0	116,1	4,4	31,1	35,2	3,4	65,4	104,0	255,5
B. Kamatérzékeny (III.+IV.+V.+VI/1.+VII.)	318,1	254,5	26,8	124,6	14,0	70,3	60,0	144,2	550,2
C. Spekulatív	9,0	218,2	-60,9	32,6	-2,1	42,2	24,3	64,5	254,4

\* A harmadik negyedéves adatok az előző Jelentésben hibásan szerepeltek.

\*\* Korrigálva az államháztartás nettó külföldi kamatfizetésével.

\*\*\* A bankok teljes nyitott pozíciós változásából adódó konverziós hatás, azaz a mérleg szerinti nyitott pozíció derivatív ügyletekkel nem fedezett része.

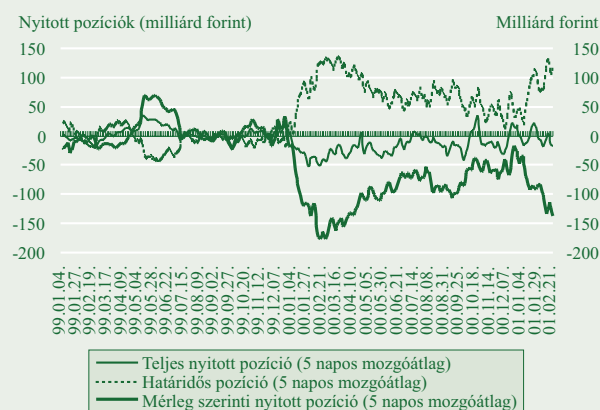
\*\*\*\* A határidős kontraktusok változásának konverziós hatása. E két tétel esetében a negatív előjel a korábban felépült hosszú pozíciók leépülését mutatja.

† A negyedik negyedévtől a banki részvényekkel kapcsolatos tőkeáramlást az Egyéb tétel helyett a Részvények tétel tartalmazza.

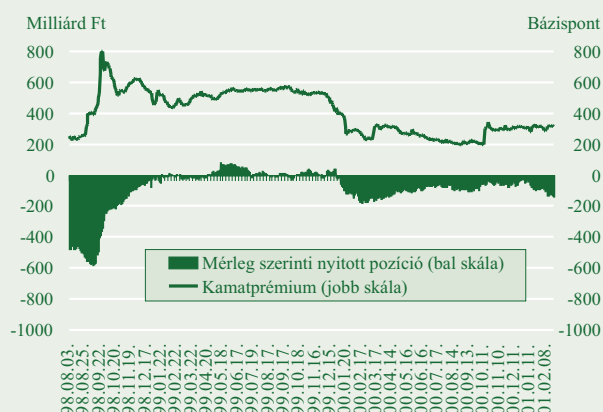
## Keretes írás II-1. A bankok devizapiaci tevékenysége a 2000. december–2001. februári időszakban

A bankok az előző jelentésünk zárását közvetlenül követően megváltoztatták a viselkedésüket. Ismét jelentős mértékben vontak be devizaforrásokat, aminek eredményeként a mérleg szerinti nyitott pozíciójuk ismét 100 milliárd forintot jóval meghaladó összeget ért el (lásd II-7. ábra). Ez az érték közel van ahhoz, ami 2000. februárban az MNB-t arra készítette, hogy a nyitott pozíciószabályozás módosításával ezt a tevékenységet némileg megdrágítsa. A jelek szerint a bankok egy részének érdemes az új szabályozás többletköltségét vállalnia a deviza-forrásbevonás érdekében.

II-7. ábra A bankrendszer nyitott pozíciói



II-8. ábra A bankrendszer mérleg szerinti deviza nyitott pozíciója és a forintesközök kamatprémiuma



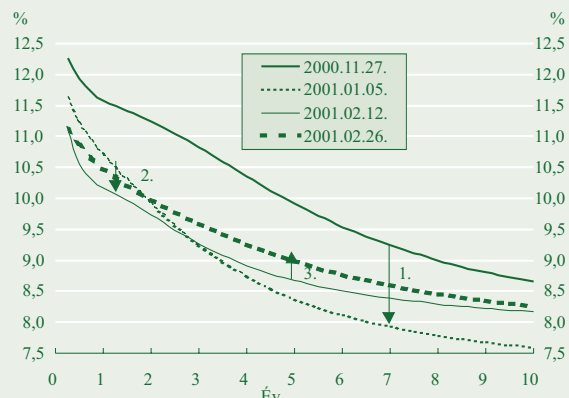
A mérleg szerinti nyitott pozíció ismételt növekedése nem járt a teljes nyitott pozíció kinyúlásával. Ebből a szempontból aggregált szinten a bankok az elmúlt időszakhoz hasonlóan óvatosak maradtak, és nem vállaltak árfolyamkockázatot. Így látható, hogy a forintesközök melletti spekulációban nem árfolyamnyereségre, hanem hozamkülönbségre játszanak.

A forintesközök kamatprémiuma a beszámolási időszakban gyakorlatilag nem változott az előző időszak végén kialakult, kb. 300 bázispontos értékéhez képest. A nemzetközi befektetők által elvárt hozamok megnöttek már az előző periódus végén, és azóta ez a légkör határozza meg nemzetközi befektetéseket. A forint kamatprémiuma és a bankrendszer mérleg szerinti nyitott pozíciója alakulásából (lásd II-8. ábra) látható, hogy nemcsak a bankok tőkebevonása, hanem a kamatprémium is az egy évvel ezelőtti szint körül alakult.

## 2. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások

Előző Jelentésünkben 2000. november végéig követtük nyomon az állampapírhozajló eseményeket. Az azóta eltelt időszakban a zéró-kupon hozamok – az előző negyedév jelentős mértékű emelkedése után – minden lejáraton csökkentek. A hozamgörbe 3 hónapostól öt évig tartó szakasza a november végi állapothoz képest 90–120 bázisponttal tolodott lefelé, míg a 10 éves zéró-kupon hozam változása ennél jóval kisebb, 40 bázispont körüli volt. A hozamcsökkenés időbeli eloszlása nem volt egyenletes (lásd II-9. ábra). November végétől január elejéig nagymértékű, 80–140 bázispontos hozamesés zajlott le, melynek során a legnagyobb mértékben a középtávú hozamok estek. A hozamesés hátterében ebben az időszakban döntően a külföldiek állampapírhozajló iránti keresletét meghatározó tényezők, mindenek előtt az euróhozamok csökkenése, illetve a forinthozamoktól elvárt kockázati prémium változásai álltak. Az ezt követő, január elejétől február közepéig tartó szakaszban a rövid hozamok – részben a jegybank kétszeri kamatcsökkentésének hatására – alkalmazkodtak a hosszú piaci hozamokban korábban le-

II-9. ábra Zéró-kupon hozamgörbék



zajlott csökkenéshez, miközben a hosszú hozamok már emelkedtek. Ez a hozamgörbe 2–3 éves lejárat körüli elforgását eredményezte. A történetek háttérben feltehetően az állt, hogy az olaj világpiacon december eleje óta tartó csökkenése és az euró dollárral szembeni, ugyanezen időszakban lezajlott erősödése megállt, majd kedvezőtlen irányba mozdult el. Február közepén a vártnál magasabb januári inflációs adat bejelentését követően a piaci szereplők felfelé korrigálták rövidebb távú (1–2 éves) inflációs várakozásaikat, ami a hozamok 20–25 bázispontos emelkedését eredményezte. A rövidebb távú inflációs várakozások december és február között összességében tehát nem mérséklődtek, sőt inkább romlottak.

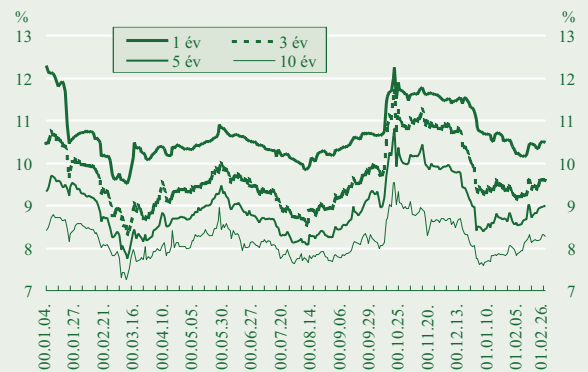
A következőkben részletesen elemezzük az említett időszakban a hozamváltozások háttérben álló tényezőket.

2000 decemberében a forinthozamok alakulására döntő hatást gyakorolt a horgonyvalutául szolgáló euró kamatszintjének nagyarányú csökkenése. Az euróhozamok minden lejáratot érintő esése annak ellenére következett be, hogy az ECB a vizsgált időszakban egyszer sem csökkentette irányadó kamatát. Az euróhozamok csökkenésében feltehetően nagy szerepet játszott, hogy az USA gazdasági növekedésének lassulására utaló jelek hatására a Fed januárban kétszer (január 3., illetve 31.), összesen 100 bázisponttal csökkentette irányadó kamatát, melynek nyomán a piaci dollárhozamok 100–140 bázispontot estek a december–februári időszakban. A recessziós félelmek és a Fed elnökének a nyilatkozatai már decemberben kamatcsökkentési várakozásokat generáltak az USA-ban, melynek eredményeképpen az euró január közepéig több mint 10%-ot erősödött a dollárral szemben. Az eurózóna emelkedő inflációja szempontjából egy tartós eurófelértékelődés kedvező lehet. Ebben az esetben a monetáris kondíciók anélkül szigorodnak, hogy az ECB kamatot emelne. Mindezek hatására január elejéig a középtávú euró-zéró-kupon hozamok (lásd II-10. ábra) csökkenése 40–70 bázispontot tett ki, míg a rövid hozamok ennél valamivel kisebb mértékben estek. Összességében tehát csökkent a euró-hozamgörbe meredeksége, sőt december eleje óta a hozamgörbe 2 évig tartó szakasza szokatlan módon inverzzé vált, ami arra utal, hogy ha nem is jelentős mértékben, de a befektetők az euróhozamok további csökkenésére számítanak a következő egy év során. Az euróhozamok eséséhez a tengerentúli fejlemények mellett hozzájárulhatott az olajárak november végén kezdődött, már említett csökkenése is, mely valószínűleg javította az eurózóna inflációs kilátásait.

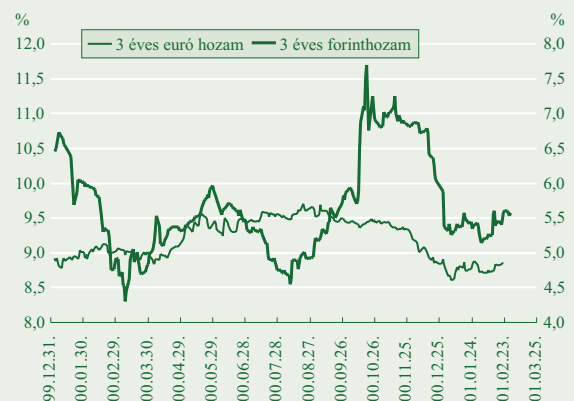
A magyar állampapír-piaci hozamok gyorsan követték az euróhozamok változásait, bár a hozamcsökkenés bázispontban kifejezett értéke a középtávú hozamok esetében csaknem kétszerese volt az euróhozamokénak (lásd II-11. ábra). Ennek háttérben feltehetően az állt, hogy a forinthozamoktól elvárt kockázati prémium mérséklődése hozzájárult a csökkenő euróhozamok hatásához. A feltörekvő országok általános megítélése a december–januári időszakban – az előző negyedévvel ellentétben – jelentős javulást mutatott, amit ezen országok devizakötvény-spreadjeinek nagymértékű csökkenése is tükrözött. Az országspecifikus kockázatot tükröző mutató, a magyar állam devizakötvényeinek átlagos spreadje szintén mérséklődött ebben az időszakban.

A forintbefektetésektől elvárt hozam esése jelentős kamatindukálta tőkebeáramlásban öltött testet: a külföldi befektetők ke-

II-10. ábra Zéró-kupon hozamok

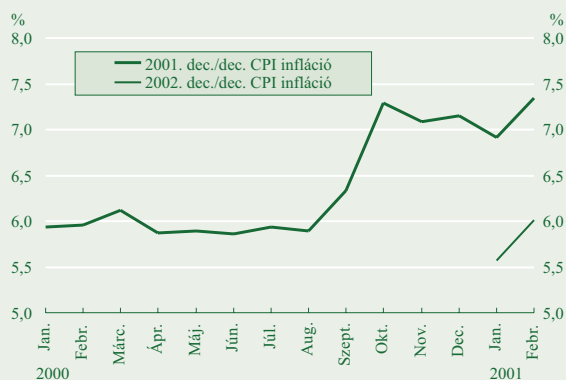


II-11. ábra 3 éves forint- és euró-zéró-kupon hozam

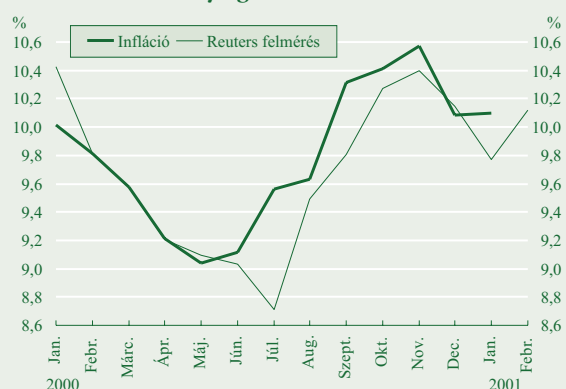


### II-12. ábra A Reuters felmérése a makroelemzői inflációs várakozásokról

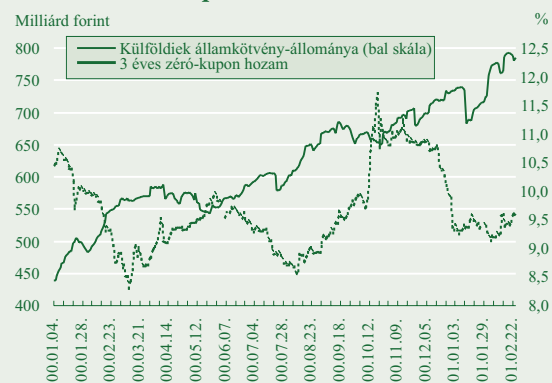
(decemberi év/év infláció)



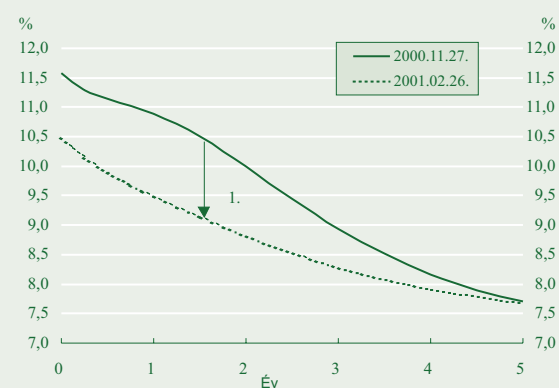
### II-13. ábra A Reuters felmérése az adott hónapra várt inflációról és a tényleges inflációs adatok



### II-14. ábra A külföldiek tulajdonában lévő államkötvények KELER által regisztrált állománya és a 3 éves zéró-kupon hozam



### II-15. ábra 1 éves implikált forward görbék



zében lévő állampapír-állomány gyors ütemben, február közepéig mintegy 70 milliárd forinttal nőtt (lásd II-14. ábra). A teljes állomány átlagos hátralévő futamideje kismértékben emelkedett, a külföldi befektetők nem csak a kifejezetten kamatérzékenyek tekintett rövid, hanem a hosszabb (különösen a 2–3 éves, illetve a 10 éves) lejáratokon is növelték részesedésüket.

Az euróhozamok és a kockázati prémium csökkenése nyomán bekövetkezett állampapír-piaci hozamesésre reagálva az MNB két alkalommal – mindkét alkalommal 25 bázisponttal – csökkentette a kéthetes betét maximális kamatát. Az első kamatvágásra január 8-án került sor, mely már nem okozott meglepetést a piacon, így nem gyakorolt hatást a hozamokra. A lépéssel a jegybank egyúttal jelzést kívánt küldeni a piac felé, hogy az euró erősödése, illetve az olajárak csökkenése kedvező hatást gyakorol az inflációs folyamatokra. A február 5-i kamatcsökkentés előtti héten felgyorsult a kamatérzékeny tőkebeáramlás, a külföldi befektetők néhány nap alatt mintegy 50 milliárd Ft-tal növelték állományukat, a jegybanki intervenció pedig komoly méreteket öltött. Az MNB tartósnak ítélte az alacsonyabb kamatszint irányába ható tényezőket, ezért a jegybanki kamatokot a piaci hozamokhoz közelítette. A hosszú hozamok decembertől január elejéig tartó csökkenéséhez nem párosult a következő évre vonatkozó inflációs várakozások mérséklődése. A Reuters decemberi felmérése szerint a 2001 végére várt infláció novemberhez képest még enyhén emelkedett is (lásd II-12. ábra).

Az inflációs várakozások januárban némileg mérséklődtek, feltehetően az olajárak november vége óta bekövetkezett esése, illetve az euró erősödése következtében. A február 13-án napvilágot látott januári év/év inflációs adat (10,1%) azonban ismét felülmúlta az elemzői várakozásokat (9,78%), a forinthatozamok a bejelentés napján minden lejáraton 10–30 bázispontot emelkedtek. A Reuters felmérése szerint február végén a 2001 decemberére várt infláció ismét az októberi szintre emelkedett, és a 2002 végére várt infláció is számottevően, mintegy 45 bázisponttal növekedett. Február második felének hozamemelkedése tehát elsősorban az inflációs várakozások romlásának (lásd II-13. ábra) tulajdonítható, melyhez kisebb mértékben az euróhozamok enyhé emelkedése, illetve február 21. után az elvárt kockázati prémiumot feltehetően növelő török pénzügyi válság is hozzájárulhatott. A januári inflációs adat bejelentése után töretlenül folytatódott a külföldiek kezében lévő állomány növekedése (lásd II-14. ábra), amely a decemberi–januári időszakkal ellentétben a hozamok emelkedéséve párosult.<sup>1</sup> Mindez arra utal, hogy a hazai befektetők által elvárt hozam (melynek legváltozékonyabb komponense az inflációs várakozás) nagyobb mértékben nőtt, mint a külföldiek elvárt hozama (melyben inkább a várt leértékelődés, illetve a kockázati prémium játszanak szerepet), azaz a hozamemelkedés hátterében leginkább a hazai inflációs várakozások emelkedése állt.

A rövid kamatok piac által várt pályájának változásairól a zéró-kupon hozamokból származtatott forward görbék elmozdulásaiból alkothatunk képet (lásd II-15. ábra). December eleje és

<sup>1</sup> A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány január közepén bekövetkezett hirtelen csökkenése nem aktív portfóliókezelési döntés, hanem a 2001/G államkötvény lejáratának volt köszönhető, melyből a külföldiek mintegy 50 milliárd forintnyi állományt birtokoltak. A külföldi állomány újbóli feltöltése hosszabb időt – néhány hetet – vett igénybe, mivel a külföldi alapok portfóliójának méretéhez képest kis likviditású magyar másodpiacon a lejárat állampapírok azonnali pótlása komoly árhatással járt volna.

február vége között a 4–5 év múltára várt egy éves kamatszint nem változott jelentősen, míg az elkövetkező 2–3 évre vonatkozó kamatvárakozások jóval alacsonyabbak lettek. Emellett érdemes megemlíteni, hogy az éves hozam 2001-re vonatkozó pályájában a szintbeli eltolódás mellett gyorsabb csökkenési ütem is mutatkozik: a spot és az egy év múlva kezdődő egy éves hozam közötti különbség december és február között kb. 50 bázisponttal nőtt. A gyorsabb, várt kamatcsökkenés magyarázata lehet, hogy a piac várakozásaiban megjelent – pontosabban időben előbbre húzódott – a forint leértékelési ütemének következő csökkentése.

### 3. Kereskedelmi bankok kamatpolitikája

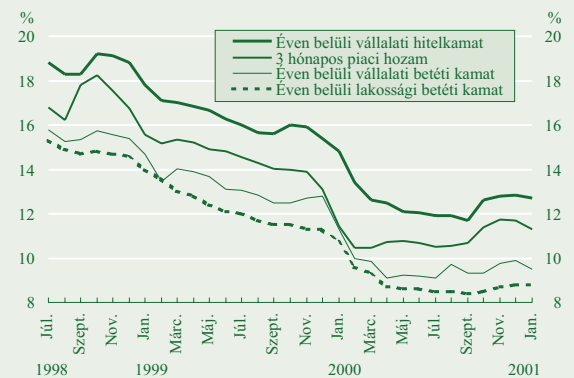
A 2000. november és 2001. január közötti időszakban a kereskedelmi bankok vállalkozói kamatai követték a rövid lejáratú állampapír-piaci hozamok alakulását, azaz az októberi jegybanki kamatemelést követően csak januárban csökkentek érzékelhetően a kamatok. Ezzel szemben a rövid lejáratú lakossági betéti kamatokban a piaci kamatcsökkenés januárban még nem jelent meg (lásd II-16. ábra). Az október óta eltelt időszak – átlagos – kamatait elemezve megállapítható, hogy az októberi 1 százalékpontos jegybanki kamatemelést a vállalkozói hitelkamatokban a kereskedelmi bankok szinte teljes mértékben érvényesítették, míg a lakossági betéti kamatok átlagosan csak 0,5 százalékponttal emelkedtek. A vállalati betéti kamatok esetében az emelkedés már korábban elkezdődött, és a kamatemelés hatása nehezebben érhető tetten.

A rövid lejáratú vállalkozói hitelkamatok és piaci hozamok összevetésénél (lásd II-17. ábra) megfigyelhető, hogy a közöttük lévő spread 2000 második felében érzékelhetően csökkent a megelőző évek 1,5 százalékpont körül ingadozó értékéhez képest. Ebben a szóban forgó időszakban a legnagyobb szerepet a bankok közötti verseny erősödése játszotta a hitelezési tevékenység növekedésével párhuzamosan. A piaci és lakossági betéti kamatok közötti spread alakulásában nem figyelhető meg számottevő változás, a spread 1998 eleje óta 1,5 százalékpont között ingadozik.

