



JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2000.
június

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 ismertetünk az első számban, így ezek részletes kifejtésére itt már nem kerül sor.¹



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

Tartalomjegyzék

ÖSSZEFOGLALÓ	7
I. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA	13
1. Az importált infláció	16
2. A fogyasztói árak változásának összetevői	17
II. MONETÁRIS FOLYAMATOK	22
1. A monetáris kondíciók, kamat- és árfolyamalakulás	22
1.1 A monetáris bázis	24
1.2 A konverziós forintkereslet összetevői	25
2. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások	26
3. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája	28
4. Monetáris aggregátumok	29
5. A hitelkereslet alakulása	30
III. KERESLETI TÉNYEZŐK	32
1. Lakossági fogyasztás	33
2. Beruházások	34
2.1 Állóeszköz-beruházások	34
2.2 Készletberuházások	36
3. Az államháztartás keresleti hatása	37
4. Külső kereslet	38
IV. KÍNÁLATI TÉNYEZŐK	44
1. Munkaerő-piaci folyamatok alakulása	44
1.1 A foglalkoztatottság alakulása	44
1.2 A munkanélküliség alakulása	45
1.3 Béralakulás	46
2. Kapacitáskihasználtság	48
3. Versenyképesség	49
V. A KÜLSŐ EGYENSÚLY	51
1. A nettó megtakarítói pozíció	51
2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása	53
3. A nemzetközi befektetési pozíció	54

Jelentés az infláció alakulásáról

című kiadvány boxai

1998

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

Box: I-1 Hogyan mérjük az euróövezetbe vett inflációs konvergenciát?	14
Box: I-2 Az euróövezettel szembeni inflációs konvergencia termékkörönként	15
Box: II-1 A jegybanki eszköztár változásai	23
Box: II-2 A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	26
Box: III-1 A külső konjunktúra egyidejű jelzőszáma	39
Box: IV-1 Az MNB bérinflációs mutatójának számításáról	47

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

A fogyasztói árindex növekedése 2000-ben ismét csökkenő tendenciát mutatott, áprilisban 9,2% volt az éves áremelkedés mértéke. A fogyasztói árindex mérséklődését lassította néhány, a monetáris politika által nem befolyásolható tényező: elsősorban az olajárak és az élelmiszerárak emelkedése, valamint a dollár erősödése. Az inflációcsökkenést fékező tényezők ellenére az MNB *maginflációs mutatója*, amely az idényjellegű élelmiszerek, benzin és egyes energia-, illetve regulált árak kimutatott inflációra gyakorolt hatását kiszűri, az infláció ütemének erőteljesebb lassulását jelezte (2000 áprilisában 7,3%). Az euróövezethez viszonyított inflációs differencia is tovább mérséklődött, és április végére a harmonizált árindexek különbsége 7,5%-ra csökkent. Ez azt tükrözi, hogy az importált infláció növekedése nem eredményezett olyan költségoldali inflációs nyomást, ami jelentős mértékben eltérítette volna a gazdaságot a kitűzött nominális pályától. A folyamatosan mérséklődő inflációs tendencia értékelése során azonban figyelembe kell venni, hogy a hatósági ármegállapítás rendszere miatt Magyarországon lassabban jelentkezik a költségnövekedés inflációs hatása, mint fő kereskedelmi partnereinknél.

Az árfolyam által közvetlenül fegyelmezett ipari termékek körében az árak emelkedése 2000 első negyedében kisebb volt, mint a forint leértékelődése. Az előző évtől eltérően a szabályozott árak alacsony emelkedése is hozzájárult az infláció további mérséklődéséhez. Ezzel szemben a szolgáltatások árnövekedési ütemének csökkenése megállt, sőt néhány keresletérzékeny szolgáltatás esetében még gyorsult is. E területen az árak gyorsabb emelkedése részben a cserearányromlás miatt gyorsabban növekvő inputköltségekkel áll összefüggésben, másrészt a fogyasztói kereslet tartós bővülésének eredménye. A kereskedelmi forgalomba kerülő és nem kerülő termékek árnövekedési ütemkülönbségének ilyen mértékű növekedését a gazdaság ciklikus pozíciójából következő egyensúlyi jelenségnek tekintjük, ami nem veszélyezteti a kitűzött árfolyampálya fenntarthatóságát, mivel a versenyképesség további javulásával és nem romlásával járt együtt.

Az infláció további mérséklésének legfontosabb kérdése az, hogy a növekvő inputárak ne vezessenek egy költség-ár inflációs spirál kialakulásához, a gazdaság az árszint egyszeri változtatásával legyen képes alkalmazkodni a relatív árak megváltozásához. Fontos hangsúlyozni, hogy az inputárak emelkedése az euróövezetet és külkereskedelmi versenytársainkat

is hasonlóan érinti, tehát az ország versenyképessége nem romlik, az importszámla várható növekedése pedig nem veszélyezteti a fizetési mérleg fenntarthatóságát. Ezért nincs szükség arra, hogy a jegybank alkalmazkodóbb árfolyam-politikával reagáljon az importárak emelkedésére. Mivel az euróövezet inflációját hasonlóan érinti az alapanyag- és energiaárak emelkedése, mint Magyarországot, az ECB kamatpolitikája a monetáris kondíciók szükséges szigorítása irányába fog hatni, amit az MNB-nek tekintetbe kell vennie.

A GDP növekedése 2000 első negyedében tovább gyorsult, becsléseink szerint 6,8%-ot ért el. E gyors növekedés elsősorban a külföldi kereslet (GDP szerinti exportnövekedés: 21,1%) további élénkülésének volt köszönhető, de a belföldi felhasználás bővülése (5,7%) is erőteljesen hozzájárult a GDP növekedéséhez. A belföldi felhasználás komponensei közül a lakossági fogyasztás továbbra is erőteljesen bővül (4%). A felhalmozási kiadások 11,1%-kal nőttek az előző év azonos időszakához képest. A javuló értékesítési kilátások azonban eddig csak a készletfelhalmozásban vezettek dinamikus növekedéshez, az állóeszköz-beruházások mérsékeltebb ütemben nőttek. A nagyobb belföldi felhasználás növekvő importigényét ellensúlyozta az exportbevételek emelkedése, így a gyorsabb növekedés egyelőre nem járt együtt a külső finanszírozási igény növekedésével, a külső forrásbevonás a GDP 4,6%-át tette ki, ami a szezonális hatások figyelembevételével a tavalyihoz közel álló külső egyensúlyi tendenciát mutat.

A gazdaság pályáját legnagyobb mértékben külkereskedelmi partnereink konjunktúralis helyzetének javulása befolyásolta. Az Európai Unió gazdaságaiban, valamint a FÁK- és a CEFTA-országokban is erősödik a növekedés. Részben e kedvező hatásokat, részben az új beruházások kapacitásbővítő hatását tükrözik a hazai külkereskedelmi adatok. A vámstatisztika szerinti export volumene továbbra is 20%-ot meghaladó ütemben emelkedett, míg az importkereslet volumene 18%-kal bővült. Az energiahordozók, valamint a nyersanyagok világpiaci árának emelkedése miatt bekövetkezett 2,3%-os külkereskedelmi cserearányromlás miatt az euróban számított nettó export alakulása ennél kedvezőtlenebb képet mutat.

A belföldi kereslet komponensei közül a lakossági fogyasztás növekedése valamelyest mérséklődött (4%) az előző évhez képest, de továbbra is meghaladja a jövedelem növekedésének ütemét. A csökkenő fogyasztási dinamikát feltehetően a pénzbeni társadalmi juttatások alacsonyabb növekedése eredményezte. Ugyanakkor tovább bővült a hitelből finanszírozott fogyasztás, ami a megtakarítási hajlandóság további csökkenésében is tükröződött. A hitelezés további bővülésével párhuzamosan tovább folytatódott a lakossági bruttó megtakarítások csökkenésének tendenciája. A bruttó megtakarítás megoszlása pénzügyi megtakarításra és felhalmozásra a tavalyi évhez hasonlóan alakult, továbbra is magas a beruházások aránya, miközben a pénzügyi megtakarítások nem érték el a rendelkezésre álló jövedelem 4%-át.

A beruházási kereslet 2000 I. negyedében visszafogott volt, mindössze 7%-kal haladta meg az előző év azonos időszakában mért értéket. A feldolgozóiparban mindössze 2,5%-kal emelkedtek a beruházások, a szolgáltatói szektorban azonban továbbra is nagyobb dinamikát mértek. A javuló külpiaci konjunktúra és a rendelésállomány növekedése, valamint az ipari termelés gyorsabb bővülése alapján az év hátralévő részében erőteljesebb beruházási aktivitás valószínűsíthető. Ugyanakkor az 1998-ban megvalósult rendkívül erőteljes beruházási tevékenység (a feldolgozóipar esetében ez mintegy 24%-os bővülést jelentett) olyan mértékű kapacitásokat teremtett, amelyek még 2000 elején is elégségesnek bizonyultak az egyébként bővülő rendelésállomány teljesítésére. Az első negyedév végén készült konjunktúrateszt eredményei viszont már azt jelzik, hogy az átlagos kapacitáskihasználtság mértéke

megközelítette az 1998 első negyedévében mért „történelmi” maximumot. Hasonló tendenciát tükröz a kapacitásfelesleggel rendelkező vállalatok arányának alakulása is. Ezzel szemben továbbra sem nő a kapacitáshiányt jelentő vállalatok száma, az 1997 második felére jellemző 8,5%-kal szemben a feldolgozóipari vállalatok mindössze 5,1%-a jelezte, hogy kapacitásai nem elégségesek várható rendeléseinek kielégítésére. Ez arra utal, hogy a beruházási aktivitás várhatóan az év második felében sem fog olyan ütemben gyorsulni, mint 1998-ban.

A költségvetési tervezet szerint az államháztartás az év egészét tekintve a GDP 0,1%-ával fogja csökkenteni az aggregált kereslet növekedését. Az SNA megközelítésű elsődleges egyenleg 1999 I. negyedévéhez mérten a GDP 2,1%-ával javult, de e keresletszűkítő hatás számottevő része egyszeri, a tavalyi rendkívül kedvezőtlen fiskális pozíció bázishatásából ered. Ezen átmeneti tényezőket kiszűrve a keresletszűkítő hatás a GDP 0,4%-ával egyenlő. A tervezettnél kedvezőbb pozíció az automatikus stabilizátor hatása, a tervezettnél gyorsabb növekedés és magasabb infláció növeli a költségvetés bevételeit, miközben kiadásai nominálisan rögzítettek. A rendkívüli természeti katasztrófák miatt fellépő, előre nem tervezett költségeit is a kiadások átcsoportosításával finanszírozta a költségvetés. A tervezettnél magasabb inflációból eredő pozíciójavulás egy része azonban csak látszólagos, mivel az év második felében a nyugdíjkiadások utólagos kiegészítését teheti szükségessé.

Amint azt az alacsony beruházási aktivitás is mutatja, a gyorsuló ütemű növekedés mindaddig nem ütközött kapacitáskorlátba. A potenciális munkaerőforrás kihasználtsága azonban tovább emelkedett, **a munkanélküliségi ráta 6,5%-ra** csökkent. Az MNB által számolt **bérinfláció** (nem összetévesztendő a KSH által számolt bérindexszel, ld. keretes írásunk a IV. fejezetben) üteme 11,6%-ra mérséklődött. Az előző évekhez képest csökkent a versenyszféra (11,4%) és az állami szektorban (12,1%) kifizetett bérek növekedése közötti ütemkülönbség. Egyes területeken, elsősorban a gépiparban és a *szállítás, raktározás, posta és távközlés* ágazatokban a ledolgozott órák számának növekedése szűk munkapiaci keresztnet-szetek jele is lehet. Fontos hangsúlyozni, hogy az infláció alakulása szempontjából fontos ún. keresletérzékeny szolgáltatások körében a magasabb árnövekedés mérséklődő bérdinamikával párosult.

Bár a gazdaság kedvező ciklikus pozíciója általában a külső forrásbevonás növekedésével jár együtt, és a cserearányromlás is a nagyobb folyófizetésimérleg-hiány irányába hat, az első negyedévben a tavalyi év átlagánál jobb, 3,8%-os volt a szezonálisan igazított külső finanszírozási igény. A mérsékelt forrásbevonás részben annak köszönhető, hogy tavaly az orosz válság hatására átmenetileg magasabb volt a folyó fizetési mérleg hiánya, ugyanakkor 2000 elején a gyors gazdasági növekedés ellenére egyelőre visszafogottan bővültek a relatíve magas importigényességű beruházások. Mivel a fizetési mérlegben a vámt statisztikában regisztrált külkereskedelmi forgalomm növekedés csak időbeli késéssel jelenik meg, a fizetési mérleg-statisztika alapján kalkulált folyófizetésimérleg-hiány még kedvezőbb képet tükröz, az első három hónapban 378 millió euró volt a hiány nagysága, amit nagyobb részben (280 millió euró) nem adóssággépző, nettó tőkebeáramlás finanszírozott.

A nettó finanszírozási igény összetétele jelentősen módosult az előző évhez viszonyítva. A magánszektor növekvő forrásigényét ellensúlyozta az állam finanszírozási szükségletének mérséklődése. A magánszektoron belül a lakosság megtakarítói pozíciója közel 2%-kal romlott, a vállalatok finanszírozási igénye azonban nem emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. A beruházási aktivitás várható megélénkülése azonban növelni fogja a vállalkozások finanszírozási szükségletét.

Az év elején a monetáris kondíciók az 1998 augusztusát megelőző szintre tértek vissza. Bár a leértékelés előre bejelentett üteme április 1-étől havi 0,3%-ra mérséklődött, a hazai és külföldi inflációs különbség vártnál gyorsabb csökkenése miatt gyakorlatilag nem változott a forint reálárfolyama, miközben a nominális kamatok szintje számottevően mérséklődött. Október vége és március eleje között 400 bázispontot meghaladó hozamesés következett be. A hozamesésben egyaránt szerepet játszott a feltörekvő piacok javuló megítélése, illetve az ezredfordulóval kapcsolatos bizonytalanság elmúltja következtében jelentkező kockázati-prémium-csökkenés, a hazai makrogazdasági mutatók kedvező alakulása, és a forint felértékelődésére irányuló várakozások kialakulása is. A monetáris kondíciók stabilizálása érdekében a Jegybanktanács február 28-án közleményt adott ki, amelyben tudatta, hogy a szűk sávcsúszó leértékeléses árfolyamrendszer fenntartását kiemelt fontosságúnak tartja, mivel az hatékony nominális horgonyként szolgál a gazdasági szereplők számára: előmozdítja az infláció további mérséklését, miközben korlátozza a reálárfolyam volatilitását. A Jegybanktanács határozata alapján az MNB több lépésben módosította eszköztárát, hogy nagyobb függetlenséget tegyen lehetővé a belföldi gazdasági folyamatokkal összhangban álló kamatok kialakításában. A külföldi forrásbevonás költségeit növelni fogja az, hogy az év közepétől részben tartalékkötelessé válnak a külföldi források, és költségesebbé fog válni a bankok számára a mérleg szerinti nyitott pozíció fenntartása is. A kamattranszmisszió hatékonyságának növelése érdekében az MNB megkezdte új, három hónapos instrumentumának aukcionálását.

A jegybank sterilizációra irányuló törekvését támogatták a nemzetközi tőkepiaci fejlemények. Márciustól kezdődően ugyanis az Európai Központi Bank és a Fed 50 bázisponttal emelte irányadó kamatait, ami a forint kamatprémiumának és ezáltal a spekulatív forint eszközök vonzerejének csökkenése irányába hatott. A külföldi kamatok emelkedése mellett fontos szerepet játszott a globális befektetői bizalom megingása és a fejlett országokbeli tőkepiacokkal kapcsolatos megnövekedett bizonytalanság, ami csökkentette a kockázatosabbnak ítélt eszközök – így a feltörekvő piacok befektetései – iránti keresletet. A forintbefektetésektől elvárt kamatprémium növekedésének eredményeként a hozamgörbe a március eleji mélyponthoz képest 80–100 bázisponttal emelkedett.

Az elmúlt időszakban mind a külföldi befektetők, mind a rezidensek növelték forintbefektetéseiket. Az év első két hónapját erőteljes kamatérzékeny tőkebeáramlás jellemezte, ami magas konverziós forintkereslet és a sterilizációs állományok gyors növekedését eredményezte. Márciustól, részben a jegybanki intézkedések, részben a nemzetközi pénzpiacok változásának hatására mérséklődött a forintkereslet, és az árfolyam többször eltávolodott az erős sávszélről. A belföldi gazdasági szereplők közül a háztartások tovább növelték portfóliójukban a forintban denominált eszközök súlyát. A vállalatok külső forrásbevonásában ismét megélénkült a devizahitelezés súlya. A jelenleg érvényben lévő nyitott pozícióra vonatkozó szabályozás a bankokat a forintforrásoknál olcsóbb külföldi forrásbevonásból finanszírozott devizában történő hitelezésre ösztönzi. Az alacsonynak érzékelt árfolyamkockázat mellett ez a vállalkozások számára is olcsóbb finanszírozást biztosít.

