

---

JELENTÉS  
AZ INFLÁCIÓ  
ALAKULÁSÁRÓL

1999.  
december

---

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

ISSN 1419-2926

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

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



---

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



# Tartalomjegyzék

---

<b>ÖSSZEFOGLALÓ</b> . . . . .	7
<b>I. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA</b> . . . . .	13
1. Az importált infláció . . . . .	14
2. A fogyasztói árak változásának összetevői . . . . .	16
<b>II. MONETÁRIS FOLYAMATOK</b> . . . . .	23
1. A monetáris kondíciók alakulása . . . . .	23
2. Kamat- és árfolyamalakulás. . . . .	24
2.1 A monetáris bázis . . . . .	25
2.2 A konverziós forintkereslet összetevői. . . . .	25
3. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások . . . . .	27
4. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája . . . . .	29
5. Monetáris aggregátumok . . . . .	30
6. A hitelkereslet alakulása . . . . .	31
<b>III. KERESLETI TÉNYEZŐK</b> . . . . .	33
1. Lakossági fogyasztás . . . . .	34
2. Beruházások. . . . .	35
2.1 Állóeszköz-beruházások . . . . .	35
2.2 Készletberuházások . . . . .	37
3. Az államháztartás keresleti hatása . . . . .	37
4. Külső kereslet . . . . .	39
<b>IV. KÍNÁLATI TÉNYEZŐK</b> . . . . .	43
1. Munkaerő-piaci folyamatok . . . . .	43
1.1 A foglalkoztatottság alakulása . . . . .	43
1.2 A munkanélküliség alakulása . . . . .	44
1.3 Béalakulás . . . . .	44
2. Kapacitáskihasználtság . . . . .	46
3. Versenyképesség . . . . .	46
<b>V. A KÜLSŐ EGYENSÚLY</b> . . . . .	48
1. A nettó megtakarítói pozíció . . . . .	48
2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása . . . . .	49
3. A külföldi tartozás- és követelésállomány alakulása . . . . .	50



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

**Az infláció** mérséklődése 1999 első felében folytatódott, majd 1999. július óta megemelkedett, 1999 októberében 10,5% volt az éves árnövekedés mértéke. Az infláció emelkedésének hátterében a monetáris politika által nem befolyásolható tényezők álltak, a gyógyszerártámogatási rendszer változása, valamint a világpiaci nyersanyag- és energiaárak emelkedése. Fontos hangsúlyozni, hogy az árfolyam által közvetlenül fegyelmezett energiahordozók nélkül vett *ipari termékek* és a kínálatból elszakadó keresletbővülésre leggyorsabban reagáló *piaci szolgáltatások* körében folytatódott az árnövekedési ütem mérséklődése. Az energiaárak növekedése egy kínálati sokkot jelent a gazdaság számára, amely növeli a termelés költségeit. Keresletszabályozó eszközökkel az ebből fakadó inflációs nyomást nem lehet hatékonyan mérsékelni, így a monetáris politika feladata arra korlátozódik, hogy mérsékelje a tova gyűrűző hatásokat, egy esetleges költség-árspirál kialakulását. A gyógyszerek fogyasztói árának emelkedése a hosszú távú inflációs folyamatokat közvetlenül nem befolyásolja, mivel a termelők számára nem okoz költségnövekedést. A gyógyszereken túl a szabályozott árú szolgáltatások árának az átlagot magasan meghaladó (18,5%-os) növekedése is akadályozta az infláció csökkenését. A nem szabályozott árú termékek és szolgáltatások körében továbbra is egy számjegyű, 8,6% volt az éves áremelkedés mértéke.

Az elmúlt időszak kedvezőtlen inflációs mutatóit tehát **egyszeri, a monetáris politika által nem befolyásolható hatások alakították. Az inflációs folyamat trendjét tükröző MNB maginflációs mutató** (8,7%) csökkenő tendenciát mutat. Az előttünk álló időszakban az inflációs várakozások koordinációja kulcskérdése lesz a kedvező inflációs trend folytatódásának és a kitűzött dezinflációs pálya megvalósíthatóságának. Ha a munkavállalók bérköveteléseik kialakításánál, a termelők árak meghatározásánál az idei év magasabb fogyasztói árindexeit veszik alapul, akkor e visszatekintő inflációs várakozások önbeteljesítővé válhatnak, illetve a nominális fegyelem fenntartása csak alacsonyabb foglalkoztatási szint és kibocsátás mellett lesz megvalósítható. A kormányzat 2000-ben szigorúan korlátozni fogja a hatósági árak emelkedését, azt a komponenst, amely az idei évben a legnagyobb mértékben volt felelős az árszínvonal emelkedéséért. Emellett a nyugdíjak és a közszolgálati bérek meghatározásával szintén egy alacsonyabb nominális pálya irányába orientálja a gazdaságot. A monetáris politika az árfolyampálya kitűzésével tudja befolyásolni a gazdaság szereplőinek inflá-

ciós várakozásait. 1999. október 1-jén további 0,1%-kal, 0,4%-ra csökkent a forint havi leértékelési üteme, ami éves szinten 5%-nál kisebb nominális leértékelődést eredményez.

Az inflációs folyamatot hosszú távon meghatározó tényezők közül a *kereslet-kínálat* alakulása továbbra is támogatta az infláció mérséklődését. A GDP növekedése az év harmadik negyedében gyorsult, becsléseink szerint 4,5%-ot ért el. E gyorsabb növekedés elsősorban a külföldi kereslet (13,1%) megélénkülésének volt köszönhető, a belföldi felhasználás (2,6%) csak mérsékelt ütemben bővült. A kedvező összetételű növekedés a folyó fizetési mérleg számottevő javulását eredményezte a harmadik negyedévben.

A gazdaság pályáját legnagyobb mértékben külkereskedelmi partnereink konjunkturális helyzetének megváltozása befolyásolta. Az Európai Unió gazdasága már az élénkülés jeleit mutatja, és növekedett az Unió importkereslete is. Részben e kedvező hatásokat, részben az új beruházások kapacitásbővítő hatását tükrözik a hazai külkereskedelmi adatok. Közép- és kelet-európai partnereinknél erősödnek a recesszió végét mutató jelek. Mind az orosz, mind a CEFTA-országokba irányuló kivitel élénkülést mutat a harmadik negyedévben.

A belföldi kereslet növekedésének mérséklődése **elsősorban a vállalkozói szektornak köszönhető**. A bizonytalanabbá vált értékesítési lehetőségek hatására a vállalkozások beruházási keresletének növekedési üteme számottevően mérséklődött. A magánszektor által dominált ágazatokban az állóeszköz-felhalmozás 5,5%-kal haladta meg az elmúlt év hasonló negyedében mért értéket. 1999 második felében a külpiaci értékesítési lehetőségek javulása és a folyamatosan erősödő fogyasztás a gazdasági növekedés gyorsulását vetíti előre, ami ösztönzi a beruházási kedvet. A beruházások felfutásának finanszírozási oldalról sincs akadálya, hiszen a vállalati jövedelmezőség aggregált szinten számottevő javulást mutat. Ennek első jeleit már tapasztalhattuk a harmadik negyedévben. Bár az 1998. évi kiemelkedő beruházási aktivitással összevetve az indexek még alacsony növekedést tükröznek, az idei év első két negyedévéhez képest azonban már egyértelmű gyorsulás mutatkozik. A vállalkozói szektor keresletnövekedését az is mérsékelte, hogy 1998. harmadik és negyedik negyedévében a keleti piacok összeomlása miatt kiugróan magas készletdinamikát figyelhettünk meg. Ezek a készletek az év során folyamatosan leépültek, így a bázishatás miatt a készletberuházás negatívvá vált.

A **lakosság** konjunkturális helyzetéhez való alkalmazkodásában alapvető változásokat figyelhetünk meg. Bár a lakossági reáljövedelem növekedési üteme becsléseink szerint tovább mérséklődött (2,2%), a lakosság viszonylag stabil fogyasztásbővülést (5,3%) igyekszik fenntartani. Ebből egyrészt arra következtethetünk, hogy a jövedelem – különösen a harmadik negyedévben erőteljes – mérséklődését részben átmeneti tényezőknek tulajdonítja a lakosság. Másrészt a pénzügyi közvetítő rendszer fejlődése eredményeként a korábban likviditáskorlátos háztartások széles köre számára válnak elérhetővé a fogyasztási hitelek. Így a lakosság az átmenetinek tekintett alacsonyabb jövedelemnövekedés ellenére is fenn tudja tartani a kívánt fogyasztásbővülést. Az utolsó két negyedévben már a jövedelem 1%-át tette ki a hitelből finanszírozott fogyasztás.

A hitelezés gyors felfutásával párhuzamosan a lakosság bruttó megtakarítása is csökkent (Az 1998. III. negyedévi 13,2%-ról 10,6%-ra a jövedelem arányában). A bruttó megtakarítás megoszlása pénzügyi megtakarításra és beruházásra jelentősen változott. Részben az ÁFA-visszaigénylési lehetőség bevezetéséhez kapcsolódik, hogy idén pótolják a tavaly elhagyott lakásépítéseket, és ezért a lakossági beruházás megugrott. A felhalmozás gyors növekedése a pénzügyi megtakarítási ráta visszaesését eredményezte (3,2%-ra). A tavalyi 7% körül ingadozó pénzügyi megtakarítási rátával összehasonlítva ez igen jelentős visszaesés, de



az értékelés során figyelembe kell vennünk, hogy a tavalyi megtakarítási ráta sokkal magasabb volt, mint az előző évekre jellemző (5% körüli) arány, és most kerül sor ennek korrekciójára. Mindemellett a fogyasztási hitelezés és a várhatóan megélnéknél lakásépítési hitelezés a korábbi évekre jellemzőnél tartósan kisebb pénzügyi megtakarítási rátát eredményezhet, amit figyelembe kell venni a makrogazdasági egyensúlyt biztosító gazdaságpolitika kialakításánál.

**Az államháztartás** 1999 második és harmadik negyedében korrigálta az első negyedévi keresletbővítő hatását, az év eddig eltelt időszakát együttesen tekintve semleges keresleti hatást figyelhettünk meg. A korrekció részben a GDP 0,4%-át kitevő költségvetési tartalék befagyasztása és a központi beruházások csökkenésének eredménye. A tervezettnél lassabb gazdasági növekedés és az első félévi alacsony infláció ellenére a költségvetés bevételei a tervezettnél megfelelően bővültek, a személyi jövedelemadó növekményének többlete ellensúlyozta az ÁFA-bevételekben mutatkozó elmaradásokat. A harmadik negyedévben azonban a megélnéknél növekedés az ÁFA-bevételek alakulását is kedvezően érintette.

A tavalyi év látványos beruházási tevékenysége nyomán erőteljesen emelkedett a **bel-földi kínálat**, bővültek a **kapacitások**. A megelőző három negyedév viszonylag alacsony kapacitáskihasználtsága után a gazdasági növekedés felgyorsulásával ismét magasabb kihasználtságot jeleznek a mutatók a feldolgozóiparban. A kapacitáshiánnyal küszködő vállalatok aránya azonban nem emelkedett, és tovább nő a felesleges kapacitással rendelkező vállalatok aránya, ami a vállalkozások értékesítési lehetőségeinek erőteljes polarizálódását mutatja. A potenciális munkaerőforrás kihasználtsága ugyanakkor – a tavalyi konjunkturális élénkülés késleltetett hatásaként – fokozódott, a **munkanélküliségi ráta** az előző év harmadik negyedévéhez képest 0,6%-kal, **7,1%-ra** csökkent. Ez azonban a megelőző negyedév 6,8%-os szintjéhez képest némi *emelkedést* jelent. A munkanélküliségi ráta 1998 eleje óta folyamatos esésének megtorpanása átmeneti jelenségnek tekinthető, mivel a munkapiac egyéb indikátorai nem jeleznek tendenciaváltást.

A **bérinfláció** az előző negyedévhez képest **tovább mérséklődött** (15,5%). A piaci szektor bérinflációjának üteme a harmadik negyedévben némileg emelkedett (a második negyedévben mért 15,3%-ról 15,4%-ra), amelyet elsősorban a *szállítás, raktározás, posta és távközlés* szektor okozott. Az itt foglalkoztatott munkaerő éves bérindexének 4 százalékpontot meghaladó ugrása (18,1%-ra) főként a távközlés szektorban zajló expanzióhoz köthető. Mivel ez a terület magasan képzett szellemi és fizikai munkaerőt igényel, potenciálisan *szűk keresztmetszetek* megjelenésével is számolhatunk. A feldolgozóipari ágazatokban fizetett bérek növekedése valamelyest mérséklődött az előző negyedévhez képest (15,3%-ra), de a gépipari bérek dinamikája továbbra is átlag feletti (17,1%). A szakképzett munkaerőből jelentkező szűk kapacitás veszélyét az is megerősíti, hogy a magas bérdinamikát bővülő foglalkoztatás mellett is növekvő ledolgozott óraszám kísérte. A közszolgálati szektorokban mért bérinfláció továbbra is magasabb (16,7%), mint a nemzetgazdasági átlag, de a bérnövekedés üteme tovább csökkent az előző negyedévekhez képest. A közszolgálati foglalkoztatottság közel 3%-kal csökkent, ami pótlólagos munkaerőforrást biztosít a magánszféra növekvő munkaerő-kereslete számára.

A külső egyensúlyi pozíció a nettó export gyors növekedése eredményeként 1999. harmadik negyedévében jelentősen javult, oly mértékben, hogy az évből eddig eltelt három negyedévet együttesen tekintve sem haladja meg a fizetésimérleg-statisztika alapján kalkulált folyófizetésimérleg-hiány (1198 millió euró) a tavalyi év hasonló időszakában mért értéket. A reálgazdasági tranzakciók javulása mellett 1999-ben a jövedelemtranszferek mértéke is ala-

csonyabb volt, mint a megelőző évben. A külső finanszírozási igény összetevőit tekintve folytatódtak az előző negyedévben megfigyelt tendenciák. A vállalati szektor tovább növekvő nettó megtakarításai ellensúlyozták a lakosság csökkenő finanszírozási kapacitását, miközben az államháztartás korrigálta az első negyedévi nagyobb finanszírozási igényét. A beruházási aktivitás várható megélénkülése azonban a vállalati finanszírozási kapacitás csökkenését fogja eredményezni, amit csak részben ellensúlyoz, hogy a lakossági nettó megtakarítások az idekiugróan alacsony szinthez képest emelkedhetnek. Az egyensúlyi helyzet várható alakulását értékelve azt is figyelembe kell venni, hogy az idei év harmadik és negyedik negyedévében bázishatás miatt negatív készletdinamikát figyelhetünk meg. Ezt átmeneti jelenségnek kell tekintenünk, a gazdasági növekedés növekvő készletberuházásokat tesz szükségessé. Ezért a gyors, de fenntartható gazdasági növekedés eléréséhez a költségvetés további alkalmazkodására van szükség.

A makrogazdasági folyamatok fent bemutatott alakulása **nem teszi indokoltá a monetáris kondíciók lazítását**. Egyrészt az inflációs pálya alakulásával kapcsolatban olyan veszélyforrások jelentkeztek, mint pl. az olajárak gyors emelkedése, az inflációs várakozások bizonytalanabbá válása, melyek az infláció mérséklődésének esetleges lassulását vetítették előre. Mivel a jegybank kamatlépéseivel csak a jövőben meghozott gazdasági döntéseket tudja befolyásolni, azt is figyelembe kell venni, hogy a jelenlegi, kedvező makromutatók ellenére jövőre a gazdasági növekedés várható élénkülése ismét a belföldi kereslet gyors növekedését vetíti előre, ami az idei évhez hasonló monetáris kondíciók fenntartását teszi indokoltá. A 2000. évi árfolyampálya kijelölésére a makrogazdasági pályát meghatározó költségvetési törvény elfogadása után kerül sor. A kormány inflációs prognózisával összhangban álló reálárfolyampálya fogyasztóiárindex-alapon éves szinten 2–3%-os felértékelődést enged meg, ami az MNB megítélése szerint összhangban áll a különböző szektorok termelékenységeinek növekedési ütemében tartósan fennálló különbségekkel.

A három hónapos piaci instrumentumokon a harmadik negyedévben **4,5–5% körüli reálkamatszint** alakult ki. A belföldi kamatszint alakulását nagymértékben befolyásolta, hogy a nemzetközi tőkepiacok érdeklődése elsősorban a fejlett országok felé irányult, és az évezredváltással kapcsolatos aggodalmak hatására egyre csökken a rövid lejáratú befektetések iránti érdeklődés. Így a jelentős devizaintervenció és a hosszú távú hozamok számottevő esése ellenére a rövid lejáratú hozamokban foglalt kamatprémium magas szinten stabilizálódott. Így a kosárvalutákat jegyző országok kamatemelése miatt a leértékelési ütemcsökkenés ellenére is csak 20–50 bázisponttal estek az éves és éven belüli forintkamatok.

A kereskedelmi bankok árazására jellemző volt, hogy a lakossági betéti és a vállalati hitelpiacon zajló verseny hatására a piaci és a banki kamatok közötti eltérés viszonylag alacsony szinten stabilizálódott. A fogyasztói hitelezés dinamikus növekedése folytatódott, a hitel- és betéti kamatok közötti marzs azonban továbbra is az igen magas, 11 százalékpont körüli szinten alakult.

A pénz- és tőkepiacok hosszabb távú kamatvárakozásai jelentősen csökkentek az elmúlt hónapokban. A hosszú távú kamatvárakozások mérséklődését elsősorban belföldi tényezőknek tulajdoníthatjuk, mivel a hozamesések a kedvező egyensúlyi és növekedési mutatók publikálásához köthetők. Emellett jótékonyan befolyásolta a forintkamatok szintjét a hosszú lejáratú dollár- és euróhozamok csökkenése, és a feltörekvő országok megítélését tükröző EMBI+ mutató közel 150 bázispontos mérséklődése is.

Az elmúlt időszakban mind a külföldi befektetők, mind a rezidensek növelték forintbefektetéseiket. A külföldi tőkebeáramlás a nem kamatérzékeny formákat preferálta, jelentős

működőtőke- és részvénybefektetésre került sor, ami a konverziós forintkeresletet is megemelte. A konverziós forintkereslet likviditásbővítő hatását a jegybank 2 hetes betétállományának növekedése sterilizálta. A belföldi reálgazdasági szereplők tovább növelték vagyonaikon belül a forintban denominált eszközök súlyát. A szűkebb és szélesebb monetáris aggregátumok iránti kereslet a nominális GDP-t meghaladó mértékben emelkedett, az M1 reálértéke 5,6%-kal, a tágabb M3 reálértéke pedig 5,0%-kal haladta meg az 1998 harmadik negyedévében mért értéket, így a forgási sebesség tovább lassult.

A vállalatok nettó finanszírozási igénye jelentősen mérséklődött az idei év folyamán. A hitel- és a pénzügyi eszközök állománya egyaránt növekedett. A hitelfelvétel összetételét vizsgálva tovább folytatódott a külföldi devizahitelek irányába történő elmozdulás, amit a magas szinten stabilizálódó forintkamatprémiummal magyarázhatunk.

## Főbb makrogazdasági mutatók

	1997				1998				1999		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
<i>Növekedési ütem (változatlan áron)</i>											
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>											
GDP*	2,2	4,5	5,5	5,5	4,5	5,1	5,6	5,2	3,3	3,8	4,5
ebből: belföldi felhasználás	3,9	4,4	3,5	5,2	3,6	9,0	11,1	8,3	5,7	4,5	2,6
– végső fogyasztás	0,0	2,8	2,7	3,3	2,8	3,8	4,1	5,7	4,3	4,2	4,6
= lakossági fogyasztás	-0,8	2,4	2,2	2,7	2,8	4,1	4,4	6,1	4,2	4,5	5,3
– felhalmozás	22,0	9,8	5,6	8,7	6,7	26,1	30,5	13,0	9,2	5,3	-1,9
= állóeszköz-felhalmozás	4,4	14,6	14,3	5,3	7,0	12,7	18,1	8,2	6,4	6,8	4,2
export (GDP)	19,0	24,5	28,8	27,5	29,0	17,6	12,5	9,5	8,8	8,8	13,1
import (GDP)	22,6	24,4	24,5	25,4	25,1	25,5	24,5	16,1	12,9	9,8	9,0
<b>Reáleffektív árfolyamindex**</b>											
Fogyasztóiár-alapon	-4,7	-4,1	-4,3	-3,5	-3,1	-1,2	2,1	4,4	2,7	0,2	-3,6
Termelőiár-alapon	-7,3	-5,5	-4,6	-1,9	0,3	2,3	5,6	7,4	4,9	2,0	-1,8
Fajlagos munkaköltség alapú (hozzáadottérték-alapon)	-0,9	-1,4	0,2	0,3	2,9	6,6	8,1	8,9	6,6	3,7	3,9
Fajlagos munkaköltség alapú (bruttókibocsátás-alapon)	1,8	2,7	4,8	3,8	5,9	8,5	9,0	10,3	7,6	4,5	5,1
<b>Hiány</b>	<i>GDP százalékában</i>										
Államháztartás egyenlege (pénzforgalmi szemléletben)***	-5,3	-3,8	-6,0	-4,2	-7,5	-2,8	-4,0	-4,7	-10,1	-4,6	-1,9
Államháztartás elsődleges egyenlege****	4,5	3,3	1,2	3,4	1,9	2,6	1,8	0,6	-0,2	0,7	3,6
<i>Milliárd dollár</i>											
Folyó fizetési mérleg	-0,5	-0,3	0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,4	-1,0	-0,6	-0,6	-0,1
Külföldi működőtőke-befektetés (nettó)	0,5	0,3	0,3	0,6	0,3	0,5	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4
Megtakarítási ráta***** (%)	8,4	9,1	10,7	12,6	8,8	11,6	11,7	10,2	8,3	6,8	7,4
Munkanélküliségi ráta + (%)	9,3	9,1	8,7	8,3	8,0	7,9	7,7	7,5	7,1	6,9	7,1
Egy főre jutó bruttó átlagkereset** (előző év azonos időszaka = 100 %)	25,7	21,4	21,2	21,1	21,2	19,2	18,1	15,5	16,7	16,0	16,0
Lakossági reáljövedelem (előző év azonos időszaka = 100 %)	-1,7	1,1	1,6	3,3	0,3	4,3	4,2	2,8	4,3	2,4	2,2

\* MNB-becslések.

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

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

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

+ KSH munkaerő-piaci felmérése alapján, a nemzetközi (ILO) gyakorlat fogalmi rendszere szerint, munkanélküliek az aktív népesség százalékában, szezonálisan igazított adatok.

\*\* KSH adatok. A költségvetési szerveknél és 1998-ig a 10 főnél, 1999-től pedig az 5 főnél többet foglalkoztató vállalkozásoknál a teljes munkaidőben foglalkoztatott átlagkeresete. Az 1999-es adatok így a korábbiakkal csak korlátozott mértékben hasonlíthatók össze.

## Főbb monetáris mutatók

	1997				1998				1999		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>											
Infláció (fogyasztói árindex)*	18,8	18,7	18,0	18,4	16,4	14,2	12,5	10,3	9,3	9,1	10,9
Ipari termelői árindex*	21,8	19,4	19,7	19,5	13,5	11,6	10,4	7,1	4,9	4,3	4,8
Forint középárfolyamának nominális leértékelése	15,7	15,3	14,7	14,0	12,9	12,2	11,4	10,3	9,4	8,4	7,5
<i>Monetáris aggregátumok reálnövekedése*</i>											
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>											
M0	-1,8	-1,2	0,5	-2,2	1,7	3,3	3,7	5,8	8,5	7,9	3,9
M1	1,7	0,4	1,3	4,3	6,7	9,1	7,9	6,1	7,1	6,3	5,6
M3	-0,2	-1,0	0,0	1,0	2,3	4,0	4,6	4,4	8,0	7,1	5,0
M4	6,8	6,4	7,1	7,1	10,0	9,8	9,4	9,4	9,1	9,0	7,7
<i>Pénzüneti hitelek állományának reálnövekedése*</i>											
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>											
Vállalati külföld+belföld	5,4	7,3	9,3	6,6	8,3	8,7	9,4	13,4	17,8	16,6	12,6
Vállalati belföldi	19,0	23,9	22,9	16,8	14,5	15,5	15,6	9,9	11,2	7,2	3,5
Lakossági	-23,8	-20,5	-14,7	-13,2	-11,4	-2,4	2,4	0,8	10,7	14,0	17,2
<i>Kamatok (%)*</i>											
Passzív repó/depo 1 hónapos**	21,5	20,75	20,25	19,75	18,75	18,0	18,0	16,75	16,0	15,25	14,75
3 hónapos diszkontkincstárjegy	20,76	20,02	19,41	19,28	18,8	17,34	19,27	16,21	15,62	14,71	14,00
12 hónapos diszkontkincstárjegy	20,07	19,77	19,67	19,01	19,13	17,33	17,4	16,08	15,58	14,72	14,18
3 éves államkötvény	16,73	17,42	18,08	17,97	18,36	16,56	16,23	14,8	13,25	13,6	13,64
BUX	5414	6795	7693	7999	8656	7806	4571	6308	5490	6486	6747
Kamatprémium (bsp)***	376	338	257	459	363	363	674	533	530	551	563
<i>Konverziós forintkereslet</i>											
Konverzió, millió USD	471	799	1816	330	2448	929	-2307	-208	358	250	1260
Hitelintézetek nettó külföldi forrásbevonása,**** millió USD	-182	151	76	-115	452	-8	-632	-155	79	165	268
Vállalati szektor nettó hitelfelvétele, + millió USD	-60	5	210	215	-56	87	128	431	-117	98	108

\* Az időszak végén.

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

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

\*\*\*\* Privatizációnak minősülő befektetések nélkül.

+ Tulajdonosi hitelekkel együtt.

# I. Az infláció alakulása

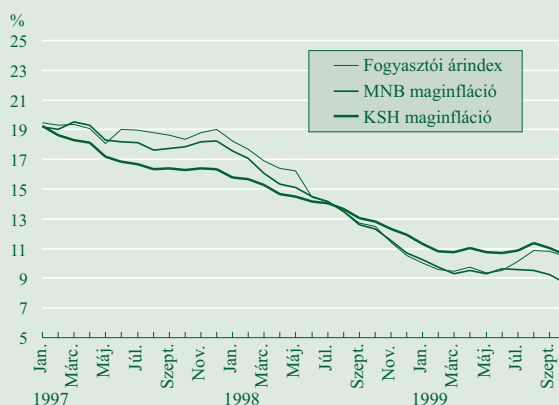
A fogyasztói árindex 1999 augusztusa óta a korábban tapasztalt átmeneti emelkedés után kismértékű csökkenést mutat. A fogyasztói árinfláció üteme októberben 10,5%-os volt, az utolsó három hónap átlaga pedig 10,7%-ot tett ki. Az infláció ütemének lassulása megjelenik a *maginflációs* mutatókban is; a gyógyszer-támogatási rendszer változtatása hatását is kiszűrő MNB-maginfláció már június, az ezt magában foglaló KSH-maginflációs mutató augusztus óta mutat inflációs ütemcsökkenést. Az infláció ütemcsökkenése eredményeképpen némileg mérséklődött a hazai infláció és az eurórégió átlagos inflációja közti különbség.

A kimutatott infláció csökkenésének ideji megtorpanását illetően a legfrissebb fejlemények alátámasztják a korábbi Jelentésünkben megfogalmazott helyzetértékelést: a dezinfláció lassulását alapvetően az aggregált kereslet-kínálat alakulásától független tényezők okozták. Elemzésünkben kiviláglik, hogy a tavalyi erőteljes inflációcsökkenést az idei év során *látszólagos tényezők* – a gyógyszerár-támogatási rendszer módosításának nagyarányú árváltozásként való elszámolása –, egyes *államilag szabályozott árak*, valamint – a piaci folyamatok által meghatározott körön belül – jellemzően a *kínálati sokkok* által dominált agrár- és energiaárak, illetve a benzin árának az emelkedése akasztotta meg.

A kormány és az MNB a tavalyi év során mind az árfolyampolitika, mind az idei évre szóló inflációs prognózis kialakítása kapcsán figyelembe vette, hogy az erőteljes inflációcsökkenés részben a tavalyi év során kedvező, de átmeneti hatású kínálati oldali sokkoknak volt köszönhető, melyek árcsökkentő hatására 1999-ben nem lehet számítani. Idén a kedvező kínálati oldali hatások többnyire visszajukra fordultak. Akkor járunk el a tavalyi év értékelésével konzisztens módon, ha az aktuális inflációs fejleményekből is elkülönítjük a monetáris politika számára külső adottságként megjelenő adminisztratív, illetve kínálati oldali sokkokat az aggregált kereslet-kínálat alakulásával összefüggő folyamatoktól. Így az MNB az átmeneti, illetve kínálati oldali sokkok hatását nagyrészt kiszűrő *maginflációs* mutatóját tekinti az infláció – a monetáris politika kialakítása szempontjából releváns és megbízható – mérőszámának.