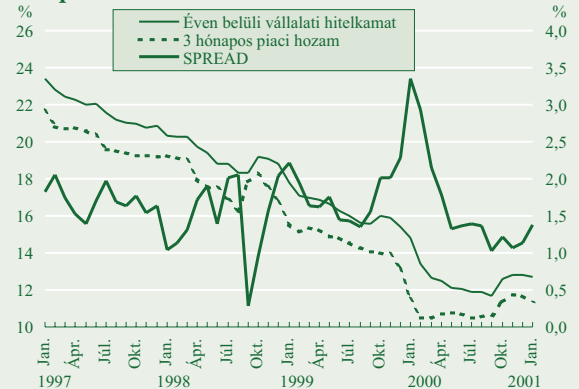
A kereskedelmi bankok fogyasztási hiteleiben a szokásos szezonális hatás érvényesült, a hitelkihelyezés az év végén – az ünnepeknek köszönhetően – jelentősen megélenkült. A fogyasztási hitelkamatok korábbi lassú csökkenése novemberben megállt, ami a jegybanki kamatemelésnek és a nagy hitelkeresletnek tulajdonítható. Ezzel párhuzamosan a május óta tartó csökkenést követően novembertől a fogyasztási hitelek kamata és a 12 hónapos lakossági betéti kamatok közötti marzs is emelkedni kezdett (lásd II-18., II-19. ábra) elsősorban annak köszönhetően, hogy hosszabb lejáratú betéti kamatok már novembertől csökkenni kezdtek.

Az új kihelyezések az építési hitelezésben jóval szerényebb volumenűek a fogyasztási hitelkihelyezéseknél, az éves növekedési ütemek azonban rendkívül gyors bővülésről árulkodnak. Az utolsó negyedévben az építési hitelkihelyezésben csökkenés mutatkozott, ez azonban nagy valószínűséggel szezonális hatásnak tulajdonítható.

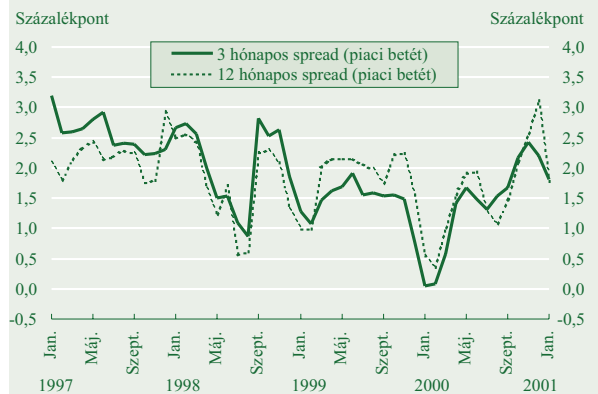
II-16. ábra Kereskedelmi banki kamatok és a piaci hozam



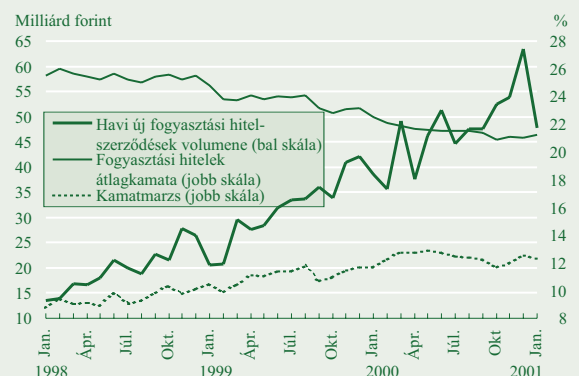
II-17. ábra A rövid lejáratú vállalkozói hitelkamatok és a piaci hozam közötti eltérés



II-18. ábra Az állampapír-piaci hozamok és a lakossági betétek kamatai közötti eltérés

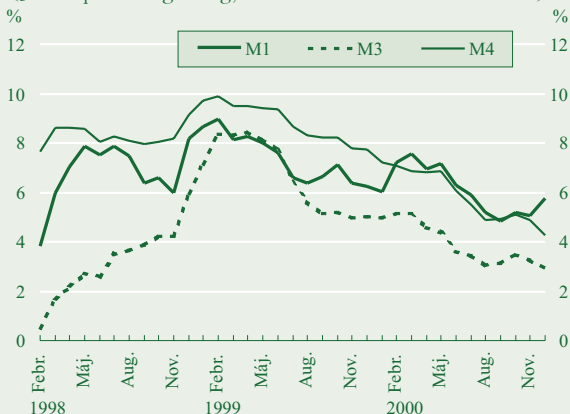


II-19. ábra Lakossági hitelezés



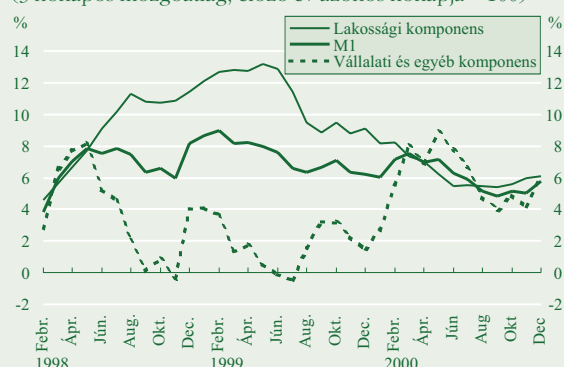
## II-20. ábra Pénzmenyiségi aggregátumok 12 havi reálnövekedési üteme

(3 hónapos mozgóátlag, előző év azonos időszaka = 100)



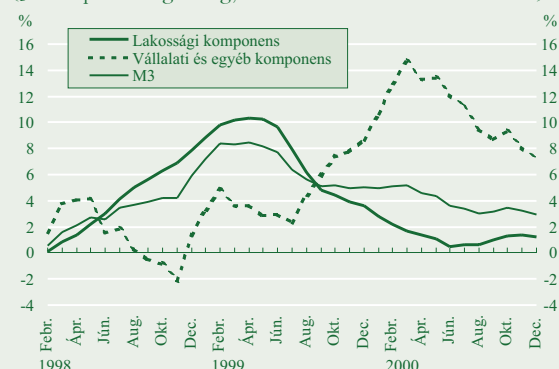
## II-21. ábra Az M1 monetáris aggregátum komponenseinek éves reálnövekedési üteme

(3 hónapos mozgóátlag, előző év azonos hónapja = 100)

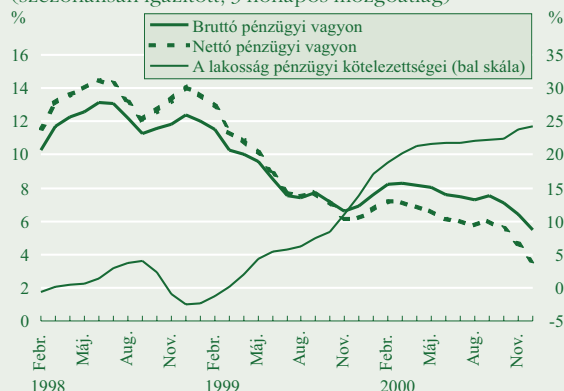


## II-22. ábra Az M3 monetáris aggregátum komponenseinek reál növekedési üteme

(3 hónapos mozgóátlag, előző év azonos időszaka = 100)



## II-23. ábra A nem pénzügyi szektor GDP arányos negyedéves operacionális finanszírozási igénye (szezonálisan igazított, 3 hónapos mozgóátlag)



## 4. Monetáris aggregátumok

A bővebb pénzmenyiségi mutatók reálnövekedési ütemének a harmadik negyedév utolsó hónapjában tapasztalt megugrása átmenetinek bizonyult, és az M3, valamint az M4 reálbővülésének lassulása tovább folytatódott (lásd II-20. ábra). A lakosság portfóliójában trendszerűen megfigyelhető változások a banki megtakarítási formák súlyának csökkenése irányába mutatnak, ugyanakkor a megugró fogyasztás, illetve a negyedév során jelentősen élénkülő vállalati beruházási hajlandóság is a pénzügyi eszközök reálnövekedési ütemének csökkenéséhez vezetett el. Ezzel összhangban az M1 mutató reálnövekedési üteme a lakossági és vállalati látra szóló betétek év végi felduzzadása miatt emelkedett a negyedév során, mivel mindkét szektornak jelentősebb mennyiségű likvid eszközre volt szüksége nagyobb volumenű tranzakcióinak végrehajtásához.

A lakosság – a 2000. évi dátumváltás hatásával korrigált – készpénzkereslete továbbra is stabilan nőtt, ám a háztartások, de különösen a háztartási szektorhoz sorolt kisvállalkozások látra szóló betéteinek reálértéke is jelentősen emelkedett a negyedév során, és ez magas dinamikát eredményezett a reál-M1 lakossági összetevőjében (lásd II-21. ábra).

Az év utolsó három hónapjában ugyanakkor megtört a vállalatok készpénz és látra szóló betét iránti keresletének a második negyedév elejével megindult lassulása is. A vállalatok változtatva magatartásukon, az elhalasztott beruházások miatt korábban felhalmozott tartós lekötésű eszközöktől, elsősorban állampapíroktól, illetve részben a lekötött betétektől a látra szóló betétek felé fordultak, így ezek jelentős mértékben emelkedtek.

Az M3 (lásd II-22. ábra) mellett a bankrendszeren kívüli állampapír-állományt tartalmazó M4 növekedési ütemének mérséklődését az M3 lassulása mellett az határozta meg, hogy a nem monetáris állampapír-állomány reálnövekedése az első félévre jellemző kétszámjegyű ütemről 4 százalékra csökkent. Az utolsó negyedév során a vállalatok csökkentették állampapír-állományukat, míg a lakosság az év során először vásárolt jelentősebb mennyiséget, ami azonban a 12 havi növekedési ütemben az előző év során tanúsított hasonló háztartási viselkedés miatt nem jelent meg.

A háztartások nettó pénzügyi vagyonának reálnövekedése jelentősen csökkent (lásd II-23. ábra). Ebben szerepet játszott mind a bruttó reál pénzügyi vagyon növekedési ütemének csökkenése, mind a háztartások kötelezettségeinek gyorsuló és trendszerű növekedése. A háztartások portfóliójában a korábban kifejtett okok miatt mérséklődött a lekötött betétek, illetve a nem hitelintézeti értékpapírok súlya, viszont tovább nőtt, – ha az emelkedő bázis miatt mérséklődő reálnövekedési ütemben is – a pénzmenyiségen kívüli eszközök, nyugdíjpénztári megtakarítások, életbiztosítási díjkövetelések, részvények súlya.

A forgási sebesség (lásd II-24. ábra) tovább lassult a negyedik negyedévben, mert az M1 reálbővülési üteme továbbra is meghaladja mind a fogyasztás, mind a GDP volumenének növekedését. A két mutató közötti eltérés pedig arra vezethető vissza, hogy a lakossági fogyasztás súlya tovább emelkedett a bruttó hazai termékhez képest.

## 5. A vállalati szektor hitelkereslete

A vállalati szektor (hitelintézetek és ÁPV Rt. nélkül) nettó finanszírozási igénye emelkedett az év utolsó negyedében. A nem pénzügyi vállalatok finanszírozási igényének növekedése mellett jelentősen romlott az egyéb pénzügyi vállalatok bankrendszerrel szembeni nettó pozíciója is. Az egyéb pénzügyi vállalatok forrásigényének emelkedése feltehetően arra vezethető vissza, hogy ez a szektor hitelközvetítőként működik a nem pénzügyi vállalatok felé, így a bankrendszerrel szembeni nettó pozíciójának romlása is közvetve a nem pénzügyi vállalatok forrásigényét elégíti ki.

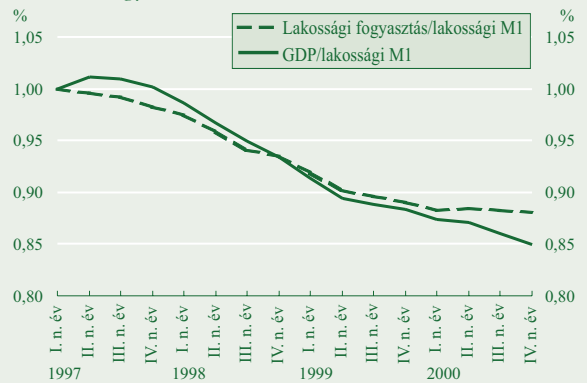
A vállalatok forrásbevonási struktúrája változott a 2000. év utolsó három hónapját megelőző 4 negyedévhez képest, a devizahitelekben belül újból megnőtt a külföldi forrásbevonás jelentősége, és ezzel párhuzamosan mérséklődött a belföldi devizahiteleké, ami feltehetően azt jelzi, hogy a vállalatok, legalábbis ami a devizahitelekben belül a külföldi-belföldi összetételt illeti, közelednek az 1999 negyedik negyedévet megelőző finanszírozási struktúrához (lásd II-26., II-27. ábra).

A tavalyi év során ugyanis az volt tapasztalható, hogy a vállalati szektor deviza-hiteligényét a korábban tapasztaltaktól eltérően nem külföldről, hanem a hazai bankrendszeren keresztül elégítette ki. Ez a folyamat azt eredményezte, hogy a devizaforrás-flow igényhez képest alacsony belföldi devizahitel-állomány rendkívül dinamikus növekedett. A devizában denominált belföldi hitelek dinamikája 2000 második és harmadik negyedében érte el a tetőpontját. A negyedik negyedév során azonban az addigi tendencia megfordult, újból emelkedett a külföldről bevont források aránya, és ezzel párhuzamosan jelentősen csökkent a belföldi devizahiteleknek mind az új hitelekben belüli súlya, mind az addigi gyors növekedési üteme. A fordulatban feltehetően jelentős szerepet játszott a hazai kereskedelmi bankoknak a 2000 júliusában életbe lépett deviza nyitott pozícióval kapcsolatos szabályozáshoz történő alkalmazkodása, melynek során a belföldi devizahitelek gyors emelkedésével egy egyszeri eltolódást zajlott le a hitelszerkezetben.

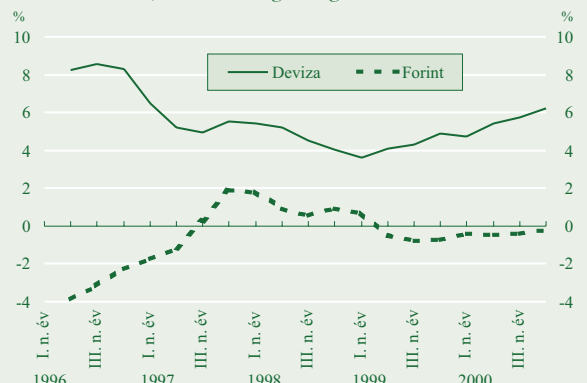
A hitelek lejáratú struktúrájában a stabil makrogazdasági környezetnek megfelelően tovább nőtt az egy évnél hosszabb lejáratú hitelek súlya, elsősorban a belföldi deviza-, de a forint hitelek között is.

A vállalatok pénzügyi eszközstruktúrájának alakulása is eltért a megelőző negyedévekben tapasztalttól. A szektor növelte likvid eszközei súlyát, és nőttek portfóliókövetelések is, míg a vállalati állampapír-állomány jelentősen csökkent, hasonlóan a korábbi évekhez. Ugyanakkor az egyes regionálisan terjeszkedő hazai vállalatok által megvalósított akvizíciókon keresztül nőtt a szektor külfölddel szembeni devizában denominált követelésállománya is. Az eszközök denomináció szerinti összetétele azonban továbbra is jelentősen eltér a forrásokétól, hiszen a vállalati eszközök jellemzően forintalapúak. Így, bár az új hitelek között enyhén mérséklődött a devizahitelek súlya, a devizaeszközök csekély szerepe miatt a vállalatok nettó pozíciójának romlása elsősorban a devizaszáron jelent meg, míg a forintpozíció enyhe javulása volt megfigyelhető (lásd II-25. ábra).

II-24. ábra Az M1 forgási sebessége (1997. I. negyedév = 1)



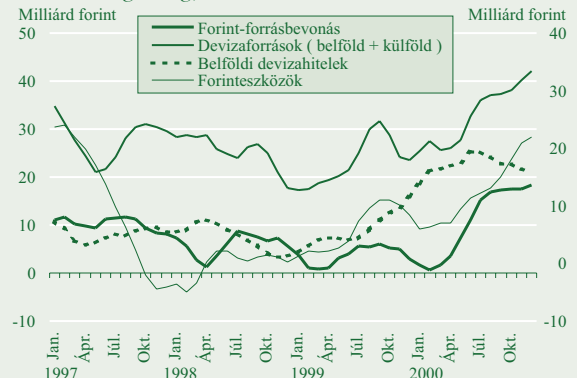
II-25. ábra A vállalati szektor\* operacionális nettó finanszírozási igénye forint-deviza bontásban, a GDP százalékában, (3 havi mozgóátlag)



\* Vállalati szektor: hitelintézetek és ÁPV Rt. nélkül. Az előző jelentésünkben alkalmazott módszertanhoz képest változás, hogy a vállalati szektor tartalmazza az ún. egyéb pénzügyi vállalatokat.

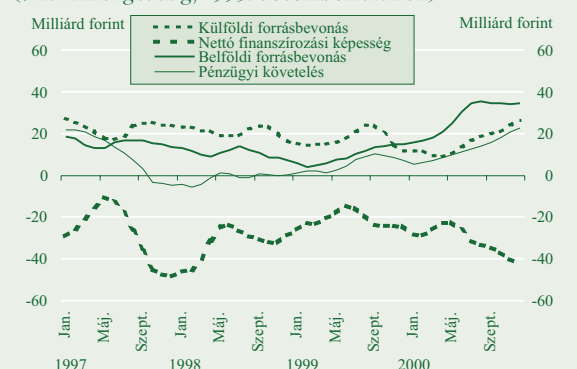
II-26. ábra A vállalati szektor operacionális forrásbevonási szerkezete

(7 havi mozgóátlag, 1995. decemberi áron)



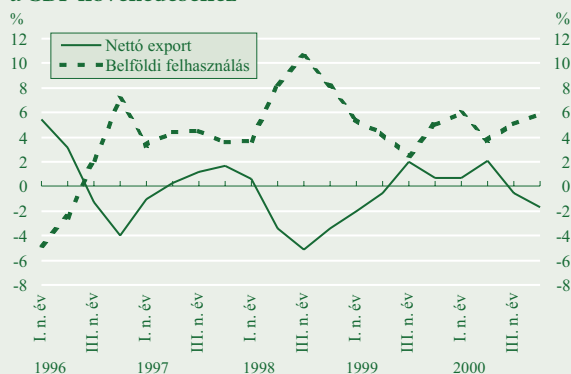
II-27. ábra A vállalati szektor operacionális forrásbevonási szerkezete

(7 havi mozgóátlag, 1995. decemberi áron)



# III. Keresleti tényezők

**III-1. ábra** A belföldi felhasználás és a nemzeti számlák szerinti nettó export hozzájárulása a GDP növekedéséhez



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

	1999					2000				
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év össz.	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év. össz.
	MNB-becslés					KSH előzetes tény				
	MNB-becslés					MNB-becslés				
Végző fogyasztás	4,3	4,3	4,1	3,6	4,1	3,0	3,2	3,0	4,1	3,3
Lakossági fogyasztás	4,5	5,0	4,6	4,4	4,6	3,3	3,5	3,3	4,5	3,7
Közösségi fogyasztás	3,2	0,0	1,4	-1,3	0,8	0,9	1,0	0,9	1,5	1,1
Bruttó felhalmozás**	8,0	3,9	-1,4	7,4	4,4	12,8	4,7	9,8	9,2	9,0
Állóeszköz-felhalmozás	5,7	6,1	3,6	7,5	5,9	7,0	7,2	2,2	8,4	6,5
Belföldi felhasználás összesen	5,3	4,2	2,4	4,8	4,2	5,7	3,6	5,0	5,8	5,1
Export	9,5	9,8	13,6	18,9	13,2	21,1	21,0	20,0	25,0	21,9
Import	12,9	10,2	9,3	16,6	12,3	18,6	16,4	20,6	26,8	20,9
GDP	3,4	3,8	4,5	5,7	4,4	6,6	5,8	4,5	4,2	5,3

\* Az MNB negyedéves GDP számításai a KSH által az 1995–1999. időszakra – 2000 áprilisában – publikált negyedéves GDP-adatokra épülnek. Az 1999. évi negyedéves adatok azonban eltérhetnek az említett kiadványban közöltektől, mivel azok a KSH 2000. szeptemberben nyilvánosságra hozott 2. előzetes éves adatközléséhez igazított MNB-becslések. 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 (előző év azonos időszakához viszonyítva)

	1999					2000				
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év össz.	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év. össz.
	MNB-becslés					KSH előzetes tény				
	MNB-becslés					MNB-becslés				
Végző fogyasztás	3,2	3,1	3,0	2,6	2,9	2,2	2,2	2,1	2,8	2,4
Lakossági fogyasztás	2,9	3,1	2,8	2,7	2,8	2,1	2,1	2,0	2,7	2,3
Közösségi fogyasztás	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Bruttó felhalmozás*	2,2	1,2	-0,5	2,4	1,4	3,7	1,5	3,0	3,1	2,8
Állóeszköz-felhalmozás	0,8	1,3	0,9	2,6	1,4	0,9	1,5	0,6	2,9	1,6
Belföldi felhasználás összesen	5,4	4,3	2,5	5,0	4,3	5,9	3,7	5,1	5,9	5,2
Export	5,0	5,2	7,3	10,1	7,0	11,7	11,8	11,6	15,0	12,6
Import	7,0	5,7	5,3	9,4	6,9	11,0	9,7	12,2	16,7	12,5
Nettó export	-2,0	-0,5	2,0	0,7	0,1	0,7	2,1	-0,6	-1,7	0,1
GDP	3,4	3,8	4,5	5,7	4,4	6,6	5,8	4,5	4,2	5,3

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

A bruttó hazai termék 2000 utolsó negyedévében – az előzetes adatok szerint – 4,2%-kal, így az év egészében 5,3%-kal bővült az egy évvel korábbi teljesítményéhez képest. Az export ugyan a negyedik negyedévében is dinamikusan nőtt, de a GDP növekedése szempontjából meghatározóvá a belföldi felhasználás vált, így nem meglepő, hogy mindez együtt járt az import iránti igény erőteljes növekedésével. A nettó export az utolsó negyedévében mérsékelte a gazdasági növekedést (-1,7%), miközben a belföldi felhasználás GDP növekedéséhez való hozzájárulása fokozódott (lásd III-1. ábra).