Főbb makrogazdasági mutatók									
	1998				1999				2000
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év
<i>Növekedési ütem (változatlan áron)</i> <i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>									
GDP*	4,4	4,9	5,4	4,7	3,5	3,9	4,5	5,9	6,8
ebből: belföldi felhasználás	3,7	8,3	10,7	8,1	5,4	4,3	2,4	5,0	5,7
– végső fogyasztás	2,9	4,0	4,7	4,8	4,6	4,4	4,3	3,8	3,6
= lakossági fogyasztás	3,7	5,0	5,6	5,2	4,5	5,0	4,5	4,4	4,0
– felhalmozás	5,9	19,5	26,8	15,8	7,6	4,0	-1,6	7,6	11,1
= állóeszköz-felhalmozás	8,6	14,5	20,3	9,8	6,4	6,8	4,2	8,1	7,0
export (GDP)	29,0	17,6	13,9	9,7	9,5	9,8	13,6	18,9	21,1
import (GDP)	25,9	25,0	25,2	16,4	12,9	10,2	9,3	16,6	18,3
Reálieffektív árfolyamindex**									
Fogyasztóiár-alapon	-3,0	-1,2	2,1	4,3	2,9	0,4	-3,6	-5,9	-3,0
Termelőiár-alapon	0,6	2,5	5,2	7,2	5,5	2,3	-1,7	-6,9	-6,6
Fajlagos munkaköltség alapú (hozzáadottérték-alapon)	-0,3	3,2	4,8	7,2	6,4	4,0	5,0	3,7	6,4
Fajlagos munkaköltség alapú (bruttókibocsátás-alapon)	5,9	8,5	9,2	10,0	7,5	4,8	5,6	6,5	9,9
Hiány	<i>GDP százalékában</i>								
Államháztartás egyenlege (pénzforgalmi szemléletben)***	-7,6	-2,8	-4,4	-4,9	-10,1	-5,0	-2,7	-1,0	-4,0
Államháztartás elsődleges egyenlege***	2,6	1,4	2,7	0,1	-0,2	0,3	3,7	3,5	3,3
	<i>Milliárd euró</i>								
Folyó fizetési mérleg	-0,4	-0,5	-0,4	-0,8	-0,5	-0,6	-0,1	-0,8	-0,4
Külföldi működőtőke-befektetés (nettó)	0,4	0,5	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3	0,7	0,2
Megtakarítási ráta**** (%)	8,3	11,7	11,9	10,5	8,5	6,1	7,0	8,4	6,6
Munkanélküliségi ráta * (%)	8,1	8,0	7,7	7,4	7,1	7,0	7,0	6,8	6,4
Bérinfláció** (előző év azonos időszaka = 100 %)	n/a	n/a	n/a	n/a	16,3	14,6	14,8	12,9	11,6
Egy főre jutó átlagkereset reálértéken*** (előző év azonos időszaka = 100 %)	3,2	3,2	4,3	4,3	5,0	5,0	3,6	3,8	2,1

* Részben MNB-becslések, amelyek eltérhetnek a KSH publikált adataitól. A külkereskedelem és a fogyasztás elmúlt időszakokra vonatkozó adatai is változtak.

** A pozitív számok reálieértékelődést 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 tényezőkkel adódó átértékelődések összegét.)

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

** Az MNB saját bérinflációs mutatója, lásd IV. fejezetbeli keretes írásunkat. Az 1999. előtti időszakra a mutató nem számítható a későbbivel konzisztens módszertannal, így a korábbi évekre nem közlünk adatokat.

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

Főbb monetáris mutatók

	1998				1999				2000
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év
	<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>								
Infláció (fogyasztói árindex)**	16,4	14,2	12,5	10,3	9,3	9,1	10,9	11,2	9,6
Ipari termelői árindex**	13,5	11,6	10,4	7,1	4,9	4,5	4,8	8,2	9,9
Forint középárfolyamának nominális leértékelése	12,9	12,2	11,4	10,3	9,4	8,4	7,5	6,5	5,9
	<i>Monetáris aggregátumok reálnövekedése*</i>								
	<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>								
M0	1,7	3,3	3,7	5,8	8,5	7,9	3,9	11,5	6,2
M1	6,7	9,1	7,9	6,1	7,1	6,3	5,6	6,8	6,9
M3	2,3	4,0	4,6	4,4	8,0	7,1	5,0	4,3	5,0
M4	10,0	9,8	9,4	9,4	9,1	9,0	7,7	6,9	6,6
	<i>Pénzüintézetek hitelek állományának reálnövekedése*</i>								
	<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>								
Vállalati külföld+belföld*	13,1	14,5	16,4	11,2	13,4	10,8	7,0	13,4	17,3
Vállalati belföldi	14,5	15,5	15,6	9,9	11,0	7,2	3,5	11,3	15,8
Lakossági	-11,4	-2,4	2,4	0,8	11,6	14,0	17,8	20,4	28,0
	<i>Kamatok (%)**</i>								
Passzív repó/depo 1 hónapos***	18,75	18,00	18,00	16,75	16,00	15,25	14,75	14,25	11,25
3 hónapos diszkontkincstárjegy	18,65	17,33	19,06	16,10	15,68	14,74	14,07	12,44	10,63
12 hónapos diszkontkincstárjegy	18,70	17,32	18,96	15,88	15,61	14,77	14,17	12,33	10,42
3 éves államkötvény	17,42	16,31	18,00	14,18	14,01	14,03	13,45	10,75	9,09
BUX	8656	7806	4571	6308	5490	6486	6747	8819	11 000
Kamatprémium (bsp)****	364	363	674	533	531	551	551	426	309
	<i>Konverziós forintkereslet</i>								
Konverzió, millió euró*	2253	850	-1996	-175	313	239	1211	1043	1 466
Hitelintézetek nettó külföldi forrásbevonása,* millió euró*	854	231	-617	-158	7	-173	151	312	707
Vállalati szektor nettó hitelfelvétele,** millió euró*	384	-24	209	579	109	753	390	316	-199

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

** Az időszak végén, állampapírok esetében ÁKK referenciahozamai.

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

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

* Privatizációnak minősülő bevételek nélkül.

** Tulajdonosi hitelekkel együtt.

I. Az infláció alakulása

A 12 havi fogyasztói árindex áprilisban 9,2% volt, két százalékponttal alacsonyabb a tavalyi év végi (11,2%-os) szintnél. Az MNB idényjellegű élelmiszerek, egyes energia és regulált áras jószágok árváltozásának hatását kiszűrő maginflációs mutatója erőteljesebb deflációs folyamatról tanúskodik: az utóbbi 12 hónapban szinte végig folyamatosan csökkenő maginfláció értéke áprilisra elérte a 7,3%-ot. (Lásd I-1. ábra.)

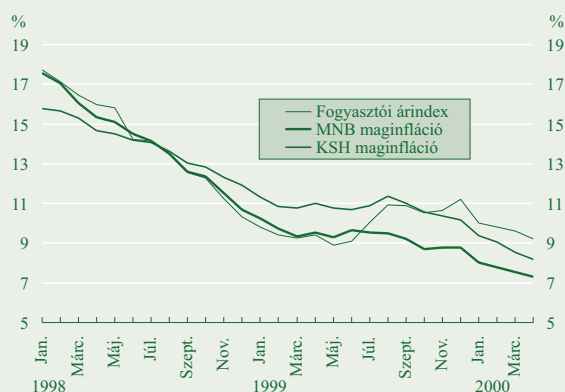
Az elmúlt időszakban az euróövezet inflációja (MUICP) némi gyorsulást mutatott: a tavalyi átlagos 1,1%-os értékről idén elérte a 2%-ot.

A hazai infláció ütemének mérséklődése és a külföldi infláció felgyorsulásának eredőjeként folytatódott az inflációs konvergencia, az euróövezetével szembeni – egy, az euróövezet harmonizált árindexével (MUICP) összehasonlítható hazai mutatóval mért – inflációs különbség a tavalyi évet jellemző átlagosan közel 8,5%-os értékről 2000 március–áprilisra 7% alá süllyedt. (Lásd I-2. ábra.)

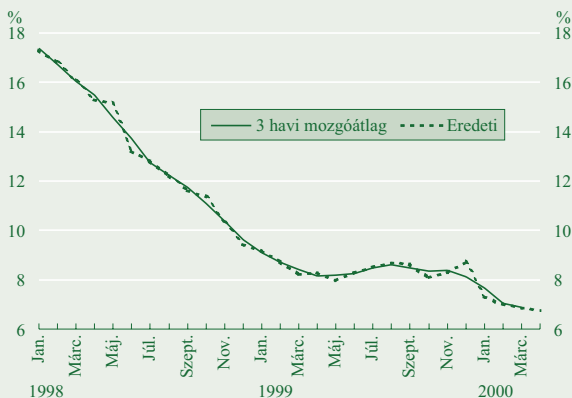
Az MNB a maginflációs mutatókat tekinti a monetáris politika szempontjából nyomon követendő inflációs folyamatok fő mérőszámainak. A defláció ilyen mutatókban tükröződő folyamatossága arra utal, hogy a fogyasztói árindex csökkenésének tavalyi megtorpanása és az azóta tartó stagnálása mögött alapvetően nem az aggregált kereslet-kínálat alakulásával összefüggő tényezők állnak. A fogyasztói árindex lassabb csökkenésének hátterében a világpiaci olajár-emelkedés hatása, illetve a fel nem dolgozott élelmiszerek korábbi áresésének megfordulása áll. Annak azonban egyelőre nincs jele, hogy e termékcsoportok gyorsabb árnövekedése költségoldali inflációs nyomást kifejtve a többi csoportnál is magasabb áremelkedési ütemet eredményezne.

Az előző időszakhoz képest folytatódott, sőt – a nominális ár-folyampályához képest –, fokozódott is az *iparcikkeknek* nevezett, külkereskedelemben versenyző jószágok deflációs tendenciája. Ezzel szemben megugrott az *élelmiszerárak* inflációja, e körben azonban figyelemre méltó és a tartós defláció szempontjából pozitív fejlemény, hogy ez teljes mértékben a *fel nem dolgozott élelmiszerek* inflációjához köthető; a *feldolgozott* élelmiszerek inflációs pályája a lassulás jeleit mutatja. Az inflációs folyamat hosszú távú alakulásában meghatározó szerepű *piaci szolgáltatások esetében* a defláció megtorpanásáról beszélhetünk, emelkedni látszik a *keresletérzékeny* piaci szolgáltatások inflációja. E termékkörben nem elhanyagolható mértékű az energia- és élelmiszerárak növekedésének költséghatása. Ugyanakkor a lakossági reáljövedelmek emelkedése nyomán megugró nagyobb kereslet is hozzájárult e termékkör gyorsabb áremelkedéséhez. Mivel e tevékenységek körében a béremelke-

I-1. ábra A fogyasztói árindex és a maginflációk 12 havi üteme



I-2. ábra Inflációs ütemkülönbség az euróövezethez képest harmonizált árindexekkel mérve*



* Különbség százalékpontban. Az euró-régió inflációját az Eurostat által publikált hivatalos harmonizált fogyasztói árindexszel (MUICP) mérjük. Az összehasonlíthatóság érdekében a hazai inflációt is egy ezzel – a fogyasztói kosárát tekintve – konzisztens mutatóval mérjük, melynek képzésekor az MUICP-ben nem szereplő csoportokat a hazai fogyasztói árindexből is elhagytuk (1999-2000-ben: gyógyszer, gyógyárú; egészségügyi és oktatási szolgáltatás; saját tulajdonú lakás és szerencsejáték árindexe). Mutatóink így az eredeti hazai fogyasztói kosár 90%-át tartalmazza. Bővebben ld. keretes írásunkat.

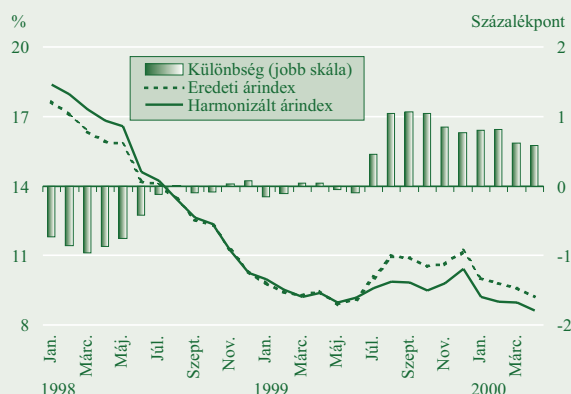
Box I-1. Hogyan mérjük az euróövezetbe vett inflációs konvergenciát?

A monetáris politika célja, az infláció fenntartható csökkentése, az európai integráció összefüggésében a Magyarország és az euróövezet közti inflációs különbség mérséklését jelenti. Az inflációs konvergencia megítélése csak összehasonlítható módon definiált és számított árindexek segítségével lehetséges.

Az euróövezet inflációját hivatalosan az Európai Unió statisztikai hivatala, az Eurostat által publikált euróövezet harmonizált fogyasztói árindexe (MUICP) méri. Ez a tagállamok statisztikai hivatalai által számított nemzeti harmonizált árindexek (HICP-k) súlyozott számtani átlagaként áll elő. A „teljes” Európai Unió szintjén is készül hasonló elvek alapján aggregált harmonizált fogyasztói árindex (EICP). A nemzeti szinten számítandó harmonizált fogyasztói árindexek módszertanát az 1992-től folyamatosan zajló, az árstatisztikai gyakorlatot érintő egységesítési folyamat során született európai rendeletek és irányelvek határozzák meg. A harmonizáció jellemzően az árindex által felölelt jószágkörre, illetve az adatgyűjtés és aggregálás módszereire koncentrált: nem az egyetlen közös fogyasztói kosár, hanem egy azonos elvek alapján kialakított, de nemzeti fogyasztási szokásokat tükröző minta volt a cél. A nemzeti harmonizált árindexek tehát különbözhetnek – és sokszor jelentősen különböznek is – az országok eredeti fogyasztói árindexeitől. Országról-országra eltérő a gyakorlat abban a tekintetben, hogy a harmonizált árindex felváltotta vagy csupán kiegészítette a korábban használatos fogyasztói árindexet.

Harmonizált fogyasztói árindex számítása Magyarország számára is – jogszabályban rögzített – harmonizációs kötelezettségként jelentkezik.¹ Mivel a KSH jelenleg még nem publikál ilyen árindexet, átmeneti jelleggel, kizárólag az inflációs konvergencia mérésére az MNB maga állít elő a MUICP-vel a KSH alapadataiból lehetőség szerint konzisztens módszertannal készített harmonizált árindexet a magyar gazdaságra. A konzisztencia megteremtése érdekében az árindex által felölelt jószágok körét összhangba hoztuk a HICP elveivel. Ez 2000-ben a *saját tulajdonú lakás* és a *szerencsejáték* árindexének hazai fogyasztói árindexből való kihagyását jelenti (korábban a gyógyszer, gyógyszer, valamint az egészségügyi és testápolási szolgáltatások árindexe is kihagyásra került). Az Eurostat gyakorlatával összhangban azonban 12 havi index az újonnan bevett tételekre 2000-ben nem készül.² 2000-ben – a 12 havi indexekkel mért kört tekintve – az MNB által számított hazai HICP mintája az eredeti árindexnek közel 90%-ára terjed ki. Így a 12 havi indexek szintjén az eredeti fogyasztói árindex és az általunk számított harmonizált árindex különbsége – a kihagyott jószágok magas árindexe miatt – 2000-ben is jelentős, közel 1 százalékpontnyi. Amikor az euróövezetbe vett inflációs konvergenciát vizsgáljuk, a szokásoknak megfelelően a szóban forgó harmonizált árindexek (MUICP és hazai HICP) egyszerű *különbséget* vesszük alapul; bár közgazdaságilag pontosabb lenne a *hányadost* nézni, hiszen az kiszűri a szintek torzító hatását. Adataink szerint azonban ennek számszerű jelentősége eddig elhanyagolható volt.

I-3. ábra A KSH által publikált hivatalos fogyasztói árindex és az MNB által számított harmonizált árindex alakulása (előző év azonos időszaka = 100, illetve a különbség százalékpontban)



dés üteme jelentős mértékben tovább mérséklődött, a magasabb áremelkedési ütem megítélésünk szerint olyan, a gazdaság ciklikus pozíciójával együtt járó jelenség, ami nem veszélyezteti az árfolyampálya fenntarthatóságát. (Lásd I-3. ábra.)

A monetáris politika által nem befolyásolható *regulált* kör áralakulása – a kormány antiinflációs elkötelezettségét mutatva – az elmúlt időszakban visszafogott volt. A hatóságilag befolyásolt kör 12 havi inflációja a januári egyszeri intézkedések időben elhúzódó hatásait tükrözve áprilisra 10,2%-ra süllyedt, ami konzisztens a kormány által meghirdetett, az év egészére 6%-os értéket kitűző pályával.

¹ Erről lásd a KSH által kiadott *Statisztikai Szemle* 1999/7. számában megjelent tanulmányokat.

² Lásd *Extended coverage and earlier release dates for the HICP*, Eurostat Memo no 2/2000 (2000. február 18.).

Box I-2. Az euróövezettel szembeni inflációs konvergencia termékkörönként

Szölkünk róla, hogy az euróövezet harmonizált árindexéhez (MUICP) képest folyamatos volt a hazai infláció konvergenciája. Nézzük meg, milyen többletinformációt szolgáltat a hazai és az euróövezet inflációs különbségének termékkörönkénti vizsgálata.

