
JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL

1999.
március

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

ISSN 1419-2926

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

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



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

Tartalomjegyzék

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

I. Az infláció alakulása

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

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

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

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

Az árnövekedés üteme az előző év azonos hónapjához viszonyítva

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

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

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

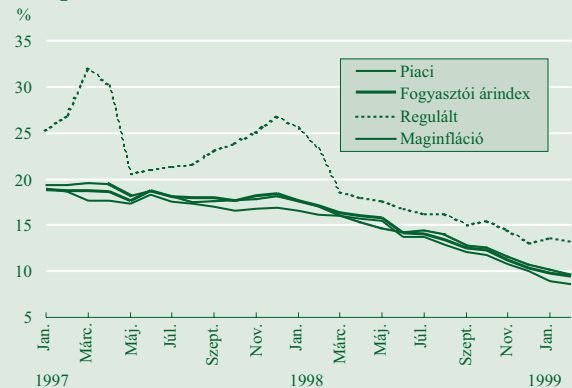
Az áralakulást befolyásoló belföldi tényezők között a megélénkülő kereslet potenciális inflációnövelő tényezőt jelent. 1998-ban a lakossági fogyasztás, a beruházási kereslet növekedésével párhuzamosan a kormányzat keresleti hatása is nőtt, ami a belföldi keresletnek a termelési kapacitások bővülésénél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

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

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

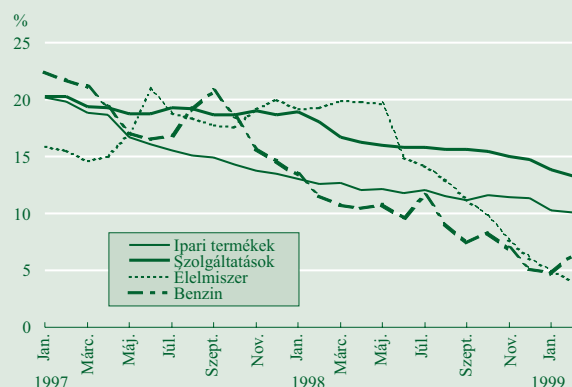
² Az árfolyampálya alakulását meghatározó tényezőket a monetáris folyamatokat bemutató II. fejezetben elemezzük.

A fogyasztói árindex piaci és szabályozott komponensének alakulása*



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

A nem szabályozott árak alakulása*



* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

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

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

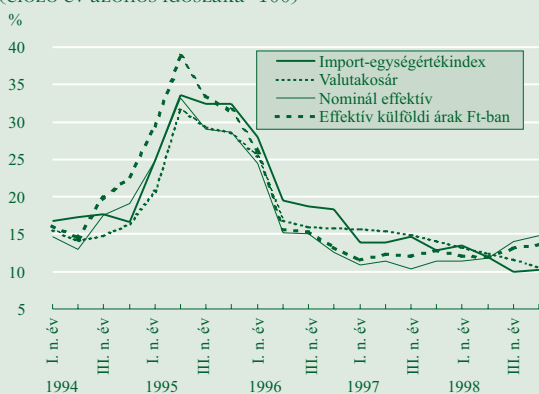
Forrás: IIMF IFS.

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

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

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

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



1. Az importált infláció alakulása

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

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

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

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

2. A fogyasztói árak változásának összetevői

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

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

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

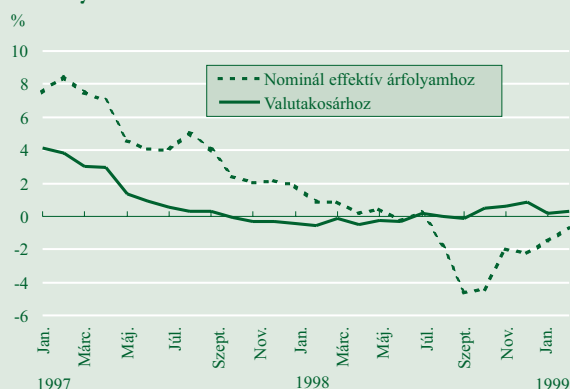
Az idényjellegű termékek árának alakulása 1998-ban kedvezően befolyásolta az infláció alakulását. A külkereskedelemben versengő élelmiszerek világpiaci ára az orosz kereslet kiesését követően jelentősen csökkent, amit a belföldi áralakulás is követett. A belföldi élelmiszerárak a dollárban mért világpiaci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