Monetáris politikai szempontból az inflációs folyamatok megítélését illetően fontos tehát az átmeneti és a tartós, valamint a gazdaság kínálati, illetve keresleti oldalához köthető sokkok elkülönítése. Átmeneti, illetve kínálati jellegű sokkok ugyanis önmagukban sosem okozhatják a közgazdasági értelemben vett infláció változását: az ilyen, az általános árszint, illetve a relatív árak *egyszeri* módosulásában megjelenő sokkok nem implikálják az árszint *időben folyamatos és általános* változását, azaz az

A fogyasztói árindex és maginfláció 12 havi üteme



Inflációs ütemkülönbség az eurórégióhoz képest\*



\* Az eurórégió inflációját az Eurostat által publikált hivatalos harmonizált árindekszel (HICP) mérjük. Az összehasonlíthatóság érdekében a hazai inflációt is egy ezzel – a fogyasztói kosarat tekintve – konzisztens mutatóval mérjük, melynek képzésekor a HICP-ben nem szereplő termék- és szolgáltatáscsoportokat a magyar fogyasztói árszindexből is elhagytuk. (Gyógyszer, gyógyáru; saját tulajdonú lakások; egészségügyi szolgáltatás; oktatási szolgáltatás.)



árinflációt. Például egy pozitív – az árakat felfelé mozdító – átmeneti vagy kínálati sokk csak a monetáris politika inflációt gerjesztő alkalmazkodása, illetve a gazdasági szereplők részéről a jövőbeli inflációra vonatkozó várakozásaik felfelé való igazítása esetén járhat az infláció gyorsulásával. Ez áll a háttérben annak, hogy az MNB az infláció elemzésekor a kimutatott fogyasztói árindex vizsgálata mellett nagy figyelmet fordít az árakban megjelenő sokkok jellegének megkülönböztetésére, a gazdasági szereplők inflációs várakozásainak, illetve a lehetséges gazdaságpolitikai reakciók elemzésére.

Az alábbiakban az 1999. augusztus – október időszak inflációs folyamatait tekintjük át. Ennek során külön figyelmet fordítunk legutóbbi Inflációs Jelentésben nyitva hagyott kérdésekre, melyek különösen a gyógyszerátogatási rendszer nyári változtatásának, az élelmiszerárak, illetve a nemzetközi olajárak *kimutatott inflációra* gyakorolt számszerű hatásaira vonatkoznak. Az infláció vizsgálatokor továbbra is hangsúlyozzuk, hogy az inflációnak nem létezik *egyetlen* mutatószáma, így az áralakulást egymást kiegészítő inflációs indexek – fogyasztói árindex, maginflációs mutatók, különféle átlagok – párhuzamos használatával helyes elemezni. Ennek kapcsán keretes írásunkban kitérünk a KSH által 1999 szeptemberétől bevezetett új maginflációs mutató és az MNB által már használt maginflációs mérőszám összehasonlítására is.

## 1. Az importált infláció

Az importált infláció alakulását a forint árfolyamváltozása és az importtermékek árának alakulása egyaránt befolyásolja. A kormány és az MNB a forint leértékelési ütemét 1999-ben három alkalommal változtatta. A legutóbbi leértékelési ütemcsökkentéssel október 1-jétől évi 7,3%-ra mérséklődött a forint bejelentett, éves visszatekintő módon számított leértékelődése.

1999 harmadik negyedévében a világgazdaság élénkülésével és a javuló növekedési kilátásokkal összefüggésben tovább lassult az energiahordozók nélküli alapanyagok árának éven belüli csökkenése. Ezen belül a fémárak a második negyedévi mintegy 4%-os növekedés után a második negyedévben már mintegy 9%-kal növekedtek az előző negyedévhez képest. Tovább folytatódott az olaj árának márciustól megfigyelhető gyors emelkedése is.

Az elmúlt nyolc hónap alatt bekövetkezett közel 120%-os ár-emelkedés részben az OPEC-kartell kínálatkorlátozó megállapodásával, részben a világpiaci kereslet élénkülésével magyarázható. Noha az olajárak rövid távú alakulását nehéz megjósolni, látni kell, hogy a világpiaci árszint drasztikusan emelkedésével együtt nő a trendforduló valószínűsége is: a magasabb olajárak egyfelől fokozzák az olyan, árnövelő termeléskorlátozást képviselő kartellek, mint az OPEC, instabilitását; másfelől pedig kifizetődővé teszik egyéb olajkitermelő központok működését. Így az olajárak emelkedését nem annyira öngerjesztő, mint inkább egy természetes korlátokkal bíró folyamatként értelmezhetjük.

A világpiacon a harmadik negyedévben folytatódott az élelmiszerárak *deflációja*: az élelmiszerek általában 6%-kal kerültek kevesebbe, mint egy évvel korábban. Ez azonban nem jelentkezett közvetlenül a hazai árakban, hiszen a hazai élelmiszerárak

12 havi inflációja az utóbbi időben gyorsult (leginkább a jellemzően nem importból származó, fel nem dolgozott élelmiszerek miatt).

Az importált infláció felgyorsulására utal, hogy a harmadik negyedévben az import-egységértékinde克斯 5,1%-kal emelkedett előző év azonos időszakához képest (a szezonálisan igazított adat is ugyanekkora változást mutat). A 12 havi indexek szerint az importárak növekedése továbbra is alacsonyabb volt, mint a valutakosárral szembeni leértékelés mértéke, ám a negyedéves változások már emelkedő importárakról adnak számot. Mivel a nomináleffektív árfolyam jóval kisebb mértékben értékelődött le, mint a valutakosárral szembeni árfolyam (a tavaly harmadik negyedévi leértékeltebb piaci árfolyam miatt), az effektív külföldi árakkal számított importált inflációs mutató csökkenést mutat. Az importált infláció enyhe növekedése döntően a kelet-közép-európai térségből származó importtermékeknél jelentkezett, a fejlett országokból származó importtermékek ára a harmadik negyedévben 6,6%-kal emelkedett, amely nem változott szignifikánsan az előző negyedévhez képest. A kelet-közép-európai térségből származó importtermékek ára azonban 10,8%-kal nőtt előző év azonos időszakához képest. Ez főként az olajárak emelkedésével hozható összefüggésbe.

A legfontosabb kereskedelmi partnerünknek tekinthető eurórégióban az 1998. végi 0,8%-os fogyasztói árinfláció 1999 szeptemberére 1,2%-ra, októberre pedig 1,4%-ra emelkedett. Az erősen emelkedő energiaárak inflációnövelő hatását részben ellensúlyozta, hogy egyes ágazatokban, például a távközlésben a verseny fokozódása tapasztalható. A harmadik negyedév végén öt országban volt magasabb a fogyasztói áremelkedés az Európai Központi Bank által felső határnak tekintett 2%-nál, míg a két legalacsonyabb inflációjú ország Németország és Franciaország volt.

Az Egyesült Államokban tovább gyorsult az évek óta tartó erőteljes növekedés, a GDP bővülése a harmadik negyedévben (annualizáltan) 5,5%-ra emelkedett. Eközben a termelői és a fogyasztói áremelkedés is gyorsult: a júniusi 1,6, illetve 2,0%-ról 3,2, illetve 2,6%-ra.

A némileg gyorsuló infláció a gyors termelékenységnövekedés és a várakozásoknak megfelelően alakuló munkaköltségek fényében inkább hosszabb távú kockázatot, mint azonnali problémát jelent.

Lengyelországban az első félév végi 6,5%-os inflációs ráta szeptemberben 8%-ra nőtt. A vártnál nagyobb mértékű áremelkedést a növekvő olajárak, az élelmiszerimportra kivetett magas vámok és megoldatlan strukturális problémák következményének tartják.

A recesszióból csak lassan kilábaló Csehországban az első félév végi mindössze 2,2%-os fogyasztói ár-növekedés üteme tovább csökkent, szeptemberben a tizenkét havi infláció 1,2% volt.

Az elmúlt évek alatt a hazai fogyasztói árak euróban számolva is lényegesen gyorsabban emelkedtek, mint az Európai Unióban. A hírközlés, egészségügy, közlekedés és szállítás területén a támogatásleépítések, illetve a szolgáltatás biztosításához szükséges befektetések, a költségarányos árak megteremtése miatt a nemzetközi ártól való relatív lemaradásunk jelentősen mérséklődött. Ez a folyamat azonban nagyrészt lezajlott, a jövőben csak kisebb arány-korrekciókra lesz szükség.

#### Világpiaci árváltozások 1998–1999-ben\* (1995 átlagához viszonyítva)

	1998		1999			
	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	szept.
Alapanyagok energiaforrások nélkül	78,3	78,1	75,7	74,4	73,9	74,8
Élelmiszerek	82,4	84,8	78,8	73,6	71,9	74,2
Italok	85,4	82,9	78,9	73,4	65,3	64,3
Mezőgazdasági nyersanyagok	73,7	73,8	75,6	75,6	73,8	72,6
Fémek	74,7	72,1	68,2	72,1	78,5	81,3
Nyersolaj	75,6	68,9	68,5	95,1	120,1	131,9

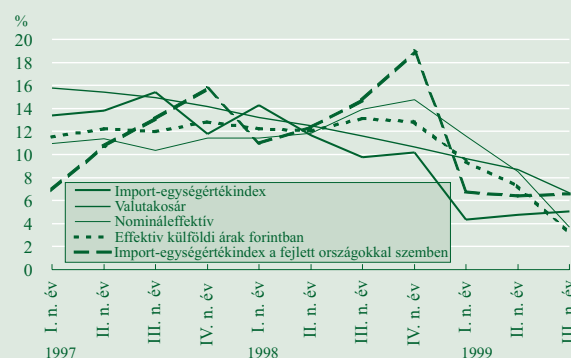
Forrás: IMF IFS.  
\* Világpiaci árak dollárban.

#### Nemzetközi inflációs adatok, 1998–1999 (előző év átlagához viszonyítva)

	1998. december		1999. június		1999. szeptember	
	termelői	fogyasztói	termelői	fogyasztói	termelői	fogyasztói
	árak változása					
Egyesült Államok	-3,2	1,6	1,6	2,0	3,2	2,6
Japán	-2,0	0,6	-1,7	-0,4		-0,1
Németország	-1,2	0,5	-1,3	0,4	-0,2	0,7
Csehország	2,2	6,8	0,4	2,2	1,5	1,2
Lengyelország	5,8	8,6	5,3	6,5		8,0
Magyarország	7,9	10,3	4,4	9,1	4,6	10,5
OECD összesen	0,7	2,0	1,5	3,1		
EU-11	-2,5	0,8		0,9		1,2
EU-15	-1,7	1,4	-1,0	1,1		
G-7	-0,9	1,3	0,1	1,3		

Forrás: OECD Main Economic Indicators, 1999 October.

#### Az importárak és a különböző árfolyammutatók alakulása



**Az árnövekedés üteme a különböző szegmensekben\***  
(az előző év azonos hónapjához viszonyítva)

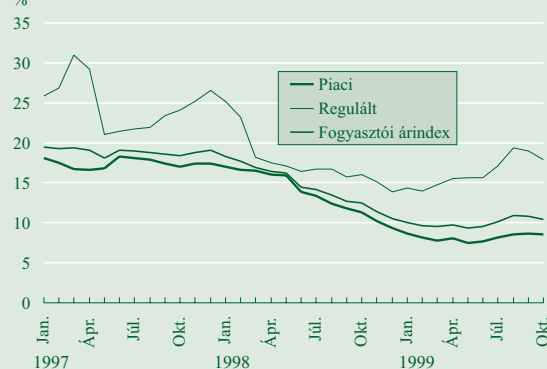
	Súly a CPI-ben	1998. dec.	1999. júl.	1999. aug.	1999. szept.	1999. okt.
Fogyasztói árindex (CPI)	100,0	10,5	10,2	10,9	10,8	10,5
Ipari termékek	28,8	10,5	9,2	8,9	8,6	7,7
Benzin	5,0	5,1	20,2	23,4	24,8	24,9
Szabadáras energia	1,7	6,4	11,0	11,3	13,8	15,1
Élelmiszerek	21,3	5,3	0,6	1,5	2,4	3,5
Szabályozott kör	18,5	13,8	17,3	19,7	19,3	18,1
Piaci szolgáltatások	15,9	14,6	12,8	12,9	11,9	11,4
Alkohol, dohány**	8,9	13,6	11,7	11,9	11,5	10,3
Piaci infláció	72,7	9,4	8,2	8,6	8,6	8,6
Maginfláció (MNB)	89,4	10,7	9,6	9,5	9,2	8,7
Nominálegfektív árfolyam		13,9	6,8	6,0	3,0	2,1
A forint bejelentett nominális leértékelése		10,4	8,3	7,9	7,6	7,3

\* Jelentésünkben a fogyasztói kosárban szereplő 160 termék és szolgáltatás korábbiól némileg eltérő csoportosítását használjuk. A lényegi változások a következők:

– az ipari termékek körébe felvettük a korábban a piaci szolgáltatások között szereplő saját tulajdonú lakás tételt (súly a fogyasztói kosárban 5,3%), ld. keretes írásunkat;  
– a piaci szolgáltatások köréből a *regulált szolgáltatások* csoportjába soroltuk át a szerencsejátékok (súly 0,8%), elvi (lévén államilag szabályozott monopólium) és empirikus okból (megfigyelt áralakulása nem volt piaci jellegű).

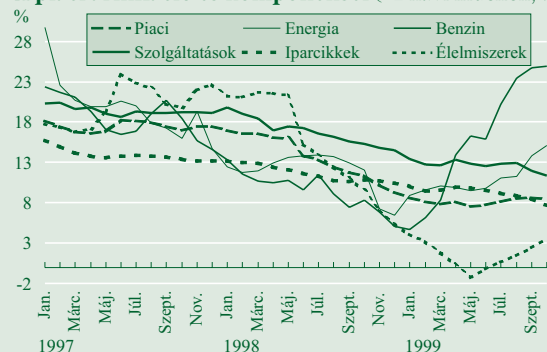
\*\* Az alkohol-, a dohánycsoport sem a piaci, sem a regulált körnek nem része, mivel magas adótarifa miatt ugyan áralakulására hatással vannak az adminisztratív döntések, ettől eltekintve azonban azt piaci tényezők alakítják.

**A teljes fogyasztói árindex, illetve piaci és a szabályozott kör árinflációja\*** (12 havi indexek, %)

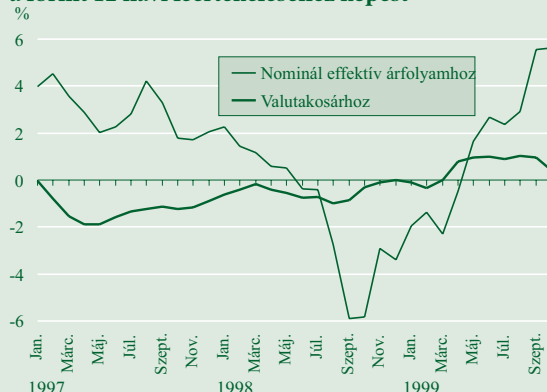


\* A fogyasztói kosár részére még az itt fel nem tüntetett alkohol- és dohánytermék-csoport is.

**A piaci árinfláció és komponensei** (12 havi indexek, %)



**Az ipari termékek 12 havi relatív inflációs üteme a forint 12 havi leértékeléséhez képest**



## 2. A fogyasztói árak változásának összetevői

A kimutatott 12 havi fogyasztói árindex csökkenésének 1999. közepi megtorpanásában kisebb részt tettek ki a *piaci* folyamatok által meghatározott árak, a folyamatot jellemzően a *regulált* árak inflációjának a változása mozgatta. A piaci körben inflációt gyorsító hatása volt a benzinárak erőteljes emelkedésének, illetve az élelmiszerárak gyorsuló inflációjának. A regulált körben egyes hatósági áras szolgáltatások magas idei inflációs üteme mellett a gyógyszerár-támogatási rendszer nyári változtatásának – az előző Jelentésünkben már tárgyalt – elszámolása érdemel figyelmet. *Összességében tehát azt látjuk, hogy az elmúlt időszakban a kimutatott árinfláció ütemét elsősorban a monetáris politika számára exogén tényezők, egyes adminisztratív árak emelkedése, illetve bizonyos kínálati sokkokhoz köthető piaci áremelkedések tartották magasan.*

A fogyasztói kosárban szereplő, áralakulásukat tekintve *piaci* tényezők által meghatározott jóságok<sup>1</sup> közül legnagyobb súlya az *ipari termékek* csoportjának<sup>2</sup> van. A jellemzően külkereskedelmi forgalomba kerülő ipari termékek áralakulásakor az előző Jelentésünkben tárgyaltuk, hogy némi emelkedés mutatkozik az ipari termékek a forintleértékelési ütemhez viszonyított relatív inflációs ütemében. Noha akkor azt is bemutattuk, hogy ez nem jelenti az árfolyampálya nominális horgony szerepének gyengülését, az utóbbi hónapok fejleményeképp megállt e különbség növekedése, sőt legutóbbi adataink szerint a differencia csökkenése várható. Azt is bemutattuk, hogy az ipari termékek áralakulása az esetenként jelentős szolgáltatási inpuhányad miatt összefüggésben lehet a szolgáltatások inflációjával is. A legutóbbi hónapokban a piaci szolgáltatások inflációja is mérséklődést mutatott, ami ezzel konzisztens.

A piaci szegmens második jelentős tételét az *élelmiszerek* képviselik. Ábránkon látható, hogy az élelmiszerek 12 havi inflációjának hosszan tartó csökkenése 1999 második negyedévében megfordult, majd folyamatos emelkedést mutat. Akkori hipotézisünk szerint az élelmiszerárak általános emelkedése nem átmeneti jellegűnek, hanem egy drasztikus deflációs periódus utáni „természetes” korrekció részének tekinthető. Ezt alátámasztja és egyben árnyalja az a megfigyelés, hogy az élelmiszerárak kimutatott inflációs gyorsulása nagyrészt a nem feldolgozott élelmiszerek (nyers húsok, zöldségek és gyümölcsök, tojás, burgonya) inflációjának erőteljes gyorsulásából adódott. (Ennek hátterében azonban, szemben korábbi hipotézisünkkel, nem az állami beavatkozás miatt dráguló *sertéshús* állt.) Mivel a feldolgozott élelmiszerek részben hazai alapanyagokból készülnek, megfigyelhető volt, hogy a nyers élelmiszerek deflációjának megfordulásakor a feldolgozott élelmiszerek inflációs ütemének esése is megállt.

<sup>1</sup> A *piaci* tényezők által meghatározott áras jóságok közé tartoznak a KSH 160-as csoportosításából az élelmiszerek, ún. ipari termékek (ruházkodási cikkek, tartós és nem tartós fogyasztási cikkek; a gyógyszer; járműüzemanyag; könyv, tankönyv és újság csoportok nélkül), a nem hatósági áras szolgáltatások (beleértve az előbb kihagyott fogyasztási cikkekből a három utolsót), a járműüzemanyag és a nem hatósági áras háztartási energia. Ezek összesen a fogyasztói kosár mintegy 72%-át fedik le.

<sup>2</sup> Ide soroltuk a *Saját tulajdonú lakások* (KSH kód: no. 611.) csoportját is, ld. keretes írásunkat.



A piaci kategória közel ötödét a *piaci szolgáltatások* adják. A korábbi jelentéseinkben tárgyaltaknak megfelelően a piaci szolgáltatások árindexe továbbra is meghaladja az ipari termékek inflációjának, illetve a forint árfolyampályájának az ütemét. Az utóbbi hónapokban ez a különbség némileg magasabb volt az 1999 első felében tapasztalt mintegy 3%-nál, ami azonban egyszerűen annak tudható be, hogy akkor relatíve jobban emelkedtek az iparcikkárak, számszerűleg szűkítve az árindexek különbségét. Hosszabb távon továbbra is arra számítunk, hogy fennmarad ez a nagyrészt termelékenységekülönbséghez köthető „egyensúlyi” inflációs ütemkülönbség. Az előző Jelentésünkben szoltunk róla, hogy az elmúlt időszak során tapasztalt *reáljövedelem-emelkedés* a piaci szolgáltatások iránti fokozott keresleten keresztül magasan tarthatja azok árindexét. Legfrissebb adataink szerint ugyan ez elfogadható hipotézis bizonyos piaci jóságok – jellemzően egészségügyi és bizonyos kulturális szolgáltatások – esetében, de összességében ez a keresletnövekedés a piaci szolgáltatások átlagos inflációjának lassú, de folyamatos csökkenését nem gátolja.

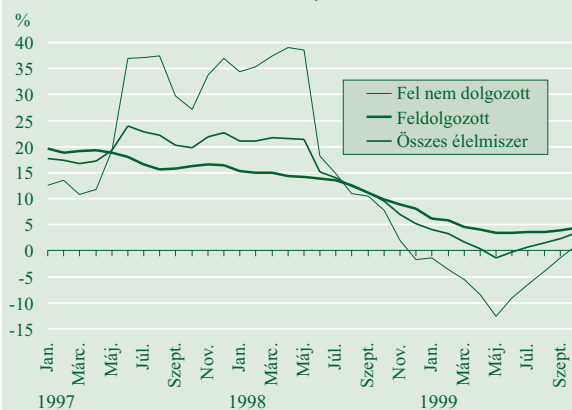
A fogyasztói kosár piaci szegmensébe tartozik még a *szabadáras háztartási energia* (szén, brikett, koks, tűzifa, tüzelőolaj és palackos gáz), valamint a *járműüzemanyag* (benzin). Az utóbbi hónapokban mindkét csoportban jelentős inflációgyorsulást tapasztaltunk. A különösen erőteljes benzinár-emelkedés háttérében a világpiacon olajárak a harmadik negyedévben egy negyedév alatti 26%-os megugrásán túl szabályozási és piacszerkezeti tényezők is meghúzódnak: a nyersolajár a benzin hazai fogyasztói árának csak kevesebb mint harmadát képviseli, a maradékban az árrés mellett jelentős súlya van a közvetett adóknak. Így a tavalyi olajáresést az adóemelés úgy ellensúlyozta, hogy végeredményben a hazai benzinárak nem követték a nemzetközi olajárak esését; miközben 1999-ben mind az erőteljes olajár-emelkedés, mind az adóváltozás egy irányban hatott, így idén a hazai benzinárak szokásos évi egy-két árváltoztatásnál jóval több lépésben és erőteljesen emelkedtek.

Az infláció alakulásában Magyarországon általában jelentős szerepe van az *államilag szabályozott vagy befolyásolt árak* alakulásának. Az idei évben azonban a *kimutatott* dezinfláció megtorpanásában a szabályozott árak döntő szerepet játszottak: az év elején a hatósági áras szolgáltatások inflációjának megugrása, az év közepén pedig a gyógyszerár-támogatási rendszer változtatásának kiugróan magas gyógyszerár-emelkedésként való statisztikai elszámolása nagyban hozzájárult ahhoz, hogy megtorpan a kimutatott fogyasztói árindex csökkenése. Amint azt korábbi Jelentésünkben is írtuk, a kimutatott fogyasztói 12 havi árindex stagnálása, illetve emelkedése látszólagos, illetve átmeneti jellegű, kínálati oldali sokkoknak tulajdonítható, így jelen helyzetben nem tekintjük a dezinflációs folyamat megfordulása jeleként.

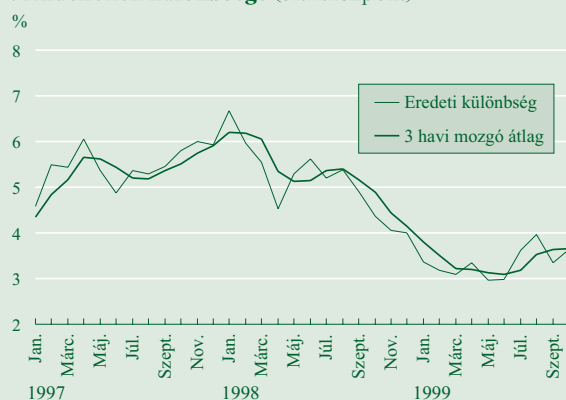
Már az előző Jelentésünkben is bemutattuk, hogy a KSH árstatisztikája szerint július–augusztus hónapokban kiugróan magas árnövekedés jellemezte a *gyógyszertermékcsoportot*. A támogatási rendszer módosítása július közepén lépett hatályba, ennek – az előző Jelentésünkben tárgyaltak miatt csupán látszólagos – inflációs hatása nagyobb részben augusztusban jelent meg, mintegy 1 százalékponttal növelve a kimutatott inflációt.

A gyógyszercsoport nélkül vett egyéb *szabályozott áras nem energia típusú jóságoknál* (pl. önkormányzati laktér, kommu-

### Élelmiszerek: feldolgozott, illetve fel nem dolgozott élelmiszerek 12 havi inflációja

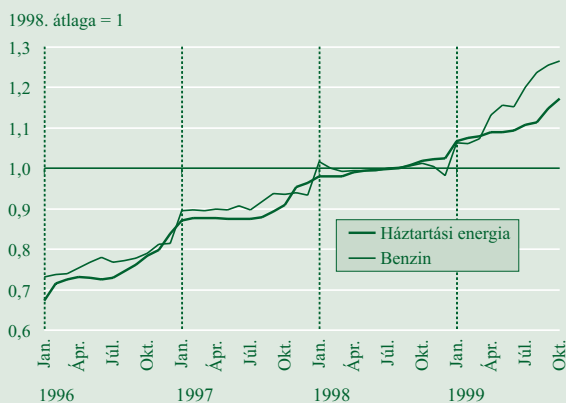


### Az iparcikkek és a piaci szolgáltatások 12 havi árindexének különbsége (százalékpont)\*



\* A piaci szolgáltatások árindexéből vonjuk ki az iparcikkéket. 3 havi átlag; egyszerű visszatekintő (nem centrális) mozgóátlag.

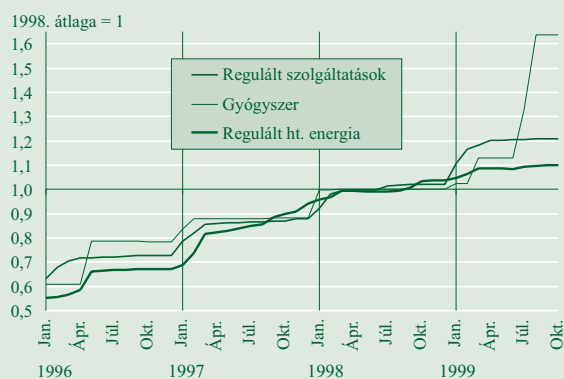
### A benzin és a szabadáras energiatermékek átlagos árszintje (1998 = 100%)



### A szabályozott vagy államilag befolyásolt körbe tartozó árak 12 havi növekedése

	Súly	1998. dec.	1999. július	1999. aug.	1999. szept.	1999. okt.
Összesen	18,5	13,8	17,3	19,7	19,3	18,1
Szabályozott energiaárak	7,2	10,3	10,3	10,3	9,4	6,7
Szabályozott nem energia árak	11,3	15,9	21,9	26,0	26,0	25,9
ezen belül: nem gyógyszer	9,5	16,3	19,0	18,5	18,5	18,5
gyógyszer	1,8	13,6	32,8	63,6	63,7	63,5
A forint előre bejelentett nominális leértékelése		10,4	8,3	7,9	7,6	7,3

### A szabályozott áras energiatermékek, szolgáltatások és gyógyszerek átlagos árszintjének alakulása (1998 = 100)



nális díjak, telefon és postai szolgáltatások, tömegközlekedés, TV előfizetési díj, szerencsejáték) az év elejére anticipált árnövekedés következményeként 18,5%-os volt októberben az árszínvonal-változás, míg 1998 átlagában 17% alatt volt. Augusztus – október hónapok során e körben a lakbérek drágultak erőteljesen: az önkormányzatok bevételeik növelése érdekében a tava-lyinál jobban, 15%-kal emelték a tulajdonukban lévő lakások bérleti díjait.

A hatósági árak harmadik csoportját az *energiahordozók* jelentik (központi és távfűtés, elektromos energia, vezetékes gáz), amelyek az árképleten keresztül követik a világpiaci ár alakulást. A világpiaci energiaár-emelkedés azonban a képletbe épített késések, valamint az olcsóbb beszerzési források miatt a júliusi, illetve októberi árfelülvizsgálat során nem jelent meg a fogyasztói árban, csak a tarifarendszer változtatása jelentett kisebb ármódosítást. Így a hatósági körbe tartozó energiahordozók 12 havi árinde-xe 6,7% volt októberben.