Miről lehet itt szó? Egyfelől, az átlagos inflációs ütemek különbsége részek különbségére bontásával kiderülhet, ha az aggregált mutatókban látható inflációs konvergencia folyamatát egy-egy jól körülhatárolható csoport konvergenciája mozgatja vagy éppen divergenciája lassítja. Az utóbbi esetben vizsgálhatjuk, az adott csoport inflációjára mennyiben hat a monetáris politika.

Másfelől, a hazai gazdaság – az áru- és tényezőpiacok révén – oly mértékben integrálódott az európai övezetbe, hogy a mindkét régió számára *exogén sokkokra* várhatóan azonos módon reagál. A termékkörönkénti inflációs konvergencia vizsgálata felfedheti, ha ez nem így történik.

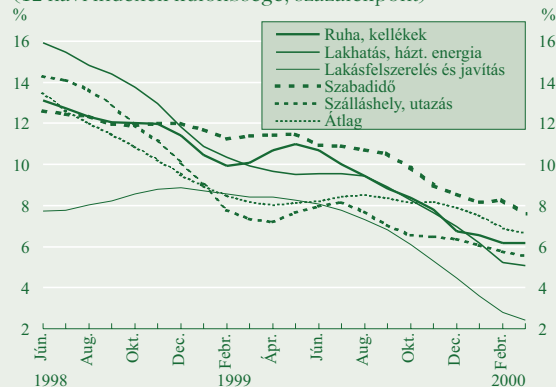
Adatainkból kitűnik, hogy határozott inflációs konvergencia figyelhető meg a *Jelentéseinkben* iparcikkeknek nevezett jószágokat, illetve háztartásienergia-termékeket jelentős arányban tartalmazó körben (ruházati cikkek, lakhatás és háztartási energia, lakásfelszerelés, szabadidős cikkek); illetve – inkább csak az utóbbi időben és kisebb mértékben – az üzemanyagokat is tartalmazó közlekedési körben. (Lásd I-4. ábra.) Ezzel szemben stagnál-emelkedik az inflációs különbség az élelmiszer, alkohol- és dohányárúk, illetve a kommunikáció területén. (Lásd I-5. ábra.) Ebből monetáris politikai szempontból arra következtethetünk, hogy az inflációs konvergencia kellően megalapozott és általános jellegű, hiszen az utóbb felsorolt területek inflációs rátái mind átmeneti, illetve a monetáris politika hatókörén kívül álló okból divergálnak az euróövezet megfelelő rátáitól.

Az *élelmiszerek* esetében az euróövezetben elmaradt (sokkal enyhébben és később következett be) az 1998-as hazai defláció, aminek – *Jelentéseinkben* tárgyalt – korrekciója most inflációs divergenciában jelentkezik. A másik két területen a *reguláció* hatása jelentkezett inflációs divergenciaként: az alkohol- és dohányárúknál az adótartam – EU-harmonizáció részeként megvalósított – emelése; a *kommunikáció* esetében pedig a szolgáltatásokban az egyes nyugati országokban a deregulációt követő áresés csekélyebb mértéke mutatkozik meg Magyarországon inflációs divergenciaként (a kommunikáció árszintje az euróövezetben hosszabb ideje évi 3–5%-kal csökken). Annak is jelentősége lehet, hogy a hazai fogyasztói árindexből – a MUICP-vel elentétben – hiányoznak a telekommunikációs *eszközök* (vezetékes és mobil-telefonkészülék, faxgép stb.), melyek árszintje – mint minden újonnan elterjedő jószág – valószínűleg Magyarországon is jelentős csökkenést mutat. Ebből a monetáris politika számára annyi a tanulság, hogy az inflációs konvergencia, így Magyarország EMU-tagsága szempontjából nem mindegy, milyen a hazai fogyasztói árindex mintája (nem is beszélve dereguláció árakra gyakorolt hatásairól).

Az is látható azonban, hogy 2000-re a kommunikáció terén is jelentősen mérséklődött az inflációs különbség, ami nagyrészt a hazai 12 havi kommunikációs árindex (telefon- és postai szolgáltatások) csökkenésének tulajdonítható. Monetáris politikai szempontból figyelemre méltó továbbá, hogy a *közlekedés* terület inflációs különbsége (különösen, ha hányadosként mérjük) folyamatosan csökkent. Ez azt jelenti, hogy a külső olajársokkra a két gazdaság hasonlóan reagált, hiszen az nem érintette az inflációs konvergencia általános menetét.

I-4. ábra Inflációs konvergencia termékkörönként: konvergáló főcsoportok *

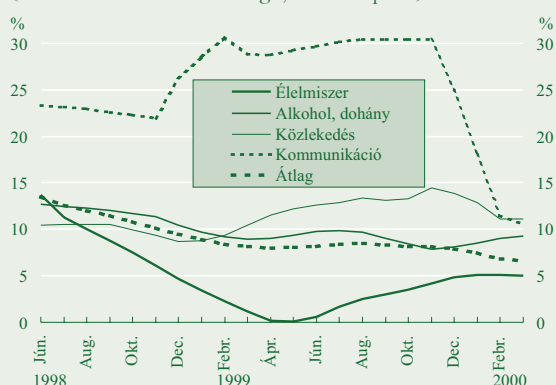
(12 havi indexek különbsége, százalékpont)



* MNB-becsítés: a hazai fogyasztói árindex 160 csoportját egyenként besoroltuk a MUICP 12 főcsoportjának valamelyikébe, majd a hazai súlyokkal képzett főcsoportok 12 havi inflációs ütemeiből kivontuk az euróövezeti ütemeket. Háromhavi centrális mozgóátlagok. Ezek vonatkoznak az alábbi ábrára is!

I-5. ábra Inflációs konvergencia termékkörönként: nem konvergáló főcsoportok

(12 havi indexek különbsége, százalékpont)



I-1. táblázat A világgpiaci árszintek 1999–2000-ben*
(1995 átlagához viszonyítva)

	1999				2000
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	jan.–febr.
Alapanyagok					
energiahordozók nélkül	75,7	74,5	75,1	78,0	79,5
Élelmiszerek	78,9	73,9	72,0	72,5	74,6
Italok	79,0	73,4	65,3	74,9	68,6
Mezőgazdasági nyersanyagok	75,6	75,7	77,1	80,3	80,9
Fémek	68,2	72,0	78,5	81,7	87,3
Nyersolaj	68,5	95,1	120,1	137,8	152,1

Forrás: IMF IFS.

* Világgpiaci árak dollárban.

1. Az importált infláció

Az idei év első negyedében folytatódta az 1999 második felére jellemző világgpiaci ártendenciák: az energiahordozók nélküli alapanyagok és a nyersolaj ára egyaránt tovább emelkedett. Az árnövekedés üteme azonban mérséklődött. Míg 1999 negyedik negyedében 4%-kal, addig az idei első negyedében 2%-kal nőttek a nyersanyagárindexek, a nyersolajárak pedig 15, illetve 10%-kal emelkedtek. A nyersanyagokon belül a fémárak nőttek a leggyorsabban, közel 7%-kal és mintegy 2%-kal emelkedtek az előző év folyamán még csökkenő élelmiszerárak is. (Lásd I-1. táblázat.)

1999 azonos időszakához viszonyítva az élelmiszer- és az italárak 6–13%-os csökkenésének és a mezőgazdasági nyersanyag-, valamint a fémárak 7–28%-os emelkedésének következtében az energiahordozók nélkül számított alapanyagárak 5%-kal nőttek. A nyersolaj az OPEC kínálatkorlátozó magatartásának és a készletek csökkenésének eredményeként az 1999. első negyedévi alacsony bázishoz képest 126%-kal drágult.

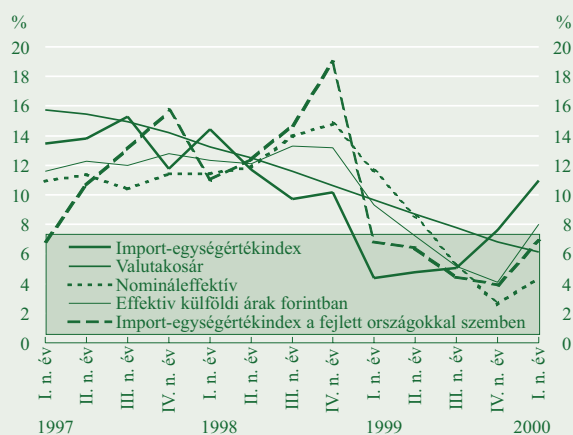
2000 első negyedében a tavalyi negyedik negyedév 7,6%-os mutatója után az *import-egységértékindex* 10,9%-os emelkedést mutatott. Ez közel 5%-kal haladta meg a forint előre meghirdetett leértékelésének ütemét. A nomináleffektív árfoolyamindexszel összehasonlítva még nagyobb – 6,6%-os – különbséget mérhetünk. Negyedév/negyedéves összehasonlításban azonban az import-egységértékindex növekedése fékeződést mutatott az első negyedében (a tavalyi negyedik negyedévi 16,1%-os negyedéves importárváltozás 9,9%-ra mérséklődött).³

Új fejlemény, hogy 2000 első negyedében az effektív külföldi árakkal számított importált inflációs mutató is emelkedett, a tavalyi negyedik negyedévi 4,1%-os árnövekedési ütem 8%-ra. Az importált inflációs nyomás erősödése tehát már a legfontosabb külkereskedelmi partnereink inflációs folyamataival is kapcsolatba hozható. A fejlett országokból származó gépek ára, amely korábban az importált inflációt mérséklő hatású volt, nem jelentős mértékben ugyan, de meghaladta a forint előre bejelentett leértékelési ütemet.

Ez utóbbi termékkörben az előző év azonos időszakához képest 6,8%-os árnövekedést tapasztalhattunk. Továbbra is jellemző, hogy az energiahordozók árnövekedése miatt a Közép- és Kelet Európából származó import ára emelkedett rendkívüli ütemben, ebben a relációban 39%-os importár-emelkedésnek lehattunk tanúi.

Termékcsoporthoz szinten vizsgálva az állapítható meg, hogy az energiahordozók importára 86%-kal emelkedett. Az élelmiszerek, italok, dohánytermékek és a gépek, szállítóeszközök termékcsoportban az importárak növekedése azonban 5–6% között alakult (5,7% és 5,2%). A feldolgozott termékek és a nyersanyagok importára 9,1%, illetve 11,4%-kal emelkedett. Az importált inflációs folyamatok erősödését tehát egyszerre magyarázhatjuk az energiahordozó- és nyersanyagárak hatásával és a főbb külkereskedelmi partnereink általános áremelkedési trendjeivel. (Lásd I-6. ábra.)

I-6. ábra Az importárak és különböző árfolyammutatók alakulása



³ A rövid bázisú indexeket a szezonálisan igazított adatok trendjéből számoltuk.

Mint arra már a korábbi Jelentésünkben is rámutattunk, elsősorban a gyorsan emelkedő energiaárak és a gyenge euró a Magyarország legfontosabb kereskedelmi partnerét jelentő euróövezet tizenkét havi fogyasztói árainak növekedését is megemelte. A fogyasztói infláció az euróövezetben a decemberi 1,2%-ról márciusban 2,1%-ra nőtt. Ezzel az Európai Monetáris Unió létrejötté óta először lépte át a fogyasztói árnövekedés az Európai Központi Bank által megszabott 2%-os felső határt. A tizenegy tagállamból hétben haladta meg az infláció a 2%-ot. A legmagasabb, 4,6%-os áremelkedés Írországot jellemezte. Áprilisban az olajárak mérséklődésének hatására az euróövezetben a várakozásoknak megfelelően ismét 2% alá (1,9%-ra) esett a fogyasztói-ár-infláció.

Váratlanul nagymértékben emelkedett a fogyasztói árindex márciusban az Egyesült Államokban. A 3,7%-os, hosszú idő óta a legnagyobb tizenkét havi áremelkedés mindenekelőtt az olajárak gyors növekedésével magyarázható. Ugyanakkor más mutatók, például a feldolgozóipari kapacitáskihasználtság mértéke vagy a kiskereskedelmi forgalom áprilisi csökkenése az előző hónaphoz képest arra utalnak, hogy nem kell az inflációs nyomás gyors erősödésétől tartani. (Áprilisban mind a termelői, mind a fogyasztói árak növekedése mérséklődött, 3,7% és 3%-ra.)

Lengyelországban a fogyasztói árak növekedési üteme a tavaly áprilisi 5,6%-os mélypont után gyorsulni kezdett, és idén január óta a tizenkét havi infláció már kétszámjegyű volt. Márciusban némileg mérséklődött, 10,3% volt az árnövekedés, de így is meghaladta az elemzői várakozásokat. Csehországban az élénkülő gazdasági tevékenység és a magas olajárak ellenére csak 3,8%-ra emelkedett a fogyasztóiár-infláció idén márciusban az előző év végi 3,2%-ról. A mérsékelt áremelkedést az élelmiszerek és a ruházati cikkek árának kedvező alakulása támogatta. (Lásd I-2. táblázat.)

2. A fogyasztói árak változásának tényezői

A tavalyi évre jellemző tendenciát folytatva az idei év első negyedében az üzemanyagárak emelkedése és az élelmiszerek gyorsuló árnövekedése lassította az infláció mérséklődésének ütemét. A dezinflációt lassító tényezők mellé az utóbbi hónapokban a piaci szolgáltatások kereslet-érzékeny komponensei sorakoztak fel. (Lásd I-3., I-4. táblázat.)

A monetáris politika elsősorban a piaci áralakulású kör, illetve azon belül elsősorban az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációjára tud hatni. Noha a regulált árak és a piaci kör inflációja között az inflációs várakozások, illetve a költségoldali inflációs nyomás kapcsolatot teremt, a monetáris politika eszközrendszerre – a nominális árfolyampálya, illetve az aggregált keresletet befolyásolva – elsősorban az utóbbi körön belül hat. Az áralakulását tekintve jellemzően piaci folyamatok által meghatározódó kör inflációja a tavalyi év második felének átlagos értéke (8,7%) körül ingadozott. Ez azonban részben az üzemanyag- és szabadpiaci háztartási energiaárak emelkedésének a következménye: ezek összességében közel 2 százalékponttal emelték a piaci szegmens árindexét február–április során. A piaci szektor üzem-

I-2. táblázat Nemzetközi inflációs adatok, 1999–2000
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	1999. szeptember		1999. december		2000. március	
	ipari termelői	fogyasztói	ipari termelői	fogyasztói	ipari termelői	fogyasztói
	árak változása					
Egyesült Államok	3,2	2,6	3,0	2,7	4,5	3,7
Japán	-1,1	-0,2	-1,5	-1,1	n/a	-0,6
Németország	-0,5	0,7	1,0	1,2	n/a	2,1
Csehország	1,5	1,2	3,2	2,5	5,1	3,8
Lengyelország	6,2	8,0	7,1	9,8	7,4	10,3
Magyarország	4,8	10,5	6,9	11,2	9,9	9,6
EU-11	1,3	1,2	4,0	1,7	6,2	2,1
EU-15	1,5	1,3	n/a	2,1	n/a	1,9

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

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

	Súly	1999		2000			
		átlag	dec.	jan.	febr.	márc.	ápr.
Fogyasztói árindex	100,0	10,0	11,2	10,0	9,8	9,6	9,2
Ebből:							
Ipari termékek, élelmiszer, alkohol, dohány és üzemanyag nélkül	29,6	8,8	6,9	6,1	6,1	5,6	5,1
Üzemanyag	4,9	18,7	37,8	30,7	32,4	36,7	29,7
Szabadáras háztartási energia	1,3	11,7	16,5	13,4	12,1	12,7	17,3
Élelmiszerek	19,1	1,7	5,4	5,7	5,4	5,6	6,3
Szabályozott árak	18,0	16,6	17,6	13,9	12,6	10,9	10,2
Piaci szolgáltatások	17,6	12,5	11,0	10,8	10,3	10,3	10,4
Szeszes ital, dohányáru	9,4	11,5	10,6	10,9	11,9	11,7	11,5
Maginfláció	89,9	9,3	8,8	8,1	7,8	7,5	7,3
Nominál effektív árfolyam leértékelődése		7,0	2,7	4,2	5,0	4,1	5,4
A forint bejelentett nominális leértékelődése		8,4	6,7	6,4	6,2	6,0	5,4

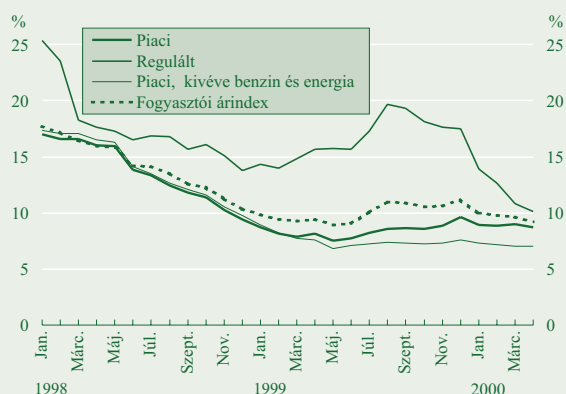
* A fogyasztói árindex alapjául szolgáló tételek csoportosítása eltér a KSH által használttól, lásd korábbi Jelentéseinket.