A nemzeti számlák szerinti export és import éves növekedési üteme között már a harmadik negyedévében is az import javára mutatkozott elnyílás, ez a rés a negyedik negyedévében tovább szélesedett, miközben a növekedés kiemelkedő ütemben: az export 25%-kal, az import 26,8%-kal bővült az egy évvel korábbi értékhez képest. A IV. negyedévében a korábbiaknál kisebb mértékben ugyan, de folytatódott a cserearányok romlása (2,4 százalékpont).

A belföldi felhasználáson belül a fogyasztási kiadások GDP bővülésében játszott szerepe a IV. negyedévében számottevően erősödött (2,8%). Köszönhető ez annak, hogy a lakossági fogyasztás növekedése az év végén lényegesen gyorsult, a negyedik negyedévében reálértéken 4,5%-kal haladta meg az egy évvel korábbi szintet (lásd III-1. táblázat). Ez az operacionális jövedelmek korábbiaknál lényegesen magasabb, a fogyasztással meg egyező ütemű növekedése mellett valósult meg. A közösségi fogyasztás mérsékelt ütemben növekedett az egész év folyamán, így a IV. negyedévében is.

A nemzetgazdasági állóeszköz-felhalmozás növekedéséhez való hozzájárulása (2,9%) is jelentősen erősödött a negyedik negyedévében (lásd III-2. táblázat). A nemzetgazdasági beruházások éves növekedési üteme 8,4%-ot ért el az utolsó negyedévében, ami az év közepén bekövetkezett lassulás után erősödő beruházási tevékenységet jelentett.

A felhalmozás másik tételét jelentő készletfelhalmozás és egyéb, nem specifikált felhasználás GDP-növekedéshez való hozzájárulása a negyedik negyedévében nagymértékben csökkent, de továbbra is pozitív maradt. A készletállomány mintegy negyedét adó ipari saját termelésű készletek szintje a IV. negyedévében mérséklődött,<sup>1</sup> miközben a vásárolt készletek szintje feltehetően emelkedett. Ez utóbbit valószínűsíti az, hogy az utolsó negyedévében az ipar belföldi értékesítésén belül a továbbfeldolgozásra kerülő termékek értékesített volumene mintegy

<sup>1</sup> Az iparstatisztikai adatok alapján.

10%-kal haladta meg az egy évvel korábbit, és az intermedier termékek importja az előző negyedévhez hasonlóan kiemelkedően nőtt.

## 1. Lakossági fogyasztás

A lakosság fogyasztásának növekedési üteme 2000 negyedik negyedévében jelentősen gyorsult a megelőző negyedévekhez képest, miközben a fogyasztás és a jövedelmek növekedési üteme közötti különbség lényegesen csökkent. A háztartások összes reáljövedelme 4%-kal növekedett, a növekedés alapvető forrása a lakosság jövedelmének több mint felét kitevő nettó reálkeresetek 5,2%-os emelkedése. A legnagyobb reálnövekedést a pénzübeni társadalmi juttatások mutatták (6,4%), ez a nyugdíjak visszamenőleges emeléséből származott. Az összjövedelem növekedésétől elmaradt a vegyes jövedelmek (2,3%) és a természetbeni társadalmi juttatások (1,3%) emelkedése.

Az összes jövedelem növekedési üteme 2000 negyedik negyedévében ismét elmaradt az operacionális – kamatbevételek inflációt ellentételező részével korrigált – jövedelem növekedésétől (4,5%) (lásd III-3. táblázat), a fogyasztás és az operacionális jövedelem viszont azonos ütemben nőtt (lásd III-2. ábra).

A 2000 utolsó negyedévében az év korábbi negyedéveihez viszonyított magasabb fogyasztásbővülést a kedvezőbb jövedelmi helyzetbe került háztartások magatartása magyarázza. Mind az egyszeri bérkiegészítés, mind a pénzübeni társadalmi juttatások olyan rétegeket érintettek (szociális ágazatban dolgozók, nyugdíjasok), amelyek magas fogyasztási határhajlandósággal rendelkeznek.

A jelentős jövedelemnövekedés mellett – az említett rétegek magas fogyasztási hajlandósága miatt – a bruttó megtakarítási ráta<sup>2</sup> nem változott jelentősen, értéke 2000 negyedik negyedévében 10,6% volt, szemben a harmadik negyedév 10,4%-os, illetve 1999. negyedik negyedévi 10,9%-os nagyságával. A bruttó megtakarításon belül tovább csökkent a pénzügyi megtakarítási ráta értéke. A lakossági felhalmozási ráta az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva 0,7 százalékponttal, míg a harmadik negyedévhez képest 1 százalékponttal emelkedett, így a negyedik negyedévben 7,4%-ot ért el (lásd III-3. ábra).

A háztartások felhalmozási kiadását a lakásépítések és a lakásberuházások dominálták, 2000 negyedik negyedévében az operacionális jövedelemhez viszonyított arányuk 5,8% volt, 0,9 százalékponttal magasabb az előző év azonos negyedévéénél. A lakásberuházások növekedése a lakáshitelek növekedésével párosult (lásd III-4. ábra).

A nettó pénzügyi megtakarítások a harmadik negyedévi szinthez hasonlóan alakultak 2000 negyedik negyedévében. A lakosság korábbi magatartásától eltérően jövedelméből a harmadik negyedévben többet, a negyedik negyedévben pedig alacsonyabb arányban takarított meg, a nettó finanszírozási képesség inflációsűrten<sup>3</sup> a negyedik negyedévben kismértékben csökkent. Az előző negyedévhez hasonló a pénzügyi követelések

<sup>2</sup> Az ebben a részben említésre kerülő megtakarítási ráták mind operacionális kategóriák és szezonálisan igazítottak.

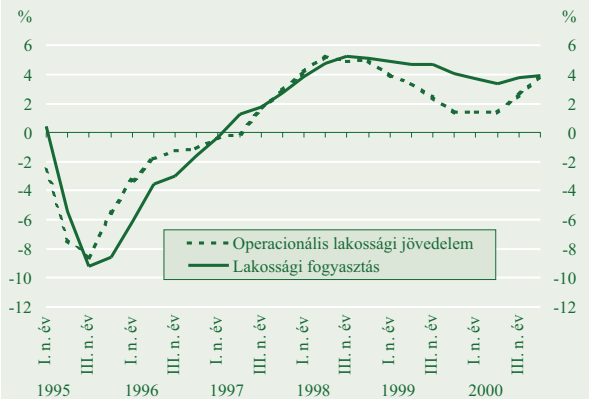
<sup>3</sup> Kamatbevételekbe foglalt inflációs kompenzációval korrigált érték.

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

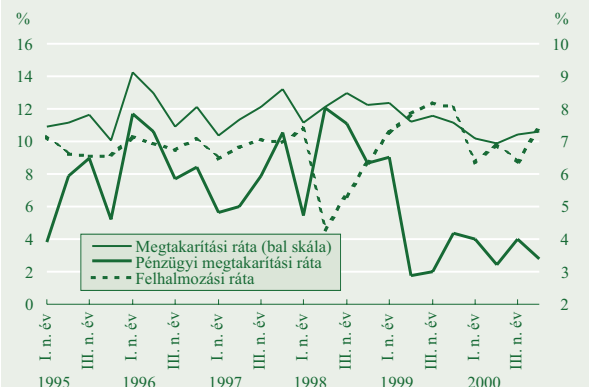
	1999	2000			
		I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év
Összes jövedelem	2,0	1,2	1,6	1,5	4,0
Operacionális jövedelem	2,8	0,8	1,5	1,8	4,5
Fogyasztás volumene	4,6	3,3	3,5	3,3	4,5

III-2. ábra A lakossági fogyasztás és az operacionális jövedelem reálnövekedési üteme

(százalékos változás az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva, 3 tagú mozgóátlag)

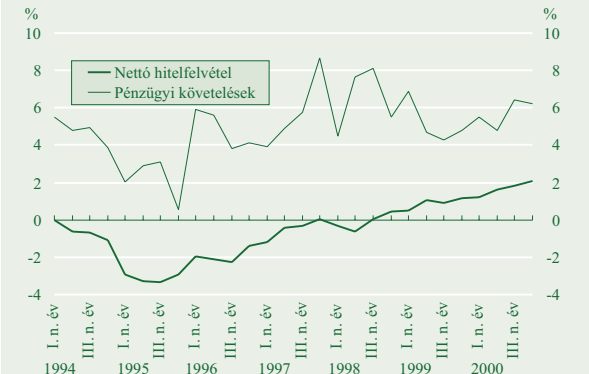


III-3. ábra A háztartások megtakarítási rátájának és komponenseinek alakulása\*



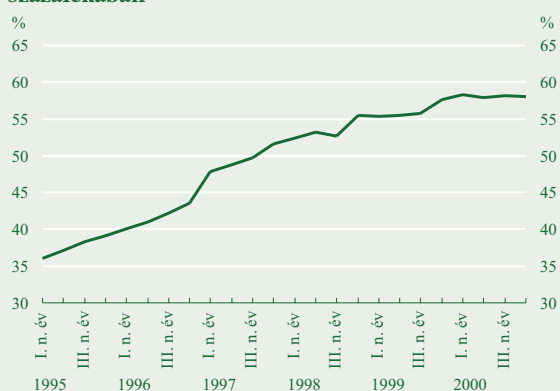
\* Szezonálisan igazított adatok az operacionális rendelkezésre álló jövedelem százalékában.

III-4. ábra A háztartások nettó hitelfelvétel és pénzügyi követelése\*



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

**III-5. ábra** A lakosság nettó pénzügyi vagyona a rendelkezésre álló jövedelem trendjének százalékában



(149,7 milliárd forint) és a hitelfelvételek (46,3 milliárd forint) állományváltozása.

A pénzügyi követelések egyik – már hosszú ideje – meghatározó eleme a nyugdíjpénztári befizetés, amely a negyedik negyedévben szezonálisan szokásosan, az év közben megfigyelt-nél gyorsabban nőtt.<sup>4</sup> A takarékbetét okiratokban lévő megtakarítások is jelentősen nőttek mind az előző negyedévhez, mind az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva.<sup>5</sup> 2000-ben először a negyedik negyedévben vásárolt jelentősen több állampapírt a lakosság, miközben a befektetési jegyek iránti hosszú ideje növekvő kereslet mérséklődött, állománya a negyedik negyedévben csökkent. A harmadik negyedévhez viszonyítva közel kétszerezésére növekedett a devizamegtakarítás, a készpénztartás szerepe pedig csökkenő tendenciát mutatott. Összességében a háztartások rövidebb lejáratú, alacsonyabb kockázatú eszközökbe fektettek 2000 negyedik negyedévében.

A nettó hitelfelvétel az előző év utolsó negyedévének kétszerezése, amit az év második negyedévéől magas lakásépítési hitelállomány-növekedése okoz, amely a kedvező feltételű lakáshitelek hatásának tulajdonítható. A fogyasztási és lombard hitelek növekedése tartósan magas, de nem gyorsul. Összességében a lakás- és ingatlanvásárlási hitelek folyósítása a negyedik negyedévben – a kamatokból az inflációs hatást kiszűrve – már meghaladta a fogyasztási hitelek növekedését (lásd III-5. ábra).

## 2. Beruházás

A nemzetgazdasági beruházások 2000 utolsó negyedévében reálértékben 8,4%-kal bővültek az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva, így az éves volumenbővülés összességében 6,5% körül alakult. Bár a IV. negyedévi adatok az év közepén bekövetkezett lassulás után erősödő beruházási tevékenységre utaltak, az éves teljesítmény így is elmaradt attól, amit az ipari termelés, a beruházási javak belföldi értékesítése és az új rendelések adatai, valamint a már hosszabb ideje magas, 80% körüli kapacitáskihasználtság alapján várni lehetett. A szezonálisan kiigazított adatokból számított rövid bázisú indexek alapján azonban feltételezhető, hogy 2001-ben intenzívebb beruházási aktivitás valósul meg.

A beruházások ágazatok szerinti alakulása alapján (lásd III-4. táblázat) szembevetendő, hogy az erősödő beruházási aktivitás ellenére az anyagi termelés körében – hasonlóan az előző negyedévekhez – lényegében alig történt volumenbővülés. A feldolgozóipar beruházási teljesítménye ugyan majdnem 5%-kal növekedett reálértéken az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva, és 5% felett teljesített a villamosenergia-ipar is, a hagyományosan gyengén teljesítő, azaz reálértékben az előző évi szintet sem elérő ágazatok (mezőgazdaság, bányászat) mellett azonban ebben a negyedévben az építőipar beruházási tevékenysége sem növekedett reálértéken.

<sup>4</sup> A rendkívüli kiegészítő tagdíjbefizetések az év végére koncentrálnak.

<sup>5</sup> Ennél a portfólióelemnél 1999 negyedik negyedéve – a dátumváltástól való félelem következtében megnőtt készpénztartás miatt – összehasonlításra nem alkalmas.

Az anyagi szolgáltatások terén a IV. negyedévben az év első feléhez hasonlóan dinamikus beruházási tevékenység valósult meg (10% körüli volumennövekedés), így erősítve a III. negyedév gyenge teljesítményének átmeneti jellegét. A fellendülésben szerepe lehetett a szállítás-, hírközlés-ágazat erőteljesebb, 10% körüli, és az ingatlanügylet-ágazat 15 % feletti beruházási teljesítményének is. Az előbbi esetében az autópálya-építés hatása helyett inkább a távközlési ágazat intenzív beruházási aktivitása érződik, míg az utóbbi esetében a lakásépítések felfutásának lehet már számottevő hatása. Az év egészét tekintve hullámnak tűnt a vendéglátás-ágazat teljesítménye, a IV. negyedévben reálértékben ugyan nem nőttek a beruházások, de az év egészét tekintve a 10% körüli bővülés aktív tevékenységre utal. Nem változtak a pénzügyi tevékenységekkel kapcsolatos beruházások, az év utolsó negyedévében sem érték el reálértékben az egy évvel korábbi szintet.

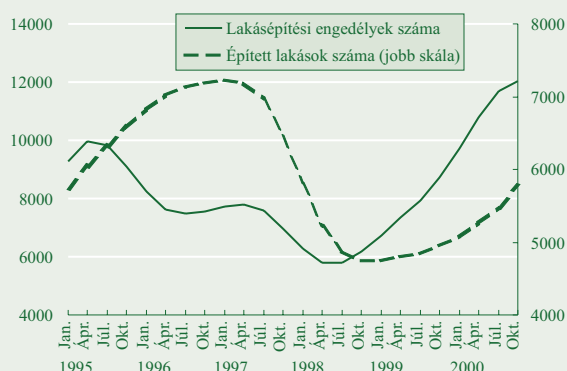
Bár az ingatlanügylet-ágazat beruházási teljesítménye erőteljesen ingadozott az egyes negyedévekben, az előző évek visszafogott lakásépítési tevékenységéhez képest változás tapasztalható. A kiadott lakásépítési engedélyek száma 2000 IV. negyedévében is jelentősen, több mint 50%-kal nőtt az előző év utolsó negyedévéhez képest. Az 1999 eleje óta tartó folyamatos emelkedés eredménye, hogy 1999–2000 folyamán több mint 75 000 engedély kiadására került sor. A korábbi évek adataiból azonban az is látszik (1995–1996-ban kb. 70 000, 1997–1998-ban kb. 54 000 engedélyt adtak ki), hogy a lakásberuházások növekedése ezidáig lényegében az 1997–1998. évi mélypont után az 1995–1996. évi szint visszaállítását tette lehetővé.

A lakásépítési engedélyek számának alakulását az átadott lakások száma csak késve követi (az átlagos építési idő kb. hét negyedév, bár elég jelentős a szóródás), de a szezonálisan igazított adatokon már megfigyelhető az átadott lakások számának 1999 közepe óta tartó lassú növekedése, ami 2000 végére felgyorsulni látszott (az átadott lakások száma a IV. negyedévben mintegy

III-4. táblázat Nemzetgazdasági beruházások

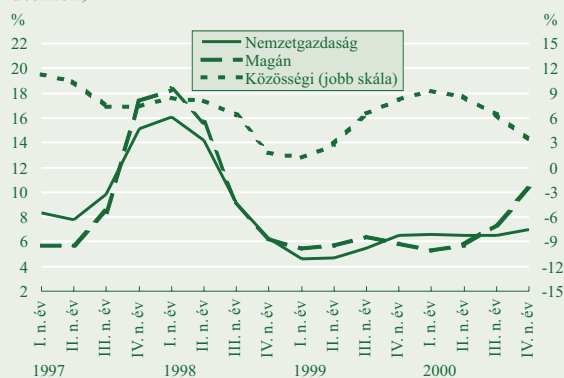
	1999		2000			
	megoszlás	volumenindex	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év
			előző év azonos időszaka = 100			
Mezőgazdaság, erdőgazdaság, halászat	3,3	97,6	84,3	83,2	92,1	86,0
Bányászat	0,4	106,8	82,6	75,9	88,6	57,4
Feldolgozóipar	26,1	114,2	102,3	107,2	101,4	104,8
Villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás	6,9	99,8	95,3	91,3	106,1	105,3
Építőipar	1,9	106,5	105,3	106,9	110,8	94,5
<i>Anyagi termelés összesen</i>	<i>38,7</i>	<i>109,7</i>	<i>99,9</i>	<i>101,9</i>	<i>101,9</i>	<i>102,1</i>
Kereskedelem, közúti jármű és közszükségleti cikk javítása, karbantartása	7,5	125,7	105,2	111,3	103,7	106,5
Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás	1,1	124,8	114,6	104,2	134,6	97,8
Szállítás, raktározás, posta és távközlés	17,9	94,4	136,7	107,6	94,5	110,3
Pénzügyi tevékenység és kiegészítő szolgáltatásai	2,8	78,5	92,1	98,2	134,6	97,8
Ingyatlanügyletek, bérbeadás, gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatás és lakásberuházás	19,2	116,5	99,2	120,1	94,5	110,3
<i>Anyagi szolgáltatások összesen</i>	<i>48,6</i>	<i>107,7</i>	<i>112,2</i>	<i>112,2</i>	<i>99,6</i>	<i>108,9</i>
<i>Anyagi termelés összesen + anyagi szolgáltatások összesen</i>	<i>87,2</i>	<i>108,6</i>	<i>106,2</i>	<i>107,3</i>	<i>100,6</i>	<i>106,2</i>
Közigazgatás, védelem és kötelező társadalombiztosítás	4,3	81,4	147,9	107,6	111,0	145,5
Oktatás	2,0	112,7	115,8	103,0	108,8	99,5
Egészségügyi és szociális ellátás	2,1	87,3	116,3	102,9	98,8	94,3
Egyéb közösségi, társadalmi és személyi szolgáltatás	4,3	87,5	88,4	110,6	111,8	100,7
<i>Nem anyagi szolgáltatások összesen</i>	<i>12,8</i>	<i>89,4</i>	<i>117,6</i>	<i>107,2</i>	<i>109,0</i>	<i>116,4</i>
<b>Összesen</b>	<b>100,0</b>	<b>105,3</b>	<b>107,0</b>	<b>107,2</b>	<b>102,2</b>	<b>108,4</b>

III-6. ábra A lakásépítési engedélyek és az átadott lakások darabszáma\*



\* Szezonálisan kiigazított adatok.

III-7. ábra Az állóeszköz-beruházások alakulása (szezonálisan kiigazított évesített rövid bázisú növekedési ütemek)



III-5. táblázat Az államháztartás hiányának alakulása (a GDP százalékában)

	1999					2000				
	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	előzetes
1. Központi költségvetés egyenlege privatizáció nélkül	-8,9	-2,6	-1,5	0,2	-2,9	-4,3	-1,1	-0,4	-5,4	-2,9
Ebből:										
2. Elsődleges egyenleg (MNB nélkül)	1,0	3,0	4,1	5,8	3,6	3,0	4,2	4,2	-1,0	2,5
3. Kamategyenleg	-9,6	-6,4	-6,0	-5,5	-6,7	-7,4	-5,5	-4,8	-4,4	-5,5
4. MNB-támogatás és -befizetés egyenlege	-0,3	0,8	0,3	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,0	0,1
5. Elkülönített alapok egyenlege privatizáció nélkül	-0,9	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	0,1	-0,1	0,2	-0,1	0,0
6. TB egyenlege privatizáció nélkül	-2,2	-1,1	-1,2	-0,2	-1,1	-0,8	-0,8	-0,7	-0,5	-0,7
7. Önkormányzatok egyenlege privatizáció nélkül	1,6	-1,0	0,6	-0,9	0,0	1,3	-0,7	0,0	-1,7	-0,3
8. Önkormányzat elsődleges egyenlege	1,4	-1,2	0,4	-1,1	-0,2	1,1	-0,9	-0,1	-1,8	-0,5
9. Államháztartás egyenlege privatizáció nélkül	-10,5	-4,8	-2,1	-1,4	-4,4	-3,6	-2,7	-0,9	-7,7	-3,9
10. Ebből elsődleges egyenleg	-0,7	0,6	3,4	4,0	2,0	3,5	2,4	3,7	-3,4	1,3
11. Államháztartás eredményzempléletű hiánya	-9,5	-5,3	-3,5	-1,1	-4,6	-3,5	-3,6	-1,8	-6,2	-3,9
12. Eredményzempléletű elsődleges egyenleg	-1,5	0,7	2,7	4,5	1,8	2,4	2,0	3,3	-1,7	1,3
13. Hiány korrekciója hitelműveletekkel	0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3
14. ÁPV Rt. hiánya	-0,3	-0,5	-0,8	-1,5	-0,8	-0,8	0,0	-0,4	1,4	0,1
15. SNA finanszírozási igény (15=11+13+14)	-9,5	-5,9	-4,4	-2,9	-5,5	-4,4	-3,9	-2,4	-5,2	-4,0
16. SNA elsődleges egyenleg (16=12+13+14)	-1,5	0,1	1,8	2,7	0,9	1,4	1,7	2,8	-0,7	1,2
17. Nyugdíjreform hatása	0,5	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
18. Éves szintű keresleti hatás (16. és 17. sor változása)	1,5	-0,5	-0,9	-2,2	-0,6	-2,9	-1,7	-1,0	3,5	-0,3

27%-kal nőtt az előző év utolsó negyedéhez képest, lásd III-6. ábra).