A szabályozott árak növekedése a közelmúltban rendre 5–6%-kal múlta felül a *piaci* infláció mértékét. Ennek oka a költségeknek az árban való fokozatos megjelenítése, illetve a támogatások leépítése, a lassabb termelékenység növekedés volt. Nyártól nagyobb, sokszerűnek tűnő relatív árváltozás a gyógyszerárak miatt következett be, ezért hatása átmenetinek tekinthető, továbbá a regulált szolgáltatások árai kevésbé emelkedtek, mint a fogyasztói árindexben megjelenő, a háztartásokat érintő szolgáltatásárak. Néhány területen – telefonia, energiaszektor, közlekedés – a lakosság eddig nem viselte az általa igénybevett szolgáltatások tényleges költségeit, itt folytatódott a ráfordításokhoz igazodó árak irányába történő elmozdulás, a keresztfinanszírozás csökkentése.

#### Maginflációk: az MNB és a KSH által számított mutatók összehasonlítása

1999 szeptemberétől az MNB mellett a KSH is számít egy ún. maginflációs (core inflation) mutatót. A két index összehasonlítása mellett célszerű tisztázni az ilyen mutatók mögött meghúzódó közgazdasági és módszertani elgondolásokat.

Mi a célja a szokásos fogyasztói árindex (CPI) mellett a maginflációs mutatók számításának és elemzésének? Az egyik cél legtöbbször a fogyasztói árindex *megtisztítása* a volatilis és nehezen előre jelezhető komponensektől. Ilyenek tipikusan a fel nem dolgozott élelmiszerek, a nyersanyagok és az energiahordozók. Ehhez kapcsolódik az a cél, hogy a maginfláció segítségével jobban *előre tudjuk jelezni* a fogyasztói árindex jövőbeni alakulását. Az ilyen statisztikai alapon definiált maginfláció monetáris politikai haszna az, hogy egy „simább” árindex hatékonyabban képes az inflációs várakozások koordinációját szolgálni. Már az ilyen „ateoretikus” mutatók esetében is látnunk kell, hogy ezek szakítanak a hagyományos fogyasztói árindexszámítás alapjául szolgáló *megélhetési költség* – fogalommal, hiszen egy megélhetésköltség-mutatóból nem lenne helyes semmilyen olyan terméket kizárni, amire a reprezentatív fogyasztó ténylegesen költ (az ilyen indexek problémáiról ld. az előző jelentésbeli keretes írást). Így a maginflációs mutatókat nem helyes azon az alapon rangsorolni, hogy a teljes fogyasztói kosárból mekkora hányadot fednek le.

A statisztikai szempontokon túl maginflációs mutatók mögötti másik, elméleti jellegű motiváció egy, ún. „monetáris jel-

legű infláció” megragadása, amit úgy is definiálhatunk, mint az árszint időbeli és általános változása, amely a társadalom számára költséget jelent. Ezen költség általában a gazdasági szereplők koordinációjának megzavarásából, a fokozott bizonytalanságból, illetve a tranzakciók által megkívánt optimális készpénztartástól eltérő készpénzkészletekből fakad. Az ilyen infláció költségessége miatt a monetáris hatóság célja valamilyen formában az árstabilitás biztosítása. Az olyan inflációs folyamat, ami nem jelent valódi költséget, nem szerepel az így kialakított maginflációs mutatóban. A maginflációk elméleti megalapozásának egy alternatív levezetése szerint a „monetáris infláció” egyszerűen az, amit a monetáris politika döntéseinek figyelembe vesz. Ha például a monetáris hatóság nem kíván átmenetinek ítélt sokkokra reagálni, maginflációként az ilyen sokkoktól megtisztított árindexet definiáljuk.

Gyakorlati szinten feltehetjük tehát, hogy a monetáris politika szempontjából nem releváns az *indirekt adók* (pl. ÁFA vagy fogyasztási adók), a regulált árakat érintő *adminisztratív* lépések vagy piaci szektorbeli *átmeneti* sokkok – például nyersanyag- vagy energiaár-változások, egyedi termékek árváltozása – miatt bekövetkező árszintváltozás. Így célszerű az árváltozásokból az ilyen hatásokat kiszűrni. Mivel az ilyen sokkok és változások definíciójuk szerint *egyedi jellegűek*, azaz egyszerre csak egy-egy jószág árindexét érintik, maginflációs mérőszámok a szokásosan érintett termékcsoportok (pl. regulált árak, energia stb.) árindexből való egyszerű kizárásán túl finomabb *statisztikai* módszerekkel is számíthatók. Ilyenkor a cél az egyedi árváltozások közös komponensének elkülönítése az egyedi mozgásoktól. Az egyedi árváltozások ismeretében a maginflációval azonosított *közös komponens* különféle nyesett átlag (trimmed mean), faktorelemzés, idősoros simító eljárások vagy trendszámítás segítségével becsülhető. Ennél is továbbmennek a *modellalapú eljárások*, melyek a monetáris infláció egy közgazdasági definícióját operacionalizálva jutnak el a maginflációhoz.

A maginfláció lehetséges értelmezése és számítása terén tapasztalható sokféleség fényében milyen *kritériumok* szerint lehet a különféle eljárásokat összevetni? Itt csak két szempontra hívnánk fel a figyelmet. Először is alapvető, hogy a maginflációs mutató a lehető *legkisebb időbeli késéssel* rendelkezésre álljon, illetve, hogy a múltbeli helyett az *aktuális folyamatokat* tükrözze. Noha az előbbinek a legtöbb maginflációs mutató megfelel, fontos jelezni, hogy a szokásosan használt 12 havi indexek az elmúlt 12 hónap mozgásainak átlagát mutatják – ilyen értelemben tehát a jelenre csak korlátozott információtartammal bírnak. Számít a választott mutató *átláthatósága* (transzparenciája) is, különösen, ha a monetáris hatóság döntéseit a maginfláció alakulására alapozza. Itt a transzparencia és a módszertani fejlettség közti kényszerű *kompromisszumról* van szó: a maginfláció egyszerű kizárásos alapon való számítása az egyedül valóban transzparens megoldás, miközben más statisztikai vagy modellalapú eljárások módszertani vagy elméleti alapon fejlettebbnek tekinthetők.

Térjünk most rá az MNB, illetve a KSH által számított maginflációs mutatók elemzésére. A fentiek fényében mindkét mutató az egyszerű kizárásos alapon definiált maginflációs mérőszámok közé tartozik; és mindkettő esetében kettős elgondolás határozta meg a kizárandó jószágok körét: egyaránt cél volt az árindex volatilis, illetve átmeneti kínálati sokkok által dominált áringadozást mutató termékektől való megtisztí-

tása. Az alábbi táblázat hasonlítja össze az egyes mutatókból a teljes fogyasztói árindexhez képest kihagyott jóságok körét.

**A KSH és az MNB maginflációs mutatójának számításakor a fogyasztói kosárból kizárt tételek összevetése\***

KSH	MNB
Sertéshús	
Marha- és borjúhús	
Juh-, nyúl- és egyéb hús	
Belsősegek	
Baromfihús	
Hal	
Burgonya	Burgonya
Tojás	Tojás
Friss zöldség, főzelék	Friss zöldség, főzelék
Friss hazai és déligyümölcs	Friss hazai és déligyümölcs
Szén	Szén
Brikett	Brikett
Koksz	Koksz
Tűzifa	Tűzifa
Tüzelőolaj	Tüzelőolaj
Távfűtés	
Elektromos energia	
Vezetékes gáz	
Palackos gáz	
Járműüzemanyag	Járműüzemanyag
A maginfláció lefedettsége:	
80%	91%

\* Az 1999. júliusi ártámogatásrendszer-változtatás elszámolásával kapcsolatos módszertani problémák miatt az MNB 1998. januártól a Gyógyszerek csoportot is elhagyja, melynek súlya a fogyasztói kosárban 1,8%.

A maginflációkkal szembeni kritériumok tekintetében mindkét hazai mutató a *transzparenciát* helyezi a módszertani-elméleti szempontok elé. Mindkét mutató a fogyasztói árindexekkel *egyidejűleg* számítható, az *aktualitás* kritériumának azonban a KSH által publikált index csak megszorításokkal felel meg, hiszen (szezónálisan igazított) hó/hó változás helyett csak éves, illetve előző év decemberéhez viszonyított változást mutat indexet közölnek; míg az MNB a *Havi Jelentésekben* közöl e kritériumnak megfelelő indexet is. A két maginflációs index és a fogyasztói árindex alakulását korábbi ábránkon összevetve azt látjuk, hogy az utóbbi hónapokban a KSH indexe a fogyasztói árindex *felett*, az MNB-é *alatt* halad. Ennek hátterében a kizárt jóságok halmazának eltérése áll: a KSH-éval összevetve az MNB indexe tartalmazza a nagyon alacsony inflációt mutató nyershúskört, de kizárja a hirtelen megugró inflációjú gyógyszereket. Mindkét különbség csökkentőleg hat az MNB által kimutatott maginflációra.

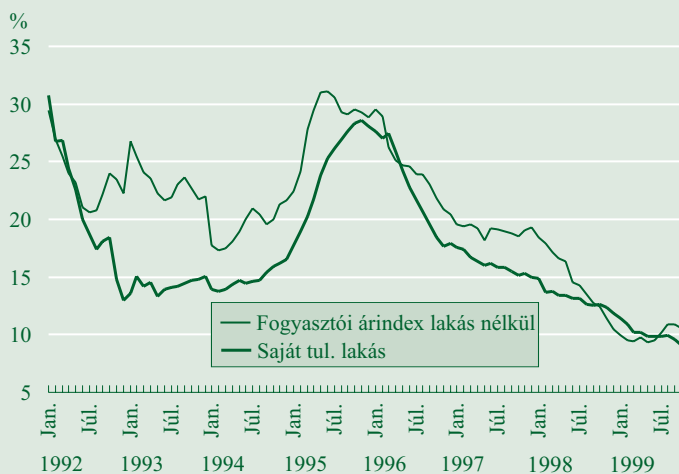
**Saját tulajdonú lakások árindexe: szolgáltatás vagy iparcikk?**

Noha definíciója szerint a saját tulajdonú lakásban lakás (a KSH árstatisztikai kódja szerint a 611. sz. jóság) egy külkereskedelmi forgalomba nem kerülő szolgáltatásként sorolandó be, az árindex múltbeli viselkedése alapján Jelentésünkben mégis külkereskedelmi forgalomba kerülő termékként, azaz iparcikként definiáljuk. A döntés jelentőségét az adja, hogy ez a jóság rendelkezik messze a legnagyobb, közel 6%-os súllyal a fogyasztói kosáron belül. Azt, hogy a saját tulajdonú lakásban lakás árindexe más országokban is nehezen értel-

mezhető és mérhető dolog, jól jelzi, hogy az *Eurostat* ezt a tételt *kihagyja* az általa számított ún. harmonizált fogyasztói árindexből (HICP).<sup>3</sup> Mivel a hazai fogyasztói árindexben különösen nagy súlyú csoportról van, annak teljes elhagyása jelentős mértékben eltéríthetné egymástól az MNB, illetve a KSH által használt fogyasztói árindexet; amellet azonban elég érvt látunk, hogy ezt a tételt a fogyasztói árindexen belül ne a szolgáltatások, hanem az iparcikkek kategóriájába tegyük. Ezt az adott árindex megfigyelt viselkedése magyarázza – ha az egy esetleges jövőbeli módszertani revízió nyomán megváltozik, döntésünket újragondoljuk.

A döntés oka az, hogy az elmúlt közel nyolc év során ezen árindex sokkal inkább az iparcikkek, mint a szolgáltatások áraival mozgott együtt. Ábránkon látható, hogy miközben – az ábrán a saját tulajdonú lakás nélkül vett – szolgáltatások *árszintje* az 1991 óta az akkori hatszorosára emelkedett, a hasonlóan definiált iparcikkeké csak négyszeresére nőtt. Látható tehát, hogy a Saját tulajdonú lakás kategória árszintje szorosabban mozgott együtt az iparcikkek, mint a szolgáltatások áraival. Hasonló következtetésre juthatunk a *12 havi indexek* vizsgálatából is. Mivel tehát a múltban ez a tétel iparcikként „viselkedett”, helyesebb oda sorolni. Hogy ez nem pusztá véletlen – amit egyébként a mintaidőszak hossza is igen valószínűtlenné tesz –, az a saját tulajdonú lakásban lakás árindexének számításából érthető meg. Mivel ez egy közvetlenül meg nem figyelhető kategória, a KSH más tételek segítségével állítja elő. Ezen tételek részben a lakásban lakáshoz és a lakás felújításához szükséges termékekből, azaz iparcikkekből állnak, más részben a kapcsolódó munkadíjakból. Mivel ez utóbbi – elméleti alapon pl. állandó árrés/haszonkulcs feltételezése mellett – szintén iparcikkek árától függ, nem meglepő, hogy az így képzett lakásárindex az iparcikkekével mozog együtt.

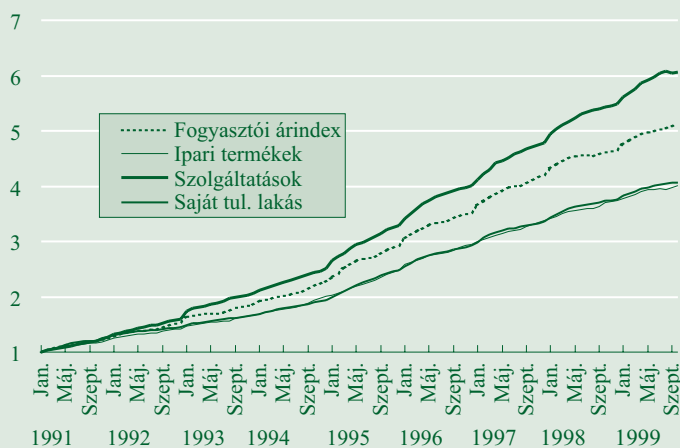
**A saját tulajdonú lakás és a nélküle vett fogyasztói árindex 12 havi árindexe**



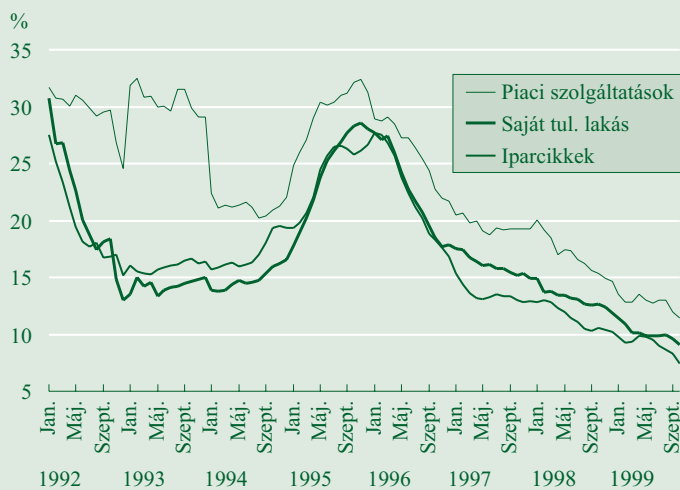
<sup>3</sup> Ennek oka, hogy mint imputált kiadási tétel, nem fér össze a HICP definíciójával, mely szerint annak célja a háztartások valódi árakon történő, monetáris tranzakciókon keresztül megvalósuló végső kiadási árindexét mérni. E tárgyban folyik a szakmai vita, melynek tervezett időhorizontja 2001. Azt is jeleznünk kell, hogy az imputált lakásfogyasztás a hazai fogyasztói árindex definíciójába se fér be, hiszen a KSH 1992-es meghatározása szerint az a lakosság *vásárolt* fogyasztásának az árindexe.

### Árszintek: a saját tulajdonú lakás, a nélküle vett iparcikkek, piaci szolgáltatások és fogyasztói árindex

1991. január = 1



### Árindexek: a saját tulajdonú lakás, a nélküle vett iparcikkek és piaci szolgáltatások 12 havi árindexe





## II. Monetáris folyamatok

### 1. A monetáris kondíciók alakulása

A gazdasági növekedés 1999 harmadik negyedévében felgyorsult. A lakossági fogyasztásbővülés továbbra is magas szintje mellett a külföldi kereslet is megélenkült. A belföldi felhasználás bővülése elmaradt a GDP növekedési ütemétől, és a külső egyensúlyi pozíció tovább javult. Ezzel szemben az infláció júliustól megemelkedett, elsősorban a gyógyszertermogatási rendszer változásának hatása miatt, de kisebb mértékben hozzájárult a nemzetközi nyersanyag- és energiaárak emelkedésének hatása is. A fogyasztói kosárnak azon komponensei, amelyekre a monetáris politika hatással lehet, a kitűzött árfolyampályával konzisztensen tovább csökkentek.

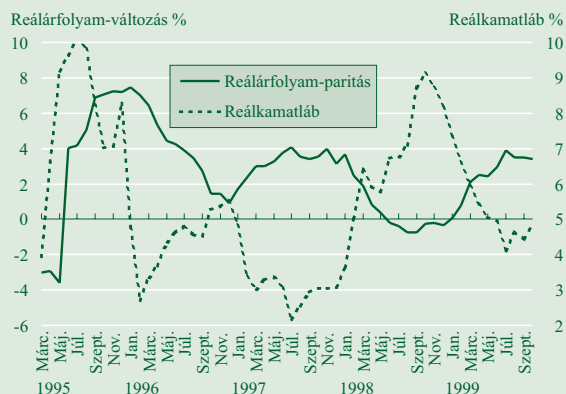
A továbbra is kedvező inflációs trend ellenére a kimutatott infláció átmeneti megemelkedése a várakozásokba beépülve a jövőben magasabb inflációs pályát eredményezhet. Ezért a gazdaságpolitika az elmúlt hónapokban kiemelt feladatként kezelte az inflációs várakozások orientálását. A kormányzat 2000-ben szigorúan korlátozni fogja a hatósági árak emelkedését, azt a komponenst, amely az idei évben a legnagyobb mértékben volt felelős az árszínvonal emelkedéséért. Emellett a nyugdíjak és a közszolgálati bérek meghatározásával szintén egy alacsonyabb nominális pálya irányába orientálja a gazdaságot.

A jegybank a kormánnyal együtt meghirdetett árfolyampálya fenntartásával járul hozzá a kitűzött nominális pálya megvalósulásához. 1999. október 1-jén lépett hatályba a már korábban bejelentett leértékelési ütemcsökkentés, amellyel a forint havi leértékelési üteme 0,4%-ra mérséklődött, ami éves szinten kevesebb, mint 5%-os leértékelődést eredményez.

A makrogazdasági folyamatok továbbra is szigorú monetáris politika vitelét teszik indokolttá. Az árfolyampálya kijelölése során azt is figyelembe kell venni, hogy a 2000. január 1-jétől hatályba lépő valutakosár-váltáskor fennálló euró/dollár árfolyam jelentős mértékben befolyásolhatja a forint reálárfolyamának alakulását. 1999 során az euró/dollár árfolyam 1,01–1,18 értékek között igen volatilis alakult, ami a forint reálfolyamában 3–4%-os elmozdulást eredményezhet.

A gazdasági növekedés felgyorsulása a belföldi felhasználás növekedési ütemének megélenkülését fogja maga után vonni. A pénzügyi intézményrendszer modernizációja a fogyasztási hitelezés fellendülésével jár együtt. Ez lehetővé teszi a jövőbeli jövedelem terhére történő fogyasztást, azaz a lakossági megtakarítói pozíció romlását eredményezi. A vállalati szféra jó jövedelmezőségi helyzete és a kedvező külső és belső piaci környezet nem

## A monetáris kondíciók változása\*



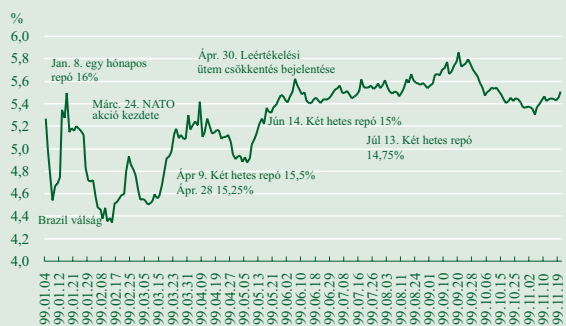
\* A grafikonon előretekintő inflációval három hónapos kincstárjegyhozamok alapján számított reálkamatokat ábrázoltunk. A monetáris kondíciókat mutató reálárfolyam-index nem egyezik meg a versenyképességet mérő, később bemutatott mutatókkal. Az elkövetkező három hónapban bekövetkező árfolyamváltozás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

indokolja a beruházási kereslet tartósan alacsony szinten maradását. Így a továbbra is számottevő fogyasztásbővülés mellett a vállalati beruházások további élénkülése várható. A munkanélküliség további csökkenése a munkaerő-piaci szűk keresztmetszetek kialakulásának valószínűségére hívja fel a figyelmet, és a kapacitáskihasználtság mutatói is emelkednek. Amint azt a vállalati szektor jövedelmezőségének gyors növekedése is tükrözi, a versenyképesség oldaláról sem látszik veszélyeztetve a kitűzött nominális pálya fenntarthatósága.

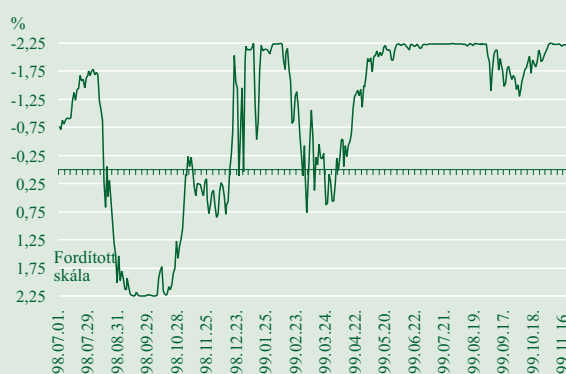
Az elmúlt időszakban egy alkalommal 25 bázispontos kamatcsökkentésre került sor, november 4-én. (Ezt megelőzően július 13-án változtatott a jegybank az irányadó kamatain.) Az éves és éven belüli hozamok augusztus vége óta 20–50 bázisponttal mérséklődtek.

A belföldi monetáris kondíciókat meghatározó rövid távú reálkamat és reálárfolyam-mutatók alakulását az orosz válság, illetve az 1998. év második felének részben exogén hatások által meggyarazott erőteljes dezinflációja miatt bekövetkezett változásainak korrekciója határozza meg. A tavalyi év CPI alapú reálleértékelődése után az ideji reálleértékelődés visszatérésnek tekinthető a középtávú reálárfolyam-pályához. Ezen túl – a gyógyszerár-emelés hatásától megtisztított – nyári átmeneti inflációs sokk szintén a reálárfolyam felértékelődése, illetve a reálkamat szint csökkenése irányába hatott. Mivel egyelőre nincs jele, hogy az infláció trendje is megváltozott volna, a július–augusztusi inflációt már nem tartalmazó indexekből (decembertől) ez a hatás várhatóan eltűnik.

## A 3 hónapos DKJ kamatprémiuma



## A forint sávon belüli helyzete



## 2. Kamat- és árfolyamalakulás

Az elmúlt hónapokat a forintinstrumentumok magas kamatprémiuma, jelentős, nem kamatérzékeny tőkebeáramlás és a forint erős sávon belüli pozíciója jellemezte. Némileg kivételt jelent ez alól a szeptemberi hónap, ekkor a forint 50–75 bázisponttal eltávolodott az erős sávszélről, és csak október végére került újra az erős sávszélre. A forint átmeneti gyengülésében nem piaci típusú feszültségeknek volt szerepe, hanem a jegybank korábbi években folytatott gazdálkodásával kapcsolatos polémia okozta.

A forint leértékelési ütemének csökkenése a kamatszint csökkentését tette volna indokolttá. Ezzel szemben a kosárválságok történt kamatemelés, illetve az ezt megelőző várakozások a kamatok emelkedése irányába hatottak. A feltörekvő országokkal kapcsolatos kockázatok általános megítélését tükröző EMBI+ mutató közel 150 bázisponttal csökkent, és a napvilágot látott kedvező makrogazdasági mutatók hatására feltehetően az országspecifikus kockázati tényezők megítélése is javult, bár e képet árnyalja a jövőbeli inflációs pályával kapcsolatos bizonytalanság erősödése. A forint 3 és 6 hónapos hozamokból számított kamatprémiuma mégsem csökkent, továbbra is a nyár eleje óta jellemző 540–550 bázispont között ingadozott, annak ellenére, hogy a hosszú távú hozamok 200 bázisponttal meghaladó mértékben estek.

Míndeközben a forint árfolyama végig az erős sávszél közelében tartózkodott, és jelentős intervencióra is sor került, bár a fo-



lyó fizetési mérleg hiányát meghaladó tőkebeáramlás alapvetően működőtőke, valamint a tőzsdei privatizációkkal kapcsolatos részvény portfólió beáramlásnak volt köszönhető. A hozamgörbe rövid vége mégsem tükrözött kamatsökkentési várakozásokat, ami azt jelzi, hogy a rövid lejáratú papírok iránti kereslet volt alacsony, ami feltehetően az ezredváltás miatt megnövekedett likvid tartalékok iránti igénytel magyarázható.

### 2.1 A monetáris bázis

A monetáris bázis növekedési üteme 1999 harmadik negyedévének végére 15,3 százalékra mérséklődött, mivel mind a bankrendszer tartalékköteles forrásainak növekedési üteme (16,9%), mind a bankrendszeren kívüli készpénzállomány növekedési üteme (15,1%) csökkent.

A monetáris bázis bővülése a vizsgált időszakban főként a jelentős jegybanki konverzióknak köszönhető, hiszen a harmadik negyedévben a jegybank 304 milliárd forint értékben vásárolt devizát. A konverzió hatására a gazdaságba áramló likviditás meghaladta a legszűkebb monetáris aggregátum iránti kereslet mértékét, ami a jegybank sterilizációs állományának 131 milliárdos növekedésében csapódott le. A jegybanki sterilizációs eszközök állományának növekedésén felül a Kincstári Egységes Számla állományának 80 milliárd forintos harmadik negyedéves bővülése is akadályozta a túlzott pénzkínálat kialakulását a gazdaságban.

### 2.2 A konverziós forintkereslet összetevői

A harmadik negyedévben a konverziós forintkereslet (304 milliárd forint) meghaladta az év első felében tapasztalt mértéket.

A vizsgált időszakban a működőtőke-beáramlás mértéke több mint ötszöröse volt a folyó fizetési mérleg hiányának, önmagában ez a tétel csaknem 90 milliárd forinttal járult hozzá a jegybanki konverzióhoz.

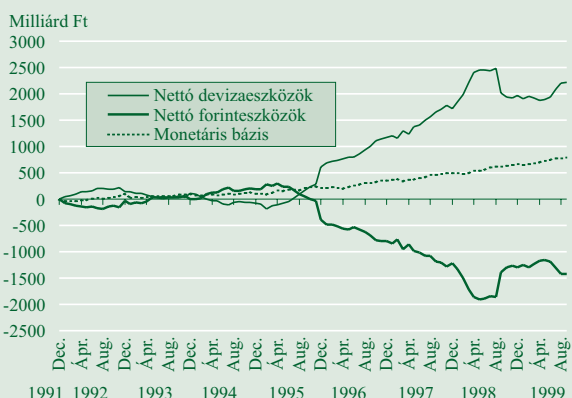
A külföldiek nettó portfólióbefektetései mintegy 60 milliárd forinttal növelték a konverziós forintkeresletet, igaz ezen belül az állampapírok iránti igény – a tavalyi évvel ellentétben – továbbra sem mondható jelentősnek. A vállalatok külföldi forrásbevonása 77 milliárd forintnyi devizapiaci intervenciót eredményezett a harmadik negyedévben, ami csaknem elérte a vállalati devizahitelek első félévi értékét.

A kereskedelmi bankok – az előző jelentésünkben írtakhoz hasonlóan – továbbra is a semleges teljes nyitott pozícióra törekedtek. Céljuk az erőteljes tőkebeáramlás hatására előálló hosszú devizapozíciók gyors leépítése volt, mivel a határidős piacokon tapasztalható alacsony kereskedési volumen továbbra is megakadályozta őket az ellenirányú ügylet megkötésében. A bankok tehát a hosszú devizapozícióik zárásával mintegy 42 milliárd forinttal járultak hozzá a harmadik negyedéves konverziós forintkereslethez.

Az alacsony határidős piaci aktivitás miatt a korábbi rövid határidős devizapozíciók szeptember végére teljesen leépültek, ami a vizsgált időszakban 37 milliárd forintot magyaráz a konverziós forintkeresletből.