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

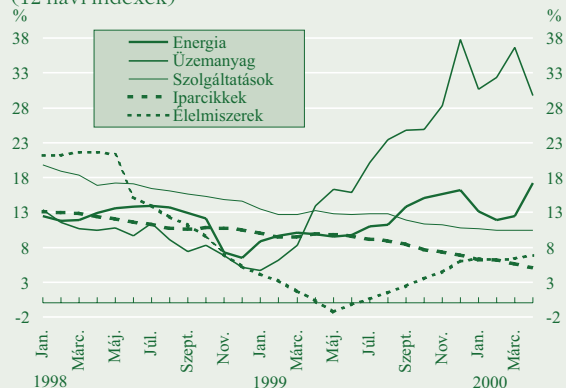
	Súly a fogyasztói árindexben	1999				1999. dec./1998. dec.	2000	
		I.	II.	III.	IV.		I.n.év	ápr.
		negyedév átlag, az előző negyedévhez képest					1999. IV. n.évhez képest	
Fogyasztói árindex	100,0	-1,8	-0,4	1,5	0,2	0,9	-1,0	-1,6
Az inflációs ütem növekedését okozó csoportok								
Élelmiszerek	19,1	-0,9	-0,9	0,6	0,7	0,2	0,3	0,4
Szeszes ital, dohányáru	9,4	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,1	0,1
Szabadáras háztartási energia	1,3	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,0	0,0
Benzin	4,9	0,0	0,4	0,4	0,4	1,6	0,1	0,0
Az inflációs ütem növekedését mérséklő csoportok								
Szabályozott árak	18,0	-0,1	0,2	0,6	-0,2	0,7	-1,0	-1,4
Ipari termékek	29,6	-0,3	0,0	-0,3	-0,4	-1,0	-0,4	-0,6
Piaci szolgáltatások	17,6	-0,3	0,0	0,0	-0,2	-0,6	-0,1	-0,2

* Kerekítés miatt a részösszegek nem feltétlenül adódnak pontosan össze.

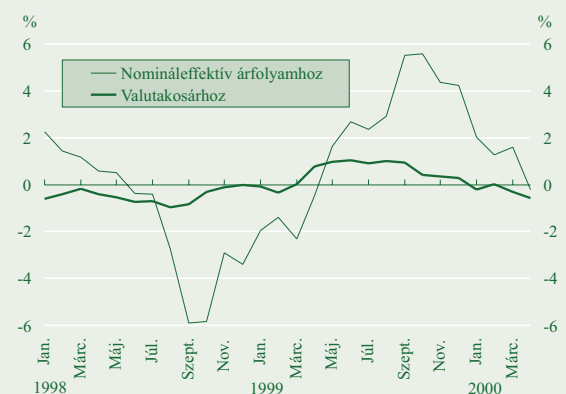
I-7. ábra A fogyasztói árindex és főbb komponensei
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)



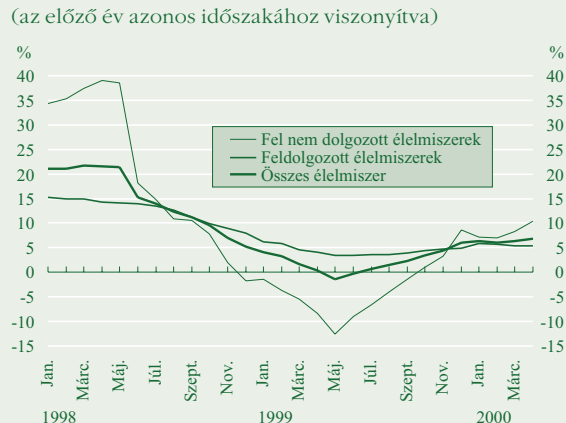
I-8. ábra A piaci árinfláció és komponensei
(12 havi indexek)



I-9. ábra Az ipari termékek 12 havi relatív inflációs üteme



I-10. ábra Az élelmiszerek és főbb csoportjainak áralakulása
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)



anyag- és energiaáraktól megtisztított árindexe – szemben az ezek hatását is tartalmazó mutatóval – 1999 vége óta folyamatos csökkenést mutat. (Lásd I-7. ábra.)

A piaci körön belül legjelentősebb a külkereskedelmi forgalomba kerülő, *iparcikk*eknek nevezett termékek csoportja. A monetáris politika e kör áralakulására közvetlenül is hat a nominális árfolyampálya kijelölésén és az importált infláción keresztül. Az árfolyam nominális horgony szerepének tartósságát mutatja, hogy az iparcikknek a forint középárfolyamának leértékelődése 12 havi üteméhez vett relatív inflációs üteme hosszú idő óta a $\pm 1\%$ -os sávon belül ingadozik. Noha egy ilyen szűk sávon belüli elmozdulásokat nem tartjuk statisztikailag szignifikánsnak, az utóbbi időben megfigyelhető volt az inflációs különbség szűkülése, majd negatívba fordulása, azaz az iparcikk dezinflációjának gyorsulása. Az iparcikkben belül figyelemre méltó fejlemény a *tartós fogyasztási cikkek* dezinflációjának némi lassulása. Ez értelmezhető a tartós cikkek kiskereskedelmi értékesítésében az első negyedévben tapasztalt kiugró (22%-os) volumennövekedés keresleti oldali hatásának jeleként is; bár ennek némileg ellentmond, hogy a tavalyi év közepi rendkívüli értékesítési növekedést nem kísérte inflációs változás. Így e tekintetben további hónapok adatai szolgáltatathatnak bizonyosságot. *A nem tartós iparcikk dezinflációja folyamatos volt, sőt február óta fel is gyorsult*, így összességében az iparcikk 12 havi inflációs üteme megközelítette az 5% -ot. (Lásd I-8. ábra.)

A piaci ármeghatározódású szegmens második legnagyobb súlyú csoportját az *élelmiszerek* alkotják. Ebben a körben az tavalyi év második felében folyamatosan gyorsuló infláció 12 havi üteme 1999/2000 fordulóján – 6% körüli értéken – stabilizálódni látszott. Előző Jelentésünkben is utaltunk rá, hogy ez könnyen átmenetinek bizonyulhat. Friss adataink szerint – bár a tavalyinál kisebb dinamikával – újra gyorsulásnak indult az élelmiszerárak inflációja, áprilisra megközelítve a 7% -os értéket. Ez azonban két szempontból is különbözik a tavalyi folyamatoktól. Először is, az ismét emelkedő 12 havi árindex részben a tavalyi év eleji alacsony bázis hatását tükrözi – akkor ugyanis még estek az élelmiszerárak. Másrészt, az utóbbi hónapokban a teljes élelmiszercsoport inflációgyorsulását, szemben a tavalyi helyzettel, csak a fel nem dolgozott élelmiszerek okozták – a feldolgozott élelmiszerek inflációja nem emelkedett. *A fel nem dolgozott élelmiszerek* inflációjának gyorsulása nem meglepő, az 1998-as deflációs periódus utáni korrekció részét képezi: adataink szerint a tavalyi év közepe óta tartó áremelkedés még 2000 áprilisára is a defláció okozta árszintesés csak mintegy háromnegyedét „hozta vissza”. *A feldolgozott élelmiszerek* áralakulását, amint azt előző Jelentésünkben kifejtettük, részben a nyers élelmiszerek, részben az iparcikk áralakulása határozza meg. Az utóbbi hónapok adataiból úgy tűnik, e körben az infláció ismét az iparcikkéhez hasonló; bár ennek egyértelműségéhez a következő hónapok adatai szükségesek. (Lásd I-9., I-10. ábra.)

A piaci szegmens közel negyedét képviselő *piaci szolgáltatások* dezinflációja az utóbbi hónapokban lelassult, a 12 havi árindex értéke továbbra is felülről súrolja az egyszámjegyű tartományt. E körben az áralakulásra a nominális árfolyampálya csak közvetve, az iparcikk áralakulásán – a relatív árakon – keresztül hat. Költségoldalón bizonyos szolgáltatások esetében jelentős a bérek, illetve az energiaárak hatása is. Az elmúlt időszakban a piaci szolgáltatások iparcikkhez vett relatív inf-

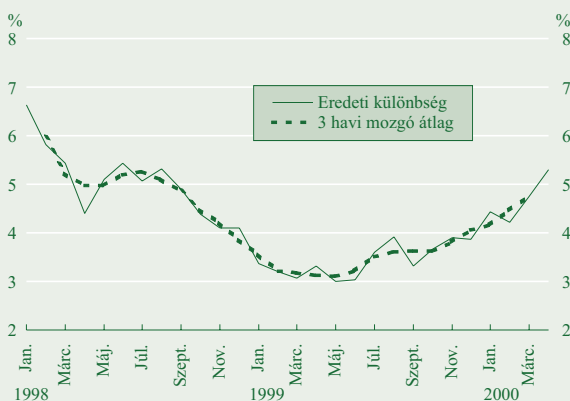
lációja emelkedett. Ez a tendencia friss adataink alapján folytatódott, az inflációs különbség mértéke áprilisra meghaladta az utoljára 1998-ban – jóval magasabb átlagos infláció mellett – mért 5 százalékpontot is. „Technikailag” a különbség emelkedése mögött, hasonlóan a tavalyi évben tapasztaltakhoz, az iparcikkek szolgáltatásokénál erőteljesebb defláció áll, közgazdaságilag a kérdés az, hogy a piaci szolgáltatások relatíve magas inflációs ütemét tekintve mennyiben állnak *keresleti* oldali és mennyiben *kínálati* – költség – oldali folyamatok a háttérben. (Lásd I-11. ábra.)

A piaci szolgáltatások csoportot előző Jelentésünkben bemutatott módon háromfelé bontva azt látjuk, hogy a piaci szolgáltatások átlagos inflációját elsősorban az energiaigényes (fuvarozási) illetve a keresletérzékeny csoportok tartják magasán. Mivel az utóbbiért a monetáris politikai szempontból exogén világpiaci energiaársook a felelős, koncentrálnunk a kereslet-érzékeny csoportra. Itt friss adataink új fejleményekről tudósítanak. Előző jelentésünkben írtuk, hogy e kör inflációs üteme a piaci szolgáltatások átlaga felett halad, de ez a „többletinfláció” nem fokozódik. Az utóbbi két hónap adatai azonban árnyalják ezt a képet annyiban, hogy ez a különbség több havi stagnálás-csökkenés után közel egy százalékpontot ugrott. Noha nem világos, hogy egyszeri jelenségről, vagy egy tendencia kezdetéről van szó, a monetáris politika szempontjából levonható következtetések érdekében vizsgáljuk meg a kereslet-érzékeny csoportot részletesebben. (Lásd I-12. ábra.)

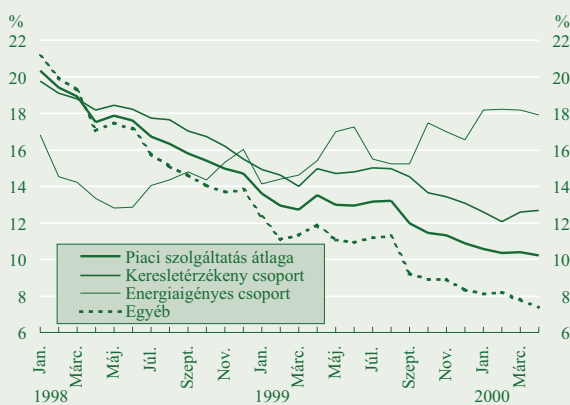
A kereslet-érzékeny szolgáltatások csoportját az eddigiekhez hasonlóan felbontva azt láthatjuk, hogy a munkában intenzív, a csoport közel kétharmadát képviselő *személyi szolgáltatások* (javítási, egészségügyi, testápolási), illetve a munkában és élelmiszerinputban egyaránt intenzív, a csoport közel 30%-át jelentő *étkezési* (éttermi, munkahelyi és előfizetési étkeztetési, büfé-) szolgáltatások árindexe emelkedett leginkább; miközben a *kulturális* szolgáltatások árindexe (sport, mozi, színház stb.) magas volt ugyan, de határozott tendenciát nem mutatott. Megállapíthatjuk, hogy „valós”, részben az aggregált kereslet-kínálat alakulásával összefüggő gazdasági folyamatok, nem módszertani problémákra visszavezethető jelenségek állnak a piaci szolgáltatások emelkedő relatív inflációja mögött. Monetáris politikai szempontból ugyanakkor a jelenség relevanciáját erősen csökkent, hogy a keresleti hatás mellett az exogén energia- és élelmiszerár-sokk minden bizonnyal szerepet játszott több szóban forgó szolgáltatás árának megugrásában. (Lásd I-13. ábra.)

A hatósági intézkedések által befolyásolt vagy közvetlenül szabályozott áralakulású körbe tartoznak a *jövedéki termékek*, melyeket speciális adóztatásuk különböztet meg a tisztán piaci folyamatok által meghatározott áralakulású jószágoktól. A lakosság fogyasztási kiadásainak mintegy 9%-át teszik ki az *alkoholok és a dohányárak*. Az év elején ebben a termékkörben a reguláció hatása erős, mivel a jövedéki adó emelése ekkorra datálódik. A tizenkét hónap alatti árnövekedés 11,5%-os volt. Az alkoholok közül a sör és a tömény szeszes italoknál 7%-os jövedéki adóterhelésnövekedés történt. A dohányáraknál a jövedéki-adótaralom – aminek az EU-harmonizáció szerint a jelenlegi 40%-ról 57%-ra kell emelkedni – növekedése 15% volt. Ez önmagában 6%-kal emelte a termékek fogyasztói árát, ami döntő mértékben már beépült a kiskereskedelmi árakba. Az importárak növekedése is erőteljesebb volt, mint az elmúlt évben. A jövedéki adószabályo-

I-11. ábra Az iparcikkek és a piaci szolgáltatások 12 havi inflációs ütemének különbsége

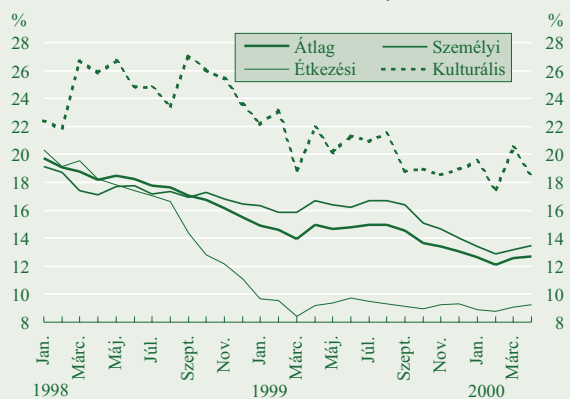


I-12. ábra A piaci szolgáltatások egyes csoportjainak inflációja* (az előző év azonos időszakához viszonyítva)



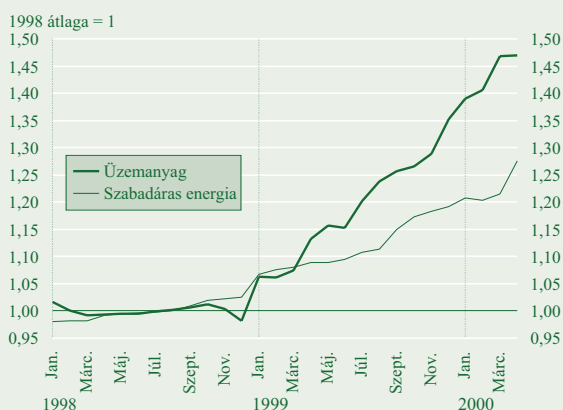
* A kereslet-érzékeny csoportba tartoznak az éttermi és előfizetési étkezés, büféárak, a javítási, egészségügyi, testápolási és oktatási szolgáltatások, kulturális-szórakozási szolgáltatások és a belföldi üdülés. Ezek a piaci szolgáltatások 53%-t teszik ki. Energiaigényesek a taxi és a teherszállítás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

I-13. ábra A keresletérzékeny piaci szolgáltatások egyes csoportjainak inflációja* (az előző év azonos időszakához viszonyítva)

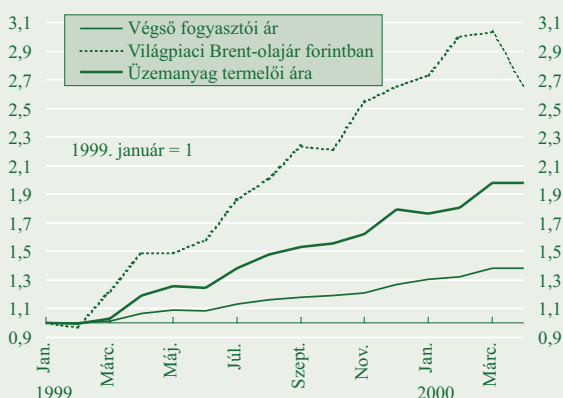


* *Személyi* szolgáltatások: javítási, mosatási-takarítási, testápolási, egészségügyi, oktatási, (nem beutalós) üdülési szolgáltatások. *Étkezési* szolgáltatások: éttermi és munkahelyi étkezés, büféárak. *Kulturális* szolgáltatások: színház, hangverseny, mozi, sportrendezvények.

I-14. ábra Az üzemanyag és a szabadáras energiatermékek átlagos árszintje



I-15. ábra A benzin hazai átlagos árszintje és a világpiaci olajár alakulása*
(1999. január = 1)



* Becslés a KSH által publikált üzemanya-árindex és becsült hazai benzinátlag alapján. A termelői ár a jövedéki adó nettó (ÁFA-mentes) fogyasztói árból való levonásával kapott becslés.