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

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

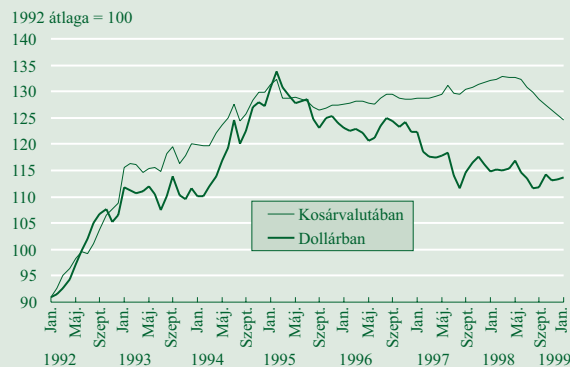
Az árszabályozás másik fontos területe a piaci erőfölénnyel rendelkező cégek áralakításának kontrollja. E területeken a szabályozó hatóság feladata az, hogy megakadályozza a piaci erőfölénnyel való visszaélést, és ezáltal hatékony működésre ösztönözze a vállalkozásokat. Ha sikerül elérni, hogy az árképzésben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

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



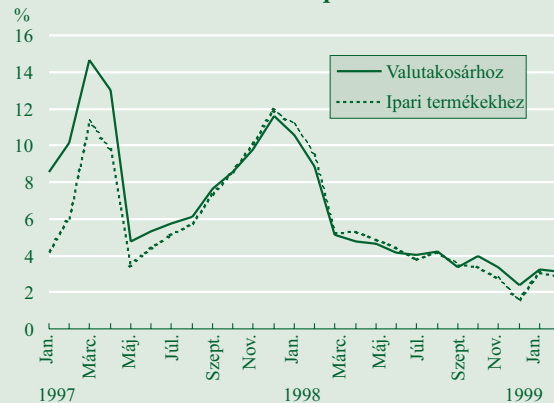
* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

A dollárban és kosárvalutában mért magyar élelmiszer-árszínvonal*



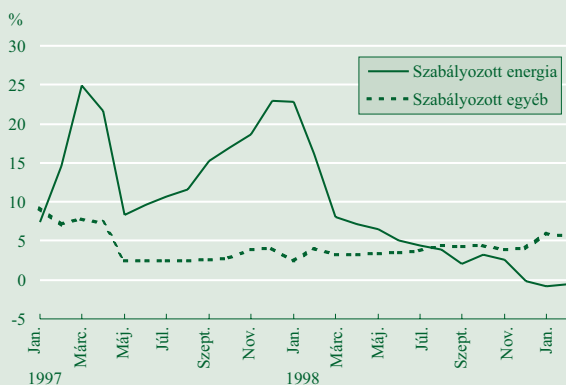
* 1992 átlaga = 100.

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



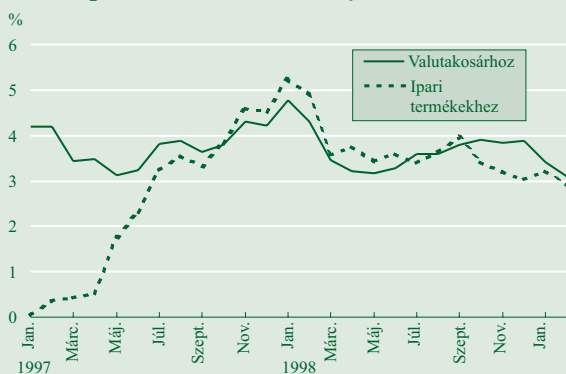
* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

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



* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

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



* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

kenységek költségeinek növelésével jelentősen akadályozzák az infláció további csökkenését.

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