A monetáris bázis alakulása (időszak végi állományok)	Milliárd Ft										
	nyitó	1999					állományváltozás				
		márc.	jún.	júl.	aug.	szept.	okt.				
<b>I. Monetáris bázis (II + III)</b>	1160,9	1180,6	1239,2	1271,2	1277,6	1285,7	1317,5				
Készpénz	736,0	730,6	780,5	800,0	808,6	807,2	817,7				
Tartalék	424,9	450,0	458,7	471,2	469,0	478,5	499,8				
<b>II. Nettó forinteszközök (h + c + d - a)</b>	339,1	404,4	448,2	313,4	211,5	210,3	206,7				
a) Sterilizációs instrumentumok	525,4	442,4	316,0	450,0	531,1	447,0	405,0				
b) Pénzügyi hitelek	167,1	143,5	133,7	130,6	128,6	127,1	127,1				
c) Kormányval szembeni nettó követelések	718,4	745,5	582,1	583,1	553,2	482,0	454,3				
Ebből: KESZ (-)	33,1	30,1	115,3	110,7	146,3	195,3	214,0				
állampapír (+)	376,9	421,0	420,5	408,6	408,6	408,6	405,6				
egyéb (+)	374,6	354,6	276,9	285,3	291,0	268,7	262,7				
d) Egyéb	-21,0	-42,3	48,4	49,7	59,2	46,7	30,3				
<b>III. Nettó deviazeszközök</b>	821,8	776,2	791,0	957,8	1066,1	1075,4	1110,8				
Nettó külföld	-501,9	-422,7	-115,3	14,9	74,8	144,8	163,4				
Követelések	2260,0	2429,5	2631,7	2692,0	2768,5	2879,3	2923,9				
Tartozások	2761,9	2852,2	2747,0	2677,1	2693,7	2734,5	2760,5				
Nettó belföld	1323,7	1198,9	906,3	942,9	991,3	930,6	947,5				
Követelések	2146,3	2054,1	1736,1	1745,2	1754,6	1680,4	1669,5				
Tartozások	822,6	855,2	829,7	802,4	763,3	749,8	722,1				

A monetáris bázis és összetevőinek alakulása\*



\* Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december = 0.

## A konverziós forinterkeslet komponensei

	1998.				1999.				III. n. év
	összesen	I. félév	júl.	aug.	szept.	III. n. év			
A. Konverzió	191,6	202,7	182,3	111,3	10,7	304,2			
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	154,2	137,8	182,3	111,3	10,7	304,2			
b) MNB-vásárlások az államháztartástól	37,4	64,9	0,0	0,0	0,0	0,0			
A konverzió forrásai (I.+...+VIII.)	191,6	202,7	182,3	111,3	10,7	304,2			
I. Az MNB nettó külföldi kamattizetéseivel	-383,5	-232,2	-27,0	37,1	-9,3	0,8			
korrigált folyó fizetési mérleg (1+2)									
1. Folyó fizetési mérleg	-495,5	-283,6	-32,8	36,7	-21,3	-17,4			
2. MNB nettó külföldi kamattizetési	112,0	51,4	5,9	0,4	12,0	18,2			
II. Működőtőke-beáramlás	311,8	127,6	53,8	8,9	26,5	89,1			
III. Bankok konverziós hatása*	-72,9	-21,6	11,1	6,8	24,6	42,5			
IV. Derivatívok hatása**	-206,4	-119,1	36,2	6,2	-5,6	36,7			
V. Beföldi devizabetétek konverziós hatása	6,1	13,6	-3,7	-16,9	-6,3	-26,9			
VI. Nettó portfóliobefektetések (1+2)	427,1	379,9	74,4	17,2	-30,8	60,8			
1. Állampapír	176,3	34,6	18,1	5,6	-11,1	12,6			
2. Részvény***	250,9	345,3	56,3	11,6	-19,7	48,2			
VII. Vállalati devizahitel (1+2) = (a+b)	68,7	87,8	29,4	47,3	0,4	77,0			
1. Beföldi	49,0	56,2	5,4	3,5	1,7	10,6			
2. Külföldi	19,7	31,7	24,0	43,8	-1,3	66,4			

\* Bankok teljes nyitott pozíciójának változásából adódó konverziós hatás, azaz a mérleg szerinti nyitott pozíció derivatív ügyleteket nem részleztük.

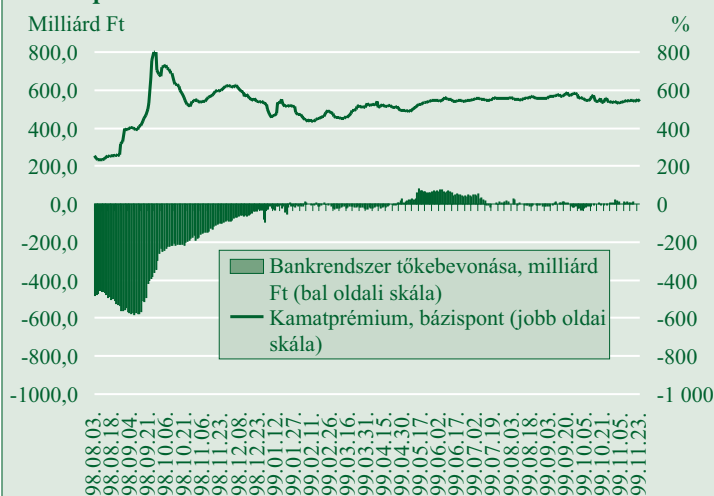
\*\* A határidős kontraktusok változásának konverziós hatása. E két tétel esetében a negatív előjele a korábban felépült hosszú forinterkeslet beépülését mutatja.

\*\*\* A tizetési mérleg külföldiek részvényvásárlásával kapcsolatos statisztikái meglehetősen bizonytalanok, ezért a táblázat ezen sorát maradékalven számítottuk ki.

## A bankok határidős tevékenysége

Az elmúlt negyedév során a bankok határidős devizapiaci tevékenységében nem történt lényeges változás. A stabilan magas kamatprémium ellenére a nyitott pozíciók alakulását az határozta meg, hogy az ügyfelek a devizaforrásait a bankoknál forintra váltották. A rövidebb periódusokban a kialakuló nyitott pozíciókat és azok zárását a kamatprémium változásai nem befolyásolták. A tavalyi válságokat megelőzően a jelenlegi kamatprémiumnál jóval kisebb mellett is vállalták az árfolyamkockázatot: a tavalyi 2%-kal szemben a jelenlegi 5%-ot meghaladó mellett. Az alábbi ábra illusztrálja ezt a megállapítást.

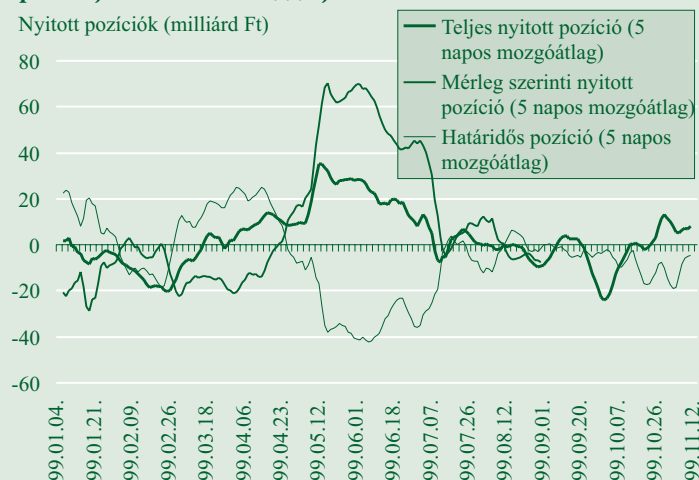
## Kamatprémium és banki tőkebevonás



\* A jobb oldali skála mutatja a kamatprémium alakulását a külföldhöz képest. A baloldali skálán pedig a bankrendszer külföldi tőkebevonását mértük fel, a szokásos előjellel: negatív érték tőkebevonást, a pozitív pedig a mérleg szerinti devizakövetelést (long pozíció) mutat.

A bankok nem kívánták tartani közvetlen tőkebeáramlás következtében az ügyfelek által nekik eladott devizát, ezért folyamatosan arra kényszerültek, hogy a kialakult hosszú pozíciókat csökkentsék vagy zárják. A bankrendszer így folyamatosan devizaeladó volt a bankközi azonnali devizapiacra. Elvben a határidős devizapiaci eladásokkal is zárhatták volna a pozícióikat, de a határidős devizapiacokon nem volt elegendő kereslet, azaz olyan spekulánsok, akik a forint sávon belüli gyengülése esetén nyernének.

## A bankrendszer teljes, mérleg szerinti és mérleg kívüli nyitott pozíciójának alakulása 1999. január 4. és november 15. között



A hivatalos devizakosár meghirdetett megváltozásának hatására a határidős kötésállományok összetétele megváltozott. A jövő évtől a kosár az ideai 70% euró és 30 % dollár helyett 100%-ban euróból fog állni. Ennek megfelelően márkára már nem áll fenn kötésállomány az ideai decemberi lejáraton túl. Noha a márka már az idén sem volt a kosár eleme, korábbi szerepét csak fokozatosan, az egyes határidők kifizetése során veszített el úgy, hogy az új szerződéseket már nem márkában kötötték. Ennek tükörképeként az euró csak fokozatosan nyert teret a határidős piacokon, és szeptember végén már 34 ezer kontraktus nyitott kötésállományt regisztráltak a két tőzsdén. November 24-ig már 75 ezerre nőtt a kontraktusok száma. A dollár-kötésállományok száma ugyanezen periódusban 48 ezer kontraktusról 77 ezerre nőtt. Igaz, ennek csaknem fele decemberben lejár, de jövő januárra, márciusra és szeptemberre is jelentős állományokat kötöttek (több mint 10–10 ezer kontraktust).

### 3. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások

Előző Jelentésünkben augusztus végéig követtük nyomon az állampapírpiacon zajló folyamatokat. Az azóta eltelt időszakban a hozamgörbe alakja – három, gyors ütemben lezajló hozamesési epizód nyomán – jelentős mértékben megváltozott. A jövőbeli kamatvárakozásokat tükröző származtatott forwardgörbe<sup>1</sup> meredeksége (abszolút értékben) szeptember elejétől november közepéig számottevő mértékben nőtt: a spot éves kamat körülbelül 50 bázispontos csökkenése mellett az 1, 2 és 3 év múlva kezdődő időszakokra vonatkozó várt éves hozamok 160, 270, illetve 250 bázisponttal estek. A változásokat elsősorban a hosszú hozamok esései okozták, a rövid (3–6 hónapos) hozamok ebben az időszakban nagyjából egyenletes ütemben, a 2 hetes jegybanki kamat 25 bázispontos csökkenését csak kevéssel meghaladó mértékben változtak.

A származtatott forwardgörbe meredeksége szeptember során még csökkent, követve – bár lassuló ütemben – a július–augusztusi tendenciát. Míg a spot éves hozam lényegében változatlan maradt, igazodva a 2 hetes jegybanki betét változatlan kamatához, addig az éves hozam 1, 2 és 3 év múlva kezdődő időszakokra várt értékei rendre körülbelül 0, 20, illetve 60 bázisponttal emelkedtek. Ennek hátterében állhatott egyrészt az inflációs várakozások enyhe emelkedése (az augusztusi CPI-infláció kismértékben magasabb volt a piac által vártnál) másrészt a dollár- és euróhozamgörbék meredekségének enyhe csökkenése. A jegybank korábbi években folytatott tevékenységével kapcsolatos vita szintén hatással lehetett a forintkamatok emelkedésére.

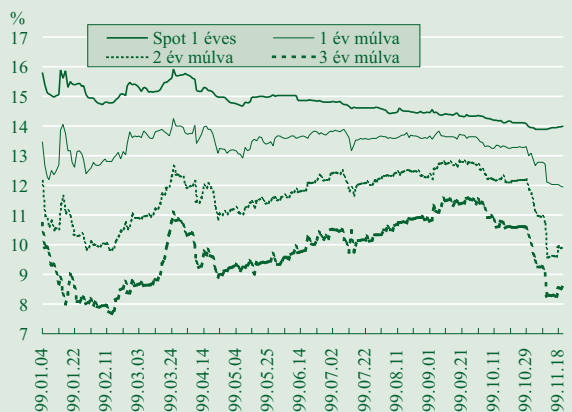
A hosszú hozamok első számottevő esése október elején zajlott le. Ekkor az éves hozam 1, 2 és 3 év múlva kezdődő időszakokra

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

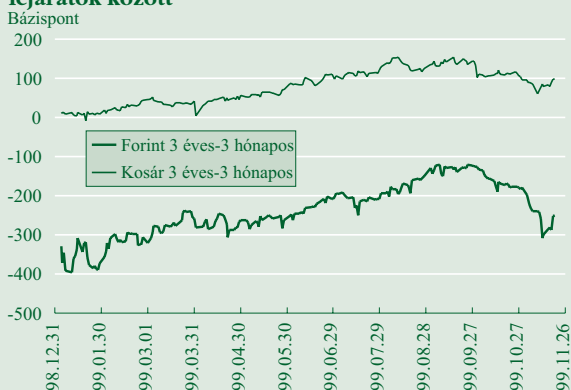
1 éves implikált forwardgörbék



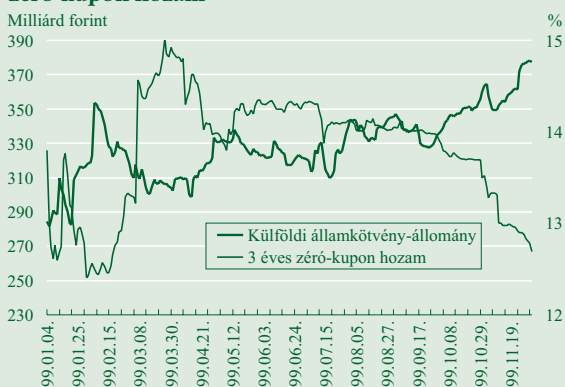
A spot 1 éves kamat és a származtatott 1 éves kamatok 1, 2 és 3 év múlva



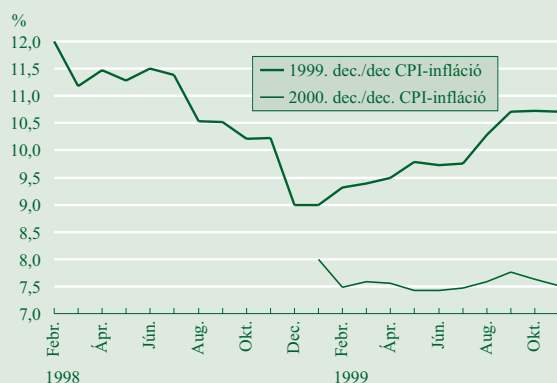
### A forint- és a kosárszerkezetű (70%, EUR, 30% USD) hozamgörbék meredeksége a 3 hónapos és 3 éves lejáratok között



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



### Az 1999, illetve 2000 végére előrejelzői konszenzussal várt dec./dec. CPI-infláció



várt értékei 20–60 bázisponttal csökkentek. A hozamesés hátterében az ebben az időszakban napvilágot látott kedvező makrogazdasági mutatók álltak. A szeptember 30-án bejelentett második negyedéves GDP-növekedés (3,8%, év/év), de különösen az október 4-én bejelentett előzetes folyófizetésimérleg-adat (140 millió dolláros többlet, szemben a nullszaldó körüli piaci várakozásokkal) kedvezőbb lett a piaci szereplők előrejelzéseinél, ami az állampapírpiacon is optimista hangulatot váltott ki; a hosszabb távú kamatvárakozások lefelé módosultak. Ugyanezen a héten üléseztek a Fed és az ECB döntéshozói: mindkét jegybank változatlanul hagyta irányadó kamatát, aminek következtében a hosszú dollár- és euróhozamok némileg emelkedtek. Az a tény, hogy a hosszú forinthozamok ennek ellenére estek, arra utal, hogy a hozamokat ebben az időszakban a kedvező országspecifikus hírek mozgatták.

November első hetében megismétlődött az október eleji epizód, ekkor azonban az előzőnél jóval intenzívebb hozamesés játszódott le. Az 1 éves implikált forwardok mindössze öt nap (nov. 1–5) leforgása alatt az 1, 2 és 3 éves horizontokon 50, 120, illetve 130 bázisponttal estek. Csakúgy mint október elején, a hozamesés fő mozgatórugója ekkor is néhány, a várakozásoknál jóval kedvezőbben alakuló makrogazdasági mutató nyilvánosságra hozatala volt. Október 29-én a Fitch IBCA nemzetközi hitelminősítő Magyarország külső adósságának besorolását egy kategóriával javította. Ez a lépés a jelek szerint a forintban denominált állampapírok piacán is pozitív fordulatot eredményezett, a hosszú hozamok csökkenni kezdtek. November 3-án három makromutató bejelentésére is sor került; a szeptemberi előzetes folyó fizetési mérleg 93 millió dolláros deficitje (a piaci várakozások átlaga 220 millió dolláros deficit volt), a szeptemberi ipari termelés és az októberi költségvetési hiány egyaránt jóval kedvezőbb képet mutatott a piaci előrejelzéseknél, ami a hosszú hozamok további esését eredményezte. November 4-én a kedvező makromutatók hatására az MNB a kéthetes jegybanki betét kamatát 25 bázisponttal 14,5%-ra csökkentette, további lendületet adva a kötvénypiaci fellendülésnek. A nap folyamán valamivel később az ECB is változtatott irányadó rövid kamatán, 50 bázisponttal megemelve azt. A hosszú eurókamatok az infláció emelkedését megelőzni kívánó, a piac által hitelesnek ítélt lépés hatására azonban inkább enyhén csökkentek.

Érdekes mintát mutatott a külföldi befektetők viselkedése a november eleji hozamesési epizód során. Az általuk tartott forintkötvényállomány mintegy 10 milliárd forinttal megugrott a hozamesés első napjaiban, azonban az érdeklődés csak átmeneti volt; a külföldiek még a fellendülés közepén realizálták az elért profitot, és az állomány a hozamesést megelőző szintre esett vissza.

November 10–11 során egy újabb, az előző kettőnél is nagyobb és koncentráltabb hozamesés zajlott le. A korábban is vizsgált 1 éves implikált forwardok az 1, 2 és 3 éves horizontokon két nap alatt 60, 140, illetve 100 bázispontot estek. Különösen nagy mértékű volt az esés november 11-én, az októberi CPI-infláció bejelentésének napján. A KSH által publikált 10,5%-os (év/év) adat alatta maradt a piaci várakozások átlagának (10,62%), azonban nem olyan mértékben, ami ekkora hozamesést indokolt volna. Mivel azonban a két nap során más, a hozamgörbét potenciálisan befolyásoló hazai hír vagy adat nem látott napvilágot, és a külföldi befektetők sem voltak különöseb-



ben aktívak, nehéz a hozamesést mással magyarázni, mint a hosszabb távú inflációs várakozások jelentős csökkenésével. Bár a Reuter's november 17-ei, makroelemzők körében készített felmérése a 2000. év végére várt év/év CPI-inflációról csak csekély változást mutatott (átlagosan 13 bázisponttal, 7,51%-ra csökkent), nem szabad azonban megfeledkezni arról, hogy az implikált forwardokban elsősorban a 2001-es, illetve az azt követő évekre vonatkozóan voltak megfigyelhetőek jelentős esések, ezek tehát a hosszabb távú (2000 utáni időszakra vonatkozó) inflációs várakozások csökkenésére utalhatnak.

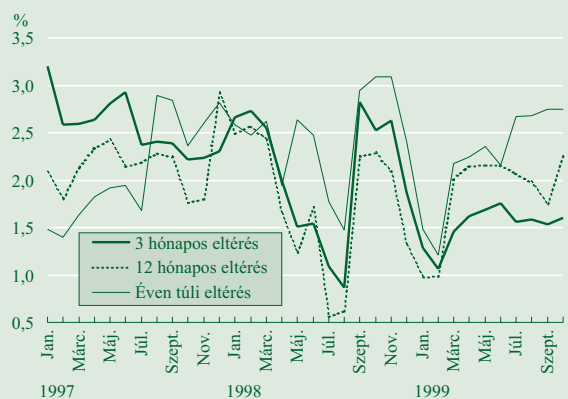
Bár a feltörekvő piacok országhozzájárulását kifejező, J. P. Morgan által közölt EMBI kötvényporfólió-index USA államkötvények feletti spread-je július óta csökkenő trendet mutat, és a vizsgált időszakban is körülbelül 150 bázispontot csökkent, a forinthozamok esésének időzítése arra enged következtetni, hogy a többszöri hozamesést döntő mértékben a kedvező ország-specifikus makrogazdasági fejlemények piac által való felismerése okozta, és ehhez csak jótékony háttérrel biztosított a feltörekvő piacok javuló nemzetközi megítélése.

1999 novemberét megelőző egy évre visszatekintve a hozamgörbe alakulásából a következő történet látszik kirajzolódni. Az 1998 utolsó két hónapjában lezajló gyors inflációcsökkenés a hosszabb távú kamatvárakozások terén rendkívül optimista hangulatot keltett – 1999 február közepére a 2000-re és 2001-re vonatkozó származtatott határidős kamatok az utóbbi két év legalacsonyabb szintjét érték el. A február után napvilágot látott kedvezőtlenebb makromutatók hatására azonban a piac borúlátóbban kezdte megítélni az 1999-es évet. Elsősorban a tervezett költségvetési hiány teljesíthetősége, illetve ennek következményeként a folyó fizetési mérleg kormány által várt hiánya tekintetében váltak szkeptikusabbá a piaci elemzők. Ez a váltás, melyhez az év közepétől a vártnál magasabb inflációs adatok, illetve a hosszú dollár- és euróhozamok emelkedése párosult, a hosszú távú kamatvárakozások folyamatos emelkedését is eredményezte. Október–november során azonban a piac előtt világossá vált, hogy sem a költségvetési deficit, sem a folyó fizetési mérleg terén nem fog jelentkezni a korábban anticipált jelentős romlás, ezért a várakozások gyors korrekciója játszódott le, és a származtatott határidős kamatok a februári szint közelébe estek.

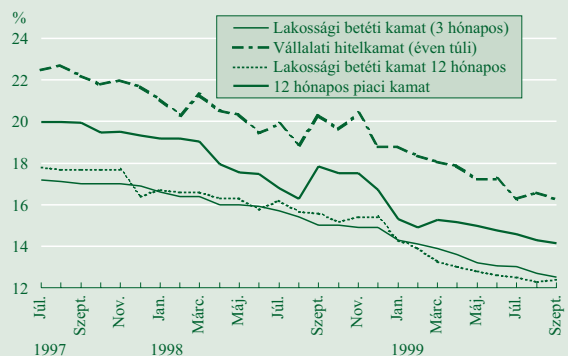
#### 4. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája

Az állampapír-piaci kamatok csökkenésével párhuzamosan 1999 második félévében folytatódott a kereskedelmi banki kamatok csökkenése. Az első félévhez képest feltűnő változást jelent, hogy a rövid és hosszú lejáratú lakossági betétek kamatainak pályája némileg eltérően alakult ebben az időszakban. Az éven túli lakossági betéti kamatok esetében ugyanis jóval meredekebb esést tapasztalhatunk, mint a rövid lejáratú kamatok esetében. Ez jól látható az állampapír-piaci hozamok és lakossági betétek kamatai közötti eltérést mutató ábrán is, melyen az éven túli spread számottevő emelkedése figyelhető meg. A rövid lejáratú kamatok esetében a spread első félévben tapasztalható emelkedése júniusban megállt mind a 3 hónapos, mind pedig a 12 hónapos lejáraton. Az év során a 3 hónapos eltérés 1,5 száza-

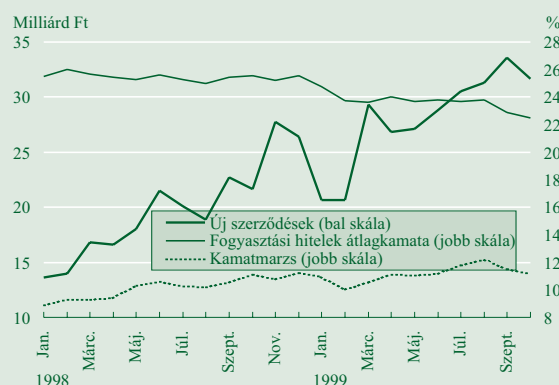
**Az állampapír-piaci hozamok és a lakossági betétek kamatai közötti eltérés**



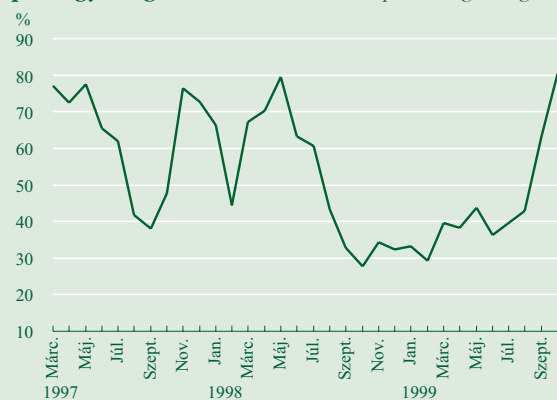
**Vállalati hitelkamatok, lakossági betéti kamatok és állampapír-piaci hozamok**



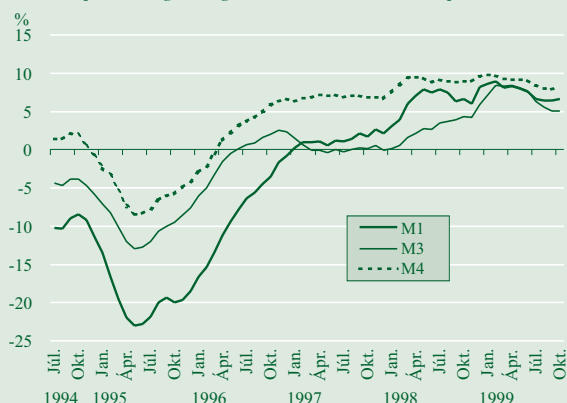
### A fogyasztási hitelek kamata, a fogyasztási hitelek és éven túli lakossági betétek kamata közötti marzs, valamint az új fogyasztási hitelszerződések volumene



### A nem banki megtakarítások aránya a lakosság nettó pénzügyi megtakarításaiban (3 hónapos mozgóátlag)



### A monetáris aggregátumok reálértékének növekedése (3 hónapos mozgóátlag, előző év azonos hónap = 100)



lékpont körül alakult, míg a 12 hónapos eltérés 2 százalékpont körül ingadozott, ami meglehetősen alacsonynak mondható, és a lakossági forrásokért folytatott verseny erősödésére utal.

A vállalati hitelkamatok és piaci kamatok közötti marzs közel három éve tartó stabilitása (1,5 százalékpont körül) a vállalati hitellezésben korábban kialakult éles versenyt tükrözi, ezen a területen nem várható jelentős jövedelmezőségjavulás a bankok számára. A lakossági betétek növekvő kamatrugalmissága és a lakossági piac felé nyitó bankok növekvő száma miatt ezek a források is relatíve megdrágultak. Jövedelmezőségük növelése érdekében a bankok egyre nagyobb hangsúlyt helyeznek a lakossági hitellezésre, amelyben nagy növekedési potenciál rejlik. Az ábrán jól látható, hogy a havi új fogyasztói hitelszerződések volumene 1998 eleje óta több mint duplájára nőtt, az állomány bővülése a második félévben felgyorsult. Kínálati oldalon a hitelkonstrukciók számának növekedése volt tapasztalható, a fogyasztási hitelek kamata azonban még mindig nagyon magas. Ráadásul a fogyasztási hitelek és az éven túli lakossági betétek közötti marzs emelkedő tendenciát mutat, és 1999-ben 11–12 százalékpont körül alakul. A kamatmarzs értéke még ennél is magasabb lenne, amennyiben csak az áruhitelket vennénk figyelembe, ezek esetében ugyanis a kamaton felül egyéb költségeket is felszámolnak a bankok, amit a teljes hiteldíjmutató fejez ki (az áruhitel teljes hiteldíjmutatója jelenleg 28 és 53 százalék között van). Az ábrázolt fogyasztási hitelkamat az áruhitelhez képest alacsonyabb kamatozású folyószámlahitelek kamatait is tartalmazza.