I-5. táblázat A szabályozott vagy államilag befolyásolt körbe tartozó árak*
(12 havi, illetve négyhavi [2000. évben megvalósult] növekedése)**

								%
	Súly 2000- ben	12 havi árindexek				4 havi árindexek		Eltér- és, száza- lék- pont
		2000				1999	2000	
		jan.	febr.	márc.	ápr.			
Regulált kör	17,99	13,9	12,6	10,9	10,2	12,2	5,2	-7,0
Háztartási energia	7,29	6,2	6,1	5,1	5,3	4,6	3,7	-1,0
Ebből:								
központi és távfűtés	1,84	5,6	5,4	5,8	6,3	2,9	3,2	0,4
elektromos energia	3,29	10,2	10,1	7,4	7,4	9,0	6,3	-2,6
vezetékes gáz	2,16	1,0	1,0	1,0	1,1	0,0	0,0	0,0
Gyógyszer, gyógyáru	1,70	55,4	57,4	42,9	43,4	12,8	3,1	-9,8
Szolgáltatások	9,00	11,7	9,3	8,8	7,4	18,0	6,8	-11,2
Ebből:								
lakásszolgáltatás	2,48	16,2	15,5	13,7	12,9	13,0	10,6	-2,3
közlekedési szolgáltatás	1,89	5,9	5,8	6,3	6,1	13,4	6,1	-7,3
hírközlési szolgáltatás	3,78	11,5	6,7	6,6	6,1	25,3	6,1	-19,2

* A fogyasztói árindexben 0,66%-os súlytal szereplő TV-előfizetési tételell államilag regulált részre (0,31%) és piaci előfizetési díj részre (0,36%) bontottuk. A regulált árak közé csak az előbbi komponenset soroltuk, melynek havi ára 2000-ben megegyezik a tavallyal.

** Kerekítés miatt a részösszegek nem feltétlenül adódnak pontosan össze.

zás miatt ennek a termékcsoporthoz az árnövekedése továbbra is gyorsabb, mint az ipari termékeké, és nem várható, hogy az árdinamika mérsékeltebb legyen a tavalyinál. 2000-től a bor is jövedéki termék, forgalmazása csak zárjeggyel lehetséges. Az adó mértéke literenként 5 forint, a törvénynek az adófizetési kötelezettségre vonatkozó paragrafusai augusztustól lépnek életbe, ami a fogyasztói árstatisztikában mért árakat – a nem legális piac magas fogyasztásbeli részesedése miatt –, várhatóan csak kis mértékben befolyásolja.

A fogyasztói kosár piaci szegmensébe tartozik a *járműüzemanyag* (benzin, gázolaj), valamint a *szabadáras háztartási energia* (szén, brikett, koks, tűzifa, és palackos gáz).⁴ Az üzemanyag ára az első negyedévben a múlt év végi tendencia folytatásaként továbbra is meredeken ívelt felfelé. Az üzemanyagok árváltozását minden év elején az adószabályozás is befolyásolja. 2000 januárjában az ásványolajok jövedéki adómértékére az ölmózatlan és az ölmózott benzin esetében is 7%-os adóvalorizáció lett megállapítva. A 95-ös oktánszámú benzin esetében ez 87 forintról 92,2 forintra emelkedett. A jövedéki adó és a 25%-os ÁFA együttesen a fogyasztói ár közel 60%-át teszi ki (ez az adómérték nem haladja meg az EU-ban jellemző arányt). Az év eleji adóvalorizáció – minden más költséget változatlanul feltételezve – mintegy 4%-os fogyasztói árnövekedést jelentett. Ténylegesen januárban ennél 1 százalékponttal kevésbé nőtt az ár a világpiaccon észlelt kisebb – és átmenetinek bizonyult – árcsökkenés következtében. Februártól viszont az importár követése – az emelkedő világpiaci olajárak és az USA-dollár erősödése – miatt egyre nagyobb gyakorisággal emelkedtek az üzemanyagárak. (Lásd I-14., I-15. ábra.)

Annak érzékeltetésére, hogy ebben az évben a tavalyihoz képest mennyivel mérsékeltebb árnövekedés valósult meg a regulált körben, a 12 havi árszintváltozás helyett az adott évben „belépő” árnövekedés mutatója a megfelelőbb.⁵ Ez ugyanis nem tartalmazza a tavaly május–december időszakban megtett árintézkedések árszínvonal-emelő hatását. Jelenleg az áprilisi adatok állnak rendelkezésünkre, azaz az ideiglenes négy hónap alatti árváltozás. Az év első harmadában 7 százalékponttal kisebb volt az államilag befolyásolt árak esetében a növekedés. Ez önmagában 1,3 százalékponttal mérsékelte az inflációt ütemét. (Lásd I-5. táblázat.)

Az év második felében a jelenleg érvényben lévő tervezett árintézkedések mintegy 7,4%-os 12 havi inflációt eredményeznének a regulált körben. Amennyiben a háztartási energia árában a költségnövekedés – ha nem is teljesen, de – nagyobb részben elismerésre kerülne, akkor az a szabályozott árszínvonalon 10% körüli inflációt jelentene, a teljes fogyasztói árindexet legalább 0,6 százalékponttal emelné meg.

Érdemes a szabályozó hatóság szerinti bontásban is nyomon követni a *regulált szolgáltatás árak* alakulását – ez lehetőséget kínál a kormány antiinflációs programja tényleges hatásainak megítélésére, hiszen a nem központi szabályozású árakra a kormánynak csak igen közvetett ráhatása van. Előző Jelentésünkben bemutatott módon⁶ *központilag* szabályozott, *helyi* szinten

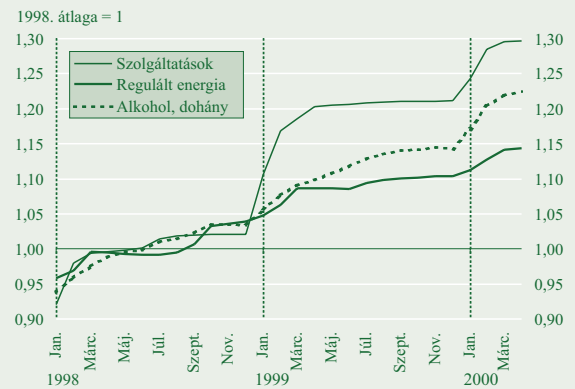
⁴ A tüzelőolaj 2000-től nem szerepel a fogyasztói kosárban.

⁵ Lásd az I-5. tábla utolsó három oszlopát.

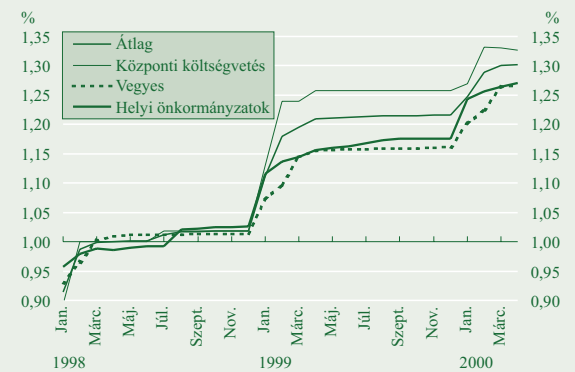
⁶ Annyi változás történt, hogy a TV-előfizetési díjat a csoportosítás erejéig kivettük a regulált szolgáltatások köréből.

szabályozott és „vegyes” – az aggregált statisztika szintjén el nem dönthető – szabályozású csoportokra bonthatjuk a regulált szolgáltatások amúgy igen heterogén csoportját. Azt látjuk, hogy a 2000. január óta a regulált szolgáltatások általában is mérsékelt áremelkedése mögött a központilag szabályozott árak (telefon, postai szolgáltatás, szerencsejáték) esetében a csökkenő árszintet a helyileg szabályozott területen (lakbér, szemétszállítás, helyi tömegközlekedés) folyamatosan emelkedő árszintje ellensúlyozta. Az ún. vegyes szabályozású területeken (vízdíj, csatornadíj, távolsági és egyéb utazás) szintén emelkedtek az árak, bár az időszak végére lassuló ütemben. Összességében megállapíthatjuk, hogy a központi kormány által befolyásolt – központi és vegyes szabályozású – területeken kifejezetten mérsékelt maradt az áremelkedés. (Lásd I-16., I-17. ábra.)

I-16. ábra A szabályozott áras energiatermékek és szolgáltatások árszintjének alakulása

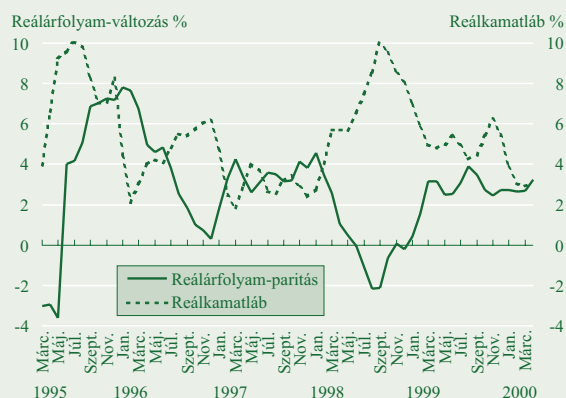


I-17. ábra A regulált szolgáltatások árszintjének alakulása ármeghatározó szerinti bontásban (1998. év = 1)



II. Monetáris folyamatok

II-1. ábra A monetáris kondíciók alakulása*



* A grafikonon három hónapos kincstárjegyhozamok és a megelőző három hónap (évesített, szezonálisan igazított) inflációja hányadosaként számított reálkamatokat ábrázoltunk. A monetáris kondíciókat mutató reálárfolyam-index nem egyezik meg a versenyképességet mérő, később bemutatott mutatókkal. Az elmúlt három hónapban bekövetkezett árfolyamváltozás és (évesített, szezonálisan igazított) infláció hányadosát mutatja.

1. Monetáris kondíciók, kamat- és árfolyam-alakulás

A kedvező külpiaci konjunktúrával párhuzamosan folytatódott a magyar gazdaság erőteljes növekedése, a GDP reál növekedési üteme 2000 első negyedében 6,8%-ot ért el. A gyorsabb növekedés a külső finanszírozási igény növekedésével is együtt járt, de mértéke nem haladja meg a ciklikusan indokolható mértéket, hiszen a növekedés motorja továbbra is az export. A maginfláció folyamatos csökkenésével párhuzamosan a 12 havi fogyasztói árindex is visszatért az 1999. július előtti időszakot jellemző csökkenő pályára, és így – az euróövezet inflációjának némi emelkedése mellett – folytatódott az inflációs konvergencia.

A monetáris kondíciók az év elején kialakult szinten stabilizálódtak. Április 1-én hatályba lépett az 1999 decemberében bejelentett leértékelési ütemcsökkentés, amellyel a havi leértékelési ütem 0,3%-ra mérséklődött, ami éves szinten 3,66%-os leértékelést jelent. Ez 2%-os várható egyensúlyi reálfelértékelődés és 1–2%-os külföldi inflációs ráta mellett összhangban áll a kormány 2000. évi inflációs prognózisával. A külföldi infláció felgyorsulása miatt a magyar és az eurórégió inflációja közötti különbség a vártnál gyorsabban csökkent, ami a fogyasztói árindex alapon mért reálfelértékelődés ütemének átmeneti csökkenését eredményezte (I. versenyképességi fejezet). Ez részben átmeneti tényezőnek tulajdonítható, mert a szabályozott árak megállapítása miatt az energiaárak növekedése lassabban jelenik meg a magyar inflációban, mint külkereskedelmi partnereinknél. (Lásd II-1. ábra.)

Az 1999 őszen megkezdődött, a hozamgörbe egészére kiterjedő 400 bázispontos hozamesés következtében 2000. március elejére a reálkamatok 3% körüli szintre estek. A hozamesésben egyaránt szerepet játszott a feltörekvő piacok javuló megítélése, illetve az ezredfordulóval kapcsolatos bizonytalanság elmúltá következtében jelentkező kockázati prémium csökkenés, a hazai makrogazdasági mutatók kedvező alakulása és a forint felértékelődésére irányuló várakozások kialakulása is. A monetáris kondíciók stabilizálása érdekében a Jegybanktanács február 28-án közleményt adott ki, amelyben tudatta, hogy a szűk sávcsúszó leértékelési árfolyamrendszer fenntartását kiemelt fontosságúnak tartja, mivel az hatékony nominális horgonyként szolgál a gazdasági szereplők számára: előmozdítja az infláció további mérséklését, miközben korlátozza a reálárfolyam volatilitását. Ugyanakkor a Jegybanktanács felhatalmazta az MNB-t az eszköztár átalakítására, amelyre több lépésben került sor.

Box II-1. A jegybanki eszköztár változásai**3 hónapos MNB-kötvény bevezetése**

A Magyar Nemzeti Bank 2000. március 22-étől saját forgalmazásában állampapírnak minősülő, 3 hónapos futamidejű, kamatszervény nélküli MNB-kötvényt bocsát ki.

A hosszabb futamidejű eszköz, a már meglévő jegybanki eszközöket kiegészítve, hozzájárul a pénz- és tőkepiaci hozamok alakulásának stabilizálásához, valamint nagyobb mozgásteret biztosít az MNB számára kéthetes betéti kamatának alakításában anélkül, hogy az a piaci betéti és hitelkamatokra kedvezőtlen hatást gyakorolna. A létrehozott kötvény konstrukciójából következően bankrendszeren kívüli tőkepiaci szereplők számára is elérhető. Az új eszköz alacsonyabb kockázatot és költséget jelentve segíti az MNB monetáris politikai céljainak minél hatékonyabb elérését.

A tartalékszabályozás változása

A Magyar Nemzeti Bank 2000. július 1-jétől új kötelező tartalékszabályozást vezet be. A változások egyaránt érintik a kötelező tartalék alapját, a teljesítéshez igénybe vehető eszközök körét és a nominális tartalékráta mértékét.

2000. július 1-től:

- tartalékköteles a külföldről származó egy éven belüli források 50%-a,
- a forintpénztár-állomány 50%-a vehető figyelembe a tartalék teljesítéséhez,
- a nominális ráta 12%-ról 11%-ra csökken.

A módosítások eredményeképpen mérséklődik a forintforrásokat terhelő jövedelemelvonás, ugyanakkor a rövid devizaforrások teljes körének tartalékkötelessé tételével ezeket a forrásokat is terheli majd jövedelemelvonás. Az MNB-nek nem célja, hogy a rövid devizaforrásokat megdrágítsa, ezáltal a bankok jó hitelképességű ügyfeleit külföldön történő hitelfelvételre ösztönözze. Ennek érdekében az MNB a devizaforrások (belföldi és külföldi) után elhelyezett tartalékokra fizetett kompenzáció mértékét fokozatosan úgy állapítja meg, hogy az átállási folyamat végére 1,5 százalékponttal magasabb kamatot fizessen. Az első ütemben 0,5 százalékponttal fizet több kamatot az MNB a devizaforrások után elhelyezett tartalékokra, mint a forintforrások tartaléka után.

A változtatás célja, hogy olyan tartalékszabályozás jöjjön létre, amely javítja a versenyképességet, miközben megszünteti a különböző típusú forrásgyűjtésből adódóan fennálló strukturális aránytalanságokat. Cél, hogy a tartalékszabályozás közelítsen az ECB által alkalmazott tartalékráta-rendszerhez, megkönnyítve a későbbi átállást, s ezáltal a harmonizáció költségei nem egyszerre merülnek fel. A versenyképesség javulása – a hitelintézetek közötti verseny következtében – nem a bankoknál jelenik meg, hanem a gazdasági szereplők és a lakosság számára biztosít olcsóbb forráslehetőséget. Különösen igaz ez a kis- és középvállalatok körére, amelyek külföldi forráshoz jutási lehetősége korlátozott.

A mérleg szerinti nyitott pozíció szabályozása

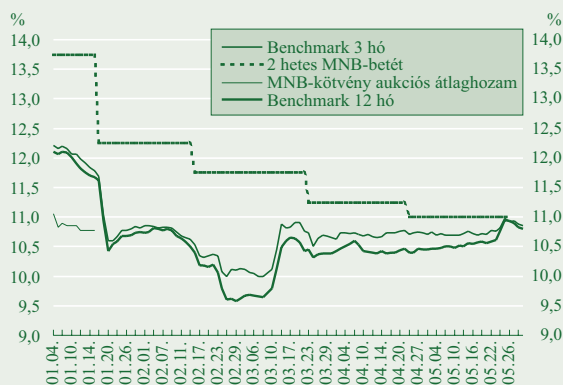
A bankrendszer mérleg szerinti hosszú forintpozíciójának mértéke meghaladta az MNB által kívánatosnak tartott mértéket, ezért a jegybank az elhelyezett kötelező tartalék után fizetett kamatösszeg meghatározását 2000. július 1-től úgy módosította, hogy a kifizetendő kamattömeg a szavatoló tőke 30 százalékat meghaladó mérleg szerinti forinttal szembeni nyitott pozíció x a kötelező tartalékráta x korrekciós kamat szorzattal csökken. A módosítás következményeképpen a mérleg szerinti hosszú forintpozíció nyitása addicionális forrásköltséggel lett drágítva.

Az eszköztár átalakításának célja az volt, hogy növelje az MNB mozgásterét a belföldi kamatok meghatározásában, oly módon, hogy eközben ne emelkedjék számottevően a sterilizáció költsége. A jegybank először verbális intervencióval figyelmeztette a bankokat, hogy üzleti terveik elkészítése során készüljenek fel arra, hogy a mérlegen belüli nyitott pozíciók fenntartásának költsége emelkedni fog. Mivel a bankrendszer önkorlátozásra nem volt hajlandó, a kilátásba helyezett intézkedések július 1-vel válnak effektívvé. A csomag részeként március 10-én a jegybank bejelentette egy új, 3 hónapos instrumentum bevezetését is.