A nem anyagi szolgáltatások körében egyedül a közigazgatás, védelem ágazatban növekedtek volumenben a beruházások, mégpedig kiemelkedően magas, 45% körüli ütemben. Az egészségügyben a második negyedév után lényegében stagnáltak a beruházások, az oktatásban éves szinten 5% körüli bővülés valósult meg. Összességében így is elmondható, hogy 2000-ben ebben az ágazatcsoportban folyt a legintenzívebb beruházási tevékenység (természetesen az ágazatok kis súlya miatt ennek a nemzetgazdasági beruházásokra elenyésző hatása van).

A beruházások anyagi-műszaki összetételében némi változás tapasztalható a tekintetben, hogy az építési jellegű beruházások mintegy 3 százalékponttal gyorsabban bővültek a gépberuházásoknál, amire az előző években nemigen volt példa.

A beruházások jövedelemtulajdonosok szerinti alakulása alapján az állami beruházások volumene az év utolsó negyedében az előző negyedévhez hasonlóan 10% körüli ütemben bővült (lásd III-7. ábra). Ebben a negyedévben azonban inkább a központi költségvetés beruházásai jelentették a növekedés alapját. A magánberuházások volumene összességében 7% körüli ütemben nőtt: a vállalati szektor 5–6% körüli beruházási dinamikáját a háztartások erős beruházási aktivitása csak kismértékben tudta ellensúlyozni.

### 3. Az államháztartás keresleti hatása

Az előzetes adatok alapján 2000 IV. negyedévében az SNA megközelítésű elsődleges egyenleg a GDP 3,5%-ával romlott 1999 azonos időszakához mérten, az államháztartás tehát ennyivel bővítette a keresletet (lásd III-5. táblázat). A negyedévek ingadozó keresleti hatása ellenére az év egészét tekintve a kereslet szűkítése a GDP 0,3%-át érte el. A keresleti hatás évközi jelentős ingadozása – mint arra már korábbi Jelentéseinkben is felhívtuk a figyelmet – nagyrészt néhány tényező hatására vezet-

hető vissza, melyeknek figyelembe vétele elengedhetetlen a fiskális hatás alapvető tendenciáinak megértéséhez.

A bevételi oldalon többletet eredményezett az ÁFA-bevételek alakulásának 1999 második felétől megindult normalizálódása<sup>6</sup> éppúgy, mint a vártnál nagyobb növekedés és infláció, miközben ezt időbeli késleltetéssel a kiadásoknak csak egy része követte automatikusan (nyugdíjkiadás). Másrészt, a privatizációs források elmaradása visszafogta az ÁPV Rt. kiadásait is, amelyeket – éppúgy, mint az egészségügyi és szociális ágazat bérkompenzációját – végül a költségvetési többletbevételek fedeztek.

A IV. negyedévben a nettó ÁFA-bevétel reálértékben csökkent (lásd III-6. táblázat), ami azzal magyarázható, hogy az eredmény szemléletű visszatérítés éves szintű dinamikája ebben az időszakban érte utol a bevételek éves növekedési ütemét. (Az ÁFA-visszatérítés rendszerében 2000. év elejétől több változás következett be, ami jelentősen befolyásolta a visszafizetések éven belüli teljesítését. Ennek hatását eredmény szemléletű becslésünk elvileg kiszűrte.)

A többlet-adóbevételekből a költségvetés a GDP 1%-ának megfelelő részt fordított az ÁPV Rt. támogatására. Az ÁPV Rt. ugyanis privatizációs bevételeinek elmaradása és tartalékának részvényformában tartott részének ideiglenes értékesítési tilalma miatt nem rendelkezett forrásokkal a törvényben megszabott és az év elején további tételekkel növelt kiadásainak finanszírozására, ennek hiányában az ÁPV Rt. tervezett deficitje sem valósulhatott meg. A költségvetés ezért eltekintett az ÁPV Rt. befizetési kötelezettségeitől és az utolsó negyedévben közvetlen támogatást is nyújtott részére. Ilyen módon a kiadások teljesíthetők lettek, és az ÁPV Rt. utolsó negyedéves szufficitje révén az addig felhalmozódott kisebb hiánya is eltűnt.

A IV. negyedévben a lakosságnak juttatott pénzbeni transzferek közül a 70%-os súlyt képviselő nyugdíjkiadásoknál – a törvényi előírásoknak megfelelően – visszamenőleges emelésre került sor, lényegében a vártnál lassabban mérséklődő infláció miatt.<sup>7</sup> A többi transzfer reálértéke általában csökkent (különösen az önkormányzatoknál), így az év egészét tekintve a lakossági transzfer reálértéke a nyugdíjak növekedése mellett sem haladta meg az előző évi szintet. (1999-ben a nyugdíjak emelése már az év elején teljes mértékben megtörtént, ezért a kifizetések alakulása eltérő a két évben (lásd III-7. táblázat).

Az év során a többletbevételekből az infláció nem várt alakulása miatt az egészségügyi és szociális ágazat bérkiegészítést kapott, amiből a GDP 0,1%-ának megfelelő részt a III. negyedévben, 0,05%-ot pedig a IV. negyedévben folyósítottak. Az év utolsó napjaiban a vártnál nagyobb gazdasági növekedés és bevételek miatt további – a GDP 0,3%-ának megfelelő – rendkívüli nyugdíj- és bérfizetésről döntött a kormány, úgy, hogy ez az összeg az év végén letéti számlára került és a kifizetésre csak 2001-ben kerül sor. A keresleti hatást illetően feltételezhető, hogy ezeket a nem várt forrásokat a nyugdíjasok és a közszférá-

<sup>6</sup> 1999 első felében az ÁFA-bevételek alakulása időlegesen elszakadt az üzleti ciklus alakulásától.

<sup>7</sup> A nyugdíjak emelésére az ún. svájci indexálás alapján kerül sor, amely 1999-ben 30%-os súllyal az infláció, 70%-os súllyal a nettó átlagkereset alakulásához kötődik. Az eredetileg számítottnál magasabb lett az infláció, és nagyjából a többletinfláció mértékével lett magasabb a nettó átlagkereset is (vagyis a reálbér közel teljesült).

III-6. táblázat Az ÁFA reálértékének változása

(az előző év azonos időszakához képest)

	1999				2000				%
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	
Belföldi ÁFA-befizetés	0,7	1,6	3,7	10,9	19,7	7,2	5,2	4,6	
ÁFA-visszatérítés**	8,9	3,0	0,1	3,2	12,4	4,7	7,1	13,1	
Nettó ÁFA-bevétel	-9,0	0,5	7,1	18,4	30,0	9,3	3,4	-2,5	

\* Vámbiztosítékkal korrigált.

\*\* Becsült eredmény szemléletű elszámolás alapján.

III-7. táblázat Az államháztartás egyes kiadásainak változása reálértéken\*\*

(az előző év azonos időszakához képest)

	2000				%
	I. n. év	I. félév	I-III. n. év	év előzetes	
Nyugdíjak (rokkantnyugdíjjal együtt)	-1,7	-1,3	-1,3	1,4	
Táppénz	5,9	12,2	5,0	3,9	
Szociális kiadások (központi költségvetés)	-5,2	-0,8	-2,2	-2,6	
Szociális kiadások (helyi önkormányzatok)	-12,0	-12,6	-9,7	-8,5	
<b>Lakossági transzferok összesen</b>	<b>-2,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,0</b>	
Beruházás (központi költségvetés)	21,8	-3,5	0,8	7,9	
Beruházás (helyi önkormányzatok)	-5,5	13,0	15,0	9,0	
<b>Beruházási bruttó kiadás összesen</b>	<b>6,1</b>	<b>4,4</b>	<b>7,7</b>	<b>8,4</b>	

\* Forrás: az MNB rendelkezésre álló államháztartási statisztikák, ezért az adatok eltérnek a KSH számaitól.

\*\* Beruházásra és fogyasztásra vonatkozó árindexek alapján.

ban dolgozók a kifizetés időszakában fogják elkölteni, vagyis a deficitben ekkor vesszük figyelembe.<sup>8</sup>

A kiadási szerkezeten belül kedvező változásnak tekinthető a beruházások arányának növekedése. Az önkormányzatok beruházási kiadásaival kapcsolatban az utolsó negyedévre térszámaink nincsenek. Az előző negyedévek dinamikus növekedése ellenére a IV. negyedévben óvatos számítás szerint csak reálértékben változatlan szintű kiadás feltételezhető. A központi körön belül viszont még a korábbinál is erőteljesebb volt az intézményi beruházásokra fordított kiadások növekedése, és ellensúlyozta az ún. kiemelt beruházások reálértékének csökkenését ebben a negyedévben.

#### 4. Külső kereslet

Várakozásaink szerint – mint azt előző Jelentésünkben már említettük – a külső konjunktúra a harmadik negyedévben elérte csúcspontját, s a negyedik negyedévben a növekedés lassulásának lehetünk tanúi. Az eurórégió GDP összetevőin belül mind a nettó export, mind a belföldi felhasználás dinamikája csökkent. Több jel mutat arra, hogy a belföldi felhasználás a továbbiakban is viszonylag dinamikus marad: (1) a fogyasztói és ipari bizalmi indexek még mindig magas szinten állnak, (2) 2001-ben több nagyobb eurórégióbeli tagállamban számottevő adómérséklést hajtottak végre, amely a háztartások rendelkezésre álló jövedelmére pozitívan hat.

Az eurórégió reál GDP-je 2000 III. negyedévében<sup>9</sup> az előző három negyedévben megfigyelhető 3,6%-os évesített negyedéves növekedési üteméhez képest 2,8%-ra lassult. Az előző év azonos időszakához viszonyítva pedig a reál GDP 3,4%-kal bővült a korábbi 3,8%-kal szemben (lásd. III-8., illetve III-9-es táblázat). Ennek fő oka a magánfogyasztás lassuló növekedése volt: 2000 III. negyedévében a magánfogyasztás előző negyedévhez viszonyított bővülése az előző két negyedév 3,2%-os szintjéről 1,2%-ra csökkent. Ezt az alacsonyabb növekedési ütemet vetítette előre, hogy már a szeptemberi fogyasztói bizalmi indexben csökkenést tapasztalhattunk, ami valószínűleg az olajárszint elhúzódó emelkedésének volt köszönhető. Mindennek ellenére, az eurórégióban mért fogyasztói és ipari bizalmi index továbbra is magas szinten maradt. A fogyasztói bizalmi index a negyedik negyedévben enyhén emelkedett a harmadik negyedévhez képest, míg az ipari bizalmi index értéke az előző negyedévihez képest nem változott. A negyedik negyedévben az újautó-regisztrációk száma az előző negyedévhez képest némileg nőtt, az előző évhez képest azonban még mindig csökkenést mutatott.

Magyarország külső keresleti környezetét a legfontosabb külkereskedelmi partnereink magyar exportszerkezettel súlyozott

III-8. táblázat Az eurórégió főbb makrogazdasági mutatói I.

(változás az előző év azonos időszakához viszonyítva, szezonálisan igazított adatok)

	1999			2000			
	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év
Reál GDP	2,1	2,6	3,3	3,5	3,8	3,4	
Belföldi felhasználás	3,0	3,0	2,8	2,5	3,2	3,1	
Magánfogyasztás	2,7	2,6	2,6	2,6	3,1	2,5	
Közösségi fogyasztás	1,4	1,6	1,5	1,7	1,8	1,6	
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	5,6	5,8	5,4	5,4	4,8	4,2	
Készletfelhalmozás*	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,4	
Export	2,2	5,7	10,3	13,2	12,1	12,1	
Import	4,8	7,1	9,2	10,7	10,6	11,4	
Nettó export*	-0,8	-0,3	0,5	1,0	0,7	0,4	
Újautó-regisztrációk	8,5	6,6	-0,6	1,5	0,2	-7,8	-3,0
Kiskereskedelmi forgalom	2,2	2,3	3,1	2,5	3,2	2,6	

Forrás: ECB Monthly Bulletin, 2000. november.

\* A reál GDP-hez való hozzájárulás mértéke százalékpontban.

III-9. táblázat Az eurórégió főbb makrogazdasági mutatói II.

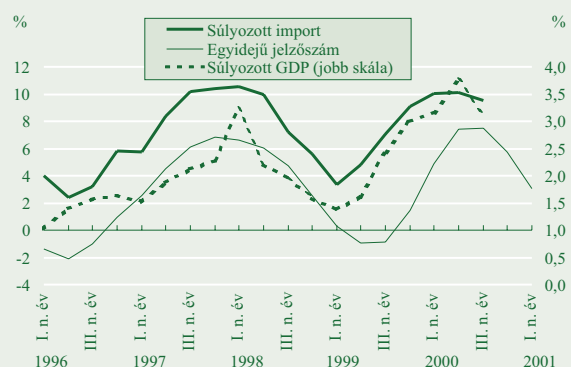
(változás az előző negyedévhez képest; évesített, szezonálisan igazított adatok)

	1999		2000		
	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év
Reál GDP	4,1	3,6	3,6	3,6	2,8
Belföldi felhasználás	2,8	2,8	2,8	3,6	2,4
Magánfogyasztás	3,2	2,4	3,2	3,2	1,2
Közösségi fogyasztás	1,6	1,6	2,8	1,2	0,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	7,8	1,2	7,4	3,2	5,3
Készletfelhalmozás*	-0,8	1,2	-1,2	0,8	0,4
Export	12,6	15,2	11,2	9,5	12,6
Import	9,5	13,0	10,0	10,0	13,0
Nettó export*	1,2	0,8	0,8	0,0	0,0

Forrás: ECB Monthly Bulletin, 2000. november.

\* A reál GDP-hez való hozzájárulás mértéke százalékpontban.

III-8. ábra Főbb exportpiacaink külső keresletének alakulása (előző év azonos időszaka = 100)



<sup>8</sup> Az év végén 94,5 milliárd forint került letéti számlára. Ebből 35 milliárd forint az ÁPV Rt. támogatására, 40 milliárd forint a nyugdíjak és bérek kiegészítésére, 19,5 milliárd forint pedig a lakásépítések fedezete céljára. A költségvetés hiánya tartalmazza ezeket az összegeket. Az SNA elszámolásban figyelembe vettük az ÁPV Rt. támogatását, ezzel párhuzamosan viszont javítottuk az ÁPV Rt. tavalyi egyenlegét, a másik két tétellel pedig a felhasználás időpontjában – 2001-ben – növeljük az SNA-deficitet. (2000 IV. negyedévében az 5,4%-os költségvetési hiányból 4,6%-ot magyaráznak mindezek a tételek és az ÁPV Rt.-nek folyósított egyéb támogatások együttesen.)

<sup>9</sup> Az adatok publikálásának késedelme miatt az eurórégió GDP-statisztikájára csak a harmadik negyedévig állnak a rendelkezésünkre adatok.

(effektív) importjával és GDP-jével mérjük.<sup>10</sup> 2000 III. negyed- évében a súlyozott GDP 3,1%-kal, míg az effektív import 9,5%-kal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Legfontosabb külkereskedelmi partnereink súlyozott egyidejű jelzőszáma azt mutatja, hogy 2000 IV. negyedévben, illetve 2001 I. negyedévben a külső kereslet növekedésének mérséklődése várható (lásd III-8. ábra).

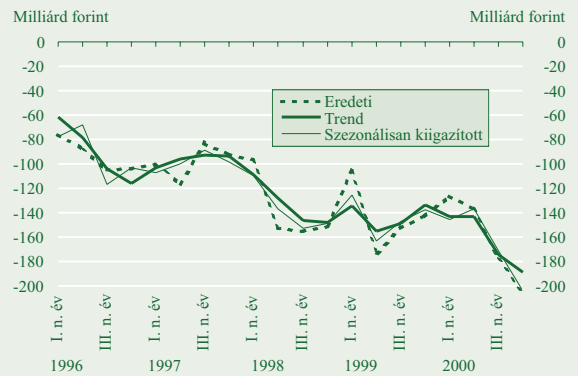
A harmadik és negyedik negyedévben a CEFTA-térségben nem volt egyértelmű a konjunkturális helyzet, néhány országban lassulást, míg másoknál növekedésgyorsulást lehetett tapasztalni. Lengyelországban a második negyedéves 5,2%-os reál GDP-növekedés a harmadik negyedévre 3,3%-ra, a negyedik negyed- évben pedig 2,2%-ra lassult. Csehországban továbbra is enyhe növekedést figyelhettünk meg, a reál GDP növekedése az előző év azonos időszakához viszonyítva a második negyedévben 1,9%, a harmadik negyedévben pedig 2,2% volt. Szlovákiában a második negyedévi 1,9%-os növekedés 2,5%-ra gyorsult. A FÁK-országok a magas világpiaci energia- és nyersanyagárak- nak köszönhetően továbbra is erős növekedést mutattak. Orosz- ország reál GDP-je a harmadik negyedévben 6,8%-kal, a negye- dik negyedévben pedig 7,9%-kal bővült.

A nemzetgazdaság összes áru- és szolgáltatásexportjának reálértéke az előzetes adatok alapján számított becslésünk sze- rint – 1999 IV. negyedévéhez képest – 2000 IV. negyedévben 25%-kal, az áru- és szolgáltatásimport 26,8%-kal emelkedett. A nettó export így 1,7 százalékponttal csökkentette a GDP-növe- kedést. Az áruforgalomban a volumen- és értékfolyamatok – a kedvezőtlen, bár lassuló ütemben romló cserarányok követke- ztében – továbbra is igen eltérően alakultak. A korábbiakhoz ké- pest változást jelentett azonban, hogy már a változatlan áras áru- forgalmi egyenlegben is határozott romlás tükröződött az expo- rténál magasabb importvolumen következtében (lásd III-9. ábra). A negyedik negyedévben az éves euróértékindexek sze- rint az áruforgalmi exporténál közel 6 százalékponttal magasabb importdinamikában a beruházási termékek behozatalának nö- vekvő szerepe mellett az energia-árhatás számottevően csök- kent. Továbbra is javulást mutatott a szolgáltatás egyenleg, ez azonban nem volt képes ellentételezni az áruforgalom romló trendjét, aminek köszönhetően az áru- és szolgáltatás egyenleg együttes hozzájárulása a GDP-hez összességében negatívvá vált.

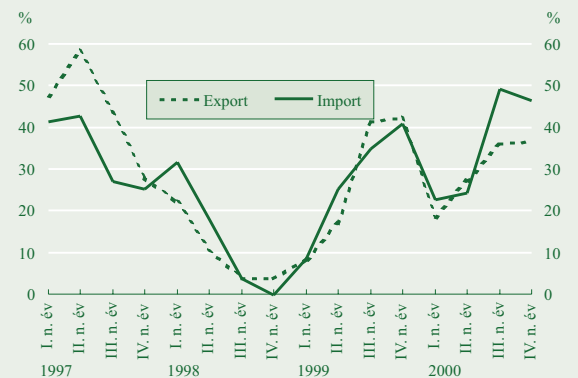
A vámstatisztika szerinti kivitel 2000 IV. negyedévben 9012 millió euró, a behozatal pedig 10 406 millió euró tett ki. A külkereskedelmi mérleg 1394 millió euró hiánnyal zárt, amely 665 millióval volt magasabb az előző év azonos időszakának hiá- nyánál. Egyelőre úgy tűnik, hogy a külső konjunktúra negyedik negyedévi gyengülése még nem tükröződött az exportszámok- ban, hiszen sem a volumen-, sem az euróérték adatok negye- éves trend növekedési üteme nem lassult az előző negyedévhez képest, sőt az indexek némi gyorsulást mutattak (lásd III-10., III-11. ábra). Az értékadatoknál enyhe lassulás, a volu- men adatoknál némi gyorsulás volt megfigyelhető az áruforga- lom importszámjai esetében. Mivel az utóbbi két negyedévben az import euróértékindexeinek növekedési üteme az exporténál szisztematikusan magasabbnak bizonyult, a továbbra is dinami- kus exportnövekedés ellenére a vámstatisztika szerinti külkeres- kedelmi egyenleg romlása tovább folytatódott (lásd III-12.

<sup>10</sup> Jelentés az infláció alakulásáról, 2000. június.