A magas kamatmarzsot több tényező magyarázza. Keresleti oldalon a legfontosabb magyarázó tényező, hogy a háztartások hitelkeresletének kamatrugalmissága nem túl magas. Kínálati oldalon a magas kamatmarzshoz hozzájárul, hogy ez a hitellezési forma relatíve költségigényes, valamint továbbra is meglehetősen kockázatos, egyelőre még nem sok pénzintézet kapcsolódott be a kimondottan fogyasztói hitellezésbe, a legtöbb pénzintézet csak régi ügyfeleinek folyószámlahitel formájában nyújt hitelt. A magas hitelkamatok további magyarázata, hogy a piac szegmentált, egy üzletben általában csak egy pénzintézet kínálja szolgáltatásait, és a hitelfeltételek nehezen összehasonlíthatók. A magas kamatok ellenére a fogyasztói hitelkínálat növekedése öröndetes dolog, hiszen lehetővé teszi a háztartások számára, hogy közeledjenek az életciklusuknak megfelelő, kívánatos fogyasztási szinthez, és hogy fogyasztásukat időben kisimíthassák.

## 5. Monetáris aggregátumok

A pénzkeresletet egyrészt a gazdasági szereplők tranzakciós pénztartása, másrészt a pénzeszközök vagyontartóiban lévő súlyára vonatkozó preferenciák határozzák meg. A monetáris aggregátumok növekedési ütemének az utóbbi időben tapasztalt ingadozásait elsősorban vagyontartó-átrendezéssel magyarázhattuk.

A harmadik negyedévben folytatódott a monetáris aggregátumok reálnövekedési ütemének lassulása. Mind a lakosság, mind a vállalati szektor pénzügyi eszközállományán belül jelentősen emelkedett az állampapírok súlya, a rezidensek bankrendszeren

kívüli állampapír-állományának reálértéke az utolsó negyedévben 30%-kal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A bankrendszeri eszközök növekedési üteme mérsékeltebb volt, és ezen belül is folytatódott a korábbi időszakra jellemző átrendeződés a likvidebb eszközök irányába.

Az M3 lakossági és vállalati komponensét eltérő tendenciák jellemezték a harmadik negyedévben. Míg a vállalatok jövedelmük növekedésével párhuzamosan növelték mind likvid, mind lekötött bankeszközeiket, addig a lakosság, éppen a lekötött és devizabetéteik rovására rendezte át jelentősen megtakarításait a nem banki befektetések felé.

A nem banki eszközök arányának növekedése a tavalyi orosz válság után elvesztett bizalom visszatérésével magyarázható. A válság hatására a lakosság a kockázatosabb befektetési alapok helyett biztosabb befektetési formák felé fordult. Ez a tendencia fordult meg az idén az év második felében, a befektetők vagyonportfóliójukban ismét preferálják a kockázatosabb eszközöket.

A lakosság pénzügyi eszközein belül a leginkább tranzakciós célúnak tekinthető készpénz és látra szóló, illetve folyószámlabetétállomány továbbra is gyors reálnövekedést mutat, bár a növekedés üteme mérséklődött az utolsó negyedévben. Ennek ellenére mind a készpénztartás, mind a lakossági M1 dinamikája meghaladta a fogyasztás és a lakossági jövedelem növekedésének ütemét, ami a forgási sebesség további lassulását eredményezte. A forgási sebesség lassulását a likvid pénztartás alternatívára költségének csökkenésével magyarázhatjuk.

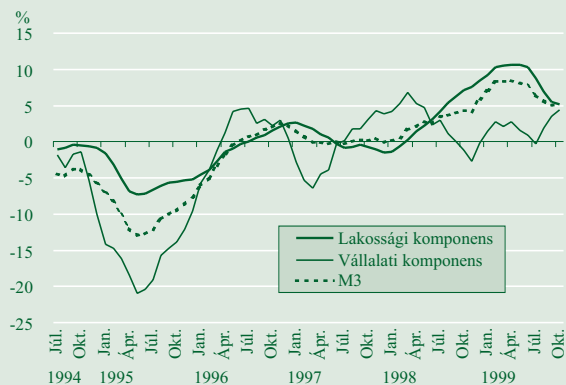
## 6. A hitelkereslet alakulása

A vállalati szektor nettó finanszírozási igénye az év eddig eltelt három negyedévében folyamatosan csökkent, ami az élénkítő beruházási aktivitás és a csökkenő készletfelhalmozás figyelembevételével is a vállalati szektor jövedelmezőségének jelentős javulására enged következtetni. A vállalatok pénzügyi eszközeinek felhalmozódása – a II., III. negyedévi magas szinthez képest is – a beruházási tevékenység további fellendülését vetíti előre.

A nettó megtakarítói pozíció javulása a pénzügyi eszközök állománya és a vállalati hitelfelvétel egyidejű növekedése mellett ment végbe, ami a vállalati szféra szegmentáltságára enged következtetni. Feltételezhető, hogy a forinteszközök (banki eszközök és állampapírok egyaránt) felhalmozása a magas jövedelmezőségű nagyvállalatoknak tulajdonítható.

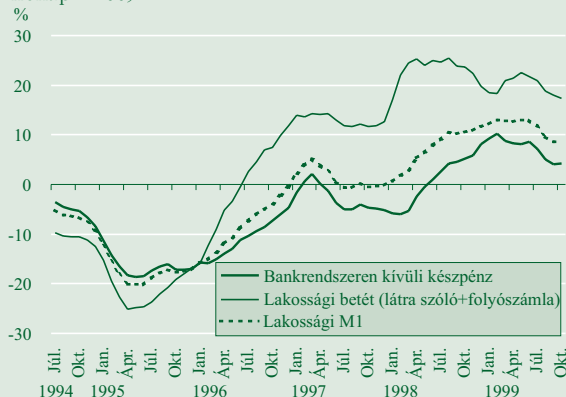
Megjegyzést érdemel, hogy a forint eszközök növekedésének többségét a befektetési célból tartott államkötvények, nem pedig a részben tranzakciós és likviditásmenedzsment funkciót betöltő kincstárjegyek és banki eszközök teszik ki. Ez azt jelenti, hogy a vállalatok – átmenetileg, vonzó beruházási projektek hiányában, illetve a magas forintprémium kihasználása érdekében – befektetett pénzügyi eszközként forgatják vissza nyereségüket, amire az osztalékfizetéssel szemben az adózási szabályok is ösztönzést teremtenek. Ugyanakkor a vállalatok egy másik köre tovább növeli hitelállományát, amiből beruházásaikat és folyó működésüket finanszírozzák.

**Az M3 monetáris aggregátum lakossági és vállalati komponensének alakulása** (3 hónapos mozgóátlag, reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)

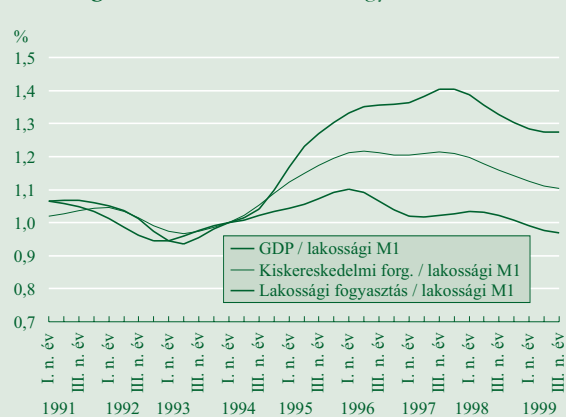


**A lakossági M1 és komponenseinek alakulása**

(3 hónapos mozgóátlag, reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)

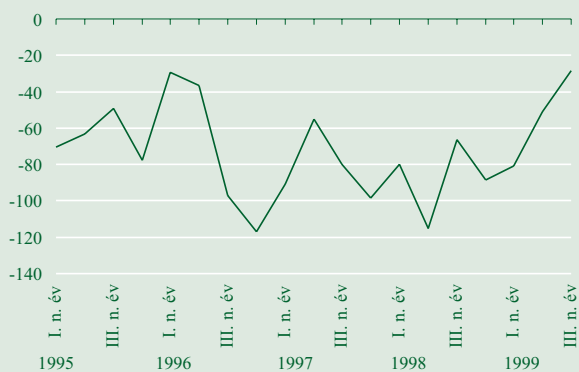


**A lakossági tranzakciós pénztartás forgási sebességének változása** (1994. I. negyedév = 1)



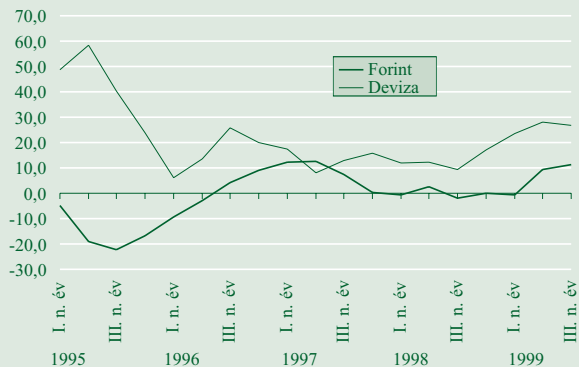
### Szezonálisan igazított operacionális vállalati nettó pozíció összehasonlítható áron

Milliárd Ft



### Szezonálisan igazított inflációsűrt hitelfelvétel összehasonlítható áron, három negyedéves mozgóátlag

Milliárd Ft



A növekvő hitelkeresleten belül a továbbra is erőteljes deviza-hitelfelvétel mellett 1999 második és harmadik negyedévében jelentősebb forinthitelfvételt is megfigyelhetünk, amely főként rövid lejáratú forintforrások bevonását jelentette. A devizafinanszírozás relatív költsége azonban továbbra is alacsony azon vállalatok számára, amelyeknek a nemzetközi tőkepiacon nem kell hiteladagolással szembenéznük, és devizabevételeik természetes fedezeti pozíciót teremtenek a forint árfolyamkockázatával szemben.



# III. Keresleti tényezők

A magyar gazdaság növekedése számottevően gyorsult 1999 harmadik negyedévében és így – becsléseink szerint – 4,5%-kal bővült az előző év hasonló időszakához viszonyítva. A növekedés gyorsulása úgy ment végbe, hogy a belföldi felhasználás hozzájárulása a GDP növekedéséhez tovább mérséklődött, a nemzeti számlák szerinti nettó export viszont hosszabb idő után újra pozitívan járult hozzá a GDP bővüléséhez.

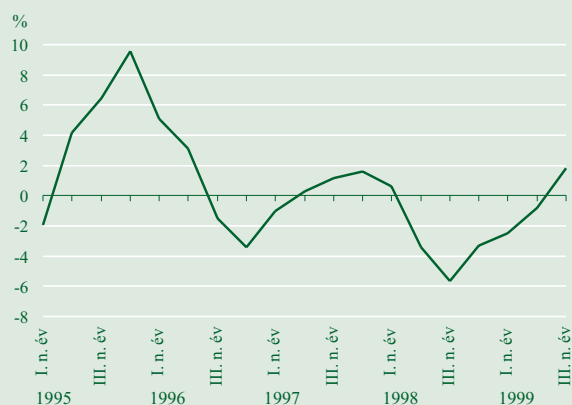
A belföldi felhasználáson belül a fogyasztási kiadások szerepe a GDP bővülésében az elmúlt két negyedévhez képest kissé erősödött. A lakosság rendelkezésre álló jövedelmének növekedési üteme az előző negyedévhez hasonlóan a harmadik negyedévben sem érte el a fogyasztás bővülési dinamikáját (5,3%), sőt a közöttük lévő elnyílás még erőteljesebbé vált. Az infláció gyorsulását és a jövedelemnövekedés ütemének mérséklődését feltehetően átmenetinek tekintik a háztartások, és optimális fogyasztási pályájukat a hosszú távú jövedelem tendenciájának megfelelően alakítják ki, a rövid távú ingadozások hatása minimális.

A harmadik negyedévben a belföldi felhasználás másik nagy tétele, a felhalmozás alakulása – három év után először – mérsékelte a gazdasági növekedést. A felhalmozáson belül a beruházások GDP-hez való pozitív hozzájárulása az előző negyedévhez képest kissé mérséklődött. 1999 második negyedévében az előző év végén bizonytalanná vált külpiazi helyzet konszolidálódni kezdett, ami a magánberuházások enyhe gyorsulásával járt együtt. A külpiazi konjunktúra javuló tendenciája a harmadik negyedévben is folytatódott, és a magánszektor beruházásai a rövid bázisú indexek szerint tovább gyorsultak. Ez azonban az éves indexekben nem mutatkozik meg az előző évi magas bázis hatása miatt. A bázishatás és az államháztartási beruházások visszafogottsága miatt a nemzetgazdasági állóeszköz-felhalmozás még az előző negyedévtől is némileg elmaradó ütemben, 4,2%-kal emelkedett a harmadik negyedévben az előző év hasonló időszakához képest.

A felhalmozás másik tételét jelentő készletfelhalmozás és egyéb, nem specifikált felhasználás a harmadik negyedévben mérsékelte a GDP növekedését. Ebben szintén szerepet játszik a magas bázis hatása, mivel 1998 harmadik negyedévében az orosz válság miatt kezelezett külpiazi értékesítési nehézségek a készletek jelentős emelkedésével jártak együtt. 1999 harmadik negyedévében viszont a rendelkezésre álló információk a konjunktúra élénkülését jelzik, a feldolgozóipari értékesítés például a termelést meghaladó mértékben bővült.

A nemzetközi gazdasági környezet a harmadik negyedév során tovább javult. Az eurórégióban a gazdaságok növekedési üteme gyorsult, a CEFTA-országokban erősödtek a recesszió végeire utaló jelek, a FÁK-országokban a termelés és a kereslet új

**A nemzeti számlák szerinti nettó export hozzájárulása a GDP növekedéséhez\***



\* A GDP százalékában.

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

	év össze- sen	1998				1999		
		I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év
Végző fogyasztás	4,0	2,8	3,8	4,1	5,7	4,3	4,2	4,6
Lakossági fogyasztás	4,3	2,8	4,1	4,4	6,1	4,2	4,5	5,3
Közösségi fogyasztás	2,6	3,2	1,9	2,2	3,0	4,3	1,9	0,7
Bruttó felhalmozás**	18,7	6,7	26,1	30,5	13,0	9,2	5,3	-1,9
Állóeszköz-felhalmozás	11,4	7,0	12,7	18,1	8,2	6,4	6,8	4,2
Belföldi felhasználás összesen	8,1	3,6	9,0	11,1	8,3	5,7	4,5	2,6
Export	16,0	29,0	17,6	12,5	9,5	8,8	8,8	13,1
Import	22,2	25,1	25,5	24,5	16,1	12,9	9,8	9,0
GDP	5,1	4,5	5,1	5,6	5,2	3,3	3,8	4,5

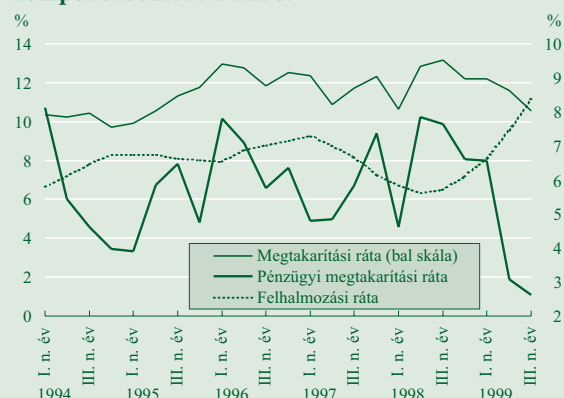
\* Az anyagban felhasznált GDP-számítások részben MNB-becslések, amelyek eltérhetnek a KSH hivatalosan publikált adataitól. Negyedéves GDP-számítások Magyarországon nem túl hosszú ideje készülnek, a módszertan folyamatosan változó, fejlődő. A KSH adatai relatíve későn állnak rendelkezésre, ezért az MNB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

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

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

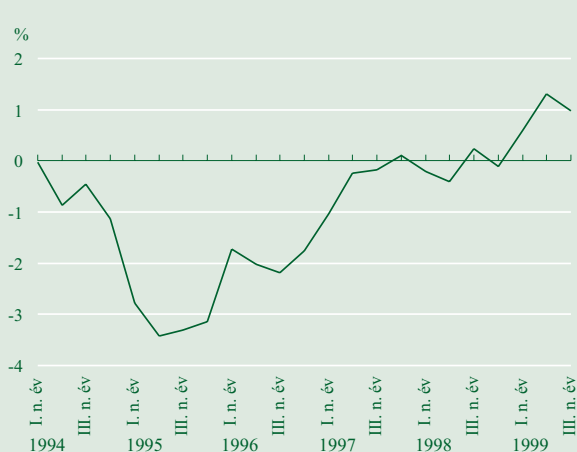
	1998	1999		
		I. n. év	II. n. év	III. n. év
Jövedelem	2,8	4,3	2,4	2,2
Inflációsúrt jövedelem	3,7	6,6	4,0	2,9
Fogyasztás	4,0	4,2	4,5	5,3

**A háztartások megtakarítási rátájának és komponenseinek alakulása\***



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

**A háztartások nettó hitelfelvétele\***



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

ból növekedésnek indult. A külső kereslet élénkülése megmutatkozott a hazai exportdinamika gyorsulásában is, miközben az import növekedése – részben a belföldi felhasználási szerkezet nemzetgazdasági importigényességet csökkentő hatású változásából adódóan is – relatíve mérsékelt maradt.

## 1. Lakossági fogyasztás

A háztartások reáljövedelmének növekedési üteme (2,2%) lassulást mutat az első félévhez viszonyítva, noha a nettó munkajövedelmek továbbra is dinamikusabban, közel 4 százalékkal bővültek. Az eltérés részben egyszeri hatásoknak köszönhető, részben az inflációval párhuzamosan mérséklődő tőkejövedelmek eredménye. Ha az infláció csökken, alacsonyabb lesz a lakossági megtakarítások kamatbevételeinek inflációt kompenzáló része is. E torzító hatás kiküszöbölése érdekében a lakossági megtakarítások elemzésénél a korábbiakban is már operacionális kategóriákat használtunk. Az operacionális jövedelmet az összes jövedelemből számíthatjuk a lakossági megtakarítások kamatbevételeinek inflációt kompenzáló részével csökkentve. Ez a tényező ugyanis közgazdasági értelemben nem tekinthető a kamatjövedelem részének, csak a vagyoni infláció miatti értékcsökkenését kompenzálja, ezért levonása indokolt mind a megtakarításokból, mind a jövedelemből. Az infláció elmúlt évi gyors csökkenése miatt az operacionális jövedelem növekedési üteme rendre magasabb volt a korrígálatlan jövedeleménél.

A pénzbeni társadalmi juttatások reálértékén nem érték el az előző év azonos időszakának szintjét, ami mindenekelőtt a tavaly augusztusi – egyszeri – visszamenőleges nyugdíjmelés magas bázisának tulajdonítható. Ezen felül a munkanélküli-ellátásokkal kapcsolatos transzferek is lassabban bővülnek a tavalyi évhez képest. A háztartások valutabevételekhez kapcsolódó jövedelmében is jelentős csökkenést tapasztalhatunk az idei évben. A lakosság részére érkező viszonzatlan átutalásokban történt változás a belföldi jövedelemfolyamatok elemzése alapján nem magyarázható, mivel e jövedelemáramlások mozgatórugói nem tisztázottak, és azt is nehéz megítélni, hogy tartós vagy átmeneti változással állunk-e szemben.

A lakosság esetében a harmadik negyedévben folytatódott az a tavasztól megfigyelhető tendencia, mely szerint a lakossági kiadások növekedési üteme meghaladja a jövedelembővülés dinamikáját. Ez magyarázza a harmadik negyedévben a pénzügyi megtakarítási ráta<sup>1</sup> visszaesését 3,1 százalékról 2,6 százalékra. A pénzügyi megtakarítások csökkenését nem tudta ellensúlyozni a lakossági beruházások továbbra is dinamikus bővülése, így a teljes megtakarítási ráta is mérséklődött az előző negyedévhez képest további 1 százalékponttal, és így már 2,7 százalékponttal maradt el a tavalyi év harmadik negyedévében mért szinttől.

A pénzügyi eszközök összetételét illetően markáns változást tapasztalhatunk a harmadik negyedévben az első félévhez képest, hiszen az elmúlt három hónapban a háztartások a nem pénzügyi megtakarításokat részesítették előnyben a megtakarítási döntéseiknél, ezen belül is az állampapír-vásárlások ját-

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

szottak kiemelkedő szerepet. Míg az első hat hónap során az összes megtakarítási tranzakció 52 százaléka bankbetétben, s közel 8 százaléka nem pénzügyi értékpapírban jelent meg, addig a harmadik negyedév során a lakosság megtakarításainak mindössze 25 százalékát helyezte el bankbetétben a 27 százalékot kitevő nem pénzügyi értékpapír-vásárlás mellett. Ez utóbbi befektetések nagy részét állampapírban helyezték el, ami egyrészt magyarázható a részvényportfólió folytatódó leépítésével, valamint a befektetési jegyek iránti kereslet mérséklődésével. Ezt a jelenséget magyarázhatja az az idei évtől érvényes szabályozás, ami a befektetési jegyek után igénybe vehető adókedvezmény mértékét jelentősen csökkentette a korábbiakhoz képest. Mindez párosulhat a közelmúlt tőkepiaci válságainak hatására kialakuló konzervatívabb lakossági befektetési stratégiával, aminek eredményeképpen a tőkepiaci közvetítők szolgáltatásai iránti kereslet bizalmi okokból valamelyest mérséklődött.

A harmadik negyedévben a fogyasztási kiadások további erőteljes bővülésének lehettünk tanúi, ami a fogyasztási hitelek folytatódó növekedésével párosult. Az elkövetkezőkben a lakossági hitelállomány bővülése feltehetően meghatározó tényezője lesz a lakossági nettó megtakarítási pozíció alakulásának, aminek jólétnövelő hatása, valamint a monetáris politika transzmisszióját elősegítő hatása talán már középtávon érzékelhető lesz. A harmadik negyedévben a hitelfelvétel a lakossági jövedelem 1 százalékát tette ki, ami teljes egészében megmagyarázza a megtakarítási ráta hasonló mértékű csökkenését. A nemzetgazdasági egyensúly szempontjából a lakossági pozíció romlása a vállalati szektor megtakarítói pozíciójának látványos javulása mellett ment végbe, tehát az elmúlt időszakban a privát szektor nem veszélyeztette az ország fizetési mérleg céljait.

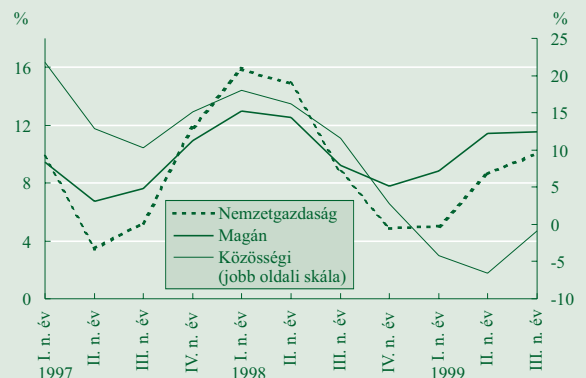
## 2. Beruházások

### 2.1. Állóeszköz-beruházások

A beruházások a külpiazi konjunktúra 1998. második félévi romlása után a korábbiaknál lényegesen lassabban bővültek. 1999 második felében a külpiazi értékesítési lehetőségek javulása és a folyamatosan erősödő fogyasztás a gazdasági növekedés gyorsulását indukálja, aminek – reményeink szerint – a beruházások növekedésére is húzóhatást kell gyakorolnia. A nemzetgazdasági beruházások volumenének növekedési üteme a harmadik negyedévben 4,2% körül alakult az előző év azonos időszakához viszonyítva, ami mintegy 2,5 százalékponttal alacsonyabb dinamika az előző két negyedévre vonatkozó adatokhoz képest. Mivel a harmadik negyedévben az év/év indexekben erőteljes bázishatás érvényesül az 1998. harmadik negyedévi kiugró teljesítmények miatt, a beruházások trendjének alakulásáról a szezonálisan kiigazított rövid bázisú indexek pontosabb képet adhatnak. Ezeknek a számításoknak az eredményei alátámasztják a korábbiaknál erőteljesebb beruházási aktivitásra vonatkozó várakozásainkat.

A magánberuházások által dominált ágazatokban a rövid bázisú indexek szerint magas a beruházások növekedése, ami kedvező alapokat teremthet a gazdasági növekedés erősödéséhez. Az előző évi magas bázis hatása miatt azonban az éves indexek-

Az állóeszköz-beruházások alakulása\*



\* Évesített negyedéves növekedési ütemek.

## A nemzetgazdasági beruházások gazdasági ágak szerint

	Mégosz- lás, 1998 összesen	Volumenindexek					
		1998			1999		
		I. félév	III. n. év	összesen	I. félév	III. n. év	összesen
Mezőgazdaság, erdőgazdaság, halászat	3,67	98,8	114,6	111,6	106,8	86,6	
Bányászat	0,31	97,2	120,5	107,6	173,5	127,8	
Feldolgozóipar	26,0	118,0	142,9	123,2	111,7	105,6	
Villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás	7,16	132,4	132,4	117,3	104,7	107,1	
Építőipar	1,86	113,5	157,5	120,2	168,0	92,7	
<b>Anyagi termelés összesen</b>	<b>38,98</b>	<b>117,8</b>	<b>138,4</b>	<b>120,6</b>	<b>113,1</b>	<b>103,7</b>	
Kereskedelem, közúti jármű és közszükségleti cikkek javítása, karbantartása	7,11	108,8	139,2	123,0	118,6	107,6	
Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás	0,99	126,6	83,5	113,7	103,9	126,3	
Szállítás, rakítás, posta és távközlés	18,85	114,1	100,9	109,7	99,6	113,8	
Pénzügyi tevékenység és kiegészítő szolgáltatásai	3,37	126,6	169,5	147,7	90,1	92,8	
Ingatlanügyletek, bérbeadás, gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatás és lakásberuházás	18,01	91,9	82,0	88,0	98,2	101,8	
<b>Anyagi szolgáltatások összesen</b>	<b>48,33</b>	<b>103,9</b>	<b>100,1</b>	<b>103,7</b>	<b>101,2</b>	<b>107,1</b>	
<b>Anyagi termelés összesen + anyagi szolgáltatások összesen</b>	<b>87,32</b>	<b>109,8</b>	<b>115,0</b>	<b>110,6</b>	<b>106,8</b>	<b>105,5</b>	
Közgazgatás, védelem és kötelező társadalombiztosítás	3,58	144,9	124,9	101,9	123,2	101,4	
Oktatás	1,85	94,1	142,3	95,0	134,0	107,2	
Egészségügyi és szociális ellátás	2,51	112,4	140,3	108,1	88,8	84,0	
Egyéb közösségi, társadalmi és személyi szolgáltatás	4,75	105,3	159,8	117,1	94,5	92,8	
<b>Nem anyagi szolgáltatások összesen</b>	<b>12,68</b>	<b>114,2</b>	<b>142,8</b>	<b>107,2</b>	<b>106,1</b>	<b>95,9</b>	
<b>Összesen</b>	<b>100,00</b>	<b>110,6</b>	<b>118,2</b>	<b>111,4</b>	<b>106,6</b>	<b>104,2</b>	

ben ez a tendencia nem tükröződik. A feldolgozóiparban a korábbiakhoz képest relatíve kisebb, 5,6%-os volumennövekedés mutatkozott a harmadik negyedévben az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva, de ebben az ágazatban még erőteljesebben érvényesült a bázishatás (1998 III. negyedévében az azt megelőző év azonos időszakához viszonyított volumenindex 42,9% volt). A feldolgozóipari beruházások I–III. negyedévi 9% körüli kumulált volumenindexe nemzetközi összehasonlításban még így is átlag feletti, és a nyugat-európai kedvezőbb konjunkturális kilátások az év végéig még erősíthetnek ezen a dinamikán.

A kereslet növekedése a piaci szolgáltatások tekintetében is a beruházási aktivitás erősödésével járt együtt. A harmadik negyedévben különösen gyors volt a növekedés a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, valamint a szállítás, posta, távközlés ágazatokban (26,3%, illetve 13,8% az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva).

A magánberuházások által dominált ágazatok közül 1999 harmadik negyedévében visszaesés csak néhány területen mutatkozott az egy évvel korábbihoz viszonyítva. Az építőiparban az első félév rendkívül magas növekedési üteme után a harmadik negyedévben nem történt volumennövekedés az előző év azonos időszakához képest. Ennek részben keresleti oka van, mivel a lakásépítési munkák volumene lényegesen alacsonyabb volt az előző évi megrendelésekhez képest,<sup>2</sup> másrészt azonban az építőipar tekintetében is erőteljes bázishatás érvényesült a harmadik negyedévben. Az építőiparban az I–III. negyedév kumulált beruházási teljesítményének volumennövekedése összességében 10% körül alakult.

A mezőgazdaságban jelentős, 13%-os visszaesés mutatkozott a harmadik negyedévben, és a beruházások volumene az I–III. negyedévben összességében sem érte el az előző év azonos időszakában mért szintet. Az ágazatot olyan jövedelmezőségi és strukturális problémák jellemzik, amelyek gátolják a beruházási aktivitás kibontakozását. Az előző év erőteljes növekedési üteméhez képest szinte egész évben stagnálást mutat a pénzügyi szolgáltatások ágazat is.