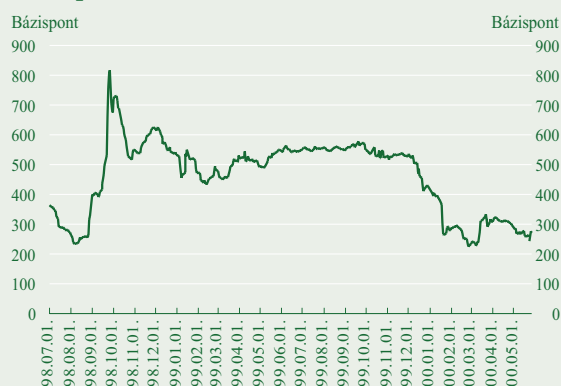
A bejelentést követő napokban jelentős korrekció következett be a piaci hozamokban, és az első aukciókat követően az állampapír-piaci hozamok gyorsan az aukción kialakult hozamokhoz igazodtak. A március és június közötti időszakban az MNB két lépésben 11,75%-ról 11%-ra csökkentette a kéthetes betét kamatát a sterilizációs állomány átlagos futamidejének növelése céljából.

A jegybank szigorúbb kamatpolitikára irányuló törekvését támogatják a nemzetközi tőkepiaci fejlemények. Márciustól kezdődően ugyanis az Európai Központi Bank (ECB) kétszer, március 16-án, illetve április 27-én 25–25 bázisponttal, az amerikai

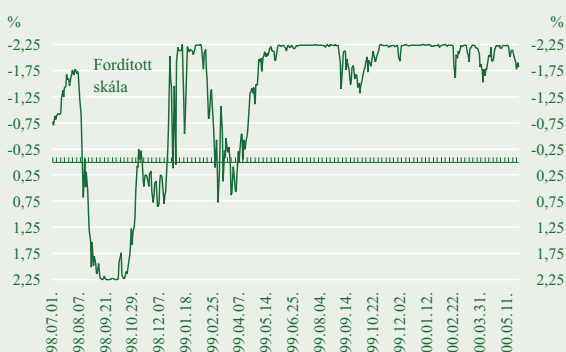
II-2. ábra Jegybanki kamatok és a piaci rövid hozamok: 3 hónapos és 1 éves benchmark hozam, 3 hónapos MNB-kötvény aukciós átlaghozam, 2 hetes MNB-betét kamat



II-3. ábra A 3 hónapos diszkontkincstárjegy kamatprémiuma



II-4. ábra A forint sávon belüli helyzete



jegybank szerepét betöltő Fed pedig május 16-án 50 bázisponttal emelte irányadó kamatát, ami a forint kamatprémiumának és ezáltal a spekulatív forinteszközök vonzerejének csökkenése irányába hatott.

A külföldi kamatok emelkedésén túl a fejlett országok tőkepiacain bekövetkezett események is hatást gyakoroltak a forint-befektetések iránti keresletre. Szintén erre az időszakra esett ugyanis a fejlett országok vezető tőzsdéin az árfolyamok megtorpanása, illetve áprilistól a tőzsdeindexek esése, ami együtt járt a globális befektetői bizalom megingásával, és csökkentette a kockázatosabbnak ítélt eszközök – így a feltörekvő piacok befektetései – iránti keresletet. E nemzetközi tőkepiaci fejlemények megkönnyítették az MNB számára a reálkamatok csökkenésének megállítást. (Lásd II-2., II-3. ábra.)

A forint eszközök iránti kereslet lanyhulása természetesen a forint nominális árfolyamának alakulásában is megnyilvánult. Míg a számottevő tőkebeáramlás hatására a forint árfolyama február második feléig szinte folyamatosan a sáv erős széléhez tapadt, a február 18-i verbális intervenciót követően elszakadt a sávszéltől, és tartósan nem is tért oda vissza a szóban forgó időszakban. (Lásd II-4. ábra.)

A piaci és kereskedelmi banki kamatok közötti transzmisszió hatékonyságára utal, hogy az év eleji piaci hozamcsökkenés némi késéssel a kereskedelmi banki kamatokban is megjelent, és a spreadek visszatértek a korábbi, egyensúlyinak tekinthető szintre. A háztartások és a vállalatok megtakarítói pozíciójának alakulása az elmúlt hónapokban azonban alátámasztja az előző jelentéseinkben megfogalmazott vélekedésünket, hogy a gazdaság ciklikus helyzete és a pénzügyi szektorban zajló változások a reálkamatoknál nagyobb szerepet játszanak a gazdasági szereplők döntéseiben.

A lakosság hitelfelvétele továbbra is dinamikusan nő az egyre szélesedő kamatmarzs ellenére, míg a monetáris aggregátumok a már évek óta zajló dezintermediációs folyamat folytatódását jelzik, amelyet csak az 1998-as orosz válság tört meg egy rövid időre. A gyors gazdasági növekedés ellenére az első negyedévben nem következett be a vállalati szektor beruházási keresletének felfutása, ami elsősorban a vállalkozások teljestől elmaradó kapacitáskihasználtságával magyarázható.

1.1 Monetáris bázis

A legszűkebb pénzaggregátum 2000 áprilisában 16,7 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi értékét, ami megfelel az erőteljes gazdasági növekedés és az infláció által meghatározott mértéknek. Az első negyedév során a központi bank több mint 370 milliárd forint értékben vásárolt külföldi devizát a bankközi devizapiacra, ezzel biztosítva a meghirdetett árfolyampálya fenntartását a gazdaságban fellépő jelentős konverziós forintkereslet idején. A devizapiaci intervenció eredményeképpen a gazdaságba kicsapódó monetárisbázis-többletet a jegybank a megfelelő eszköztár igénybevitelével sterilizálta, ami megmagyarázza a sterilizációs instrumentumok állományának drasztikus emelkedését az év első hónapjai során. Ezzel egyidőben a központi bank nettó devizaeszköz-állományának nagymértékű bővülését figyelhetjük meg, ami szintén az intervencióval, konkrétan

tan a devizatartalékok állományának növekedésével hozható összefüggésbe. (Lásd II-1. táblázat, II-5. ábra.)

1.2 A konverziós forintkereslet és összetevői

A konverziós forintkereslet a magyar gazdaságban 2000 első negyedévében 374 milliárd forintot tett ki, amihez hasonló mértékű jegybanki intervenciót utoljára 1998 első három hónapja során tapasztalhattunk. Különösen a januári 200 milliárd forintot is meghaladó jegybanki konverzió mértéke szembetűnő, hasonló mértékű forint melletti spekuláció utoljára 1998 márciusában és áprilisában volt megfigyelhető.

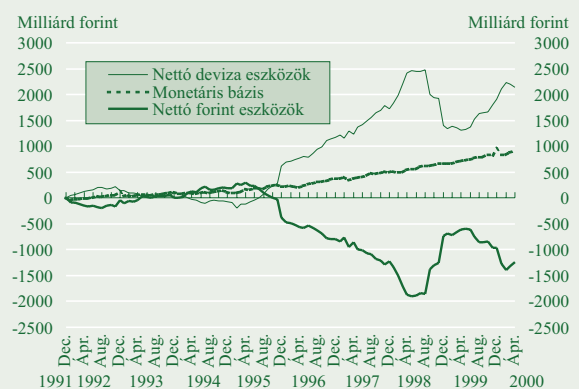
Az év első három hónapja során a működőtőke-beáramlással korrigált folyó fizetési mérleg deficitje mindössze 33 milliárd forinttal csökkentette a forint iránti keresletet, ami a várakozásoknak megfelelő működőtőke-beáramlás mellett a folyó mérleg kedvező alakulásának köszönhető. Ezzel szemben a külföldiek pénzügyi befektetései már jelentős jegybanki intervenciót váltottak ki: a devizakülföldiek állampapír-állománya 143 milliárd forinttal emelkedett az első negyedév során, emellett további 132 milliárd forint értékű külföldi tőke áramlott a részvénytőkepiacra. A hazai vállalatok továbbá közvetlen devizahitel-felvétellel igyekeztek forráshoz jutni ebben az időszakban, ami 11 milliárd forint értékben járult hozzá a jegybank devizapiaci intervenciójához.

A bankok teljes nyitott pozíciójának változása, valamint derivatív ügyletek egyaránt a forint konverziós keresletét növelték az első negyedév során. A bankok év eleji semleges nyitott pozíciója március végére a forint melletti spekuláció eredményeképpen már 32 milliárd forintos rövid devizapozíciót mutatott, ami ugyanilyen mértékű jegybanki intervenciót eredményezett. Ez a teljes nyitott pozíció már több mint 100 milliárd forinttal nagyobb mérleg szerinti rövid devizapozíciók mellett alakult ki, ami a hosszú deviza határidős állományok létrejöttével vált lehetségessé. E derivatív pozíciók felépülése 75 milliárd forintot magyaráz az első negyedév konverziós forintkeresletéből. (Lásd II-2. táblázat.)

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

	2000				
	nyitó	jan.	febr.	márc.	ápr.
I. Monetáris bázis (II. + III.)	1439,0	1318,5	1332,5	1373,5	1398,4
Készpénz	955,9	822,4	815,2	836,3	860,3
Tartalék	483,1	496,1	517,3	537,2	538,1
II. Nettó forinteszközök (b + c + d - a)	101,1	-208,8	-325,4	-248,6	-171,9
a) Sterilizációs instrumentumok	619,3	816,4	999,9	884,2	865,6
b) Pénzügyi hitelek	120,3	117,5	157,7	117,1	112,5
c) Kormányal szembeni nettó követelések	517,9	422,8	458,8	443,3	470,5
Ebből: KESZ (-)	193,4	295,5	249,6	267,5	246,8
állampapír (+)	401,2	401,2	393,4	393,4	393,5
egyéb (+)	310,1	317,1	315,0	317,4	323,9
d) Egyéb	82,2	67,3	58,0	75,2	110,7
III. Nettó devizaeszközök	1337,9	1527,3	1657,9	1622,1	1570,3
Nettó külföld	504,4	694,0	796,1	700,7	777,6
Követelések	3269,1	3472,7	3563,0	3476,6	3592,3
Tartozások	2764,7	2778,7	2766,9	2775,9	2814,7
Nettó belföld	833,4	833,3	861,8	921,4	792,7
Követelések	1550,4	1497,4	1505,0	1569,9	1440,1
Tartozások	717,0	664,1	643,2	648,5	647,4

II-5. ábra A monetáris bázis és összetevői*



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

II-2. táblázat A konverziós forintkereslet komponensei

	1998 összesen	2000			
		január	február	március	I. n. év
A. Konverzió	806,9	201,3	139,6	33,1	374,0
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	707,7	208,9	139,6	25,7	374,2
b) MNB-vásárlások az államháztartástól	99,2	-7,6	0,0	7,4	-0,2
A konverzió forrásai (I.+...+VIII.)	806,9	201,3	139,6	33,1	374,0
I. Az MNB nettó külföldi kamatfizetéseivel korrigált folyó fizetési mérleg (1.+2.)	-424,5	-14,1	-38,0	-28,2	-80,4
1. Folyó fizetési mérleg	-497,8	-19,6	-40,0	-37,2	-96,9
2. MNB nettó külföldi kamatfizetése	73,3	5,5	2,0	9,0	16,5
II. Működőtőke-beáramlás	407,5	12,3	17,4	33,9	63,6
III. Bankok konverziós hatása*	-11,5	63,8	-25,7	-5,1	33,0
IV. Derivatívok hatása**	-58,2	29,6	79,4	-33,9	75,1
V. Belföldi devizabetétek konverziós hatása	-1,6	-2,7	4,0	-8,7	-7,4
VI. Nettó portfólióbefektetések (1.+2.)	649,9	147,7	106,7	20,9	275,3
1. Állampapír	152,3	53,7	64,1	25,1	142,9
2. Részvény***	497,6	94,0	42,6	-4,2	132,4
VII. Vállalati devizahitel (1.+2.) = (a+b)	237,1	-33,9	-7,0	51,9	11,0
1. Belföldi	154,3	26,9	18,0	32,1	77,0
2. Külföldi	82,7	-60,8	-25,0	19,8	-66,0
a) Egy évnél rövidebb	-73,6	-10,3	-25,7	3,3	-32,8
b) Éven túli	310,7	-23,6	18,7	48,6	43,7
VIII. Tőketranszferek	8,2	-1,4	2,8	2,4	3,8
B. Kamatérékeny (III.+IV.+V.+VI.+VII.)	318,1	110,5	114,8	29,2	254,5
C. Spekulatív	9,0	136,8	92,0	-10,7	218,2

* Bankok teljes nyitott pozíciójának változásából adódó konverziós hatás, azaz a mérleg szerinti nyitott pozíció derivatív ügyletekkel nem fedezett része.

** A határidős kontraktusok állományváltozásának konverziós hatása. E két tétel esetében a negatív előjel a korábban felépült hosszú forintpozíciók leépülését mutatja.

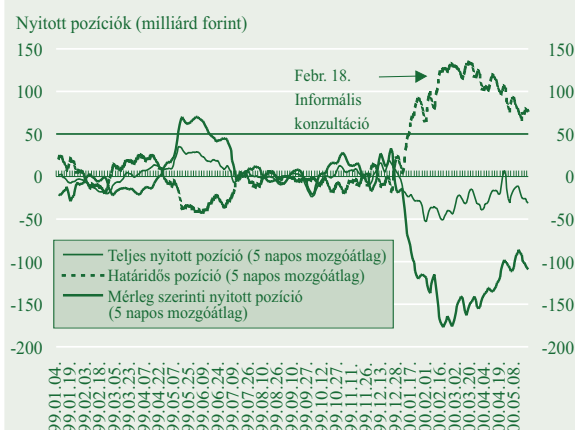
*** A fizetési mérleg külföldiek részvényvásárlásával kapcsolatos statisztikai meglehetősen bizonytalanok, ezért a táblázat ezen sorát maradékelven számítottuk ki.

Box II-2. A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében

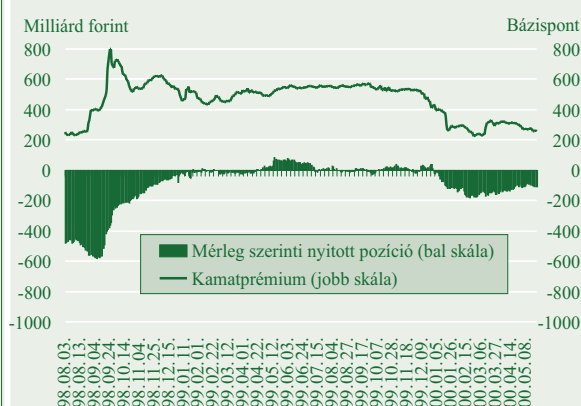
1999 karácsonyától kezdve a bankok erőteljes forint melletti spekulációba kezdtek. A spekuláció olyan méreteket öltött, hogy az MNB vezetése formális és informális utakat keresett a visszaszorítására. Az első lépés a bankvezetőkkel folytatott jegybanki konzultáció volt. A február 18-i konzultációtól kezdve mind a mérleg szerinti, mind pedig a teljes nyitott pozíció érzékelhetően csökkent. A csökkenés március végétől nagyobb lendületet vett. A teljes nyitott pozíció ettől az időponttól ingadozik a nulla körül, miközben a határidős pozíciók is csökkenni kezdtek.

A bankok mérleg szerinti nyitott pozíciójának felépülését december és február között a hazai tőzsdei állományok

II-6. ábra A bankrendszer teljes, mérleg szerinti és mérlegen kívüli deviza nyitott pozíciója



II-7. ábra A bankrendszer mérleg szerinti deviza nyitott pozíciója és a forinteszközök kamatprémiuma



növekedése kísérte, de a márciusi növekedéssel már nem tudtak lépést tartani. A további fedezési szükségletet már vagy nem a tőzsdén, vagy nem a hazai piacokon tudták csak kielégíteni. A fedezeti igény csökkenésekor – ami a mérleg szerinti pozíció csökkenése miatt következett be – először ezeket a nem hazai vagy nem tőzsdei határidős állományokat építették le. Május utolsó harmadának kezdetéig a hazai tőzsdei kötésiállományok nem csökkentek. Ez annak tudható be, hogy a bankok semleges pozícióra törekedtek, és ezt a mérleg szerinti pozíciójuknak a határidős állományokhoz igazításával érték el. Így az április végi megközelítőleg semleges teljes pozíció a múlt év nyarán kialakult semleges teljes pozíciókhoz képest sokkal nagyobb mérleg szerinti és határidős pozíciók egyenlegeként állt elő. Májusban ismét némileg kinyíltak a nyitott pozíciók (kb. 30 milliárd Ft), elsősorban a határidős pozíciók zárása miatt. Ezek a zárások továbbra sem érintik a hazai deviza határidős tőzsdét, ahol a kötésiállományok már február óta stabilan, 90–100 milliárd Ft körül alakulnak. (Lásd II-6. ábra.)