III-9. ábra A vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg alakulása változatlan áron



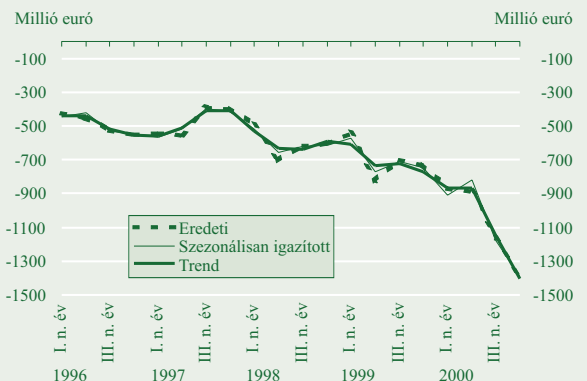
III-10. ábra A vámstatisztika szerinti export- és importtrend alakulása (évesített negyedéves növekedési ütemek euróban)

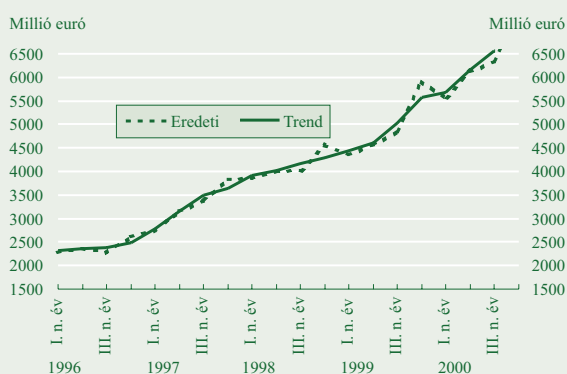
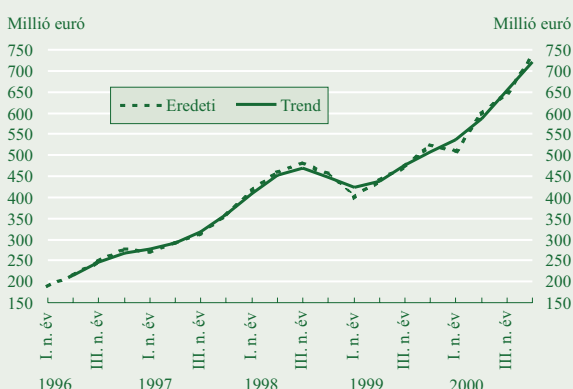
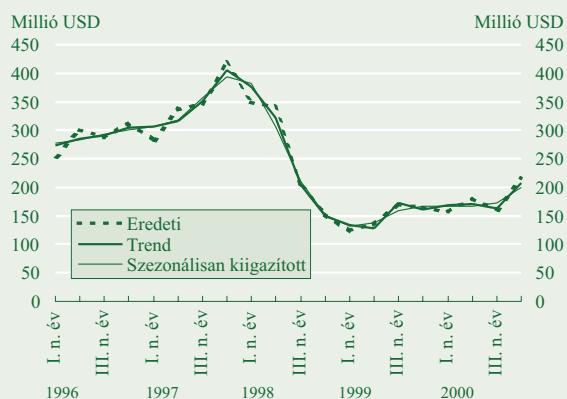
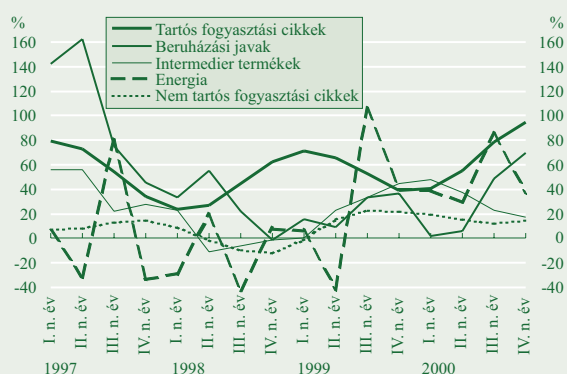


III-11. ábra Export- és importvolumen (évesített negyedéves növekedési ütemek)



III-12. ábra A vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg alakulása euróban



**III-13. ábra** A fejlett országokba irányuló export alakulása**III-14. ábra** A CEFTA-országokba irányuló export alakulása**III-15. ábra** A FÁK-országokba irányuló export alakulása**III-16. ábra** Évesített trendnövekedési ütemek az export különböző kategóriáiban (euróértékindex)

ábra). Az új adatok alapján tehát egyre inkább úgy tűnik, hogy a külkereskedelmi folyamatok esetében az egyenleg romlása hosszabb távú tendenciát tükröz annak ellenére, hogy a cserearányok romlásának hatása gyengült (a cserearányromlás 2,6% volt a korábbi negyedévi 3,1%-kal szemben).

Mint említettük a külső kereslet lassulása a negyedik negyedévben egyelőre nem tükröződött a kivitel alakulásában. A fejlett országokba irányuló export növekedése a negyedik negyedévben is dinamikus maradt (lásd III-13. ábra). A CEFTA-térségbe irányuló kivitel 1999 I. negyedéve óta tartó élénkülése továbbra is stabilan folytatódott (lásd III-14. ábra). A növekedési ütemek tekintetében továbbra is ez utóbbi régióban volt a magyar kivitel iránti legnagyobb keresletbővülés, az éves növekedés üteme (39%) meghaladta mind a fejlett országokba (26%), mind az EU-országokba (24%) irányuló exportét. A FÁK-országokba irányuló kivitel a negyedik negyedévben az orosz válság óta először mutatott határozott gyorsulást (lásd III-15. ábra). Míg korábban a magas éves növekedési ütemek alapvetően az alacsony bázisnak voltak tulajdoníthatók, most az előző negyedévhez képest a trendérték egyértelmű emelkedéséről is beszélhetünk. Ez a kedvező orosz konjunktúra által táplált jelentős keresletbővülés hatásait tükrözheti.

Az export felhasználási célú megbontásából (lásd III-16. ábra) látható, hogy továbbra is a tartós fogyasztási cikkek exportja emelkedett a legmagasabb ütemben. A rövid bázisú indexek szerint folytatódott a beruházási jóságok kivitelének – előző negyedévben megkezdődött – élénkülése. Alacsony növekedési ütem jellemezte a nem tartós fogyasztási cikkek kivitelét, míg az energiahordozók nélkül számolt intermedier termék-export trendjének az előző negyedévhez képesti lassulása tovább folytatódott. A fenti termékcsoportok hozzájárulását elemezve elmondható, hogy határozottan nőtt a beruházási javak és tartós fogyasztási cikkek hozzájárulása az összes árukivitelhez, míg az intermedier termékek szerepe csökkent. Mindez azt mutatathatja, hogy főbb exportpiacainkon a tartós fogyasztási cikkek piacán eddig jelentkező stagnálás, visszaesés csak átmeneti volt (lásd III-17. ábra).

Az export termékszerkezetét SITC-bontásban elemezve (lásd III-18. ábra) megállapítható, hogy továbbra is a gépek, gépi berendezések főcsoportjának az exportdinamikája a legmagasabb, s mivel ez a termékcsoport teszi ki az export közel 60%-át, ezért továbbra is e termékcsoport bizonyult a kivitel fő húzóágazatának. Látható, hogy e mögött mind a beruházási, mind a tartós fogyasztási termékek exportjának gyorsuló növekedése állt. A feldolgozott termékek termékcsoportjának kivitele stabil növekedést mutatott. A nyersanyagok kivitele negyedéves szinten továbbra is lassult, míg az élelmiszerek termékcsoportjának kivitele rövid bázison leesett.

Az import felhasználási célú csoportosítása alapján látható, hogy a tartós fogyasztási cikkek behozatala esetében gyakorlatilag folytatódott az előző negyedévi folyamatok,<sup>11</sup> s a termékcsoport dinamikája igen hasonlóan alakult a beruházási termékek növekedéséhez. Továbbra is igen magas, közel 40%-os dinamika

<sup>11</sup> Meg kell jegyeznünk, hogy előző jelentésünkben a harmadik negyedévre a tartós fogyasztási cikk termékcsoport importjának csökkenéséről beszéltünk az évesített trenddinamika alapján. Ez a változás a harmadik negyedévben szokatlanul magas, kb. 100 millió eurós utólagos kiegészülés következtében állt elő, ami így alapvetően módosította a trendszámokat.

jellemezte az intermedier termékcsoportot. A nem tartós fogyasztási cikkek-import növekedése sem mutatott számottevő dinamika-változást (lásd III-19. ábra). Jól látható azonban, hogy az energiaimport dinamikája az utolsó negyedévben drasztikusan leesett. Az, hogy ez mennyiben tekinthető tartós tendenciának, egyelőre nem tudjuk megítélni, kétségtelen azonban, hogy mindez összefügghet a szokatlanul enyhe télel, s az ennek következtében megváltozott szezonálitással. Az is igaz ugyanakkor, hogy a nemzetközi energiaárak hatása az utolsó negyedévben már csökkentőleg is hatott bizonyos energiahordozók importértékére.

Mindezek következtében az import növekedéséhez a negyedik negyedévben az energiaimport jelentősen csökkenő mértékben járult hozzá, növekedett ugyanakkor a beruházási termékek szerepe a többi termékcsoport változatlanul maradása mellett (lásd III-20. ábra). A korábbi Jelentésünkben még arról számoltunk be, hogy a beruházási termékek importja csökkenő mértékben emelkedett, amely az alacsony beruházási dinamikával van kapcsolatban. A jelenlegi információk és kiegészülések azonban azt mutatják, hogy e hatás valószínűleg csak átmeneti volt, hiszen a negyedik negyedévben a beruházási termékek importja 29% körüli bővülést mutatott évesítve az első negyedévhez képest. Ez összhangban van a nemzetgazdasági és a gépberuházásoknál megfigyelt harmadik negyedévi átmeneti növekedés lassulásával is.

A negyedik negyedévben a szolgáltatások teljesítménye továbbra is kedvezően alakult, és bár kisebb mértékben mint az előző negyedévekben, de továbbra is hozzájárult a külső egyensúlyhoz javulásához. A fizetési mérleg szerinti szolgáltatások egyenlege 1924 millió euró bevétel és 1510 millió euró kiadás mellett 414 millió euró volt, amely 72 millió euróval magasabb többletet mutatott mint 1999 negyedik negyedévében.

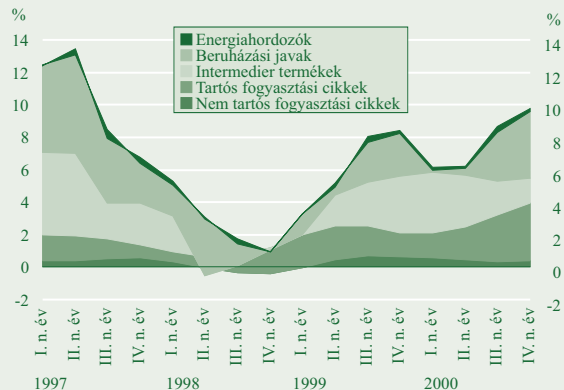
Az egyenleg kedvezőbb alakulása az idegenforgalmi többlet 89 millió eurós növekedése miatt következett be. Az idegenforgalom 2000 negyedik negyedévi egyenlege 915 millió euró bevétel és 335 millió euró kiadás egyenlegeként 579 millió euró többlettel zárt (lásd III-21. ábra). A szezonálisan igazított adatok alapján az idegenforgalmi bevételek növekedése az év folyamán egyenletes volt, a rövid bázisú évesített indexek és az éves összehasonlítású euróértékindeks 20%-os növekedést mutatnak. A kiadások a negyedik negyedévben erőteljesen megugrottak az euróértékindeks éves összehasonlításban 29%-ot tett ki.

Az idegenforgalom negyedik negyedévi emelkedő trendjét (lásd III-22. ábra) a turizmus forgalmának egyéb adatai is alátámasztják. A negyedik negyedévben a Magyarországra látogató turisták száma 15%-kal nőtt az előző év azonos negyedévéhez képest, szemben az előző negyedévi 1%-os növekedéssel, az év egészében 8%-kal nőtt a beutazók száma. A szálláshelyek vendégéjszakáinak száma a negyedik negyedévben 6%-kal emelkedett az előző negyedévi 2%-os növekedés után.

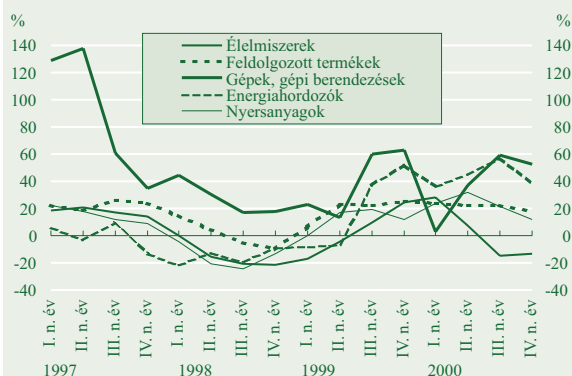
A külföldre utazó magyarok száma 4%-kal nőtt 2000. év egészében. A harmadik negyedévi 2%-os csökkenés után a negyedik negyedévben 10%-kal emelkedett a külföldre utazók száma.

Az idegenforgalmon kívüli egyéb szolgáltatások egyenlege a negyedik negyedévben kismértékben romlott 1009 millió euró bevétel és 1175 millió euró kiadás mellett 166 millió eurót kitevő deficit alakult ki, ami 17 millió euróval haladja meg az 1999. év negyedik negyedévi hiányt (lásd III-23. ábra). Éves összehason-

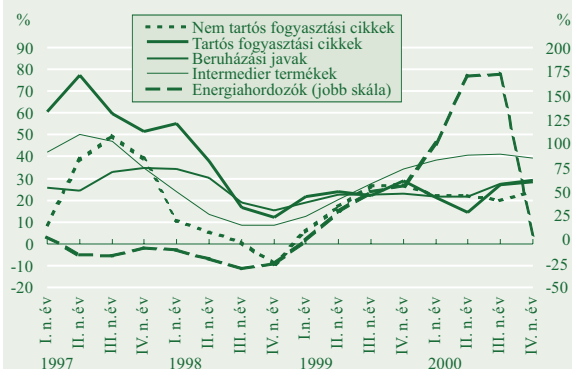
III-17. ábra A különböző termékcsoportok hozzájárulása az exporttrend növekedéséhez



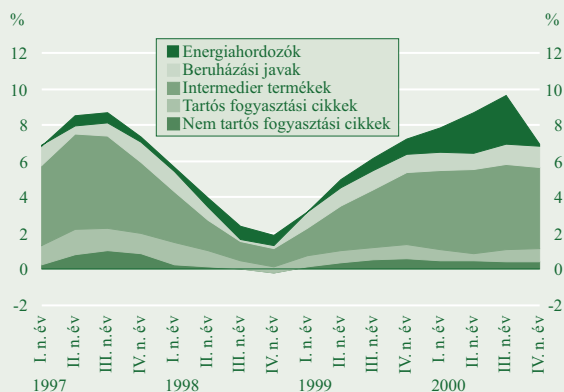
III-18. ábra Évesített trendnövekedési ütemek az export SITC-5 főcsoportjában



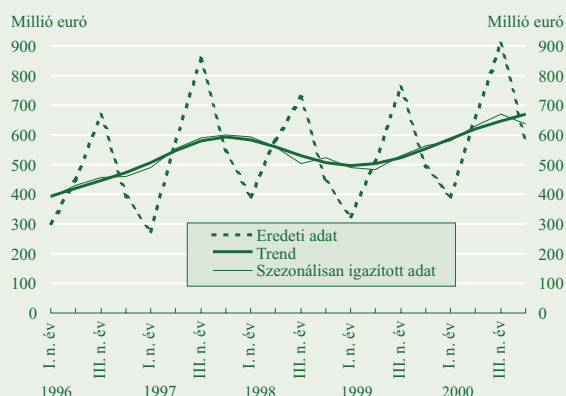
III-19. ábra Évesített trendnövekedési ütemek az import különböző kategóriáiban



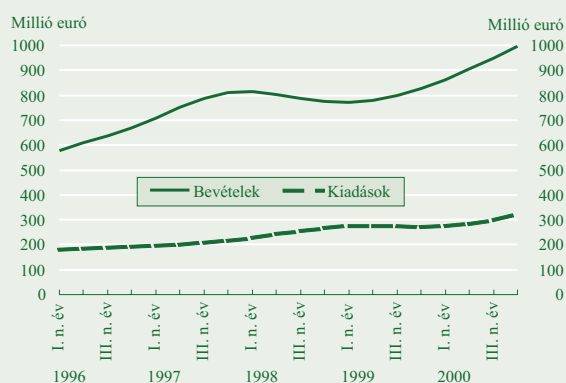
III-20. ábra A különböző termékcsoportok hozzájárulása az importtrend növekedéséhez



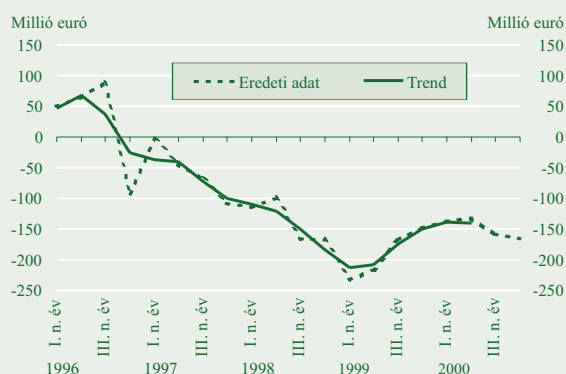
III-21. ábra Az idegenforgalmi egyenleg alakulása



III-22. ábra Az idegenforgalmi bevételek és kiadások trendje



III-23. ábra Az egyéb szolgáltatások egyenlegének alakulása



lításban továbbra is 172 millió euróval kedvezőbb az idegenforgalmon kívüli szolgáltatások egyenlege, mint 1999-ben. A negyedik negyedévben a bevételek és a kiadások trendje is jelentősen emelkedett. Míg a korábbi negyedévekben a szolgáltatások deficitjének csökkenése a szezonálisan igazított adatok alapján a kiadási szint stagnálása mellett a bevételek növekedésének volt köszönhető, a negyedik negyedévben a kiadások is megugrottak. A negyedik negyedévi kiugró adatok következtében a szezonális igazítás is erősen bizonytalanná vált, emiatt a trendszámításnál mozgóátlagot alkalmaztunk.

Az éves összehasonlítású euróalapú értékindex a bevételeknél 24, a kiadásoknál 22%-os növekedést mutatott.

A szolgáltatások részletes elemzése alapján az egyedi tételek közül csak az építési-szerelési szolgáltatások egyenlege mutat tartós javulást. Az idegenforgalmon kívüli szolgáltatások egyenlegének 2000. évi javulása ugyan a negyedik negyedévben megtorpant, de a bevételek továbbra is a kedvező külső konjunktúra és az áruexport növekedésének köszönhetően számottevően emelkedtek. A kiadások esetében pedig, mint ahogy az előző negyedévekben egyedi tényezőkre vezettük vissza a javulást, úgy feltételezésünk szerint a negyedik negyedévi magasabb kiadási szint is egyszerű megugrással magyarázható, és nem tartós trendfordulatot tükröz.

# IV. Kínálati tényezők

## 1. A munkaerő-piaci folyamatok alakulása

A negyedik negyedév munkapiaci folyamatai egyes korábban már tapasztalt tendenciák egyértelművé válásáról tanúskodnak. Egyrészt, folytatódott a gazdaság által felhasznált munkaerő mennyiségének bővülése: gyorsult a foglalkoztatott létszám emelkedése, és folyamatos volt a ledolgozott órászámmal mérhető teljes munkamennyiség növekedése is. Lassult ugyanakkor az átlagosan ledolgozott heti munkaidő hosszának emelkedése, amit azonban átmeneti jelenségnek tartunk. A munkaerő-tartalékok alacsony szintje a dinamikus növekvő szegmensekben továbbra is szűk munkapiaci keresztmetszetek lehetőségére figyelmeztet. A versenyszféra bérinflációs mutatóinak stagnálása másrészt a dezinfláció megtorpanásához való alkalmazkodás jeleként értékelhető. Új fejlemény ugyanakkor a kereskedelem-javítás ágazat korábban tapasztalt megugró bérinflációjának csökkenése.

A közösségi szektor – a júliusi egyszeri egészségügyi bérijuttatás hatásától megtisztított – bérintéke nagyjából a harmadik negyedévi értéket mutatja. Az év végén tehát nem történt meg a magasabb, 2000. évi infláció miatti utólagos bérkompenzáció. Ezt 2001 elejére tervezik; aminek keresleti hatása azonban a negyedik negyedéves lakossági fogyasztásban már megjelenhetett.

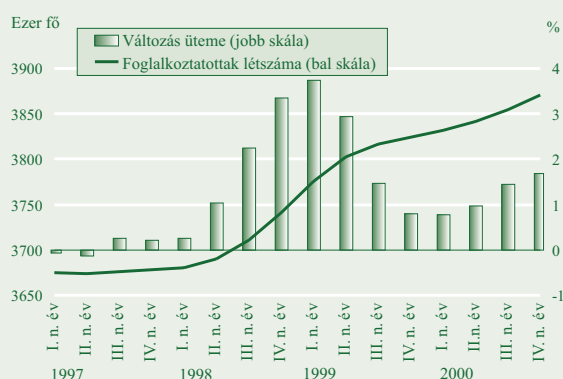
### 1.1 A munkaerő-felhasználás alakulása

Monetáris politikai szempontból a munkapiaci kereslet/kínálat viszonyáról elsősorban a piaci forgalomba kerülő termékek és szolgáltatások előállításához igénybe vett munkaerő-mennyiség alakulása szolgáltat információt; a közszolgáltatások területén foglalkoztatott munkaerő egyéb szempontok szerint elemezhető.

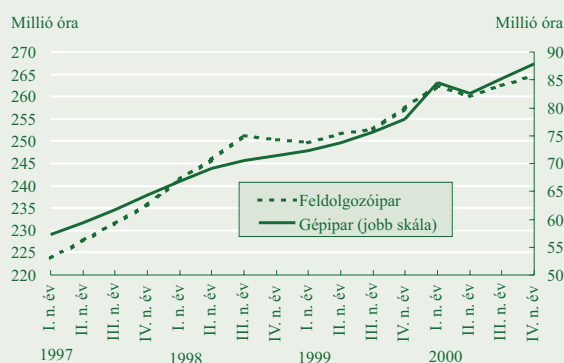
A felhasznált munkamennyiséget a foglalkoztatott létszámmal, illetve a ledolgozott munkaórák számával is mérhetjük. Ez utóbbi tekinthető pontosabbnak, hiszen ez méri a termelés során ténylegesen felhasznált munka mennyiségét.