Az államháztartás bevételeinek és kiadásainak első negyedévi kedvezőtlen alakulása a beruházások visszafogására kényszerítette a kormányzatot, és várhatóan ez a restrikció lesz jellemző az év további részére is. A beruházások halasztása miatt a közösségi beruházások által dominált ágazatokban összességében a III. negyedévben visszaesés mutatkozott az egy évvel korábbihoz képest, és a szezonálisan kiigazított adatokból képzett rövid bázisú indexek sem mutatnak fellendülést. Az ágazatcsoporton belül a közigazgatásban mérsékelten (1,4%), az oktatásban pedig kissé erőteljesebben (7,2%) nőttek a beruházások, az egészségügy területén és az egyéb közösségi, társadalmi és személyi szolgáltatások ágazatban azonban számottevő (16%-os, illetve 7%-os) volt a visszaesés az egy évvel korábbihoz képest. Lényeges szempont, hogy a költségvetés által (pl. állami garanciával felvett hitelek-ből) finanszírozott beruházások egy része a magánszektor beruházásai között jelennek meg, így az elhalasztott állami beruházások (pl. utépítés) a magánszektor teljesítményét is rontják.

A lakossági beruházások alappilléret adó lakásberuházások a tavalyi rendkívül alacsony szinthez képest növekedést mutat-

<sup>2</sup> Az építőipari vállalkozások helyzete és rövid távú kilátásai 1999 őszén, Kopint-Datorg negyedéves konjunktúratesztje, 1999. október



nak, az átadott lakások kis számán azonban egyelőre érződik az 1998-as év gyenge teljesítménye. A kiadott lakásépítési engedélyek növekvő számából viszont arra lehet következtetni, hogy a következő évben a lakásépítés terén erőteljesebb dinamika várható. A lakossági beruházásokon belül egyre jelentősebb súlyt kapnak a termelő beruházások, illetve a föld- és ingatlanvásárlás. Feltételezhető, hogy a lakosság korábbi pénzügyi megtakarításainak egy része – a tőke- és pénzpiacok előző évi válságjelenségei, illetve a csökkenő kamatok következtében – jelenleg a felhalmozásokban csapódik le.

A beruházások összetételének változását a harmadik negyedévben is a korábbi tendenciák folytatódása jellemezte, a gépberuházások ebben a negyedévben mintegy 10%-kal bővültek az előző év azonos negyedévéhez képest, miközben az építés jellegű beruházások gyakorlatilag stagnáltak.

## 2.2 Készletberuházások

A KSH által publikált készletstatistika, illetve termelési és értékesítési adatok segítségével a feldolgozóipari készletek értékesítéshez vett aránya alakulását tudjuk nyomon követni. Eredményeink szerint a feldolgozóipar átlagát tekintve 1999 második-harmadik negyedéve során folytatódott mind a saját termelésű, mind a vásárolt készletek értékesítéshez vett arányának *csökkenése*, ami annak köszönhető, hogy a szektorban az értékesítés dinamikája folyamatosan meghaladja a készletberuházását. Ágazati szinten két fejlemény érdemel figyelmet.

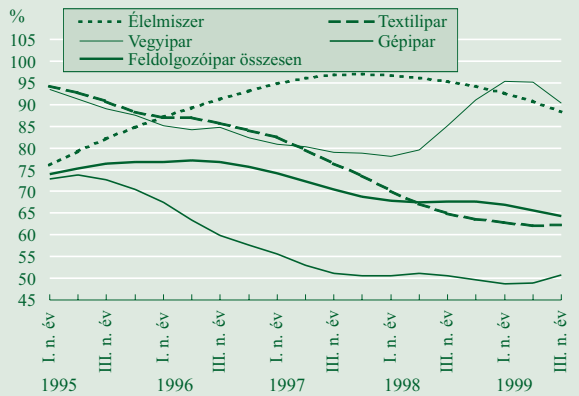
Először is a súlyánál fogva a feldolgozóipari aktivitást domináló *gépipar* esetében megugrott a korábban csökkenő saját termelésű készlet/értékesítés arány. Adataink szerint ez a gépipari konjunktúra folytatódására utal, mivel a készletráta emelkedése gyorsuló értékesítési dinamika mellett következett be. A vásárolt gépipari készletek esetében frissebb adataink revideálják a korábban látott képet: a némileg volatilisabbá vált idősor fényében most úgy tűnik, a vásárolt készletráta 1998 közepi megugrását egy helyreállítási periódus követte, és a készletráta az idei második negyedévre állt vissza a – valószínűleg nem szándékolt – készletnövekedés előtti szintjére. Másodszor, a *vegyipar* kilábalni látszik az év eleji recessziós periódusából: a friss adatok szerint a már erőteljesen gyorsuló értékesítés és a továbbra is egyenletesen alakuló készletberuházás eredményeképpen megfordult, és esésbe ment át a készletráta korábban látott emelkedése.

## 3. Az államháztartás keresleti hatása

Az államháztartás keresleti hatása az év első háromnegyed évében az egyes negyedévekben tapasztalt ellentétes hatások eredőjeként alakult ki. Az államháztartás az I. negyedévben, átmeneti tényezők<sup>3</sup> hatására a GDP 0,2%-ával bővítette az

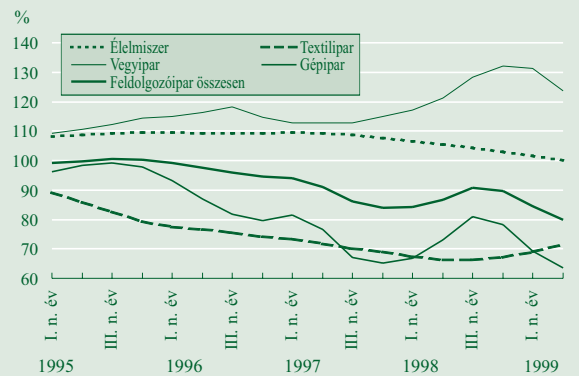
<sup>3</sup> Az év első három hónapjában olyan bevételek és kiadások realizálódtak, amelyek az államháztartási egyenleg évközi alakulását jelentősen eltérítették annak előző évi lefutásához képest. Így például, idén az év első negyedévében sor került egy nagy összegű kezességbeváltásra, valamint az előző év első negyedévében több bevételt realizált a költségvetés az állami követelésekből (pl. az orosz államadósság törlesztéséből), mint idén.

Saját termelésű készletek \*



\* 1999 harmadik negyedévére az 1999. júniusi Jelentésünkben írottaknak megfelelően becsült készletadattal.

Vásárolt készletek aránya az értékesítéshez



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

\* Az 1998. év végi számok nem tartalmazzák a Postabanknak átadott 132 milliárd forintot és az ÁPV Rt.-nek átadott 50 milliárd forint hatását. Az 1998. évi számok – az előző jelentésben közölni képtelen – részben megváltoztak, mivel az államháztartás zárszámadása időközben elkészült. Az 1999. évi számok előzetesek.

## Az ÁFA reálértékének változása (az előző év azonos időszakához képest)

	I. negyedév	II. negyedév	III. negyedév	I-III. negyedév
Belföldi ÁFA-befizetés	1,1	6,6	8,0	5,2
Import ÁFA-befizetés	3,2	-3,3	-5,9	-2,6
ÁFA-visszatérítés	4,8	3,2	-5,5	0,6
Nettó ÁFA-bevétel	-1,4	0,0	7,2	2,2

\* Vámbiztosítékkal korrigált.  
\*\* Becsült eredményszemléletű elszámolás alapján.

## Az államháztartás egyes kiadásainak\* változása reálértékben\*\*

(az előző év azonos időszakához mérten)

	1998			1999		
	I. n. év	I. félév	I-III. n. év	I. n. év	I. félév	I-III. n. év
Bér- és járulékiadás	1,5	-0,5	3,8	-2,4	-0,9	-2,3
Dologi kiadások	-2,2	-8,4	-2,7	0,1	-2,0	-2,4
Fogyasztói árkiegészítés	3,9	1,3	4,0	-6,9	-6,9	-8,7
<b>Közösségi és juttatott fogyasztás</b>						
<b>összesen</b>	<b>0,5</b>	<b>-3,2</b>	<b>1,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,5</b>	<b>-4,3</b>
Nyugdíjak (rokkantnyugdíjjal együtt)	4,7	5,4	8,4	6,9	6,9	4,3
Táppénz	-4,9	-4,4	-2,0	1,5	1,7	1,4
Szociális kiadások (központi költségv.)	-2,3	-2,7	-3,0	2,3	4,8	5,4
Szociális kiadások (helyi önkormányzatok)	26,0	28,9	30,2	16,1	-0,8	-2,4
<b>Lakossági transferek összesen</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	<b>6,9</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>3,9</b>
Beruházás (központi költségvetés)	-4,5	12,6	0,7	-10,4	-12,4	-3,8
Beruházás (helyi önkormányzatok)	25,0	27,5	26,8	2,3	-0,2	-18,8
<b>Beruházási bruttó kiadás összesen***</b>	<b>8,6</b>	<b>20,0</b>	<b>14,0</b>	<b>-3,9</b>	<b>-6,0</b>	<b>-12,3</b>

\* Forrás: az államháztartási statisztika és ezért eltér a KSH számaitól.  
\*\* A közösségi fogyasztásra és a beruházásokra vonatkozó árindexek felhasználásával.  
\*\*\* Az összehasonlíthatóság érdekében kiszűrve a kiadásként jelentkező orosz törlesztést.

aggregált keresletet. A II. és III. negyedévben a keresleti hatás már restriktív jellegűvé vált, így az év első kilenc hónapjában az államháztartás keresleti hatása semleges volt. A III. negyedévben az elsődleges egyenleg alakulását – az előzetesen feltételezettnek megfelelően – a tartós gazdasági folyamatok továbbra is kedvező irányba befolyásolták.

Az államháztartás adóbevételeinek és kiadásainak reálértékét mérsékelte az előző két negyedévhez képest magasabb harmadik negyedévi árindex.

Az előirányoztnál kisebb adóbevételeken keresztül rontotta az államháztartás egyenlegét a tervezéskor figyelembe vettnél alacsonyabb árszintemelkedés és a tervezettől elmaradó gazdasági növekedés. Az ÁFA-bevételeknél a II. negyedévben megfigyelhető pozitív fordulat hatása a III. negyedévben már számottevő, az év első kilenc hónapjában a nettó ÁFA-bevétel reálértékben több mint 2%-kal bővült. A nettó ÁFA-bevételt meghatározó három komponens reálértékének negyedévenkénti alakulását a táblázat szemlélteti.

Az év első negyedévében még rendkívül magas dinamikájú ÁFA-visszatérítés a harmadik negyedévben jelentősen mérséklődött, a belföldi termékekhez és szolgáltatásokhoz kapcsolódó ÁFA-befizetés trendje ezzel ellentétes pályát ír le. E két tényező pozitív hatását mérsékelte az import ÁFA-bevétel reálértékének második és harmadik negyedévi csökkenése, a harmadik negyedévi erőteljes reálérték-csökkenésből mintegy 3,5%-ot magyaráz az import ÁFA-bevétel elszámolási alapjára ható reálárfolyam felértékelődése<sup>4</sup> a bázis időszakhoz képest.

A személyi jövedelemadóból és a TB-járulékokból származó bevételek növekedési dinamikája a második negyedévhez képest csökkent – a TB járulékbefizetése nominálisan is csökkentek –, de az év első kilenc hónapjában, a személyi jövedelemadó-bevételek még így is reálértékben 8%-kal bővültek, nagyobb részben a reálbérek alakulása, kisebb részben az adóterhelés növekedése miatt. A nyugdíjreform bevételecsökkentő hatása, a TB járulékkulcs ez évi csökkentése az összes járulékbefizetés reálértékének jelentősebb csökkenését indokolná, azonban a reálbérek növekedési üteme miatt a TB-járulékok reálértéke összességében csak 2,8%-kal mérséklődött, a harmadik negyedévben az előző év azonos negyedévéhez képest 5%-ot meghaladó a reálérték-csökkenés.

A költségvetés elfogadásakor tervezettnél alacsonyabb infláció a kiadások reálértékének a szándékoltnál nagyobb bővülését eredményezte volna, de ezt ellensúlyozta a kiadások széles körét érintő előirányzatok zárolása. A közösségi és juttatott fogyasztás reálértékben jelentősen csökkent, a folyamat a III. negyedév során is fennmaradt. Pozitív változás, hogy nem ismétlődött meg a tavaly tapasztalt tendencia, az első félévi folyamatok tartósságára (pl. foglalkoztatottak számának alakulása) lehet számítani a második félév során is. A lakossági transferek reálértékének bővülése figyelhető meg, azonban a növekedés a harmadik negyedévben erőteljesen lefékeződött, így az év első kilenc hónapjában a növekedés dinamikája az előző év azonos időszakának növekedési ütemétől már elmaradt. Mivel tavaly augusztusban sor került a nyugdíjak utólagos korrekciójára, idén viszont nincs ilyen korrekció, ezért a nyugdíjak negyedévi reálérték-inde-

<sup>4</sup> Az oroszországi válság hatása, a tavalyi év III. negyedévében.

xének csökkenése várható. Ez is alátámasztja azt, hogy a lakossági transferek első félévi magas kiadásnövekedése egyszeri okokra vezethető vissza, ezeket a harmadik negyedév kedvezőbb folyamatai már képesek voltak ellensúlyozni. A bérekkel kapcsolatos TB járulékteher csökkenése szintén megtakarítást eredményez a közkiadásoknál a korábbi évekhez képest.

Az állami foglalkoztatottak létszáma a harmadik negyedév végén 2,1%-kal volt alacsonyabb az egy évvel korábbi szintnél, ami azt jelenti, hogy az első félévben szezonálisan csökkenő foglalkoztatás a harmadik negyedévben is fennmaradt, sőt még valamelyest tovább csökkent a foglalkoztatottak száma, ezáltal a tervezett éves létszámleépítés megvalósítása elérhetővé válhat, ami önmagában tartós kiadásmegtakarítást eredményezhet.

Az államháztartás beruházási kiadásai jelentősen visszaestek, ez a folyamat mindhárom negyedévre jellemző volt. A harmadik negyedévben különösen az önkormányzati szektor beruházási kiadásai csökkentek, nominálisan a bázis év harmadik negyedévi kiadási szintjének kétharmadára esett vissza a beruházási kiadás.

Az látható, hogy az önkormányzatoknál a privatizációs és vagyoneértékesítési bevételek visszaesését a folyó bevételek csak részben képesek ellensúlyozni, így a tavalyi év első háromnegyedévében tapasztalt rendkívül dinamikus beruházásnövekedés nem bizonyult megismételhetőnek, azt csak az első félév során sikerült szinten tartani.

A központi költségvetés intézményei az előző évi beruházási teljesítményüket túlteljesítették, reálértékben mintegy 10%-kal növekedtek beruházási kiadásai, amely csak részben kompenzálta a kiemelt beruházásokra fordított erőteljes kiadáscsökkenést.

#### 4. Külső kereslet

1999 harmadik negyedévében a korábbi Jelentésünkben jelzett kedvező konjunkturális folyamatok tovább javultak. A számunkra legfontosabb exportpiacot jelentő euróregiói növekedési üteme negyedéves összehasonlításban gyorsult. A CEFTA-térség országaiban erősödnek a recesszió végét mutató jelek. A FÁK-országokban, elsősorban a kedvező nyersanyagáraknak köszönhetően, a termelés és a kereslet újból növekedésnek indult.

A külső kereslet élénkülése megmutatkozott a hazai exportdinamika gyorsulásában is. Az értékadatok szerint a hazai import is jelentősen emelkedett, dinamikája azonban valamelyest alulmaradt a kivitel növekedési üteménél. Ennek következtében az év elején stabilnak mutatózó külkereskedelmi egyenleg trendje lényegében nem változott.<sup>5</sup> Mindez úgy következett be, hogy az export volumene gyorsabban nőtt az importénál, és mindkettő határozottan gyorsult az előző negyedévhez képest. Az export, ill. importdinamika közötti különbség eltérése az érték- és volumenadatok alapján alapvetően a nyomott gépipari árak és az energiaárak növekedésének kezdete miatt bekövetkező cserearányromlással magyarázható.

<sup>5</sup> A harmadik negyedéves adatok még előzetesek, a végleges adatok alapján a kép még módosulhat.

**Az euróregió főbb makrogazdasági mutatói I.** (változás az előző év azonos időszakához képest, szezonálisan igazított adatok)

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

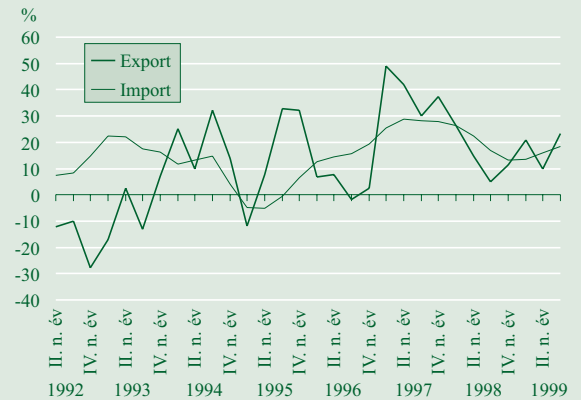
Forrás: ECB Monthly Bulletin, 1999. Nov.  
 \* A reál GDP-hez való hozzájárulás mértéke százalékpontban.  
 \*\* Szezonálisan nem igazított adatok.

**Az euróregió főbb makrogazdasági mutatói II.** (változás az előző negyedévhez képest, szezonálisan igazított adatok évesítve)

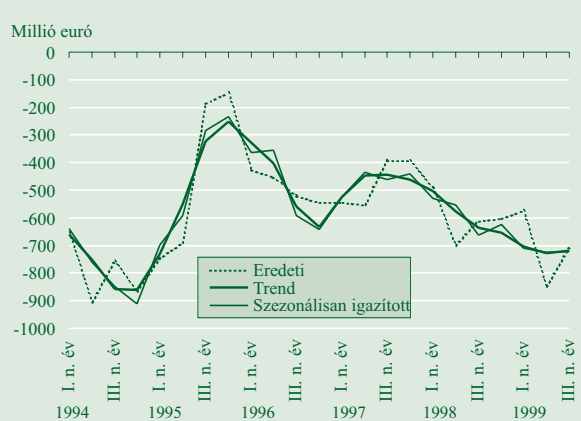
	1998			1999	
	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év
Reál GDP	2,0	2,0	0,4	1,6	2,0
Belföldi felhasználás	2,0	3,2	2,8	2,4	1,6
Magánfogyasztás	3,2	3,2	2,4	2,0	0,8
Közösségi fogyasztás	0,0	0,0	-0,8	4,9	0,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-2,8	10,0	0,4	9,1	2,4
Készletfelhalmozás*	0,8	-0,8	1,6	-1,6	0,4
Export	4,9	1,2	-5,5	0,8	6,1
Import	4,5	4,1	1,2	3,2	5,3
Nettó export*	0,4	-0,8	-2,4	-0,8	0,4

Forrás: ECB Monthly Bulletin, 1999. Nov.  
 \* A reál GDP-hez való hozzájárulás mértéke százalékpontban.

**Az export- és importvolumen, évesített negyedéves növekedési ütemei**



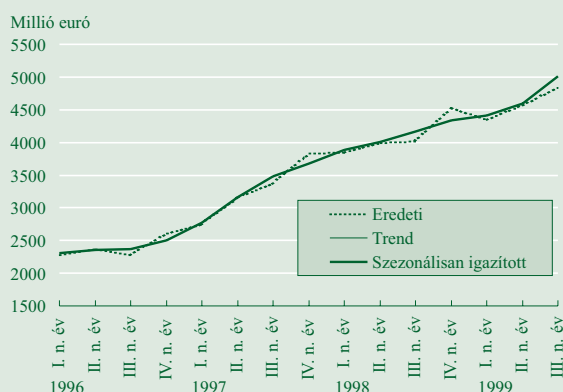
**A vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg alakulása euróban**



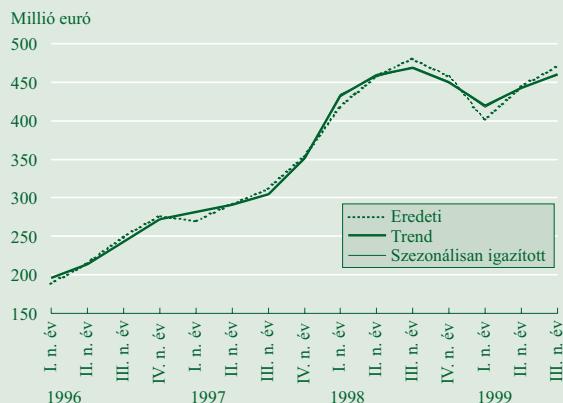
### A vámstatisztika szerinti export- és importtrend alakulása



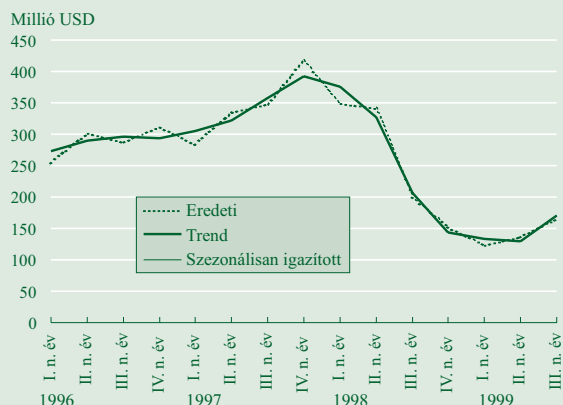
### A fejlett országokba irányuló export alakulása



### A CEFTA-térségbe irányuló export alakulása



### A FÁK-országokba irányuló export alakulása



Az értékadatok rövid bázisú negyedéves növekedési ütemei mind az export-, mind az importdinamika jelentős felgyorsulását mutatják a második negyedévben. Lényeges különbség nem mutatható ki a két változó növekedési ütemét összevetve.

1999 harmadik negyedévében a kivitel 5790 millió eurót (6072 millió dollárt) a behozatal pedig 6502 millió eurót (6819 millió dollárt) tett ki. Ennek következtében a vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg 712 millió euró (747 millió dollár) hiánnyal zárt, amely 99 millió euróval (68 millió dollárral) volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában.

Az export különböző országcsoportok szerinti alakulása jól tükrözte a külső konjunktúra változását. A fejlett országokba irányuló kivitel növekedési üteme az előző negyedévhez képest jelentősen felgyorsult.

A CEFTA-országokba irányuló export az első negyedévi mélyponttól kezdve folyamatosan a kereslet bővülésére utal.

A FÁK-országok esetében, ahogy a korábbi Jelentésünkben is kifejtettük, ez év első félévére a stabilizálódás volt jellemző, a harmadik negyedévben azonban már a javulás jelei mutatkoztak.

Az export termékszerkezetének felhasználási célú csoportosítása azt mutatja, hogy továbbra is a tartós fogyasztási cikkek dinamikája a legmagasabb, és jelentősen gyorsult a növekedési üteme az előző negyedévhez képest. Mivel az eurózónában a becsléseink szerint a tartós fogyasztási cikkek iránti kereslet lassult, ezért feltehetőleg a magyar kivitel jelentős részben továbbexportálásra kerül ebben a termékcsoportban.

A beruházási termékek esetében a második és harmadik negyedév közé tehető a fordulópont, hiszen az odáig folyamatosan lassuló beruházási termékexport növekedési üteme újra növekedni kezdett. Ez egybevág azzal, hogy az eurórégióban a második negyedévben a beruházások lelassultak. A harmadik negyedévben azonban feltehetően ezen termékcsoport iránti kereslet is élénkült.

Az intermedier termékek kivitelének növekedési üteme szintén némileg emelkedett az előző negyedévhez képest. A nem tartós fogyasztási cikkek dinamikája viszont némileg visszaesett.

A kiugróan magas tartós fogyasztásicikk-export 20% körüli részaránya ellenére az export növekedésének legnagyobb részét magyarázta. A bővülés második legfontosabb tényezőjét az intermedier termékek adták.

Az export SITC-bontású termékcsoportokjainak vizsgálata alapján is a fentebb írtaknak megfelelő következtetések vonhatók le. A gépek, gépi berendezések (amelyek egyszerre tartalmaznak tartós fogyasztási cikkeket és a beruházási termékeket, illetve az intermedier termékek egy részét) csoportjában kiugróan magas növekedésiütem-változás történt az előző negyedévhez képest. Az élelmiszer-, ital-, dohánytermékcsoport, bár csökkenő ütemben, de továbbra is visszaesést mutat.

A visszaesés annak ellenére következett be, hogy mind a CEFTA, mind a FÁK-térségben konszolidálódott a helyzet, ami a védővám-intézkedések számunkra hátrányos következményeit mutathatja. A feldolgozott termékek növekedési üteme némileg visszaesett.

Az import felhasználási célú termékcsoportos bontása szerint a beruházási javak behozatalának növekedési üteme az előző negyedévhez képest valamelyest visszaesett. Ez az elkövetkező



időszak beruházásainak lassulását jelezheti előre. A tartós fogyasztási cikk importjának lassulása összefüggésbe hozható a kiskereskedelmi statisztikában megfigyelt jelenségekkel. Ugyanakkor a nem tartós fogyasztási cikkek és az intermedier termékek behozatala határozott gyorsulást mutatott.

A különböző termékcsoportoknak az import növekedéséhez való hozzájárulását vizsgálva egyértelművé válik az intermedier termékek növekvő szerepe.

A harmadik negyedévben jelentősen felgyorsult importdinamikát elsősorban ezen termékcsoport magyarázta, amely figyelembe véve az ipari termelés kiugróan magas dinamikáját, és azon belül is az exportértékesítés egyre nagyobb szerepét, feltételezhetően a jövőbeli exportnövekedéshez járul hozzá. Ezt támasztja alá az is, hogy – korábbi megfigyeléseink szerint – amikor az intermedier termékcsoport összes import növekedéséhez való hozzájárulása megemelkedett, akkor ezt némi késleltetéssel az export gyorsulása is követte.

A szolgáltatás-külkereskedelemben a harmadik negyedévben mind az idegenforgalom, mind az idegenforgalmon kívüli szolgáltatások tekintetében javuló trend mutatkozik (ez egyébként elsődlegesen a kiadások csökkenésének, nem pedig a bevételek növekedésének az eredménye). Különösen az idegenforgalmon kívüli szolgáltatások esetében mondható ez a fejlemény jelentősnek, hiszen egyetlen negyedév (1997 IV. negyedéve) kivételével ez a trend 1996 első negyedévtől kezdve folyamatosan és erőteljesen romló volt. Ugyanakkor az idegenforgalom trendje is viszonylag hosszú időszakon keresztül (1997 és 1998 csaknem egészében) stagnált, és a trend enyhe növekedése ez év elejétől figyelhető meg.

A trend utolsó időszaki javulása természetesen nem jelenti azt, hogy tartós fordulat kezdetéről lehetne beszélni. Meg kell ugyanakkor említeni, hogy a jugoszláviai események szolgáltatás-külkereskedelmi egyenlegrontó hatásától (főként az idegenforgalmat, valamint a fuvarozási-szállítmányozási szolgáltatásokat illetően) eltekintve tulajdonképpen már az első két negyedévben is javuló, de legalábbis nem romló trendről lehetne számot adni.

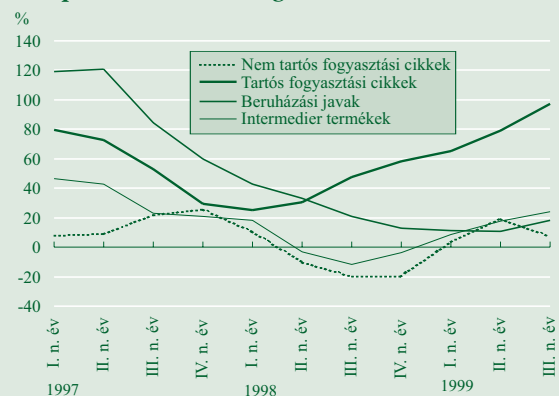
Az idegenforgalomban szezonálisan a harmadik negyedév eredményezi a legmagasabb többletet, s ez most sem volt más-ként. Igaz viszont, hogy az időszak folyamán jelentős beutazóforgalommal járó események (teljes napfogyatkozás és a Forma-1-es futam) ellenére ez esetben is a kiadások csökkenése, s csak kisebb mértékben a bevételek növekedése áll a javuló egyenleg háttérben.