A pozíciók március végétől meginduló korrekciója azonban más okokkal is magyarázható, mint önmagában az MNB által gyakorolt meggyőzéssel. Ekkortól ugyanis a befektetők ismét óvatosabbá váltak a kockázatosabb befektetésekkel szemben, mint azt megelőzően. A NASDAQ április 3-i visszaesése indította el azt a folyamatot, amelyben a befektetők újragondolják kockázati kitettségüket és átrendezik a portfóliójukat. A Fed és az ECB kamatemelésével kapcsolatos várakozások jellemezték a periódust. Ennek következtében a forinteszközök hozamainak felára már kevésbé tűnt vonzónak a befektetők szemében. A február végi 2,25%-ról április 3-ra 3,2%-ra nőtt a forint kamatprémiuma, ez azonban átmeneti növekedésnek bizonyult, hiszen azóta ismét erőteljesen csökkent (május 17-én 2,6%-ra). A forinteszközökkel szembeni megváltozott várakozásokat mutatja az is, hogy a külföldiek tulajdonában lévő állampapírok mennyisége a periódus végére határozottan csökkenni kezdett. (Lásd II-7. ábra.)

2. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások

Előző jelentésünkben február közepéig követtük nyomon az állampapír-piaci eseményeket és a belőlük kiolvasható információkat. Az azóta eltelt negyedévben a hozamgörbe előbb lefelé, majd később felfelé tolódott el, melynek eredményeként jelenleg körülbelül 50 bázisponttal a február közepén megfigyelt pozíciója fölött helyezkedik el.

Március 10-ig folytatódott a hozamok előző év őszén kezdődött dinamikus csökkenése. Február közepétől lejáratától függően további 50–100 bázisponttal csökkentek a zéró-kupon hozamok; a hozamgörbe enyhén meredekebbé is vált. Október és

március között lejáratától függően így összesen 4–500 bázispontos hozamesés következett be. (Lásd II-8. ábra.)

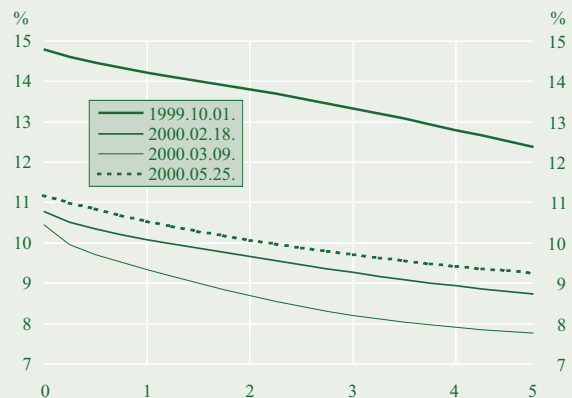
A folytatódó hozamcsökkenés háttérében változatlanul az előző Jelentésünkben is hangsúlyozott tényezők, azaz a forinttól elvárt kockázati prémium mérséklődése és a felértékelődésnek tulajdonított korábbiánál nagyobb valószínűség állt. Az elvárt kockázati prémium mérséklődését részben valószínűleg a feltörekvő piacok kockázatának javuló globális megítélése¹ is elősegítette.

Március 10-e fordulópontot jelentett a hazai hozamok alakulásában. A jegybank ekkor jelentette be, hogy a rövid piaci hozamok stabilizálása céljából 3 hónapos instrumentumot kíván aukcionálni, heti rendszerességgel. A piac ebből a bejelentésből a rövid kamatok emelésére irányuló jegybanki szándékot olvasott ki; a 3 hónapos benchmark hozam a bejelentést követő két munkanap alatt 77 bázispontot emelkedett, és a hosszabb távú hozamok is hasonló mértékben nőttek. Azonban az, hogy pontosan hol is van az a rövid kamatszint, amelyet a jegybank elfogadhatónak tart a piac számára, csak az első aukciót követően vált világossá. Az első aukció után a 3 hónapos benchmark kamat kb. 10,7–10,8%-os szinten stabilizálódott, amihez hozzájárult, hogy a jegybank az aukciók során megállapított átlagos hozamokat stabilan ezen a szinten tartotta. A kéthetes betét kamatát ugyanakkor két ízben is csökkentette (március 23.: 50 bázispontos, április 25.: 25 bázispontos csökkentés), azzal a céllal, hogy a 3 hónapos MNB-kötvényt vonzóbbá tegye, és a sterilizációs állomány átlagos futamidejét ezzel növelje. (Lásd II-2. ábra.)

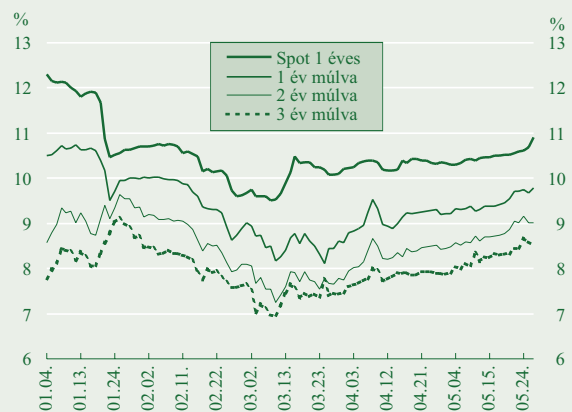
A megnövelt kamatszint ellenére a külföldiek állampapír-állományának növekedése messze elmaradt a februárra jellemző mértéktől, április–májusban pedig már inkább csökkent az állomány. (Lásd II-10. ábra.) Május végére az állomány a február közepi szinthez közelített, az állományon belül azonban az éven belül lejáró állampapírokból a februárhoz képest 50 milliárd forinttal kevesebb volt. A külföldiek kezében lévő állampapírportfólió átlagos hátralévő lejáratának hosszabbodása arra utal, hogy az év első két hónapját jellemző, rövid időn belül bekövetkező sávszélesítésre és a forint felértékelődésére irányuló várakozások már kevésbé jellemzőek a piaci szereplők körében. A jegybank erős sávszéli intervenciója március közepe után elhanyagolható mértékű volt, a forint pedig időnként 30–40 bázisponttal is eltávolodott az erős sávszéltől.

Abban, hogy a jegybank sikeresen, a tőkebeáramlás felerősödése nélkül emelni tudta a hazai kamatok szintjét, jelentős szerepe volt a külföldi hatásoknak. Az ECB és a Fed irányadó kamatai ebben az időszakban jelentős mértékben emelkedtek. A külföldi kamatok emelkedése mellett fontos szerepet játszott a globális befektetői bizalom megingása és a fejlett országokbeli tőkepiacokkal kapcsolatos megnövekedett bizonytalanság. Mindez legszembetűnőbben a high-tech szektort reprezentáló amerikai Nasdaq elektronikus tőzsde indexének jelentős esésében testesült meg. A Nasdaq Composite index tavaly novembertől 2000 márciusáig egyenletes ütemben kb. 70%-os növekedést produkált. Érdekes véletlen egybeesés, hogy az index történelmi csúcspontját éppen március 10-én (az MNB-kötvényszerzők be-

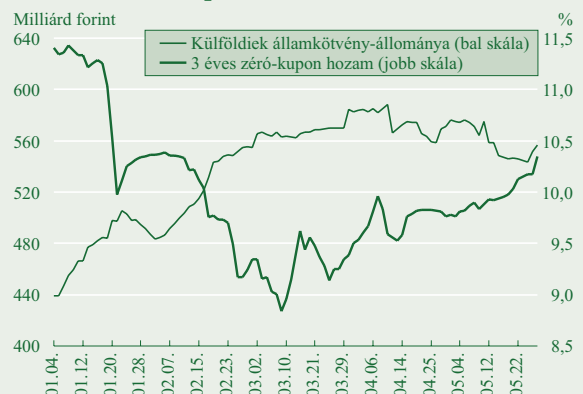
II-8. ábra Zéró-kupon hozamgörbék



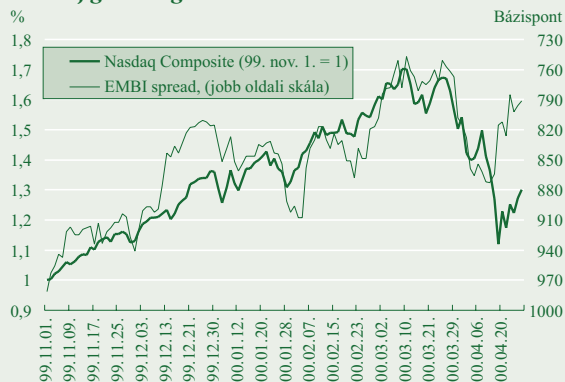
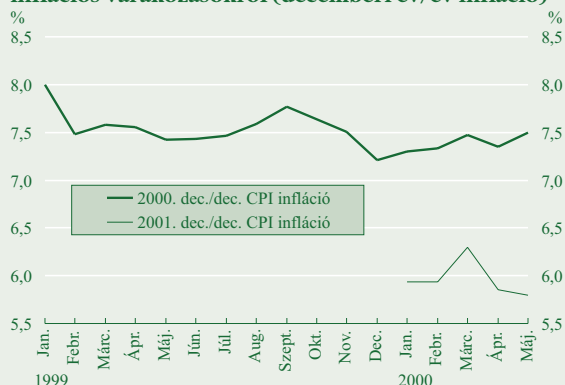
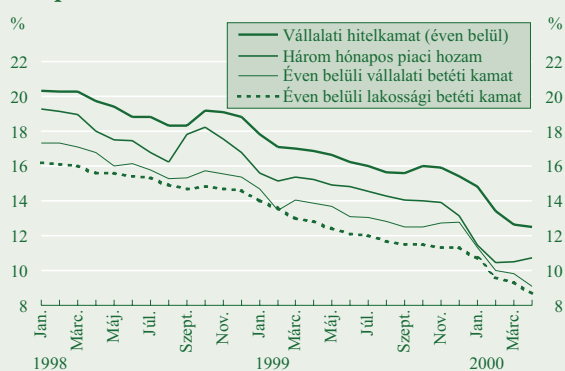
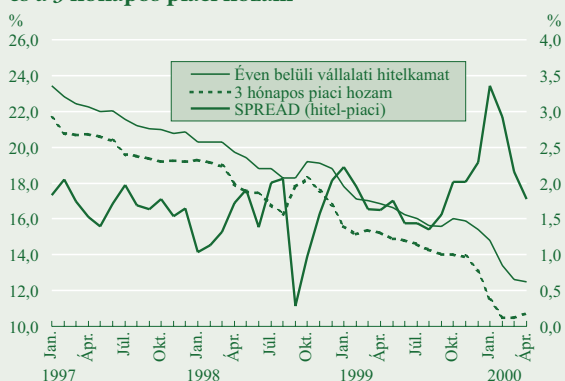
II-9. ábra A spot 1 éves kamat és származtatott 1 éves kamatok 1, 2 és 3 év múlva



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



¹ A feltörekvő piacok kockázatát kifejező, J.P. Morgan által összeállított EMBI+ kötvényportfólió-index USA államkötvényhozamok feletti spread-je február közepétől március 10-ig körülbelül 100 bázispontot csökkent.

II-11. ábra Feltörekvő piaci kockázati prémium és az új gazdaság**II-12. ábra A Reuters felmérése a makroelemzői inflációs várakozásokról (decemberi év/év infláció)****II-13. ábra Kereskedelmi banki kamatok és a piaci hozamok****II-14. ábra Éven belüli vállalati hitelkamatok és a 3 hónapos piaci hozam**

jelentésének napján) érte el. Március óta azonban az index értéke drámai módon visszaesett, május 24-ig a márciusi csúcspont-hoz képest 35%-ot veszített értékéből. Úgy tűnik, hogy az USA tőkepiacával kapcsolatos bizonytalanság a feltörekvő országok kockázati prémiumát is kedvezőtlenül befolyásolja. Erre utal a feltörekvő országok kockázatát kifejező EMBI spread több mint 100 bázispontos emelkedése a Nasdaq esése után. Egy olyan „fertőzési hatásról” van itt tehát szó – szemben a klasszikus, ellenkező irányú esettel –, ahol a bizonytalanság forrása egy fejlett ország tőkepiaca, az áldozatok pedig a feltörekvő piacok. (Lásd II-11. ábra)

A kedvezőtlenebbé váló globális befektetői bizalom hatását nem tudták ellensúlyozni a magyar gazdaság fundamentumaira vonatkozó kedvező hírek (a márciusban bejelentett januári, illetve a májusban bejelentett márciusi folyó fizetésimérleg-hiányok jóval kisebbek voltak a piac által várt értékeknél, dinamikus növekvő ipari termelés és kontroll alatt tartott költségvetési hiány).

A hazai inflációs várakozások Reuters által készített felmérése szerint sem az idej, sem a jövő év végére várt CPI infláció nem emelkedett jelentősen március–májusban. (Lásd II-12. ábra)

A jegybank tehát elérte célját, a hazai reálkamatok csökkenése megállt, sőt némileg emelkedtek is. Mindezt azonban részben külföldi hatások tették lehetővé: egyrészt az emelkedő euró- és dollár rövid kamatok, másrészt az USA tőkepiacának megindulása következtében a feltörekvő országok piacaira is áttérő megnövekedett bizonytalanság és az ennek következtében emelkedő elvárt kockázati prémium.

3. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája

A kereskedelmi bankok kamatai 2000 első negyedévében az előző jelentésünkben megfogalmazott várakozásoknak megfelelően alakultak, azaz a banki hitel- és betéti kamatok némi késéssel követték a piaci hozamok 1999 utolsó negyedévében megindult csökkenését. (Lásd II-13. ábra.) A vállalati hitelkamatok és a piaci hozamok, illetve a piaci hozamok és lakossági betéti kamatok közötti spread áprilisra visszatért a korábbi, egyensúlyinak tekinthető tartományba. (Lásd II-14. ábra.) Az ábra a rövid lejáratú kamatok alakulását mutatja, amelyen megfigyelhető, hogy a vállalati betéti kamatok reagáltak a legérzékenyebben a piaci hozamesésre. A spreadek immáron három éve fennálló stabilitása a piaci és kereskedelmi banki kamatok közötti hatékony transzmissziót támasztja alá, a hosszú távú egyensúlyi szinttől eddig két – rendkívülinek tekinthető – esetben tértek el ideiglenesen a spreadek, az orosz válságot követően és az 1999 végén–2000 elején bekövetkezett kamatesés idején. A spreadek jelenlegi alacsony szinten való stabilizálódása a kereskedelmi bankok közötti éles verseny és a betéti kamatok esetében a dezintermediáció hatását tükrözi.

Noha a lakossági betétek kamata az első negyedévben igazodott a piaci hozamokban bekövetkezett változásokhoz, a jelenlegi betéti kamatszint jelentős terhet ró azon kereskedelmi bankok lakossági üzletágának jövedelmezőségére, amelyek az elmúlt néhány évben agresszív lakossági forrásgyűjtésbe kezdtek. Az utóbbi években a fiókhálózat kiépítésébe és információ-

technológiai fejlesztésekbe történt befektetések ugyanis számottevően csökkentik ezen üzletág eredményét. A lakossági forrásgyűjtés költségeit egyre több bank igyekszik a jól jövedelmező lakossági hitelezéssel kompenzálni, ezért nem véletlen, hogy a lakossági hitelkamatok az elmúlt két évben csak igen lassan csökkentek. Az elmúlt időszak hozamesését a lakossági hitelkamatok követték a legkisebb mértékben, így a lakossági hitelkamatok és a betéti kamatok (illetve az általános kamatszint) közötti marzs áprilisra tovább bővült 13 százalékpontra. Ennek ellenére a háztartások kereslete a fogyasztási hitelek iránt tovább nőtt, az első negyedévben a pénzintézetek által nyújtott új hitelek átlagosan 40 milliárd forintot tettek ki havonta. Azaz a bankok a számottevő kereslet miatt nincsenek rákényszerítve a lakossági hitelkamatok jelentősebb csökkentésére. (Lásd II-15., II-16. ábra.)

4. Monetáris aggregátumok

A 2000. év első négy hónapjában az M3 monetáris aggregátum reálnövekedési üteme lényegében stagnált, míg az M1 és M4 monetáris aggregátumok április folyamán reálértékben szignifikánsan növekedni kezdtek. Az említett monetáris aggregátumok viselkedése mögött eltérő tendenciák húzódnak meg. A háztartások által tartott M1 reálnövekedése csökkent, illetve stagnált az elmúlt negyedévben, míg az M3 és az M4 háztartások által tartott részének a növekedési üteme a tavalyi év első negyedéve óta folyamatosan csökken. Ezzel szemben a monetáris aggregátumok egyéb szereplők – elsősorban a vállalatok – által tartott része erőteljes reálnövekedést mutat. Az M3 esetében ez a növekedés már az elmúlt év közepe óta megfigyelhető, míg az M1 és az M4 esetében a múlt év végén indult meg a növekedés. (Lásd II-17., II-18. ábra.)

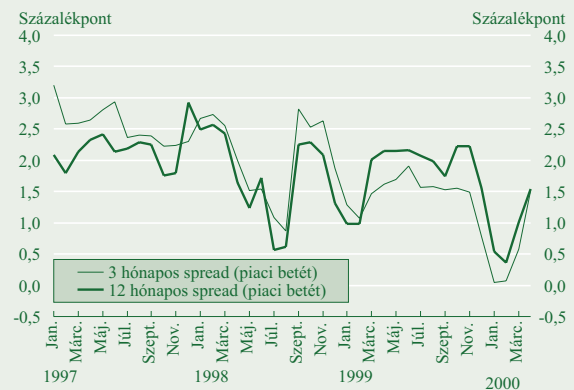
A vállalati komponens feltűnő növekedése hátterében a vállalatok magas jövedelmezősége és nem teljes kapacitáskihasználtsága áll. A nem teljes kapacitáskihasználtság miatt egyelőre a vállalati szektor nem kényszerül rá erőteljes beruházásokra, ezért a magas jövedelmezőségükből adódó többletforrásait különböző likvid és nem likvid eszközökben tartják, amelyek a monetáris aggregátumoknak is részét képezik.