A KSH háztartások lekérdezésére alapozott munkaerő-felmérése (MEF) lényegében foglalkoztatottnak tekint minden egyént, aki jövedelemszerző tevékenységet folytatott, függetlenül annak formájától, jogi vagy adózási körülményeitől. Ezért közgazdasági értelemben a MEF-et tekintjük a versenyszférabeli foglalkoztatási folyamatok megbízható adatforrásának; az alternatívaként szóba jövő, a vállalatok lekérdezésére alapozott, ún. intézményi munkaügyi statisztika ugyanis csak a hivatalosan és alkalmazott-

#### IV-1. ábra Foglalkoztatás szintjének és negyedéves növekedési ütemeinek alakulása



#### IV-2. ábra Ledolgozott munkamennyiség alakulása (negyedévi munkaórák száma)



ként bejelentett létszámról szolgáltat információt, amely ezért – a hazai szabályozási viszonyok között – szisztematikusan torzít. A negyedik negyedévben a MEF a nemzetgazdasági foglalkoztatás bővülésének gyorsulását mutatja (lásd IV-1. ábra); az előző év azonos negyedévéhez viszonyított 1,4%-os ütem magas, 1,7%-ra ugró évesített negyedéves ütemet takar. A létszámbővülés 1999. végi – 2000. eleji lassulása úgy tűnik, csak átmeneti volt, üteme ismét gyorsulni látszik. Ez különösen igaz az agrárszektor kivételével vett versenyszférában, ahol a létszám éves szinten 2,3%-kal bővült. Különösen dinamikus volt ezen belül a feldolgozóiparban és az építőiparban a növekedés: a szezonális hatások kiszűrése után az előbbinél közel 5%-os, az utóbbinál 10% fölötti negyedéves ütem mutatkozott. A feldolgozóiparon belüli ágazatok létszám alakulását csak az 5 fő feletti vállalkozásokra kiterjedő intézményi munkaügyi statisztika segítségével tudjuk nyomon követni. Ez is a korábban látott tendenciák folyamatosságáról tanúskodik: meghatározó a gépipar és fémalapanyag-gyártás, fémfeldolgozás ágazatok létszámbővülése (éves szinten 9% és 2%). A piaci szolgáltatások létszám-emelkedése is erőteljes volt: negyedéves szinten a kereskedelem-javítás ágazat 3%-os, a szálláshely-vendéglátás ágazat 9%-os, az ingatlan-gazdasági szolgáltatások ágazatcsoport pedig 4%-os évesített ütemmel volt jellemezhető.

A költségvetési körben alkalmazott létszám csökkenése a KSH intézményi munkaügyi statisztikája szerint lassult ugyan, de folyamatos volt. A versenyszféra, különösen a piaci szolgáltatások munkaerő-kereslete és a munkapiaci szűkössegek szempontjából azonban, amint azt az alábbiakban megmutatjuk, nem a leginkább releváns szellemi munkaerő szegmensben húzódott vissza az állam: a létszámleépítés elsősorban a fizikai munkaerőt érintette, miközben a közszolgáltatásbeli szellemi alkalmazottak száma – főleg az oktatási intézmények miatt – még bővült is.

A ténylegesen felhasznált munkamennyiséget pontosabban jelző ledolgozott óraszám-tömeg statisztika a fentiekhez hasonló képet ad. Ez első pillantásra meglepő lehet, hiszen a negyedik negyedévben az 5 fő feletti vállalkozásokra alapozott intézményi statisztika keretében gyűjtött versenyszférabeli összes óraszám-tömeg éves összehasonlításban 3,2%-ot esett. A jellemzően a december hónap adata miatt bekövetkezett és minden szektorra kiterjedő jelenség arra utal, hogy a negyedik negyedévben (az egy évvel korábbihoz képest) kevesebb munkanap okozhatta a felhasznált munkamennyiség 851 millió órától 824 millióra való csökkenését, ezt azonban – megfelelő hosszúságú adatsorok hiányában – csak a feldolgozóipari fizikai munkaerő esetében tudjuk vizsgálni.<sup>1</sup> Számításaink szerint e körben valóban a munkanapszámok hatása okozta a csökkenést. Ennek kiszűrése után azt figyelhetjük meg, hogy meghatározó maradt a gépipari, illetve fémalapanyag-gyártás, fémfeldolgozás ágazatok óraszám-tömegének emelkedése. Más ágazatok stagnálása, csökkenése ellenére folytatódott a teljes feldolgozóipari óraszám-tömeg emelkedő tendenciája (lásd IV-2. ábra). A versenyszféra extenzív növekedése tehát a negyedik negyedévben is folytatódott.

<sup>1</sup> Naptári okok miatt 2000 negyedik negyedévében az egy évvel korábbinál négygyel, azaz több mint 6%-kal kevesebb munkanap volt.

## 1.2 A munkaerő-tartalékok szintje és szűk keresztmetszetek lehetősége

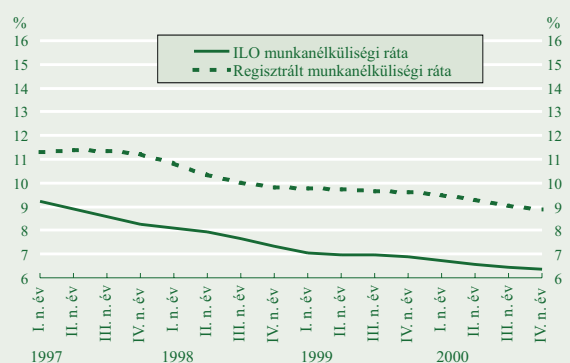
A hazai gazdasági növekedést az utóbbi években a munkaerő-felhasználás extenzív bővülése jellemezte. Kínálati korlátok azonban jelentkezhettek, ha a munkaerő-tartalékok szintje nem megfelelő. Rövid távon erre a vállalkozások a már foglalkoztatott munkaerő kihasználtságának fokozásával, az átlagosan ledolgozott heti munkaidő hosszának növelésével reagálhatnak. Ennek azonban „természetes” és szabályozási korlátai is lehetnek. Az intenzív alkalmazkodás lehetőségeinek kimerítése után a munkaerőért folyó verseny egyre feljebb tornáztatja a reálbérceket, ami a külkereskedelmi verseny által nem korlátozott körben termékpiacon áremelkedéshez, így a defláció lassulásához vezethet. Hosszú távon a munkapiaci szűkössegek a termelés tőkeintenzitásának fokozását hívják elő, de nem kizárt a termelés visszafogása sem. A munkaerő-tartalékok, illetve a szűk keresztmetszetek nyomon követése ezért a jegybanki elemzés hangsúlyos része.

A munkaerőtartalék-szint elégségességének megítélését a potenciális munkaerő-állomány „kapacitáskihasználtsági” mutatóira alapozhatjuk. Kiindulásképp tekintsük a nemzetközi sztenderdek szerint a munkapiaci kínálat demográfiai alapját képező 15–74 éves népességet. Ennek szintje a kilencvenes évtized közepe óta folyamatosan csökken. A szóban forgó népességben a munkapiaci kínálatot jelentő gazdaságilag aktívak aránya 1998 óta folyamatosan növekedett. Az ezt kifejező aktivitási (vagy: részvételi, participációs) ráta értéke a negyedik negyedévben 53,8%-ra emelkedett, amely már megközelíti az 1994-ben mért értékeket. Ez mélyen alatta van az európai országokban szokásos arányoknak, ami azonban nem jelenti, hogy  $(100-53,8) = 46,2\%$  a rendelkezésre álló munkaerő-tartalékok szintje.

A legtágabban értelmezve munkaerő-tartalékokat a 15–74 éves népességből a nem foglalkoztatottak, azaz a munkanélküliek és az inaktívok állománya képezi. A foglalkoztatottak arányát kifejező foglalkoztatási ráta értéke 1996 óta emelkedve 2000 negyedik negyedévében elérte az 50,4%-ot. Nem állítható azonban, hogy a munkaerő-tartalékok aránya 49,6% lenne, hiszen hazai és nemzetközi tapasztalatok szerint a munkapiacra – definíció szerint – meg sem jelenő inaktívok nem tekinthetők az *effektív* munkaerő-tartalék részének. Jegybanki szempontból ugyanis effektív munkaerő-kínálatot azon relatíve könnyen foglalkoztatható csoportok képeznek, akik a már állásban lévők közeli helyettesítői, így jelenlétük mérséklőleg hat a béralakulásra. Ha az inaktívokat kizárjuk e körből, és a munkanélküliek állományával azonosítjuk az effektív munkaerő-tartalékokat, akkor annak arányát a negyedik negyedévben 6,3%-ra süllyedő munkanélküliségi ráta jelzi (lásd IV-3. ábra). Az évek óta folyamatos gazdasági növekedés azonban már e körből is felszívta a könnyebben foglalkoztatható csoportokat, így a jelenlegi állomány iskolázottsági, képzettségi, demográfiai stb. jellemzői, illetve a hazai földrajzi mobilitás alacsony foka miatt sem tekinthető teljes egészében az effektív munkakínálat részének.

Az egyes csoportok effektív munkaerő-tartalékhoz való hozzájárulását mikroszintű empirikus kutatásokból származó becslésekre alapozhatjuk (lásd keretes írás).

IV-3. ábra Munkaerő-tartalékok: munkanélküliségi ráták



\* Szezonálisan igazított és simított adatsorokból számolva.

### Keretes írás IV-1. Az effektív munkaerő-tartalékok becslése

Monetáris politikai szempontból a munkaerőforrásra mint a gazdasági növekedés számára rendelkezésre álló kapacitásra tekintünk. Azt vizsgáljuk, hogy a foglalkoztatás alakulása nem ütközhet-e kínálati oldali korlátokba, melyek fokozott reálbér-emelkedést válthatnának ki. Ennek érdekében követjük nyomon a munkakereslet és a rendelkezésre álló *effektív* munkaerő-tartalékok alakulását. Ez utóbbit úgy definiáljuk, hogy azok tartoznak bele, akik nincsenek állásban, de a foglalkoztatottak közeli helyettesítőiként jelenlétükkel fékezik a bérnövekedést.

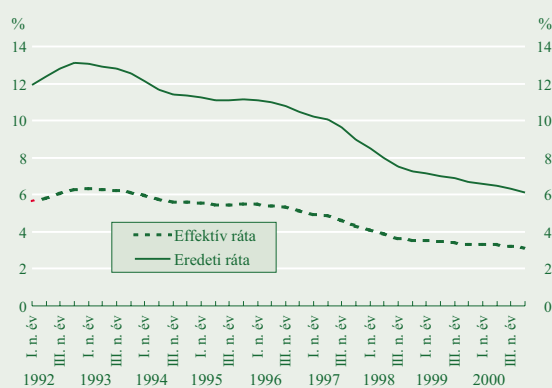
Korábban csak nemzetközi tapasztalatok és a közgazdasági logika alapján tudtuk megítélni, hogy az állástalanok mely csoportjai tartozhatnak az effektív munkaerő-tartalékba. Így azt mondtuk, hogy az inaktívak általában, illetve a munkanélküliek közül a relatíve iskolázatlan, szakképzetlen és/vagy hosszabb ideje állástalan csoportok nem tartoznak ide. A BKÁE Emberi erőforrások tanszékével létrejött kutatási kapcsolat eredményeképpen azonban közvetlen empirikus becslésekkel is rendelkezünk az egyes csoportok munkakínálatának „erősségéről”. Előzetes eredményeinket a munkanélküliek iskolai végzettség szerinti csoportosítására mutatjuk be.

A kutatási eredmények megerősítik korábbi sejtésünket: a relatíve kedvezőtlen jellemzőket mutató csoportok *álláshoz jutási valószínűsége* is alacsonyabb az átlagnál. A IV-4. ábra e relatív valószínűségeket mutatja 1998–2000. évekre. A mutatókkal az egyes csoportok létszámát besúlyozva megkapjuk az effektív munkaerő-tartalék vagy munkanélküliségi ráta számszerű becslését is (lásd IV-5. ábra). Számításaink szerint 2000 végére az effektív munkanélküliség aránya a hagyományos munkanélküliségi ráta által jelzettnél jóval alacsonyabb szintre süllyedt. Ez alátámasztja, hogy a versenyszféra munkaerő-kereslete szűk keresztmetszetek veszélyét idézheti elő.

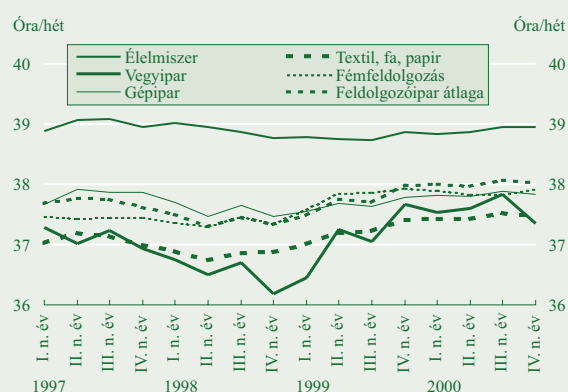
IV-4. ábra Relatív álláshoz jutási valószínűségek a munkanélküliek egyes csoportjaiban



IV-5. ábra Eredeti és effektív munkanélküliségi ráta



IV-6. ábra Átlagosan ledolgozott munkaórák számának alakulása (óra/hét)



Amint jeleztük, a munkaerő-kereslet kínálati korlátokba ütközéséhez a vállalkozások a már alkalmazott munkaerő intenzívebb kihasználásával alkalmazkodhatnak. Ezt az átlagosan ledolgozott heti munkaidő hosszának alakulása jelzi, melyről hosszabb adatsorokkal csak a feldolgozóipari fizikai munkaerő esetében rendelkezünk. Adataink szerint 1993 óta folyamatosan emelkedett az átlagos heti munkaórák száma. Ez az általános tendencia a negyedik negyedévben sem tört meg, bár dinamikája lassult, egyes ágazatok (vegyipar) esetében csökkenésbe váltott (lásd IV-6. ábra).<sup>2</sup>

### 1.3 Bérinfláció

Számításaink szerint a bérinfláció alakulását a negyedik negyedévben a megelőző időszakban tapasztalt tendenciák felerősödése jellemezte. Eszerint a versenyszféra többségében lelassult a bérinfláció csökkenése, a negyedik negyedévi ütemek a korábbi

<sup>2</sup> A munkanapok számának negyedik negyedéves, már említett erőteljes csökkenését kiszűrő statisztikai eljárás miatt némileg módosultak a *korábbi* negyedévekre adott becsléseink. Ez a módszerből következő „természetes” jelenség, és a folyamatok értékelését nem befolyásolta.

értékek közelében maradtak (lásd IV-7. ábra). Ezt a dezinfláció megtorpanása magyarázza: a hazai béralku rugalmassága miatt a béralakulás hatékonyan alkalmazkodik az inflációs folyamatokhoz.

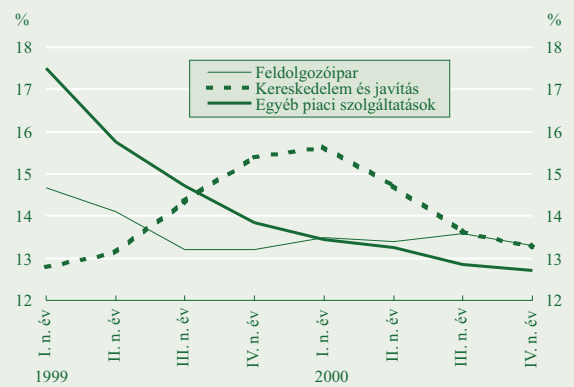
A versenyszféra egyes szektorait tekintve elmondhatjuk, hogy a negyedik negyedévben markánsabbá vált a 2000. évi béralakulás korábitól való eltérése: 2000 második felében a feldolgozóipar és kereskedelem-javítás szektorok relatíve magas, az utóbbi nélkül definiált egyéb piaci szolgáltatások pedig alacsony bérindeket mutattak, szemben az 1998–1999 során tapasztaltakkal. Ennek háttérében három folyamat együttes hatása állhat: a feldolgozóipar dinamikus növekedése keltette szűk keresztmetszetek erősödése emelte a feldolgozóipar bérindeket; a piaci szolgáltatásokban az 1998-ban tapasztaltakhoz képest enyhült a túlkereslet; a kereskedelem-javítás ágazat megugró bérindekei mögött pedig a szektorra jellemző szerkezeti átalakulás következtében jelentkező mérési problémák állhatnak.

A feldolgozóipar egyes ágazatai közül a gépipar, fémalapanyag-gyártás és -feldolgozás béralakulása a potenciálisan jelentkező szűk keresztmetszetek miatt érdekes. A negyedik negyedévben ezen ágazatok bérinflációja a korábbiaknak megfelelően átlag feletti volt. Ezt egyrészt ezen ágazatok szintén átlag feletti termelékenységnövekedése, másrészt az elmúlt évek dinamikus létszámbővülése nyomán jelentkező szűk keresztmetszetek magyarázzák. A kereskedelem-javítás nélkül vett egyéb piaci szolgáltatások bérinflációjának lassulása általánosnak nevezhető. A kereskedelem-javítás ágazat, amint korábbi *Jelentésünkben* írtuk, 2000-ben kiugró bérinflációs ütemeket mutatott az 1998–1999-es időszakkal ellentétben. Jeleztük, hogy a kereskedelemre jellemző nagyarányú szerkezeti átalakulás miatt nehezen értelmezhető e körben az „egységnyi munka” árában bekövetkező változás. A negyedik negyedévben jelentősen lassult a szektor bérindeke, ami arra is utalhat, hogy összhangba került a bázis- és tárgyidőszakban mért „munka” jellege, illetve hogy enyhült a dinamikus létszámbővülés okozta relatív munkapiaci túlkereslet.

A IV-1. táblázatban a rendszeres bérkifizetések alapján számolt, a változó óraszámok hatásától megtisztított bérinflációs mutatók találhatók. Mivel a bérek mindig tartalmaznak ledolgozott munkaidőtől függetlenül járó, „havi fix” komponenseket, bérinflációs mutatóink a negyedik negyedévre jellemző mintegy 5–6%-os óraszámcsökkenés miatt felfelé torzítanak. A negyedik negyedévre adódó magas értékeket úgy értelmezhetjük, hogy az óraszámok – és valószínűleg az előállított érték – csökkenéséhez képest kevésbé mérséklődtek a bérindeket, ami egyenértékű a vállalkozások fajlagos jövedelmezőségének romlásával (erről lásd a IV. 3. fejezetet). Amennyiben azonban ezt valóban az óraszámok hirtelen esése alakította, ez a jelenség átmenetinek tekinthető.

A közszolgáltatások esetében a táblázatbeli mutatók használhatók; azokat nem torzítja az óraszám-probléma. Amint előző *Jelentésünkben* jeleztük, az egészségügy júliusi, egyszeri – az alaphétre be sem épülő – bérjuttatása nagymértékben emelte a szektor harmadik negyedéves bérindeket, amely hatást mutatóinkból (az intézkedés egyszeri jellege miatt) kiszűrtük. A negyedik negyedévi éves közösségi szektorbeli bérindeket az így számított harmadik negyedéveshez hasonlóan alakultak. Ez arra utal, hogy az év végén nem történt a vártnál magasabb infláció miatt

IV-7. ábra Bérinfláció negyedéves ütemei\*

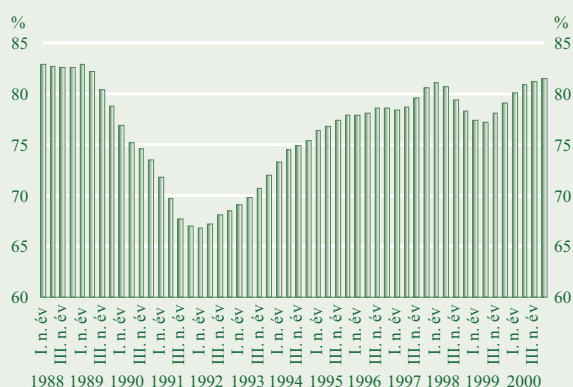


\* Évesített negyedév / előző negyedév indexek, szezonálisan igazított adatsorból számolva.

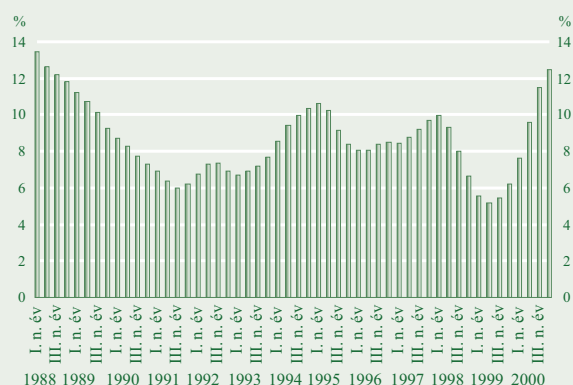
IV-1. táblázat A bérinfláció alakulása\*

	1999 átlaga	2000				év átlaga
		I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	
Feldolgozóipar	16,1	12,7	14,2	14,4	15,8	14,3
Kereskedelem	14,2	17,1	18,5	18,3	17,9	18,0
Egyéb piaci szolgáltatások	17,4	12,0	12,3	12,2	15,6	13,0
Versenyszféra	15,8	12,8	13,7	13,9	15,9	14,7
Közösségi szektor	17,0	12,1	9,7	11,2	11,5	11,1
<b>Összesen</b>	<b>16,2</b>	<b>12,6</b>	<b>12,5</b>	<b>13,1</b>	<b>14,5</b>	<b>13,2</b>

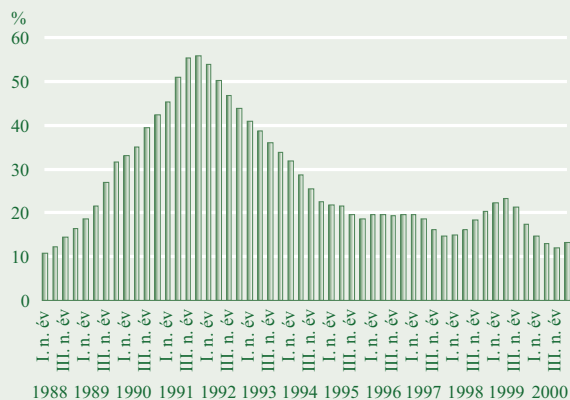
\* Versenyszféra adatai: az óraszámváltozás hatásától megtisztított rendszeres bérkifizetések. Közszolgáltatások: a 2000. júliusi egészségügyi egyszeri bérjuttatás nélküli adatok. Mind MNB saját számítása.