Az egyéb szolgáltatások egy részénél az első félév tendenciái folytatódtak: az építési-szerelési szolgáltatások és a technikai és kulturális szolgáltatások esetében a harmadik negyedév hasonló volt az év első két negyedévéhez mind a bevételi mind a kiadási oldal tekintetében.

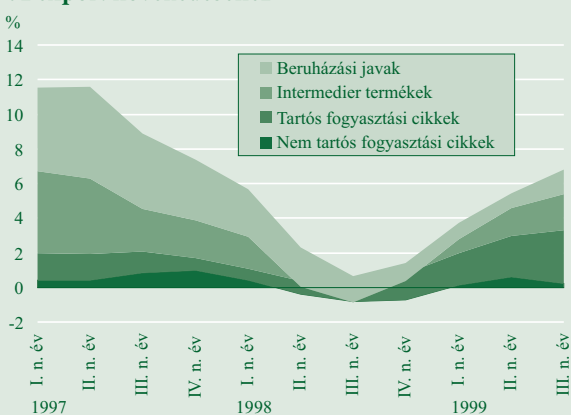
A többi szolgáltatás egyenlege azonban határozottan kedvezőbb alakult: a kiadások csökkenése volt az egyenleg javulásának fő oka a kereskedelmi, valamint az üzleti szolgáltatások esetében, míg a bevételek növekedése eredményezte a fuvarozás és szállítmányozás, továbbá a kormányzati szolgáltatások egyenlegének javulását.

Előzővel kapcsolatban – amint ezt már említettük – egyértelműen a jugoszláv konfliktus okolható az első két negyedév

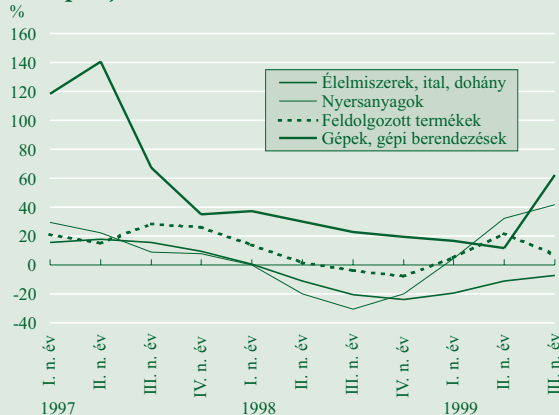
**Évesített trendnövekedési ütemek az export különböző kategóriáiban**



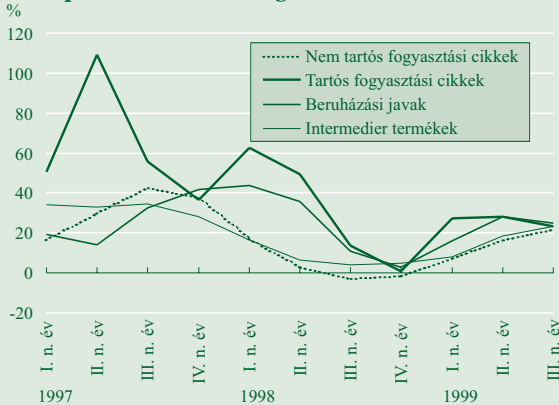
**A különböző termékcsoportok hozzájárulása az export növekedéséhez**



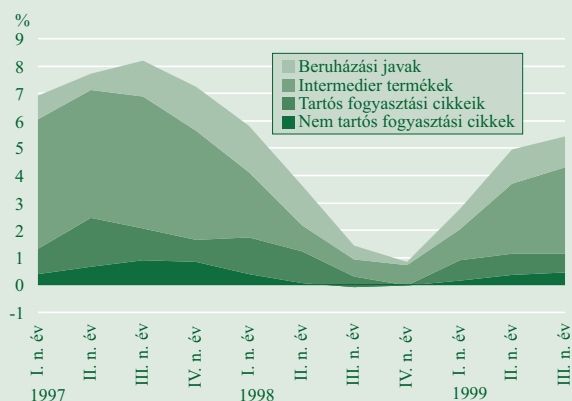
**Évesített trendnövekedési ütemek az export SITC-5 főcsoportjában**



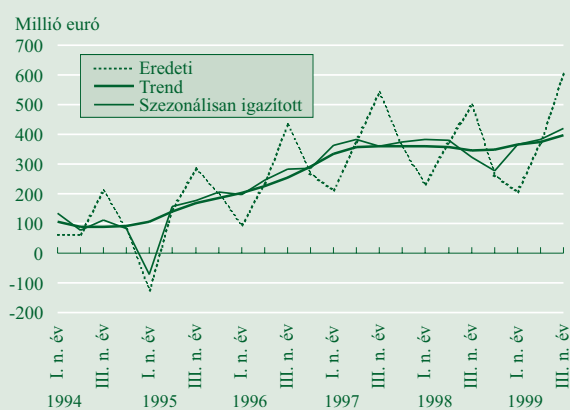
**Évesített trend növekedési ütemek az import különböző kategóriáiban**



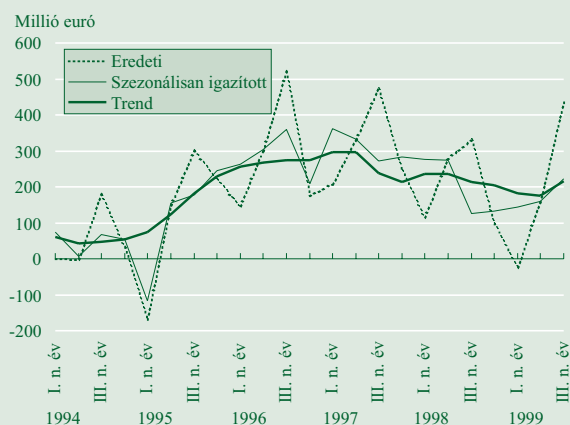
**A különböző termékcsoportok hozzájárulása az import növekedéséhez**



**Az idegenforgalmi egyenleg alakulása**



**A szolgáltatás-külkereskedelmi egyenleg alakulása, 1994-99**



alacsony bevételeiért (a legnagyobb mértékben ugyanis a tranzitszállítás, azon belül is elsősorban a vízi és a vasúti esett vissza).

A harmadik negyedévi kedvezőbbnek tűnő szolgáltatás-külkereskedelmi trend mellett is mintegy 160 millió euró a romlás a szolgáltatások kumulált egyenlegében 1998 első három negyed-évéhez képest.

# IV. Kínálati tényezők

## 1. Munkaerő-piaci folyamatok

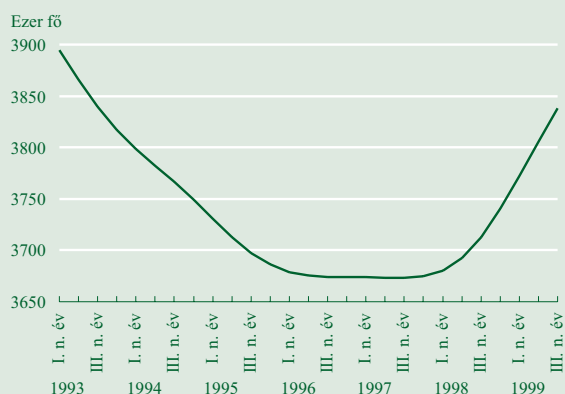
A munkaerő-piaci állományok alakulása 1999 harmadik negyedében a korábbi időszakokban tapasztalt tendenciát mutatja. Folytatódott a foglalkoztatottság erőteljes bővülése és a munkanélküliség szintjének az esése, melyek eredőjeképpen tovább emelkedett az aktivitási ráta. A képet azonban árnyalja a munkanélküliségi ráta harmadik negyedévi alakulásában mutatkozó bizonytalanság, illetve a népesség demográfiai összetétel-változásának pozitív torzító hatása. A munkapiac konjunkturális élénkülése és a demográfiai folyamatok együttes hatására a harmadik negyedévre 53,5%-ra emelkedett az aktivitási ráta értéke, ami az 1995 eleji állapotnak felel meg.

### 1.1 A foglalkoztatottság alakulása

Amint az előző negyedévek alapján várható volt, a KSH háztartási felmérése szerinti foglalkoztatottság bővülésének év eleji rendkívül dinamikus üteme a harmadik negyedévre némileg korrigálódott. A tavalyi év azonos időszakához képest azonban még így is 3,1%-os volt a létszámemelkedés üteme. A foglalkoztatási ráta (a foglalkoztatottak 15–74 éves népességhez vett aránya) így megközelítette az 50%-ot, amihez hasonló értéket utoljára 1993-ban tapasztalhattunk. A foglalkoztatás erőteljes bővülése háttérben demográfiai folyamatok – a legmagasabb foglalkoztatási rátákkal rendelkező 25–39 éves korosztály népességén belüli súlyának emelkedése –, illetve a kedvező konjunkturális helyzet nyomán élénk munkaerő-kereslet állnak.

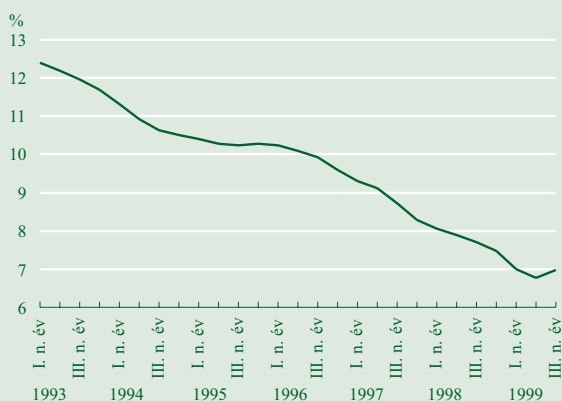
A KSH a költségvetési és non-profit intézmények, valamint az 5 fő feletti vállalkozások lekérdezésére alapozott intézményi statisztikája szerint a nemzetgazdaság átlagában 1998 harmadik negyedévéhez képest nem változott a foglalkoztatottak létszáma. Ez azonban a versenyszférabeli foglalkoztatottság szintjének dinamikus emelkedését és a közszolgálati foglalkoztatottság közel 3%-os csökkenését takarja. A versenyszférát tekintve folytatódott a feldolgozóipari ágazatok expanziója: a 7,7%-os gépipari és 1,9%-os fémalanyag-gyártási és kohászati létszámemelkedés nyomán összességében 0,8%-kal bővült a feldolgozóipari ágazatok létszáma. A piaci szolgáltatások átlagosan évi 5%-os foglalkoztatásbővülése mögött a kereskedelmi és javítási szektor 12%-os, illetve az egyéb piaci szolgáltatások átlagosan 1,6%-os létszámemelkedése állt. A kereskedelmi foglalkoztatottság látványos emelkedése összhangban volt a szektorban végbemenő

A foglalkoztatottak számának alakulása\*



\* Szezonálisan igazított idősor a KSH Munkaerőpiaci jellemzők c. kiadványa alapján, időben összehasonlítható módon számítva.

## A munkanélküliségi ráta alakulása\*



\* Szezonálisan igazított idősor a KSH Munkaerőpiaci jellemzők c. kiadványa alapján, időben összehasonlítható módon számítva. Munkanélküliség az ILO-definíció szerint értelmezett.

## A bérinfláció alakulása nemzetgazdasági szektoronként \*

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

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

## A bérinfláció alakulása egyes kiemelt szektorokban\*

	1999. I. n. év	1999. II. n. év	1999. III. n. év
Nemzetgazdaság egésze	16,8	15,9	15,5
Piaci szektor	15,3	15,3	15,4
Feldolgozóipar	14,9	16,0	15,3
Kereskedelem	14,0	14,3	13,2
Egyéb piaci szolgáltatások	16,8	15,3	16,8
Közszolgáltatások	21,3	17,8	16,3

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

nagyarányú kapacitásbővítéssel és potenciálisan jótékony hatással lehet a bér- és áralakulás kapcsolatára is. Az 1998. novemberi Inflációs jelentésünkben tárgyaltaknak megfelelően ugyanis a kompetitív termékpiac, illetve a kereskedelem számára releváns munkaerő-tartalékok nagysága miatt még az idén tapasztalható erőteljes kereskedelmi foglalkoztatásbővítéstől sem várható, hogy bér- illetve árinflációs veszéllyel fenyegetne.

## 1.2 A munkanélküliség alakulása

A KSH lakossági felmérése szerinti munkanélküliségi ráta 1999 harmadik negyedévében 7,1% volt. A tavalyi év azonos időszakához képest 0,6%-os csökkenés azonban a megelőző 1999. második negyedévhez képest (a szezonális hatások kiszűrése után) némi *emelkedést* jelent. A munkanélküliségi ráta 1998 eleje óta tartó esésének ilyen megtorpanása átmeneti jelenségnek tekinthető, mivel a munkapiac egyéb indikátorai nem jeleznek tendenciaváltást. Konkrétan azt látjuk, hogy az *üres álláshelyek* (foglalkoztatáshoz vett) rátája hosszabb ideje stagnál, a *csopartos létszámléptések* hasonlóan definiált mutatója némi emelkedést mutat, miközben a *regisztrált munkanélküliség* rátájának értéke folyamatosan csökken. A regisztrált rátával kapcsolatos értelmezési problémák ellenére (ld. az 1999. márciusi Inflációs Jelentést) ez arra utal, hogy a munkanélküliség trendszerű csökkenésének folyamata nem fordult meg. Az üresedések rátájának stagnálása és az elbocsátások emelkedő szintje pedig valószínűleg nem a munkanélküliséget növelik, hanem a munkapiaci áramlások megélnkülését, a fluktuáció más országokban szokásos szintekre emelkedését jelzik.

## 1.3 Béralakulás

A KSH által az intézményi munkaügyi statisztika keretében publikált béradatok szerint a harmadik negyedévben a bruttó nominális átlagbérek az előző év azonos időszakához képest 15,9%-kal nőttek, ami az inflációt figyelembe véve mintegy 4,5%-os bruttó reálbér-emelkedésnek felel meg. A nemzetgazdasági átlag, amint azt a korábbi időszakokban már megfigyelhettük, relatíve magasabb közszolgáltatási (16,7%) és alacsonyabb versenyszféribeli (15,4%) bérimdexek eredményeképp állt elő.

Az ágazatközi és ágazatokon belüli összetétel-változás torzító hatásait kiszűrő bérinflációs mutatóink szerint a piaci szektor bérinflációjának üteme a harmadik negyedévben némileg emelkedett. A piaci szektort alkotó jelentősebb ágazatok bérimdexeit megvizsgálva azt látjuk, hogy a némileg mérséklődő feldolgozóipari bérimdex helyett a harmadik negyedévben inkább a kereskedelem és járműjavítás szektor kihagyásával definiált *egyéb piaci szolgáltatások* szektor bérimdexének megugrása emelte a piaci szektor bérimdexét. Számításaink szerint ez különösen a *szállítás, raktározás, posta és távközlés* szektorhoz köthető: az itt foglalkoztatott munkaerő éves bérimdexének 4 százalékpontot meghaladó ugrása önmagában is mintegy 0,5 százalékponttal emelte a harmadik negyedévben az aggregált piaci szektorbeli bérimdexet. Az összes versenyszféribeli foglalkoztatott mintegy 12%-át képviselő szegmens bérimdexének megugrását átmeneti, adatainkkal meg nem figyelhető hatások mellett a távközlés szektorban éppen zajló expanzióhoz is köthetjük. Mivel e terület

magasan képzett szellemi és fizikai munkaerőt igényel, a kereskedelem területén az elmúlt időszakban végbement munkaerő-kereslet-bővüléssel ellentétben itt potenciálisan *szűk keresztmetszetek* megjelenésével is számolhatunk. Noha ebben a kérdésben csak a következő időszak béradatai adhatnak megnyugtató választ, nem zárható ki, hogy egyes feldolgozóipari ágazatok mellett a piaci szolgáltatások e területén is fellépő szűk munkapiaci keresztmetszetek relatíve magas bérintéskben jelentkeznek.

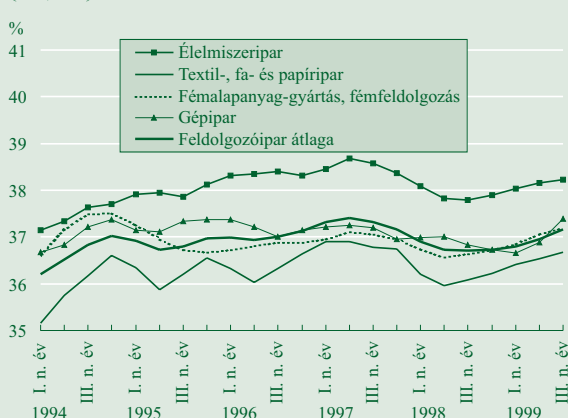
A piaci szolgáltatások mellett a feldolgozóipari ágazatok béralakulása is figyelmet érdemel. Noha a harmadik negyedévben, a korábbival ellentétben, nem a gépipar és az azzal szorosan összefüggő fémalapanyag-gyártás ágazatok béralakulása dominálta a piaci szektor átlagát, ezen szektorok – különösen pedig a gépipar – bérintéke továbbra is magasnak mondható. Kérdés, hogy mennyiben a teljesítmény (termelékenység) emelkedése, illetve mennyiben szűk munkapiaci keresztmetszetek állnak a bérintéke magas szinten maradásá mögött. Itt az előző Inflációs Jelentésünkben írottaknak megfelelően a teljes munkaidőben foglalkoztatott fizikai munkaerő által teljesített átlagos munkaidő-óra-statisztika segítségével elemezzük a bérek alapjául szolgáló munkamennyiség változását. Az átlagos munkahét hossza (teljesítmény)bérezés alapjául szolgáló termelékenység alkalmas mutatójának tekinthető, mivel a – hagyományosan egy főre jutó bruttó termelés vagy hozzáadott-érték alapon mért – termelékenységváltozás részben az óraszámváltozás eredménye. Másrészt pedig a munkaerő kihasználtságának fokozódó intenzitása szűk keresztmetszetekre utalhat, különösen, ha ez létszámbővülés mellett következik be.

A munkaórát a teljesítményváltozás mércéjének tekintve problémát okoz, hogy maguk az eredeti bér adatok nem munkaóra-ra vannak vetítve. Ilyenkor bérintékeinket úgy korrigálhatjuk utólag, hogy feltesszük, a fizikai munkaerőt illetően az adott feldolgozóipari ágazat minden vállalata órabérezést alkalmaz, majd az éves bérintéke indexeket korrigáljuk az éves átlagos óraszámindexekkel. Számításaink szerint az óraszám-emelkedés a gépipar esetében a 17,7%-os fizikai bérintékeből mintegy 1,1%-ot jelent; a feldolgozóipar átlagában azonban nem hoz szignifikáns változást.

Ha az óraszám-alakulást, mint a munkaerő kihasználtsága intenzitásának indikátorát tekintjük, ismét a *gépipar* érdemel különös figyelmet: az átlagos óraszám utóbbi időben megfigyelhető emelkedése ugyanis a gépiparban lendületesen bővülő fizikai létszám mellett következett be. Ábránkon jól látható, hogy a gépipar esetében az utóbbi két negyedévben az átlagos óraszám emelkedését az okozta, hogy az összes órák számának növekedése tartósan meghaladta a létszámét – azaz, dinamikus munkaerő-felvétel ellenére végig fokozódott a meglévő munkaerő-állomány kihasználtsága.

Az megfigyelhető, hogy 1995 óta – a kedvező konjunkturális helyzet ellenére – nem volt arra példa, hogy az óraszám-emelkedés üteme több negyedéven keresztül ennyire meghaladja a létszámbővülését, hiszen sokáig valószínűleg bőséges munkaerő-tartalékok álltak a bővülő gépipari vállalatok rendelkezésére. Figyelembe véve, hogy az óraszámokkal korrigált gépipari bérintéke is igen magasnak mondható, ezen információk együttesen szűk munkapiaci keresztmetszetekre utalnak a meglévő telephelyeken.

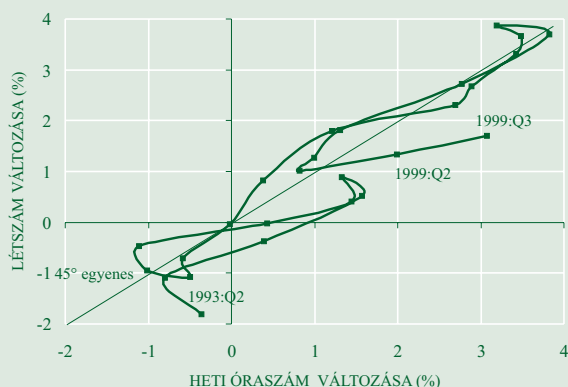
#### Az átlagos heti óraszám alakulása a feldolgozóiparban (óra/hét)



#### A bérintéke és az óraszám-korrekció hatása a feldolgozóipari fizikai bérek alakulására, 1999 harmadik negyedévében

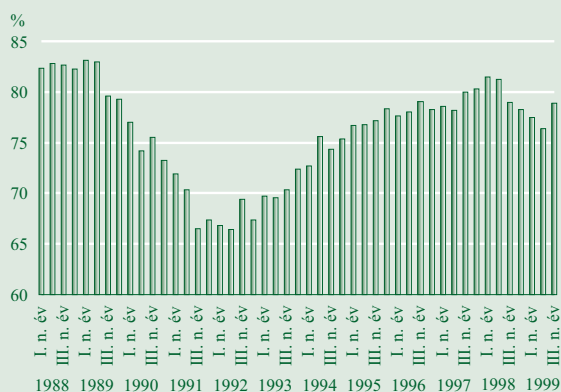
	Bérintéke	Átlagos havi óraszám	Korrigált bérintéke
Élelmiszer-, ital-, dohánytermékek	13,7	-1,2	15,1
Textil-, ruha-, fa-, papíripar	14,8	-0,9	15,8
Vegyipar	14,4	0,8	13,4
Nemesfém ásvány termékek gyártása	14,8	1,0	13,7
Kohászat, fémfeldolgozó ipar	12,4	0,5	11,8
Gépipar	17,7	0,9	16,6
Egyéb feldolgozóipar	12,6	1,2	11,3
<b>Összesen</b>	<b>15,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>15,7</b>

#### A teljes munkaidős fizikai létszám és a munkaórák számának változása a gépiparban (1993:Q2–1999:Q3, előző negyedévhez viszonyítva, %)\*

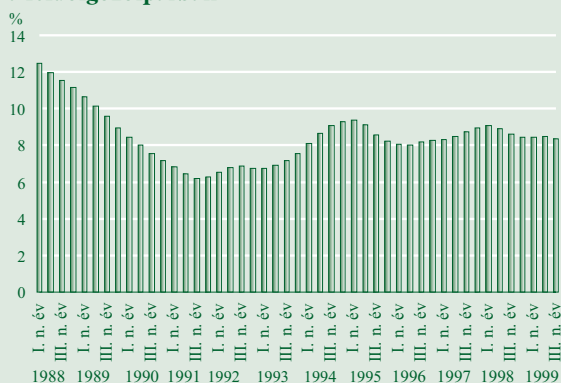


\* Szezonálisan igazított adatokból. A 45°-os egyenes mentén megegyezik a létszám és a munkaórák számának a változása, így az átlagos munkaórák száma állandó. Az egyenes alatti emelkedik, felette pedig csökken az átlagos munkaórák száma.

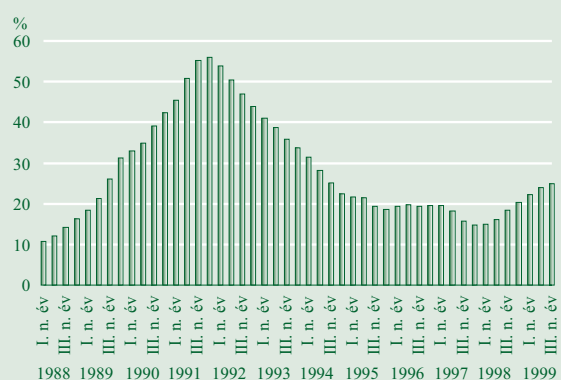


**Átlagos kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban\***

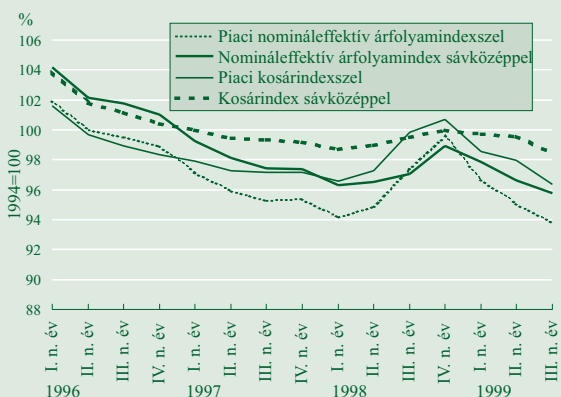
\* Szezonálisan igazítva, az alapadatok forrása Kopint-Datorg.

**A kapacitáshiányos vállalkozások aránya a feldolgozóiparban\***

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

**A kapacitásfelesleget jelző cégek aránya a feldolgozóiparban\***

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

**A fogyasztói árindex-alapon számított reálárfolyam alakulása****2. Kapacitáskihasználtság**

1999 harmadik negyedében növekedett a feldolgozóiparban az átlagos kapacitáskihasználtság<sup>1</sup>, és ez megtörte a bel- és külpiazi konjunktúra változása miatt egy évvel korábban felerősödött csökkenő tendenciát. Az átlagos kapacitáskihasználtság szintje – a kereslet és a feldolgozóipar termelésének élénkülése, valamint a beruházások előző évinél visszafogottabb bővülése mellett – körülbelül az egy évvel korábbi szintre emelkedett.

Az átlagos kapacitáskihasználtság javulása és a várakozások szerint folytatódó termelésélénkülés ellenére a vállalkozások továbbra is jelentős kapacitásfelesleggel számolnak a következő félévi rendelkezésekhez képest. Az ágazatok közül az átlagosnál nagyobb a várható kereslethez képest a kapacitásfelesleget jelzők aránya<sup>2</sup> a kohászatban és a fémfeldolgozásban (54%), ahol a kapacitások minőségével, korszerűségével kapcsolatban is mutatkoznak problémák. Jelentősek az építőanyagipar felesleges kapacitásai is (59% a kapacitásfelesleget jelzők aránya). A termelést korlátozó tényezők közül összességében továbbra is meghatározó – bár az elmúlt néhány hónapban enyhült – a kereslethiány, míg a kapacitáshiány változatlanul jelentéktelen korlátozó tényezőnek bizonyul. A kapacitáshiánnyal küzdő vállalatok aránya a harmadik negyedében kissé mérséklődött. A kereslethez képest szűkös kapacitást az átlagot meghaladó arányban a textil- és ruházati ipar cégei jeleztek (18%).

**3. Versenyképesség**

A reálárfolyam-mutatók alakulását befolyásoló legfontosabb tényező az volt, hogy a tavalyi év korábbi trendhez képesti reálértékelődése és az év első felében bekövetkező korábbi trendhez képesti markánsabb felértékelődés után az árfolyam-alakulás közelít a középtávon várt trendekhez: a fogyasztóiár-alapú mutató az éves szinten 2–3%-os reálértékelődéssel jellemezhető pályához, a fajlagos munkaköltség-alapú mutatók pedig a korábbi reálértékelődő trendhez. Az infláció nyári megugrása miatt a fogyasztóiárindex -alapú mutatók felértékelődése az elmúlt negyedévben viszonylag magas volt. Ez a hatás azonban belföldi értékesítésiár-alapon sokkal kevésbé, fajlagos munkaköltség-alapon pedig egyáltalán nem érvényesült, mivel az infláció emelkedése döntő mértékben nem az értékesítési árak megugrása vagy a növekvő költségoldali inflációs nyomás miatt következett be, hanem a fogyasztáshoz kapcsolódó támogatási rendszer változott. Mivel ez a termelők jövedelmezőségére nincs hatással, nem befolyásolja a vállalkozói szektor versenyképességének alakulását.

1999 harmadik negyedében a forint hivatalosan bejelentett leértékelése 1,7% volt az előző negyedévhez képest. Mivel a deviza helyzete alig változott a sávon belül (mindvégig az erős sáv-szél környékén volt), és jelentős USD/EURO keresztárfolyam

<sup>1</sup> Az információk forrásául szolgáló felmérésben a Magyarországon is termelő nagy multinacionális cégek – néhány kivételtől eltekintve – nem vesznek részt. (A feldolgozóipari vállalkozások helyzete és rövid távú kilátásai 1999 őszén, a Kopint-Datorg negyedéves konjunktúrástestje, 1999. október)

<sup>2</sup> Létszámmal súlyozott megoszlások.



lyam-mozgás sem következett be, ezért a nomináleffektív leértékelődés közelítette a bejelentettet, a forint nomináleffektív értelemben 1,5%-kal értékelődött le az előző negyedévhez képest.