**IV-8. ábra** Átlagos kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban\*

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

**IV-9. ábra** A várható rendelésekhez képest kapacitáshiányt jelző vállalkozások aránya a feldolgozóiparban\*

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

**IV-10. ábra** A várható rendelésekhez képest kapacitásfelesleget jelző cégek aránya a feldolgozóiparban\*

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

bérkompenzáció. A lakossági fogyasztásra ugyanakkor a várt jövőbeni kifizetések is hatnak, ezért nem kizárt, hogy a 2001. elejére ígért utólagos kifizetések keresleti hatása már 2000 végén is jelentkezett.

## 2. Kapacitáskihasználtság

A feldolgozóiparban az átlagos kapacitáskihasználtság<sup>3</sup> szintje 2000 utolsó negyedében kissé tovább emelkedett a szezonálisan igazított és simított adatok szerint, és ezzel az elmúlt évtized legmagasabb értékét érte el (lásd IV-8. ábra). A kapacitáskihasználtság magas szintje a termelés és az export dinamikus – bár az év első háromnegyedéhez képest mérsékelt – bővülése és kissé erősödő beruházási aktivitás mellett alakult ki. Az átlagosnál magasabb szintű volt a technikai kapacitások kihasználtsága a gépiparban és az építőanyagokat előállító ipari alágazatban.

A technikai kapacitásokat és a következő 12 hónapban várható keresletet összehasonlítva – a szezonálisan igazított és simított adatok szerint – tovább emelkedett a kapacitáshiányt jelző vállalkozások aránya. A IV. negyedévben új – 1999 második negyedéve óta nem tapasztalt – jelenségként mutatkozott a várhatóan kapacitásfelesleggel rendelkező cégek súlyának enyhe emelkedése. Ez valószínűleg annak tulajdonítható, hogy a feldolgozóipari vállalkozások az elkövetkezendő hónapokban a korábbiaknál visszafogottabb termelésbővítéssel számolnak (lásd IV-9., IV-10. ábra).

A közeljövőben várható értékesítési lehetőséghez viszonyítva kapacitáshiányt jelzők aránya az utolsó negyedévben – csakúgy mint a harmadik negyedévben – az építőanyag-iparban és a gépiparban volt magas, és átlag feletti arányban jellemezte a nagyméretű, az exportőr, a budapesti (és környéki) cégeket. A kapacitások minőségével, korszerűségével elsősorban a gépipari cégek voltak elégedetlenek.

## 3. Versenyképesség

A forint nomináleffektív árfolyamindexe 2000 negyedik negyedében 6,1%-kal értékelődött le az előző év azonos időszakához képest. Ez jelentős mértékben (kb. 2%) a versenyképesség szempontjából kedvező keresztárfolyam-mozgásoknak – elsősorban az euró dollárral szembeni gyengülésének – volt tulajdonítható. A kedvező keresztárfolyam-mozgások ellenére az áralapú mutatóknál folytatódott a reálértékelődés tendenciája, ennek mértéke azonban a versenyképesség szempontjából nem tükrözött számottevő változást. A fogyasztóiár-alapú reálárfolyam esetében a reálértékelődés 1% körül alakult éves összehasonlításban (lásd IV-11. ábra), mely mérték összhangban van a hosszú távon várható reálértékelődési dinamikával. Továbbra is magas dinamikát figyelhetünk meg a feldolgozóipari árala-

<sup>3</sup> Az információ forrásul szolgáló felmérésben néhány Magyarországon is termelő nagy multinacionális cég – amelyek árbevételüket tekintve kiemelkedő súlyúak – nem vesz részt. (A feldolgozóipari és az építőipari vállalkozások helyzete és rövid távú kilátásai 2001 januárjában, A Kopint-Datorg negyedéves konjunktúraportalja, 2001. január)

pú reálárfolyam (lásd IV-12. ábra) esetében, itt az éves felértékelődés 4% felett alakult. Ez azonban gyakorlatilag teljes egészében a korábbi Jelentéseinkben már elemzett összetételhatásnak volt tulajdonítható: az összetételhatást kiszűrő mutató esetében a reál felértékelődés dinamikája alig 1%-ot tett ki.<sup>4</sup>

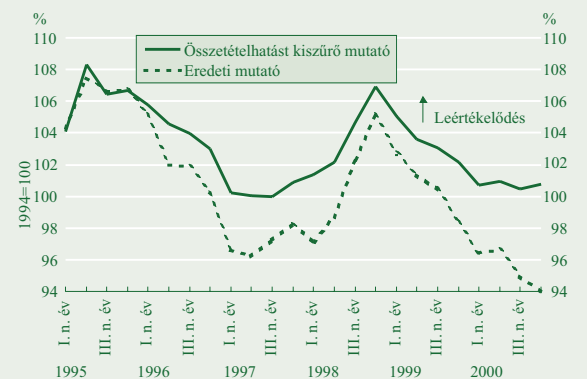
A versenyképesség szempontjából kedvezőtlen tény azonban, hogy a fajlagos bércöltség alapú mutatónál az 1995 óta tartó töretlen reálértékelődés az utolsó negyedévekben megszűnni látszott (lásd IV-13. ábra). Miközben 2000-ben a feldolgozóipari beruházások növekedése lassult, s a konjunktúra lassulásával a feldolgozóipari termelékenység javulása is alacsonyabbnak bizonyult, a feldolgozóipari bérek dinamikája folyamatosan 15% körüli növekedést mutatott.<sup>5</sup> Ez utóbbi feltehetőleg az infláció csökkenésének megtorpanásával, illetve a feldolgozóiparban jelentkező munkapiaci feszültségekkel hozható összefüggésbe (lásd a munkapiacról szóló fejezetet).

**IV-11. ábra A fogyasztóiárindex-alapon számított reálárfolyam alakulása**



**IV-12. ábra A feldolgozóipari áralapú reálárfolyam alakulása**

(eredeti és összetételhatást kiszűrő mutató)



**IV-13. ábra A fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása**

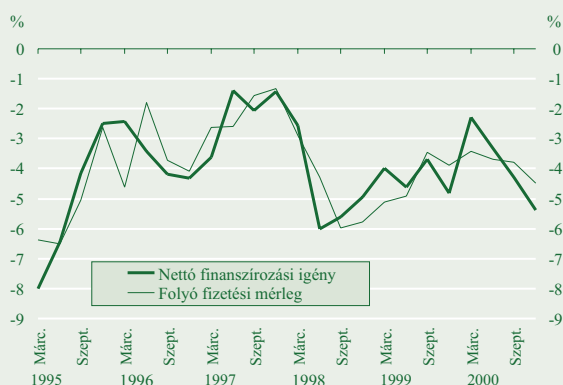


<sup>4</sup> Mint azt az előző Jelentésünkben bemutattuk, az összetételhatást kiszűrő feldolgozóipari áralapú reálárfolyam azonos súlyokkal veszi figyelembe a külföldi és a hazai ágazati árindexeket. Így a belföldön és külföldön eltérő ágazati szerkezet statisztikai torzító hatását kiszűri a mutatóból.

<sup>5</sup> Meg kell ugyanakkor említenünk, hogy az egy foglalkoztatottra jutó termelékenység lassulása jelentős részben a ledolgozott munkaórák csökkenéséből fakadt. (A munkaórák alakulásáról lásd a IV.1 fejezetet.) A ledolgozott munkaórák számának csökkenése azonban nem tükröződött a bércöltségekben. Amennyiben ez csak a bérek lassú alkalmazkodó képességéből fakad (fix komponensek jelenléte stb.) akkor a versenyképesség javulásának megtorpanása átmeneti jelenségnek tekinthető. Amennyiben azonban az a szűk munkapiaci keresztmetszetekből következik, akkor ez a termelők profitabilitás változásának tartós tendenciáját is mutathatja.

# 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 inflációsúrt megtakarítási és beruházási egyenlegét mutatja, ami egy elméleti folyó fizetési mérleget határoz meg.<sup>2</sup>

## 1. A nettó megtakarítói pozíció

A magyar gazdaságra továbbra is teherként nehezedett az 1999 közepe óta folyamatosan elszenvedett árvesztés, bár 2000 utolsó negyedévében a cserearányromlás mértéke az előző negyedévi kiugróan magas értékhez képest mérséklődött. A kisebb cserearány-vesztés mellett azonban a belföldi kereslet növekedése egyre nagyobb szerepet játszott abban, hogy az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva a folyóáras egyenleg 3,1 százalékponttal romlott. A belföldi gazdasági szereplők keresletnövelő magatartása és a cserearányromlás a reálgazdasági forrásbevonás emelkedését okozta. A fogyasztás dinamizálódása mellett megindult a relatíve magas importigényű beruházás bővülése is. Az előrejelzések a cserearányok enyhe javulását valószínűsítik, ami a jövőben a külkereskedelmi mérleg romlása ellen hat.

A romló külkereskedelmi áru- és szolgáltatásegyenleg mellett a külföldi folyó pénzügyi transferek jövedelemkivonó hatása 2,4 százalékponttal mérséklődött.<sup>1</sup> A külkereskedelmi hiány romlása és a nettó jövedelemkiáramlás csökkenése miatt 0,7 százalékponttal nőtt az ország nettó finanszírozási igénye, a hiány a negyedéves GDP mintegy 6,3%-a volt. A folyó fizetési mérleg GDP arányos hiányának trendje is romlást jelez (lásd V-1. ábra).

Megnőtt a rendelkezésre álló jövedelem és mérséklődött az a két év közötti szembetűnő különbség, ami a korábbi negyedéve-

<sup>1</sup> A külföldi folyó transfereken belül a viszonzatlan átutalások hatása semleges volt a GDP arányában (GDP szerkezethez igazított), miközben a jövedelemátutalások több mint 2,4 százalékponttal javították az egyensúlyi helyzetet. Háttérben pénzforgalmi eltolódások is szerepet játszhattak, mivel az előző negyedévben az elmúlt évek azonos időszakaihoz képest a nettó külföldi transzfer egyenleg a legmagasabb GDP arányos értéket mutatta. Ez természetes következménye is lehetne a külföldi tulajdoni részarány folyamatos bővülésének, azonban az év egészében a folyó jövedelemtranszfer egyenlege a GDP arányában közel azonos szinten maradt.

<sup>2</sup> A publikált és az elméleti folyó fizetési mérleg közötti eltérés abból származik, hogy a magyar fizetési mérleg statisztika jelenleg még pénzáramalapú, azaz azon rezidensek és nem rezidensek közötti tranzakciókat, melyek nem járnak pénzmozgással nem rögzíti, míg előfordulhat olyan eset, hogy közgazdasági értelemben átértékelődésnek tekinthető pénzáramokat tranzakcióként rögzít. Ezen felül a reálfolyamatok és a pénzfolyamatok között időbeli eltolódás is lehet. Minél kisebb a mért időintervallum annál nagyobb lehet az eredményszemléletű és a pénzforgalmi szemléletben mért adatok között a relatív eltolódás, illetve a kilengések mértéke, mint ahogyan ez a folyó fizetési mérleg és a nettó külföldi finanszírozási igények negyedévenkénti adataiban is megjelenik.

ket az államháztartás<sup>3</sup> és a magánszektor<sup>4</sup> jövedelmeinek eloszlásában jellemezte. Megnehezítette az összehasonlítást, hogy 1999-ben a természeti katasztrófák és a folyamatosan növekvő cserearányromlás miatt elszenvedett veszteség a szokásosnál erőteljesebb hullámműködéseket okozott gazdasági szereplők jövedelmhelyzetében.<sup>5</sup> A 2000. év utolsó negyedében az államháztartás keresletnövelő<sup>6</sup> szerepe erősödött, és 2 százalékponttal nőtt az állam finanszírozási igénye a GDP százalékában. Költekezőbb magatartás jellemezte a magánszektor is, nőtt fogyasztási és felhalmozási kiadásuk, ami azonban nem járt együtt a nettó finanszírozási igény növekedésével. A visszaforgatott jövedelem oly mértékben javította a vállalatoknál felhasználható saját forrásokat, hogy ez a magánszektor finanszírozási keresletét az utolsó negyedévben (mintegy 1,4 százalékponttal) mérsékelte. Az országból kivont jövedelemtranszferek arányának csökkenése tette lehetővé, hogy a belföldi gazdasági szereplők növekvő költekezése és a még mindig erőteljes cserearány veszteség mellett az ország külső finanszírozási igénye a külkereskedelmi mérleg romlásánál jóval kisebb mértékben, mintegy 0,7 százalékponttal nőtt.

A negyedik negyedévben a lakosság rendelkezésére álló jövedelme lényegében a GDP növekedését követte. Összkiadásuk dinamizmusa azonban meghaladta jövedelmeinek bővülését és nettó finanszírozási kapacitásuk (a GDP arányában) mintegy 0,5 százalékponttal, 2,9%-ra mérséklődött. A lakossági magatartásra az év utolsó negyedévben is jellemző volt, hogy fogyasztását erőteljesebben növelte a rendelkezésre álló jövedelmeinek bővülésénél. Mindezt a lakásépítést ösztönző kormányzati intézkedések hatására a felhalmozási kiadások növekedése kísérte. A jövedelmek felhasználásán belül csökkent a pénzügyi megtakarításra fordított rész aránya. A lakossági hitelek növekedése folytatódott. A pénzpiacok fejlődésével számítani lehet arra, hogy a háztartások pénzügyi eszközei átrendeződnek a mainál magasabb adósság/jövedelem aránnyal jellemezhető portfólió irányába.

A dinamikus növekvő gazdasági környezetben nőtt a vállalatok<sup>7</sup> rendelkezésre álló jövedelme és az év utolsó negyedében már a GDP arányában is 2,4 százalékpontos növekedés volt kimutatható. A változás hátterében több átmenetinek tekinthető és

<sup>3</sup> Az előző inflációs jelentéssel megegyezően az ÁPV Rt. az államháztartás része, míg a „2000. december”-it megelőző kiadványokban a vállalati adatok között szerepelt. A változtatást indokolta, hogy az ÁPV Rt. kvázi fiskális tevékenységet folytat, és a hivatalos statisztika (KSH) is az államháztartás részeként kezeli. (Az MNB-ben a hivatalos statisztikához való alkalmazkodást a „megtakarítási és felhalmozási mérlegek”-ben az információk hiánya korlátozta korábban). Az utóbbi időszakban az átvezetést egyéb közgazdasági indokok is sürgették, mivel az ÁPV Rt. eddigi tevékenysége jóval kiegyensúlyozottabb volt, kiadásait a privatizációs bevételekből teljesítette. E források szűkülésével a központi költségvetés jövedelem újraelosztó szerepe megnőtt, ami jelentős ingadozásokat eredményez a kétféle állami szervezet jövedelempozíciójában, továbbá elfedheti az államháztartás valós keresletmozgató szerepét. A konszolidált együttes mérlegben a hatás kiegyenlítettébb.

<sup>4</sup> Vállalatok és háztartások együtt.

<sup>5</sup> Az év első felében az állam bevételei a tervezettől elmaradtak, miközben rendkívüli kiadások terhelték a költségvetést, ami átmenetileg javította a privát szektor jövedelempozícióját. Az év közepétől az állami szigorítás és a cserearány hatása az államháztartás finanszírozási helyzetének kedvezett.

<sup>6</sup> Mindez azonban még azt jelentette, hogy éves szinten az államháztartás keresletcsökkentő maradt.

<sup>7</sup> A vállalatok megnevezés alatt együttesen szerepelnek a nem pénzügyi vállalatok, a pénzügyi vállalatok és a nonprofit gazdasági egységek.

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

	%										
	1998	1999					2000				
	év	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
<b>Bruttó hazai termék</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
+fizetési mérleg nettó jövedelemátutalások	-4,0	-2,1	-4,1	-2,6	-4,8	-3,5	-2,1	-5,8	-3,4	-2,4	-3,4
+viszonytalan átutalások	2,2	1,6	1,9	2,3	2,0	2,0	2,1	2,3	2,2	2,0	2,1
<b>Rendelkezésre álló jövedelem</b>	<b>98,2</b>	<b>99,6</b>	<b>97,8</b>	<b>99,7</b>	<b>97,2</b>	<b>98,5</b>	<b>100,0</b>	<b>96,5</b>	<b>98,8</b>	<b>99,6</b>	<b>98,7</b>
-háztartások	70,9	75,3	70,3	70,9	69,9	71,5	74,0	69,0	71,1	71,0	71,2
-vállalkozások	14,8	16,0	17,0	16,6	10,2	14,8	12,0	14,9	12,9	12,6	13,1
-államháztartás	12,5	8,3	10,5	12,2	17,1	12,3	14,0	12,6	14,7	16,0	14,4
<b>Nemzetgazdaság végső fogyasztása</b>	<b>72,4</b>	<b>77,8</b>	<b>73,2</b>	<b>72,6</b>	<b>71,9</b>	<b>73,7</b>	<b>77,1</b>	<b>72,7</b>	<b>73,4</b>	<b>73,0</b>	<b>74,0</b>
-háztartások fogyasztása	62,3	66,6	63,1	63,0	62,5	63,7	66,3	62,9	64,0	63,7	64,2
-közösségi fogyasztás	10,2	11,2	10,2	9,6	9,4	10,0	10,8	9,9	9,5	9,3	9,8
<b>Bruttó megtakarítás**</b>	<b>25,7</b>	<b>21,8</b>	<b>24,6</b>	<b>27,1</b>	<b>25,3</b>	<b>24,8</b>	<b>22,8</b>	<b>23,7</b>	<b>25,4</b>	<b>26,5</b>	<b>24,7</b>
-háztartások megtakarítása	8,7	8,7	7,2	7,9	7,4	7,8	7,7	6,2	7,2	7,3	7,1
-vállalati megtakarítás	14,8	16,0	17,0	16,6	10,2	14,8	12,0	14,9	12,9	12,6	13,1
-államháztartás megtakarítása	2,3	-2,9	0,3	2,6	7,7	2,2	3,2	2,7	5,2	6,7	4,6
<b>Nettó tőketranszfer</b>											
-háztartások	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4
-vállalat	1,4	0,6	0,9	1,2	2,0	1,2	1,6	0,9	0,8	2,5	1,5
-államháztartás	-1,6	-1,0	-1,2	-1,5	-2,3	-1,5	-2,0	-1,2	-1,2	-2,9	-1,9
<b>Felhalmozások</b>	<b>29,7</b>	<b>26,5</b>	<b>29,4</b>	<b>27,9</b>	<b>30,9</b>	<b>28,8</b>	<b>27,7</b>	<b>29,6</b>	<b>29,4</b>	<b>32,8</b>	<b>30,0</b>
-háztartások beruházása	4,2	5,2	5,2	5,8	4,2	5,1	5,6	4,7	4,5	4,8	4,9
-vállalati beruházás és készletfelhalmozás	21,7	18,7	21,4	18,8	20,5	19,9	19,5	22,5	21,2	21,3	21,1
-államháztartás beruházása	3,8	2,6	2,8	3,2	6,2	3,8	2,6	2,5	3,8	6,7	4,0
<b>Nettó külföldi finanszírozási igény</b>	<b>-3,9</b>	<b>-4,7</b>	<b>-4,9</b>	<b>-0,7</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,9</b>	<b>-5,9</b>	<b>-4,1</b>	<b>-6,3</b>	<b>-5,3</b>
Háztartások finanszírozási kapacitása	4,7	3,9	2,3	2,4	3,5	3,0	2,4	1,9	3,1	2,9	2,6
Vállalatok finanszírozási igénye	-5,5	-2,1	-3,5	-1,0	-8,2	-3,9	-5,8	-6,7	-7,5	-6,3	-6,6
Államháztartás finanszírozási igénye	-3,2	-6,5	-3,7	-2,1	-0,8	-3,1	-1,5	-1,0	0,2	-2,9	-1,3

Megjegyzés: MNB-becslés, előzetes adatok. Kerekítésből eredően a részek összesen a táblában szereplő összesentől eltérhet.

\* A mutatók eredménysemleletet közelítők. A megtakarítások nem tartalmazzák a lakossági betét- és hitelállományokon az árfolyamváltozásból eredő forinthatásokat. Az államháztartás egyenlegében a kamattkiadások eredménysemleletűek, az ÁPV Rt. az államháztartás része (SNA-szerkezetű hiány).

\*\* A rendelkezésre álló jövedelem tartalmazza az adott időszak bruttó hazai termék értékének és a külföld felé, illetve külföldről Magyarországra irányuló jövedelemtranszferok és viszonytalan átutalások (fizetési mérleg szerinti) egyenlegének összegét.

\*\*\* Bruttó megtakarítás = rendelkezésre álló jövedelem (bruttó, azaz az adott évi amortizáció értékét is tartalmazza) mínusz végső fogyasztás.

ellentétes hatás is jelentkezett: a) A GDP arányos mutató 1999 azonos időszakában mélyponton volt az akkori állami szigorítások és a cserearányromlásból adódó veszteség miatt. A rendelkezésre álló adatok 2000-ben is a költségek további növekedését jelezték, mivel a cserearány jövedelmezőséget rontó hatását a vállalatok nem ellentételezték a nominális bérköltségteher azonos arányú csökkentésével. Ez részben belső szerkezeti hatásokra vezethető vissza. A piaci szereplők egy része (a nemzetközi várakozásokhoz hasonlóan) nem számolt a tartósan magas szinten maradó világpiaci energiaárakkal, az ebből eredő költségteher meghaladta várakozásaikat. A gazdaság azon szegmenseiben azonban, ahol az export volumene dinamikusan nőtt, ott a cserearányból adódó veszteséget ellentételezte a volumentöbblet,<sup>8</sup> b) A vállalati saját forrásokat növelte, hogy a külföldiek országból kivitt jövedelme jelentősen csökkent, azaz nőtt a gazdaságba visszaforgatott jövedelem aránya, c) Megváltozott az államháztartás és a vállalatok jövedelemkapcsolata. Míg 1999 azonos negyedében az államháztartás szigorító hatása érvényesült (ami feltehetően a folyó és tőketranszferok halasztódó kifizetéséből eredt az év során), addig 2000 utolsó negyedében az államháztartásnak a vállalatok pénzügyi helyzetét javító szerepe érvényesült (lásd V-1. táblázat).