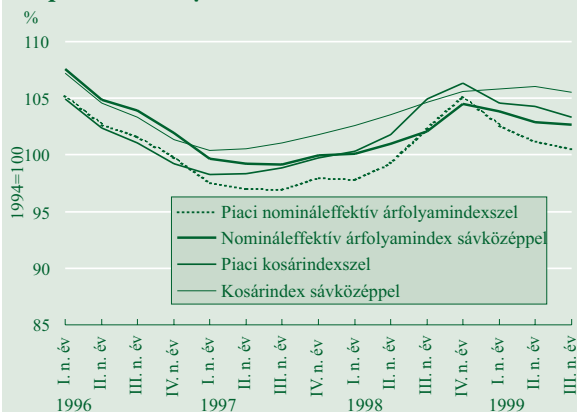
A fogyasztóiár-alapú reálárfolyam több mint 1%-kal értékelődött fel az előző negyedévhez képest. A harmadik negyedévi felértékelődésben azonban elsősorban a fogyasztói árindex egyedi hatásokkal kapcsolatos átmenetileg emelkedő trendje játszott szerepet, ami a hosszabb távú versenyképesség alakulás szempontjából nem nevezhető mérvadónak.

Az alapvetően külkereskedelem képes termékeket tartalmazó feldolgozóipar belföldi értékesítési árindex növekedését hosszabb távon a külföldi infláció és a forint várható leértékelődése határozza meg, amiből hosszabb távon stabil feldolgozóipari belföldi értékesítési árindexalapú reálárfolyam következik. 1999 III. negyedévében ez a mutató kb. 0,5%-kal értékelődött fel az előző negyedévhez képest, de még mindig leértékeltebb, mint az orosz válság kitörése előtt volt.

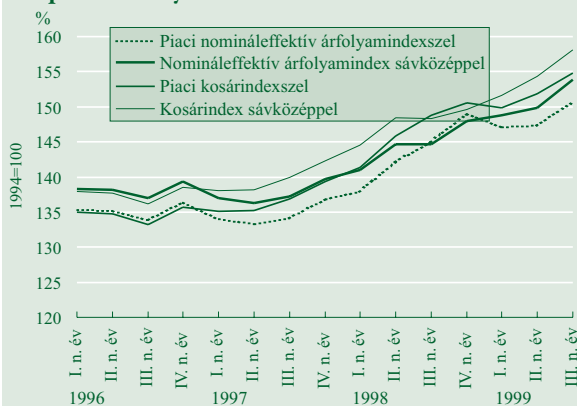
A fajlagos munkaköltség-alapú reálárfolyamok szerint a harmadik negyedévben bekövetkező kiugró mértékű feldolgozóipari termelékenységnövekedés következtében a reálleértékelődés mértéke ismét gyorsult, aminek következtében mind a nettó, mind a bruttó kibocsátáson alapuló index visszatért az 1997 folyamán megfigyelhető igen magas leértékelődési ütemet mutató trendjéhez.

A különböző régiókkal szembeni versenyképességünk alakulását elemezve elmondható, hogy a fejlett országokkal szembeni 1998 negyedik negyedéve óta tartó felértékelődő tendencia továbbra is folytatódott, ami – mint azt előzőleg említettük – elsősorban a hazai fogyasztói infláció átmeneti tényezőkkel magyarázható gyorsulásának köszönhető, míg az orosz válság óta bekövetkezett sávon belüli forinterősödés és az euró dollárral szembeni gyengülésének hatása az utóbbi negyedévben gyakorlatilag nem érvényesült. A fejlett országokkal szembeni felértékelődés mértéke több mint 1% volt egy negyedév alatt. A dél-kelet-ázsiai országokkal szemben a harmadik negyedévben megfordult a válság utáni drasztikus felértékelődéshez képest a leértékelődés tendenciája. Ez elsősorban a Kínával és Hongkonggal szemben bekövetkező felértékelődésnek volt köszönhető. A kelet-közép-európai régióval szemben a második negyedév határozott fordulópontot jelentett, az orosz válság óta tartó felértékelődési tendencia megállt. Ez alapvetően a Szlovákiával és Csehországgal szemben bekövetkezett reálleértékelődésnek köszönhető, ami valutáik forinthez képesti erősödésnek következtében állt elő.

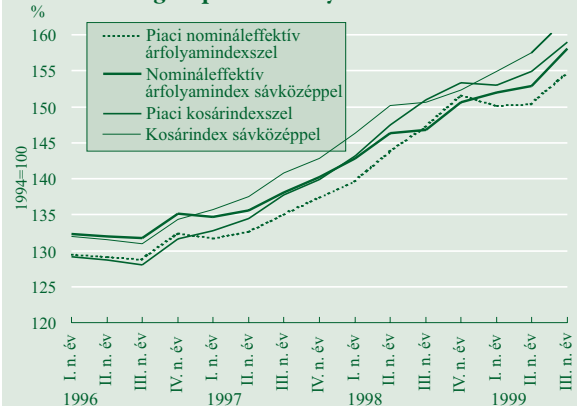
#### A feldolgozóipar belföldi értékesítési árindexén alapuló reálárfolyam alakulása



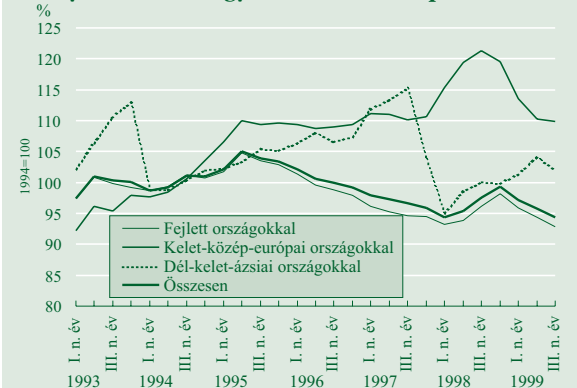
#### A hozzáadott értékkel számított fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása



#### A bruttó kibocsátással számított fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása

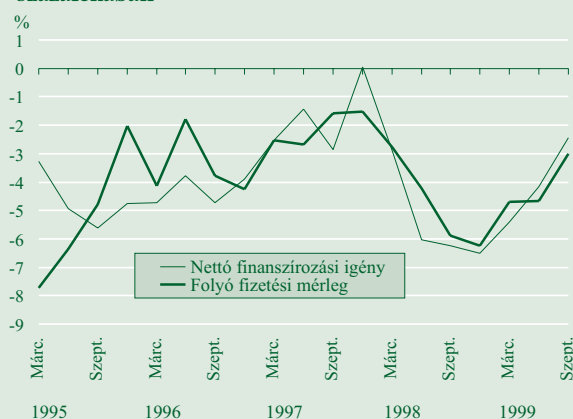


#### Különbő régiókkal szembeni reálleértékelődés árfolyamindexek fogyasztóiárindex-alapon



# V. A külső egyensúly

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



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

## 1. A nettó megtakarítói pozíció

A tavalyi évet jellemző, romló külgazdasági egyensúly az év elejétől lassú javulásnak indult, és ez a javulás a harmadik negyedévben felgyorsult. A szezonális hatásoktól megtisztított mutató alapján a harmadik negyedévben a gazdaság külső finanszírozási igénye a GDP kb. 2,5%-ára mérséklődött. A külső egyensúlyi pozíció javulása a lakosság csökkenő nettó finanszírozási kapacitása, az államháztartás valamelyest mérséklődő finanszírozási igénye és a vállalkozások számottevően csökkenő külső finanszírozási igényének eredőjeként alakult ki.

Az államháztartás 1999 első negyedévében megugrott finanszírozási igénye az év során folyamatosan mérséklődött. Az államháztartás egyensúlyjavulását az alapozta meg, hogy az előző negyedévek alacsonyabb bevételnövekedése után a GDP-növekedés felgyorsulásának hatására a harmadik negyedévben növekedett jövedelmének részesedése a megtermelt GDP-ből, és emellett a GDP arányában csökkentek a beruházásra fordított kiadásai.

A fiskális finanszírozási pozíció évközi változását részben egyszeri hatások idézték elő, amelyek az első negyedévben jelentős finanszírozási igényt okoztak, de az év hátralévő részében az elhatározott kiadáscsökkentő intézkedések ezt korigálták. Emellett a gazdasági növekedés ütemének évközi ingadozása – automatikus stabilizátorként – az év elején rosszabb, a második félévben pedig kedvezőbb pénzügyi pozíciót eredményezett.

A magánszektor finanszírozási igényének csökkenése ellenétes folyamatok eredőjeként alakult ki. Míg a háztartások nettó finanszírozási pozíciója az év első felében csökkent, a vállalkozói szektoré negyedévről negyedévre javult. A háztartások pénzügyi pozíciója a harmadik negyedévben is alacsony szinten maradt, mivel a GDP-nél kisebb ütemben növekedő jövedelmük ellenére 5,3%-kal növelték fogyasztásukat, és beruházásaik reálértéke is emelkedett. Az év során a háztartások nettó finanszírozói pozíciója romlásának jelentős részét a tavalyi kiemelkedően magas pénzügyi megtakarítások korrekciójának tekinthetjük.

	1997. év		1998. I. n.év		1998. II. n.év		1998. III. n.év		1998. év		1999. I. n.év		1999. II. n.év		1999. III. n.év		
	100	%	100	%	100	%	100	%	100	%	100	%	100	%	100	%	
<b>Bruttó hazai termék</b>	100		100		100		100		100		100		100		100		
+fizetési mérleg nettó jövedelemátutalások	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	
+viszonytalan átutalások	2,2	1,8	2,2	2,6	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	
<b>Rendelkezésre álló jövedelem</b>	<b>99,1</b>	<b>98,7</b>	<b>96,9</b>	<b>99,4</b>	<b>98,2</b>	<b>98,2</b>	<b>98,2</b>	<b>98,2</b>	<b>98,2</b>	<b>98,2</b>	<b>98,2</b>	<b>98,2</b>	<b>98,2</b>	<b>98,2</b>	<b>98,2</b>	<b>98,2</b>	<b>98,2</b>
-háztartások	70,3	75,4	69,9	71,3	70,8	70,8	70,8	70,8	70,8	70,8	70,8	70,8	70,8	70,8	70,8	70,8	
-vállalkozások	13,1	9,8	12,7	12,3	13,0	13,0	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	
-államháztartás	15,6	13,5	14,2	15,7	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	14,4	
<b>Nemzetgazdaság végső fogyasztása</b>	<b>72,6</b>	<b>79,8</b>	<b>71,3</b>	<b>73,1</b>	<b>72,9</b>	<b>72,9</b>	<b>72,9</b>	<b>72,9</b>	<b>72,9</b>	<b>72,9</b>	<b>72,9</b>	<b>72,9</b>	<b>72,9</b>	<b>72,9</b>	<b>72,9</b>	<b>72,9</b>	
-háztartások fogyasztása	62,0	68,6	62,1	62,1	62,1	62,1	62,1	62,1	62,1	62,1	62,1	62,1	62,1	62,1	62,1	62,1	
-közösségi fogyasztás	10,5	11,2	10,8	11,0	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	
<b>Bruttó megtakarítás</b>	<b>26,5</b>	<b>18,9</b>	<b>25,5</b>	<b>26,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	<b>25,3</b>	
-háztartások megtakarítása	8,3	6,8	9,4	9,2	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	8,6	
-vállalati megtakarítás	13,1	9,8	12,7	12,3	13,0	13,0	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	13,1	
-államháztartás megtakarítása	5,1	2,3	3,4	4,7	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	
<b>Nettó tökéltanszfer</b>																	
-háztartások	0,5	0,2	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
-vállalat	1,1	1,0	0,9	1,5	1,2	0,9	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	
-államháztartás	-1,6	-1,2	-1,0	-1,8	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	
<b>Felhalmozások</b>	<b>27,4</b>	<b>22,6</b>	<b>30,7</b>	<b>28,6</b>	<b>29,2</b>	<b>29,2</b>	<b>29,2</b>	<b>29,2</b>	<b>29,2</b>	<b>29,2</b>	<b>29,2</b>	<b>29,2</b>	<b>29,2</b>	<b>29,2</b>	<b>29,2</b>	<b>29,2</b>	
-háztartások beruházása	4,8	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	
-vállalati beruházás és készletfelhalmozás	18,7	15,5	22,6	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	21,3	
-államháztartás beruházása	3,9	2,7	3,7	3,7	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	
<b>Nettó külföldi finanszírozási igény</b>	<b>-0,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-5,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,9</b>	
Háztartások finanszírozási kapacitása	4,1	2,7	5,2	5,9	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	
Vállalatok finanszírozási igénye	-4,5	-4,8	-8,9	-7,4	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	-7,1	
Államháztartás finanszírozási igénye	-0,4	-1,6	-1,4	-0,8	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	

Megjegyzés: MNB-becslés. Kerekítésből eredően a részek összesenje a táblában szereplő összesentől eltérhet.

<sup>1</sup> A mutatók eredményezmléletet közelítőek. A megtakarítások nem tartalmazzák a lakossági betét- és hitelállományokon az árfolyamváltozásokból eredő forinthatásokat. Az államháztartás egyenlegében GFS szemléletű hiány – privatizáció) a kamatkidadások eredményezmléletűek.

<sup>2</sup> Bruttó megtakarítás = rendelkezésre álló jövedelem (bruttó, azaz az adott évi amortizáció értékét is tartalmazza) mínusz végső fogyasztás. A rendelkezésre álló jövedelem tartalmazza az adott időszak bruttó hazai termék értékének és a külföld felé, illetve külföldről Magyarországra irányuló jövedelemtranszferek és viszonytalan átutalások (fizetési mérleg szerinti) egyenlegének összegét.

Ugyanakkor a pénzügyi közvetítőrendszer fejlődésével csökken a likviditáskorlátos háztartások száma, így a fogyasztási hajlandóság aggregált szinten is emelkedhet, ami tartósan alacsonyabb nettó finanszírozási kapacitást eredményez.

A vállalkozói szektorban dinamikus jövedelemnövekedést tapasztalhattunk, amelyet mérsékelt beruházási dinamika és a készletállomány csökkenése kísért. A vállalatok helyzetére és várakozásaira utaló konjunktúratesztek alapján javulóak a növekedési kilátások, és egyre szélesebb körben várnak növekvő jövedelmezőséget a gazdálkodók. A tartósan magas belföldi kereslet, a javuló külföldi konjunktúra, a növekvő rendelésállomány a termelés növekedésének gyorsulására utal. A felmérések szerint pedig a kapacitáskihasználtság eléri a tavalyi félévi szintet. Mindezek alapján a beruházások gyorsuló növekedése és ezzel együtt a vállalkozások növekvő finanszírozási igénye valószínű. Tartós tendenciának tűnik ugyanakkor a lakosság jövedelemnövekedését meghaladó fogyasztási igénye. A növekedés kedvező egyensúlyi feltételeit tehát továbbra is az államháztartásnak kell biztosítania.

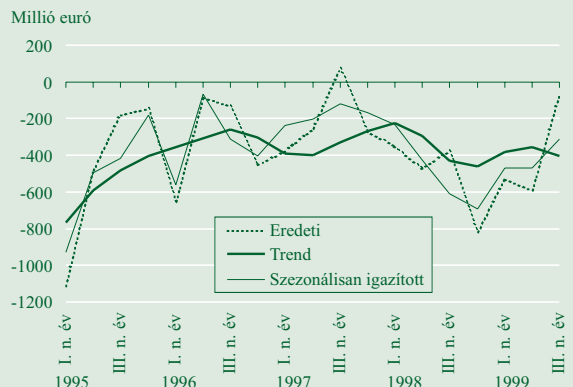
## 2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása

A fizetésimérleg-statisztika módszertanával összeállított folyó fizetési mérleg a harmadik negyedévben mindössze 70 millió euró (a devizaszerkezet miatt dollárban kifejezve ugyancsak 70 millió) hiányt mutatott. Az előzetes várakozásokhoz képest meglehetősen kedvező hiány eredményeként a kumulált 1999. évi hiány már alacsonyabb a tavalyi év hasonló időszakáénál, holott az első félév végén annál még csaknem 300 millió euróval magasabb volt.

A szezonális kiigazításból nyert trend még nem mutat olyan mértékű javulást, mint amely az eredeti és a szezonálisan igazított adatsorokból látható.<sup>30</sup> Ugyanakkor azonban a bekövetkezett, és a negyedik negyedévben várhatóan folytatódó cserearányromlás ellenére a külső konjunktúrakilátások javulása (elsősorban az Európai Unió növekedésének gyorsulása), továbbá a tavalyi utolsó negyedévhez (oroszi válság) viszonyítva nagyobb befektetői bizalom nem teszi valószínűvé, hogy az 1998. évet meghaladó hiány álljon elő az év végéig.

A folyó fizetési mérleg hiányát a harmadik negyedévben is bőven finanszírozta a nem adóssághétközű nettó tőkebeáramlás. Meg kell azonban említeni, hogy mind a mintegy 240 millió euró (255 millió dollár) nem hitelviszonyt megtestesítő közvetlen befektetés, mind a közel 100 millió euró portfólió-részvénybefektetés elmaradt az első két negyedévi átlagos szintjétől. 400 millió eurót meghaladó nettó tartozáscsökkenés tapasztalható az adóssághétközű tőkebefektetések soron. Ez mindenképp a nemzetközi tartalékok megnövekedését mutatja, tehát nem a magán-szektorhoz kötődik. Azon belül ugyanis mind a hitelintézeti, mind a vállalkozói szféra nettó forrásbevonó volt a harmadik ne-

### A folyó fizetési mérleg alakulása



### A folyó fizetési mérleg legfontosabb tételei

	Millió euró					
	1998. I-II.n.év	1998. III.n.év	1998. I-III.n.év	1999. I-II.n.év	1999. III.n.év	1999. I-III.n.év
<b>1. Áruk</b>	<b>-757</b>	<b>-646</b>	<b>-1403</b>	<b>-970</b>	<b>-471</b>	<b>-1441</b>
Bevétel (export)	8937	4419	13357	9431	5134	14565
Kiadás (import)	9694	5066	14760	10401	5605	16006
<b>2. Szolgáltatások</b>	<b>391</b>	<b>330</b>	<b>721</b>	<b>131</b>	<b>434</b>	<b>565</b>
Idegenforgalom, egyenleg	606	497	1103	579	602	1181
Egyéb szolgáltatások, egyenleg	-215	-167	-382	-448	-168	-616
<b>3. Jövedelmek</b>	<b>-862</b>	<b>-330</b>	<b>-1192</b>	<b>-660</b>	<b>-293</b>	<b>-953</b>
Adóssághétközű befektetéseken, egyenleg	-483	-180	-663	-371	-179	-549
Nem adóssághétközű befektetéseken, egyenleg	-379	-149	-529	-289	-114	-404
<b>4. Folyó átutalások</b>	<b>402</b>	<b>267</b>	<b>669</b>	<b>371</b>	<b>261</b>	<b>632</b>
<b>Folyó fizetési mérleg (1+2+3+4)</b>	<b>-826</b>	<b>-379</b>	<b>-1205</b>	<b>-1128</b>	<b>-70</b>	<b>-1198</b>

### A folyó fizetési mérleg finanszírozása

	Millió euró					
	1998. I-II.n.év	1998. III.n.év	1998. I-III.n.év	1999. I-II.n.év	1999. III.n.év	1999. I-III.n.év
<b>(1) Folyó fizetési mérleg hiánya</b>	<b>826</b>	<b>379</b>	<b>1205</b>	<b>1128</b>	<b>70</b>	<b>1198</b>
<b>(2) Összes finanszírozás</b>	<b>496</b>	<b>255</b>	<b>751</b>	<b>1523</b>	<b>-77</b>	<b>1445</b>
<b>- nem adósság jellegű (=2b.2+2c.1)</b>	<b>699</b>	<b>147</b>	<b>845</b>	<b>1484</b>	<b>338</b>	<b>1822</b>
<b>- adósság jellegű (=2a+2b.1+2c.2)</b>	<b>-203</b>	<b>108</b>	<b>-95</b>	<b>39</b>	<b>-415</b>	<b>-376</b>
(2a) MNB és kormányzat	-1246	558	-687	278	-901	-623
(2a.1) Hitelforgalom	66	-498	-432	845	-196	649
- ebből állampapírok	1099	-697	402	138	51	189
(2a.2) Nemzetközi tartalékok	-1311	1056	-255	-568	-705	-1273
(2b) Magánszektor	957	-455	502	735	470	1206
(2b.1) Hitelforgalom	753	-458	295	-71	375	304
- Hitelintézetek	1095	-613	482	-160	141	-18
- Vállalkozói szektor	-342	155	-187	89	234	323
(2b.2) Részvényforgalom	203	3	206	806	96	902
- Hitelintézetek	-9	-4	-13	-6	10	5
- Vállalkozói szektor	213	7	219	812	85	897
(2c) Közvetlen tőkebefektetések	785	152	937	510	353	863
(2c.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	495	144	639	678	242	920
(2c.2) Tulajdonosi hitelek	290	8	297	-168	111	-57
<b>(3) Tökemérleg</b>	<b>95</b>	<b>72</b>	<b>167</b>	<b>-133</b>	<b>95</b>	<b>-38</b>
<b>NEO (=1-2-3)</b>	<b>236</b>	<b>52</b>	<b>287</b>	<b>-262</b>	<b>52</b>	<b>-210</b>

<sup>3</sup> Igaz viszont, hogy az általunk használt szezonális kiigazító eljárás az időszak végi gyors változásokat a trendben nem követi. Az ábrára tekintve azonban látható, hogy a szezonálisan kiigazított folyó fizetési mérleg adatsor önmagában javulást mutat.

gyedévben, együttesen 375 millió euró (392 millió dollár) erejéig. A harmadik negyedévben a kormányzat részéről egy 400 millió euró értékű szindikált hitel felvételére került sor, ennek azonban egy részét rezidens bankok jegyezték le. A törlesztések azonban az így bevont forrást jelentősen meghaladták, s mivel állampapírokba is csak mintegy 50 millió euró (53 millió dollár) nettó külföldi befektetés történt, az MNB és a kormányzat az első félévvel szemben jelentős mértékben nettó forrásnyújtó (illetleg törlesztő) volt.

A magánszektor hitelforgalomi csatornáin az első félév folyamán még mintegy 240 millió euró nettó kiáramlás volt megfigyelhető, mindenekelőtt a külföldi cégek Magyarországon létrehozott leányvállalatai által az anyavállalatnak nyújtott hitelek erőteljes növekedése miatt.

A harmadik negyedévben ezzel szemben a nettó forrásbevonás már közel 500 millió eurót tett ki. A külföldiek befektetési hajlandóságának visszaállításában természetesen szerepet játszott az, hogy a koszovói helyzet normalizálódásával ismét viszonylagos stabilitás költözött a térségbe.

Az összes adósság- és nem adósságképző nettó tőkebeáramlás azonban mintegy 150 millió euróval elmaradt a folyó fizetési mérleg hiányától. Ezt a különbözetet a tőkemérleg és az egyenlegző hibák és kihagyások (NEO) tétel egyaránt pozitív harmadik negyedévi szaldója hidalta át.

### 3. A külföldi tartozás- és követelésállomány alakulása

A nemzetgazdaság nettó külföldi tartozása a harmadik negyedév végére 28,1 milliárd euróra (30 milliárd dollár) csökkent a második negyedév végi 28,4 milliárd euróról (29,3 milliárd dollár). A csökkenést jelentős részben az euró egyéb főbb valutákkal (mindenekelőtt a dollárral) szembeni erősödése magyarázza. A bruttó külföldi tartozások 0,3 milliárd euró növekedését jórészt a külföldiek nem adósságjellegű befektetéseinek (közvetlen tőkebefektetés, részvényvásárlás) növekedése eredményezte.

A külfölddel szembeni bruttó követelések 0,6 milliárd euró növekménye azonban szinte egy az egyben a nemzetközi tartalékok gyarapodásához köthető.

A harmadik negyedév végén a bruttó külföldi tartozás állománya 44,9 milliárd eurót (47,9 milliárd dollárt) ért el, míg a külfölddel szembeni bruttó követelések állománya 16,8 milliárd eurót (17,9 milliárd dollár) tett ki.

A devizában denominált bruttó külföldi adósság állománya a negyedév folyamán csak csekély mértékben (kevesebb mint 0,1 milliárd euróval) nőtt. A 22,6 milliárd euróból (24,1 milliárd dollár) 12,7 milliárdnyi (13,6 milliárd dollár) az MNB és a kormányzat bruttó külföldi adóssága, ami 56,4%-os részesedést jelent, tehát lényegében nincs változás a második negyedévi állapothoz képest. Nem úgy a devizában denominált nettó külföldi adósság esetében, ahol az MNB és a kormányzat részesedése az előző negyedév végi 37,2%-ról 28,1%-ra csökkent, vagyis 2,1 milliárd euróra (2,2 milliárd dollár) a 7,5 milliárd euró (8 milliárd dollár) teljes állományon belül. Ez leginkább a jegybanki devizatar-

A külföldi tartozás- és követelésállomány

Milliárd euró

	1998. dec.	1999. jún.	1999. szept.
<b>(1) Bruttó külföldi tartozás (=1a+...+1d)</b>	<b>38,6</b>	<b>44,6</b>	<b>44,9</b>
(1a) Devizában denominált külföldi adósság	19,9	22,5	22,6
– Portfólióadósság	9,4	11,1	10,5
– Egyéb adósság	10,5	11,5	12,1
(1b) Forintban denominált külföldi adósság	1,1	1,3	1,3
(1c) Közvetlen külföldi tőkebefektetések Mo-n	15,6	17,8	17,9
– Részvény és tulajdonosi részesedés	13,7	15,3	15,3
– Tulajdonosi hitelek	1,9	2,5	2,6
(1d) Külföldiek TMP* befektetése Mo-n	2,0	3,0	3,1
<b>(2) Bruttó külföldi követelések (=2a+...+2d)</b>	<b>13,4</b>	<b>16,2</b>	<b>16,8</b>
(2a) Külföld Mo-gal szembeni adóssága	4,2	5,5	5,4
– Portfólióadósság	0,2	0,6	0,8
– Egyéb adósság	4,1	4,9	4,6
(2b) Nemzetközi tartalékok	8,0	9,1	9,6
(2c) Mo. közvetlen tőkebefektetései külföldön	1,1	1,6	1,7
– Részvény és tulajdonosi részesedés	1,0	1,2	1,2
– Tulajdonosi hitelek	0,1	0,4	0,4
(2d) Mo. TMP* befektetése külföldön	0,1	0,1	0,1
<b>Nettó külföldi tartozás (=1–2)</b>	<b>25,2</b>	<b>28,4</b>	<b>28,1</b>
<b>Devizában denom. nettó külf. adósság (=1a–2a–2b)</b>	<b>7,6</b>	<b>8,0</b>	<b>7,5</b>

\* TMP: tulajdonviszonyt megtestesítő portfólió.

talékok növekedésének az eredménye, ami pedig a harmadik negyedév folyamán tapasztalható erős devizabeáramlás (és a negyedév folyamán beérkező koncessziós bevételek) következtében gyarapodott fel. Egyben hosszú idő óta ez az első negyedév, melynek végén az MNB nettó hitelezői pozícióban állt a külfölddel szemben.

## A devizában denominált külföldi adósság szektorok szerint

	1998. december		1999. június		1999. szeptember	
	milliárd euró	%	milliárd euró	%	milliárd euró	%
<b>(1) Bruttó külföldi adósság (=1a+1b)</b>	<b>19,9</b>	<b>100,0</b>	<b>22,5</b>	<b>100,0</b>	<b>22,6</b>	<b>100,0</b>
(1a) MNB és kormányzat	11,3	56,6	12,9	57,1	12,7	56,4
MNB	10,0	50,3	9,9	43,9	9,5	42,3
Kormányzat	1,3	6,3	3,0	13,2	3,2	14,1
(1b) Magánszektor	8,6	43,4	9,7	42,9	9,8	43,6
Hitelintézetek	4,7	23,5	5,0	22,3	4,8	21,2
Vállalkozói szektor	3,9	19,8	4,6	20,6	5,1	22,5
<b>(2) Nettó külföldi adósság (=2a+2b)</b>	<b>7,6</b>	<b>100,0</b>	<b>8,0</b>	<b>100,0</b>	<b>7,5</b>	<b>100,0</b>
(2a) MNB és kormányzat	2,8	36,6	3,0	37,2	2,1	28,1
MNB	2,0	25,8	0,5	5,8	-0,6	-8,5
Kormányzat	0,8	10,8	2,5	31,5	2,7	36,6
(2b) Magánszektor	4,8	63,4	5,0	62,8	5,4	71,9
Hitelintézetek	1,9	24,2	1,7	21,8	1,8	24,3
Vállalkozói szektor	3,0	39,2	3,3	41,0	3,6	47,6

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