<sup>8</sup> Erre utalnak a legnagyobb feldolgozóipari cégek helyzetét és kilátásait értékelő TÁRKI felmérések.

Össességében a vállalatok saját forrásai oly mértékben nőttek, hogy a felhalmozásra fordított kiadások bővülése mellett csökkent a vállalatok finanszírozási igénye. A felhalmozási kiadások folyó áron mért növekedésének háttérben a kiadásokat terhelő kedvezőtlen árszerkezeti változások<sup>9</sup> is meghúzódtak. A felhalmozáson belül a vállalati beruházások volumene is nőtt, mintegy 5,5–6%-kal. Az elkövetkező időszakban a költségvetési támogatások (Széchenyi-program) és a cserearány kedvező változása tovább növelheti a vállalati saját források arányát, ami lehetőséget teremthet arra, hogy beruházásaik gyorsuló üteme mellett forrásigényük szinten maradjon, esetleg csökkenjen a GDP százalékában.

## 2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása

A folyó fizetési mérleg a 2000. év negyedik negyedét magas, a szezonális által indokoltat is meghaladó, 928 millió euró hiánnyal zárta (lásd V-2. táblázat). A szolgáltatásforgalom egyenlegét még mindig enyhén javuló trend jellemezte ugyan, az áruforgalom egyenlegének trendjében azonban folytatódott a jelentős visszaesés. Ezzel egyidejűleg a transzfermérlegben enyhén lefelé irányuló trend érvényesült (lásd V-2. ábra). A korábbi negyedekkel szemben azonban, ezt most az adósságon keletkezett nettó jövedelemátutalások trendjének alakulása okozta. A nem adósság utáni nettó jövedelemátutalások trendje ugyanis, a korábbi éveket jellemzőnél lényegesen alacsonyabb decemberi profittranszferek következtében, a negyedik negyedévben javult. Így bekövetkezett az, amiről az előző jelentésben írtunk, vagyis az áruforgalom romló trendje a folyó fizetési mérleg éves hiányát nominálisan az előző évvel közel megegyező szintre emelte. A szezonálisan igazított folyó fizetési mérleg alakulásában elsődlegesen ez a hatás mutatkozik meg<sup>10</sup> (lásd V-3. ábra).

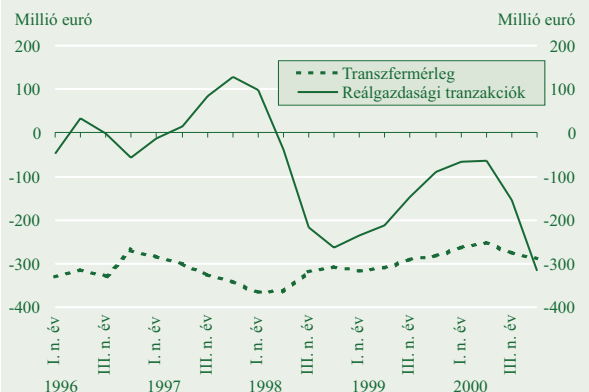
A folyó fizetési mérleg jelentős hiányához nettó 123 millió euró tőkekiáramlás társult az adósságot nem generáló befektetések tételeiben. Ugyanakkor az adósságjellegű befektetések esetében csaknem 900 millió euró nettó tőkebeáramlás finanszírozta a folyó deficitet (lásd V-3. táblázat).

Az adósságot nem generáló tételeknél a közvetlen külföldi befektetésekhez kapcsolódó nettó részvényvásárlás és tulajdonosi részesedés szerzés mindössze 104 millió eurót ért el, ugyanis a közel 500 millió euró beáramlással majdnem 400 millió euró kiáramlás állt szemben. Ez utóbbinak közel háromnegyed részét a MOL már korábban nyilvánosságra hozott szlovákiai befektetésének pénzügyi teljesítése teszi ki. Az e fölötti forgalom ugyan a megszokott negyedéves átlagoknál magasabb, de nem példa nélküli. A portfólióbefektetésekhez kapcsolódó nettó külföldi

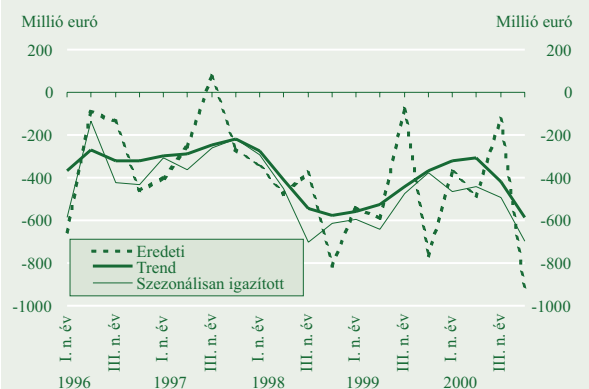
V-2. táblázat A folyó fizetési mérleg alakulása

	Millió euró					
	1999. IV. n.év	2000. IV. n.év	Változás	1999. IV.n.év	2000. IV.n.év	Változás
1. Áruk	-612	-1095	-483	-2 054	-2 596	-543
Bevétel (export)	5957	7764	1807	20 521	27 560	7038
Kiadás (import)	6569	8859	2290	22 575	30 156	7581
2. Szolgáltatások	342	413	71	1 315	1 939	625
Idegenforgalom, egyenleg	490	580	89	2 078	2 533	455
Egyéb szolgáltatá- sok, egyenleg	-148	-166	-18	-763	-593	170
3. Jövedelmek	-603	-332	271	-1 557	-1 705	-149
Nem adósságképző befektetéseken, egyenleg	-453	-120	332	-857	-883	-26
Adósságképző befekteté- seken, egyenleg	-151	-212	-61	-704	-825	-121
Munkajövedelmek, egyenleg	0	0	-1	4	3	-1
4. Folyó átutalások	103	87	-16	320	442	121
<b>Folyó fizetési mérleg (=1+2+3+4)</b>	<b>-770</b>	<b>-928</b>	<b>-158</b>	<b>-1 975</b>	<b>-1 921</b>	<b>55</b>

V-2. ábra A reálgazdasági tranzakciók és a transzfermérleg trendjének alakulása



V-3. ábra A folyó fizetési mérleg alakulása



<sup>9</sup> Míg 1999-ben a nemzetgazdaság felhalmozási árindexe a GDP-deflátornál közelebbi 1 százalékponttal kisebb volt, addig 2000 negyedik negyedében 1,5 százalékponttal meghaladta azt.

<sup>10</sup> Mivel a negyedik negyedév lezárultával új, teljes év áll rendelkezésünkre a folyó fizetési mérleg idősorainak elemzésére, ezért a szezonális komponenseket és az ARIMA-reprezentációt meghatározó modelleket újrabecsültük. Emiatt azonban az évközi jelentésekben szereplőkhöz képest a trendrevízió jóval jelentősebb. Különösen az idegenforgalmon kívüli szolgáltatások és a nem adóssághoz kapcsolódó jövedelmek esetén változott jelentősen a szezonális kiigazításhoz használt időszormodell.

V-3. táblázat A folyó fizetési mérleg finanszírozása

	Millió euró					
	1999. IV. n. év	2000. IV. n. év	Változás	1999. I-IV. n. év	2000. I-IV. n. év	Változás
<b>(1) Folyó fizetési mérleg hiánya</b>	<b>770</b>	<b>928</b>	<b>158</b>	<b>1975</b>	<b>1921</b>	<b>-55</b>
<b>(2) Összes finanszírozás</b>	<b>648</b>	<b>774</b>	<b>126</b>	<b>2200</b>	<b>1705</b>	<b>-495</b>
– nem adósság jellegű (=2b.1+2c.1)	<b>639</b>	<b>-123</b>	<b>-762</b>	<b>2457</b>	<b>474</b>	<b>-1984</b>
– adósság jellegű (=2a+2b.2+2c.2)	<b>9</b>	<b>897</b>	<b>888</b>	<b>-257</b>	<b>1232</b>	<b>1489</b>
(2a) MNB és kormányzat (=2a.1+2a.2)	-399	273	672	-1023	-343	679
(2a.1) Hitelforgalom	570	562	-8	1219	815	-404
– ebből állampapírok	412	313	-99	601	1132	531
(2a.2) Nemzetközi tartalékok	-969	-288	680	-2242	-1158	1083
(2b) Magánszektor (=2b.1+2b.2)	324	287	-37	1588	517	-1072
(2b.1) Részvényforgalom	240	-226	-466	1141	-664	-1806
– Hitelintézetek	178	-32	-209	182	28	-154
– Vállalkozói szektor	62	-194	-257	959	-692	-1651
(2b.2) Hitelforgalom	84	513	429	447	1181	734
– Hitelintézetek	135	100	-35	116	1236	1120
– Vállalkozói szektor	-51	414	464	331	-55	-386
(2c) Közvetlen tőkebefektetések (=2c.1+2c.2)	723	214	-509	1635	1532	-102
(2c.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	399	104	-296	1316	1138	-178
– Magyarországon	503	497	-6	1552	1759	207
– Külföldön	-104	-394	-290	-236	-621	-385
(2c.2) Tulajdonosi hitelek	324	110	-214	319	394	76
– Magyarországon	312	113	-199	321	376	55
– Külföldön	12	-3	-15	-2	18	21
<b>(3) Tőkemérleg</b>	<b>69</b>	<b>122</b>	<b>53</b>	<b>31</b>	<b>298</b>	<b>267</b>
<b>NEO (=1–2–3)</b>	<b>52</b>	<b>32</b>	<b>-21</b>	<b>-256</b>	<b>-83</b>	<b>174</b>

részvényvásárlások esetében 226 millió euró kiáramlásra került sor, ami mértékében közel azonos a megelőző két negyedével. Ezen belül a rezidensek nettó külföldi részvényvásárlása valamelyest mérséklődött (30 millió euró), a külföldi befektetők viszont csaknem nettó 200 millió euró értékben adtak el magyar részvényeket a negyedév folyamán. Az értékpapír-állományok megszűlése alapján<sup>11</sup> a pénzügyi vállalkozások (főként a biztosítók és nyugdíjpénztárok) voltak a legnagyobb belföldi részvényvásárlók, bár jelentős volt a nem pénzügyi vállalkozások részvényvásárlása is. A külföldiek folytatódó kivonulásában a kelet-európai tőzsdéket érintő általános bizalmatlanság, a gyenge harmadik negyedévi vállalati eredmények, továbbá a Borsodchem körüli bizonytalanság játszotta a legfőbb szerepet. Ez utóbbi ügy, a korábban a térségben egyedülállóan megbízhatónak tartott magyar pénzügyi ellenőrzés tekintélyét is kikezde.

Az adósságjellegű finanszírozásban az MNB és a kormányzat devizában bonyolított közép lejáratú hitelműveletei semlegesek voltak, ugyanis a novemberi 400 millió eurós kibocsátást a nagyrészt októberben, illetve decemberben végrehajtott törlesztések ellensúlyozták. Az állampapír-csatornán azonban nettó 313 millió euró külföldi forrásbeáramlás történt, ami világossá teszi, hogy nem a magyar tőkepiac egészével, csak a részvénypiaccal szemben váltak tartózkodóbbá a külföldi befektetők. Kedvezőnek tekinthető az is, hogy a hosszabb lejáratokon a növekedés dinamikusabb volt a rövidebb lejáratokon mutatkozó növekedéshez képest. 250 millió euró nettó beáramlás történt a rövid portfólió- és az egyéb befektetések keretében, a devizatartalékokat érintő tranzakciók ugyanakkor 288 millió euróval növelték a külfölddel szembeni követeléseket (ebből a konverziós devizavásárlás 130 millió eurót tett ki).

A magánszektor 500 millió euró fölötti forrást vont be a hitelforgalmi csatornákon. A hitelintézetek ebből ugyan csak 100 millió euróval részesedtek, azonban a belföldi vállalkozói szektornak folyósított kihelyezéseiket tovább növelték. Így mérleg szerinti nyitott devizapozíciójuk forrástöbblete csökkent, s mivel a határidős hosszú devizapozíció ettől jelentősen elmaradó mértékben nőtt, ezáltal a hitelintézeti szektor forint melletti pozíciója a negyedév folyamán mérséklődött. A vállalkozói szektor a belföldi hitelintézetek által kihelyezett devizát továbbra is felhasználta rövid lejáratú külföldi finanszírozó követeléseinek növelésére. Ezt azonban jóval meghaladta a külföldről közvetlenül felvett hiteleinek növekedése, így a vállalkozói szektor a negyedév folyamán jelentős, 400 millió euró feletti forrásbevonást hajtott végre. A tulajdonosi hitelek negyedik negyedévi 110 millió euró nettó tőkebeáramlása csaknem kizárólag a Magyarországon létrehozott leányvállalatokat érintette.

A tőkemérleg, amely a viszonzatlan tőketranszferek, valamint a nem termelt és nem pénzügyi eszközök forgalmának egyenlegét tartalmazza, 122 millió euró aktívumot mutatott a negyedév folyamán.

<sup>11</sup> Az összevetést nehezíti, hogy a részvények vonatkozásában csak a tőzsdén forgó értékpapírokat követi az értékpapír-statisztika, míg a fizetési mérlegben a tőzsdén kívüli részvények forgalma is benne van. Továbbá az értékpapír-statisztika nem különbözteti meg a tranzakciókat közvetlen befektetés és portfólióbefektetés szerint.

### 3. A nemzetközi befektetési pozíció

A folyó fizetési mérleg magas deficitje következtében a nettó nemzetközi befektetési pozíció a szeptember végi 30,5 milliárd euróval szemben december végén már 31,3 milliárd euró külföldi tartozást mutatott (lásd V-4. táblázat). A nem adósság elemekben realizált nettó külföldi tartozás változatlan maradt, aminek oka alapvetően a keresztárfolyamok és a részvényárak alakulásával magyarázható. Az adósságelemekben fennálló nettó külföldi tartozás azonban 11,5 milliárd euróról 12,2 milliárd euróra nőtt (lásd V-4. ábra). A külföldiek által tartott, forintban denominált állampapírok és a tulajdonosi hitelek állománya nélkül számolt nettó külföldi adósság a negyedik negyedév végére 6,3 milliárd euróra emelkedett. A nemzetközi tartalékok állománya 12,1 milliárd euróra nőtt. A viszonylag csekély növekedés mögött az euró (novemberi és decemberi) erősödése miatt bekövetkezett keresztárfolyam-hatás nyilvánult meg.

A külfölddel szembeni *nem adósság* jellegű követelések közül a rezidens vállalkozások tulajdonosi hitelek felüli külföldi közvetlen befektetéseinek állománya 1,9 milliárd euróra nőtt. A jelentős, külföldön végrehajtott közvetlen befektetés mellett az állomány viszonylag csekélyebb növekedése arra vezethető vissza, hogy a megvalósult befektetések legtöbbje eredetileg dollárban denominált, s e befektetéseket az eredeti devizában tartják nyilván. A dollár euróval szembeni gyengülése miatt így a MOL nagy szlovákiai befektetése ellenére is csak 160 millió euróval nőtt az állomány. A portfólióbefektetés célzatú külföldi részvénytartás szintje közel 250 millió euróra nőtt. A külföldiek magyarországi közvetlen befektetéseinek tulajdonosi hitelek nélküli állománya a negyedik negyedév végére elérte a 18 milliárd eurót, ugyanakkor a portfólió jelleggel tartott részvényeik állománya 3,6 milliárd euróról 3,2 milliárdra esett vissza. A tőzsdeindex október elejétől november végéig 1400 pontot esve 6900 pont alá került, majd innen mintegy 1000 pontot emelkedett december folyamán, az árfolyamesés azonban így is mintegy 200 millió eurót magyaráz az állomány negyedik negyedév alatt bekövetkezett csökkenéséből.

Az *adósság*ban megtestesülő nettó külföldi tartozás növekedésének két fő tényezője a külfölddel szembeni portfólió követelések között szereplő pénzügyi derivatívák állományának csökkenése, továbbá a vállalati szektor külföldről közvetlenül felvett hitelei állományának a növekedése.

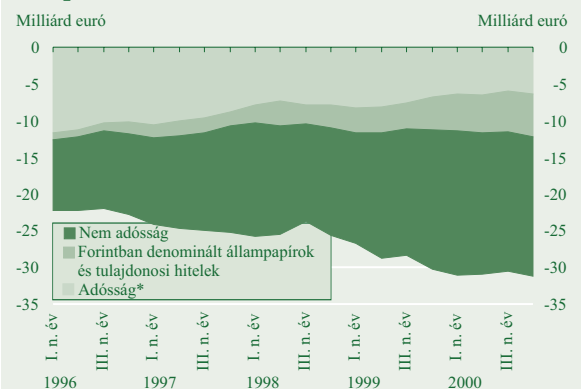
A (forintban denominált) állampapírok és a tulajdonosi hitelek elhagyásával számított adósságjellegű befektetések összege a devizában denominált nettó külföldi adósságállomány. Az előző negyedév végi 6 milliárd euróról ez az állomány 6,3 milliárd euróra nőtt, főként a vállalati szektor közvetlen külföldi hitel felvételeinek növekedése miatt. Az MNB és a kormányzat nettó külföldi adóssága lényegében változatlan maradt, így a „közösségi” szektor egésze továbbra is nettó követelők pozícióban áll a külfölddel szemben (lásd V-5. táblázat). A bruttó külföldi adósság 26,9 milliárd euróra növekedett, s most először a magánszektor részesedése már magasabb volt a közösséginél.

V-4. táblázat A nemzetközi befektetési pozíció

	Milliárd euró		
	1999 dec.	2000 szept.	2000 dec.
<b>Nettó nemzetközi befektetési pozíció (=1-2)</b>	<b>-30,4</b>	<b>-30,5</b>	<b>-31,3</b>
<b>-nem adósság (=1a.1+1b.1-2a.1-2b.1)</b>	<b>-19,1</b>	<b>-19,0</b>	<b>-19,0</b>
<b>-adósság (=1a.2+1b.2+1c+1d-2a.2-2b.2-2c)</b>	<b>-11,4</b>	<b>-11,5</b>	<b>-12,2</b>
<b>(1) Külfölddel szembeni követelések (=1a+...+1d)</b>	<b>19,1</b>	<b>23,0</b>	<b>23,0</b>
(1a) Közvetlen befektetések külföldön	1,6	2,0	2,2
(1a.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	1,4	1,8	1,9
(1a.2) Tulajdonosi hitelek	0,2	0,2	0,2
(1b) Portfólióbefektetések	1,2	2,1	1,7
(1b.1) Részvény	0,1	0,2	0,2
(1b.2) Adósság jellegű instrumentumok	1,2	1,9	1,4
(1c) Egyéb befektetések	5,6	6,9	7,1
(1d) Nemzetközi tartalékok	10,8	12,0	12,1
<b>(2) Külfölddel szembeni tartozások (=2a+...+2c)</b>	<b>49,6</b>	<b>53,6</b>	<b>54,2</b>
(2a) Közvetlen befektetések Magyarországon	19,1	20,7	21,4
(2a.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	16,2	17,4	18,0
(2a.2) Tulajdonosi hitelek	2,9	3,3	3,4
(2b) Portfólióbefektetések	16,9	16,4	16,2
(2b.1) Részvény	4,3	3,6	3,2
(2b.2) Adósság jellegű instrumentumok	12,6	12,8	13,0
(2c) Egyéb befektetések	13,5	16,5	16,7
<b>KIEGÉSZÍTŐ ADATOK</b>			
(M) Külföldiek által tartott állampapírok	1,7	2,5	2,8
<b>Bruttó külföldi adósság* (=2b.2+2c-M)</b>	<b>24,4</b>	<b>26,8</b>	<b>26,9</b>
<b>Nettó külföldi adósság* (=2b.2+2c-M-1b.2-1c-1d)</b>	<b>6,9</b>	<b>6,0</b>	<b>6,3</b>

\* Külföldiek által tartott állampapírok és tulajdonosi hitelek nélkül.

V-4. ábra A nettó nemzetközi befektetési pozíció komponensei



\* A forintban denominált állampapírok és a tulajdonosi hitelek állománya nélkül.

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

	1999. december		2000. szeptember		2000. december	
	milliárd euró	%	milliárd euró	%	milliárd euró	%
<b>(1) Bruttó külföldi adósság (=1a+1b)</b>	<b>24,4</b>	<b>100,0</b>	<b>26,8</b>	<b>100,0</b>	<b>26,9</b>	<b>100,0</b>
(1a) MNB és kormányzat	13,4	54,9	13,6	50,8	13,3	49,3
MNB	9,8	39,9	9,9	36,7	9,2	34,1
Kormányzat	3,7	15,0	3,8	14,1	4,1	15,2
(1b) Magánszektor	11,0	45,1	13,2	49,2	13,6	50,7
Hitelintézetek	5,5	22,6	6,3	23,3	6,1	22,8
Vállalkozói szektor	5,5	22,5	6,9	25,9	7,5	27,9
<b>(2) Nettó külföldi adósság (=2a+2b)</b>	<b>6,9</b>	<b>100,0</b>	<b>6,0</b>	<b>100,0</b>	<b>6,3</b>	<b>100,0</b>
(2a) MNB és kormányzat	1,3	19,3	-0,2	-3,6	-0,2	-3,0
MNB	-1,9	-26,8	-3,5	-59,1	-3,9	-61,2
Kormányzat	3,2	46,1	3,3	55,5	3,7	58,2
(2b) Magánszektor	5,6	80,7	6,2	103,6	6,5	103,0
Hitelintézetek	2,0	28,4	3,1	51,2	3,1	48,8
Vállalkozói szektor	3,6	52,3	3,1	52,4	3,4	54,2

\* Külföldiek által tartott állampapírok és tulajdonosi hitelek nélkül.

A kiadványt szerkesztette, tördelte és az interneten megjelentette  
a Magyar Nemzeti Bank Tájékoztatási osztály kiadványi csoportja