A monetáris aggregátumok háztartások által tartott része növekedésének alakulását a háztartások pénzügyi vagyonának alakulása, vagyonportfóliójukra irányuló döntéseik, illetve a tranzakciós pénzkereslet határozza meg.

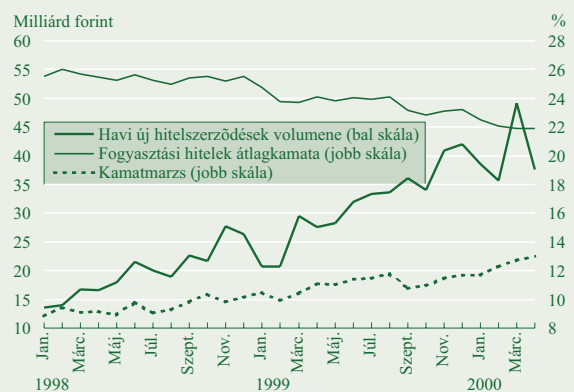
Az előző jelentésben már szóltunk róla, hogy a háztartások portfóliódöntéseinek a trendjét nagymértékben a pénzügyi közvetítésben lezajló dezintermediációs folyamat határozza meg. Megfigyelhető a bankrendszeren kívüli értékpapírok növekvő súlya a háztartások portfóliójában. Ugyanakkor a bankrendszerben tartott eszközök szerkezetében is átstrukturálódás figyelhető meg, nő a likvid eszközök aránya a tartós betétek rovására. Ez részben a likvid eszközökhöz kapcsolódó növekvő színvonalú szolgáltatásokra vezethető vissza, részben arra, hogy az infláció csökkenésével csökken a likvid eszközök tartásának a használdozat költsége is.

Az előzőekben vázolt hosszú távú tendenciák a tartós betétek esetében az elmúlt negyedévben is egyértelműen tetten érhetők. A tartós

II-15. ábra Az állampapír-piaci hozamok és a lakossági betétek kamatai közötti eltérés

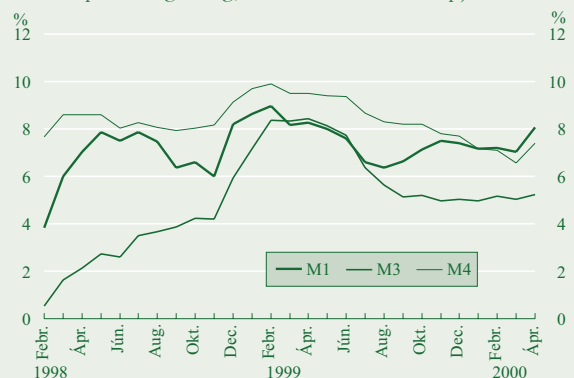


II-16. ábra Lakossági hitelezés



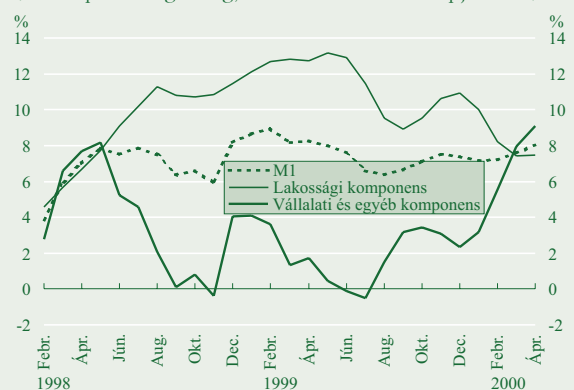
II-17. ábra A monetáris aggregátumok reálértékének növekedése

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

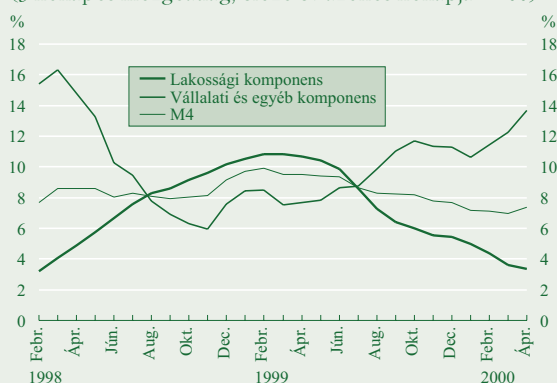


II-18. ábra Az M1 monetáris aggregátum komponenseinek reálnövekedési üteme

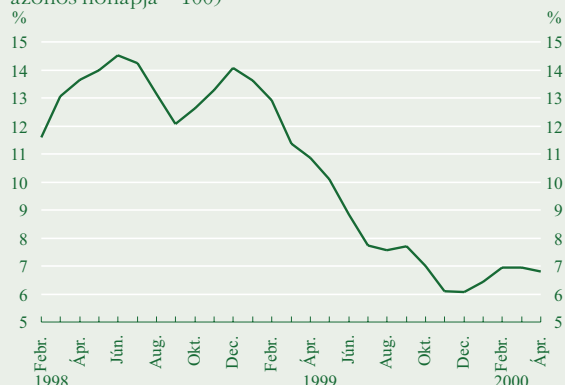
(3 hónapos mozgóátlag, előző év azonos hónapja = 100)



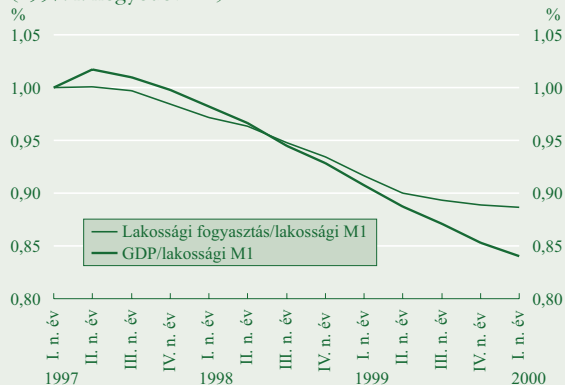
II-19. ábra Az M4 monetáris aggregátum komponenseinek reálnövekedési üteme
(3 hónapos mozgóátlag, előző év azonos hónapja = 100)



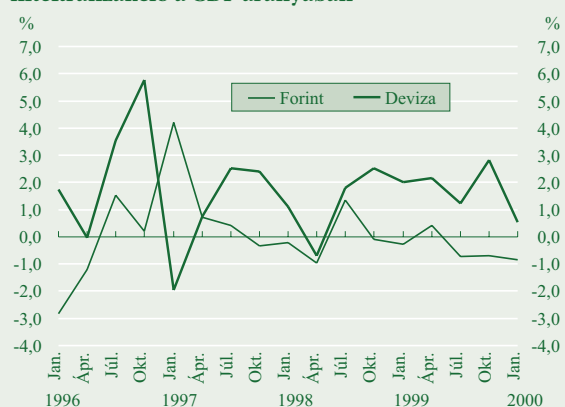
II-20. ábra A háztartások nettó pénzügyi vagyonának reálnövekedési üteme (3 hónapos mozgóátlag, előző év azonos hónapja = 100)



II-21. ábra Az M1 forgási sebessége
(1997. I. negyedév = 1)



II-22. ábra Szézonálisan igazított nettó vállalati hiteltranzakció a GDP arányában



betétek súlya tovább csökkent a háztartások nettó pénzügyi vagyonán belül. Ugyanakkor a látraszóló betétek súlyának a növekedése lényegében megállt a múlt év utolsó negyedéve óta, de az idén újra enyhe növekedése tapasztalható. A nem hitelintézeti értékpapírok súlya növekedett a teljes portfólióban, de az állampapírok részesedése ez év eleje óta enyhe csökkenésbe kezdett a megelőző erős növekedési periódus után. Az állampapír súlyának a csökkenése a portfólión belül magyarázható az elmúlt év végén kezdődött hozamesséssel. Mivel ez januártól már a betéti kamatok csökkenését is előidézte, a tartós betétek súlyának a visszaesése erre is visszavezethető.

A monetáris aggregátumok háztartások által tartott részének lassuló reálnövekedése az elmúlt év végéig magyarázható volt a háztartások reálvagyonának csökkenő növekedési ütemével. Ez azonban az év eleje óta ismét gyorsuló ütemben növekszik. Ezért a monetáris aggregátumok alakulását a háztartások portfólió döntéseire kell visszavezetnünk. A lakossági M1 reálnövekedése jelentős mértékben magyarázható a készpénztartás alakulásával. Tavaly decemberben a 2000. évi hatás eredményeként rendkívül megemelkedett a készpénzhányad a lakosság portfóliójában, majd az idei év elején erőteljesen csökkenni kezdett, utána ismét növekedésnek indult. Az M3 meghatározó komponense a lekötött betét állomány. Ennek erőteljes csökkenése a háztartások portfóliójában tükröződik a lakossági M3 csökkenő reálnövekedési ütemében. Az M4 az M3-t és az állampapír állományt tartalmazza. Mivel ez utóbbinak is csökkent a súlya a háztartások portfóliójában ezért a lakossági M4 reálnövekedése is lassult. (Lásd II-19., II-20. ábra.)

A lakossági tranzakciós pénzkeresletét a forgási sebességgel jellemezzük. Az általunk számolt mindkét mutató szerint az M1 forgási sebessége követi az elmúlt két és fél év trendjét, azaz tovább lassult, ami növekvő tranzakciós pénzkeresletet jelent. (Lásd II-21. ábra.)

5. A hitelkereslet alakulása

A vállalati szféra nettó hitelkereslete a szezonális hatásokat figyelembe véve érzékelhetően visszaesett az első negyedévben. Ez főleg annak tudható be, hogy mind a belföldi piac, mind az Európai Unióba irányuló export fellendülése kedvező hatással volt a vállalatok jövedelemtermelő képességére, a beruházási aktivitás ellenben visszafogott maradt, azaz a vállalatok kevésbé szorultak rá külső források bevonására. Egy másik tényező, amely az alacsonyabb hitelkeresletben szerepet játszhatott, a 2000. évvel kapcsolatos korábbi aggodalmak hatása. A dátumváltással kapcsolatos bizonytalanság ugyanis arra ösztönözte a gazdasági szereplőket, hogy magasabb likvid eszközhányadot tartsanak fenn. A dátumváltás után a hosszabb távon kívánatosnak tartott likviditási szintre való visszatérés mérsékelte a hitelkeresletet. (Lásd II-22. ábra.)

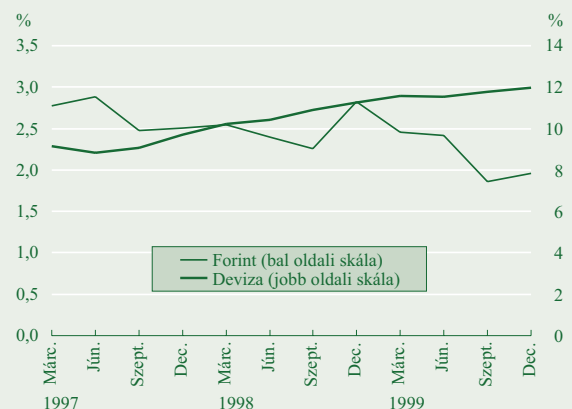
A vállalat finanszírozás szerkezetében az 1999-ben megfigyelt trend folytatódott. A magyar vállalati szféra nemzetközi összehasonlításban alacsony tőkeáttételét devizában finanszírozzák. A forint-hitelállomány még meghaladja a forinteszközöket, de a tranzakciókban a vállalati szféra már nettó megtakarító volt az elmúlt másfél évben. A finanszírozás összetételében érdekes változások figyelhetők meg. A hazai bankrendszer egyértelműen de-

vízába helyezte át hitelezési tevékenységét: 1999 utolsó negyed-éve óta a vállalati devizahitel-tranzakciók lényegesen meghaladták a forint-hitelkihelyezéseket. A devizahitelezés alacsonyabb kamatjövedelme ellenére ez a helyzet nem feltétlenül hátrányos a bankok számára, hiszen a devizahitelezéssel csökkenteni tudják a szabályozási előírások által korlátozott nyitott deviza rövid pozíciójukat.

A belföldi devizahitelezés az első negyedévben is igen élénk volt, ezt azonban túlkompensálta a külfölddel szembeni követelések megugrása, így a vállalatok nettó deviza-hitelfelvétele visszaesett, ami a fő tényezője volt az aggregált pozíció javulásának. A külfölddel szembeni követelések növekedése elsősorban a külföldi számlavezetésre feljogosított vállalatok külföldi bank-számla-állományának felduzzadásának a következménye, és jelentős mértékben koncentrálódik néhány nagyvállalatra. Mivel a külföldi banki eszközök növekedése nem párosult érzékelhető belföldi mérleg átrendeződéssel, fő forrásának a dinamikus növekvő exportbevételek tekinthetők.

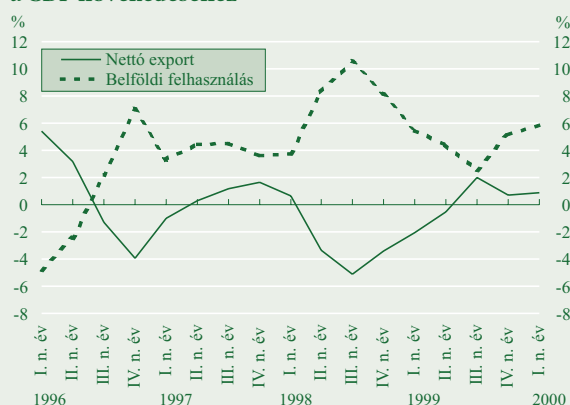
Figyelembe véve a deviza finanszírozáshoz való könnyű hozzáférést, illetve a forint kamatprémiumát ez teljesen racionális magatartás a várható exportbevételeik révén természetes fedezeti pozícióban lévő vállalatok részéről. Az elmúlt időszakban nem elhanyagolható beruházási tevékenység folyt forintban árazott, külkereskedelemmel nem versenyző szolgáltatási kapacitások kiépítésére. Ilyen beruházások devizában finanszírozásakor természetesen árfolyamkockázat jelentkezik. A trend reálfelértékelődésre vonatkozó várakozások miatt ez a kockázat a szolgáltatási szféra vállalatai jó része számára elfogadhatónak tűnik. A vállalati szféra fedezetlen deviza kitétsége nem elhanyagolható szerepet játszott az ázsiai válság továbbterjedésében. Magyarországon azonban a vállalati tőkeáttétel nemzetközi összehasonlításban alacsony, s a vállalati szféra nemzetközi integrációja jóval magasabb fokú, mint a délkelet-ázsiai országokban. Ez azt jelenti, hogy sokkal kisebb a valószínűsége annak, hogy a vállalati szféra finanszírozási jellegzetességei rendszerkockázatba torkolljanak. (Lásd II-23. ábra.)

II-23. ábra A vállalati szféra nettó adósságállománya, trend a GDP arányában



III. Keresleti tényezők

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



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

	1999					2000
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év összesen	I. n. év MNB-bebecslés
Végso fogyasztás	4,6	4,4	4,3	3,8	4,3	3,6
Lakossági fogyasztás	4,5	5,0	4,5	4,4	4,6	4,0
Közösségi fogyasztás	4,6	1,4	2,8	0,1	2,2	1,2
Bruttó felhalmozás**	7,6	4,0	-1,6	7,6	4,3	11,1
Állóeszköz-felhalmozás	6,4	6,8	4,2	8,1	6,6	7,0
Belföldi felhasználás	5,4	4,3	2,4	5,0	4,3	5,7
összesen						
Export	9,5	9,8	13,6	18,9	13,2	21,1
Import	12,9	10,2	9,3	16,6	12,3	18,3
GDP	3,5	3,9	4,5	5,9	4,5	6,8

* Az MNB negyedéves GDP-számításai a KSH által az 1995–1999 időszakra – 2000 áprilisában – publikált negyedéves GDP-adatokra épülnek. A becslések konzisztensek az MNB egyes jövedelemtulajdonosok jövedelemhelyeztetését bemutató elemzéseivel.

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

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

	1999					2000
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év összesen	I. n. év
Végso fogyasztás	3,4	3,1	3,0	2,7	3,0	2,7
Lakossági fogyasztás	2,9	3,0	2,7	2,7	2,8	2,6
Közösségi fogyasztás	0,5	0,1	0,3	0,0	0,2	0,1
Bruttó felhalmozás*	2,1	1,3	-0,5	2,5	1,4	3,2
Állóeszköz-felhalmozás	0,9	1,4	1,1	2,8	1,6	1,0
Belföldi felhasználás						
összesen	5,5	4,4	2,5	5,2	4,4	5,9
Export	5,0	5,2	7,3	10,1	7,0	11,7
Import	-7,0	-5,7	-5,3	-9,4	-6,9	-10,8
Nettó export	-2,0	-0,5	2,0	0,7	-0,1	0,9
GDP	3,5	3,9	4,5	5,9	4,5	6,8

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

A magyar gazdaság növekedésének 1999 elején megindult gyorsulása 2000 első hónapjaiban is folytatódott. Az év első negyedévében a GDP 6,8 %-kal bővült az előző év hasonló időszakához viszonyítva. A belföldi felhasználás hozzájárulása a GDP emelkedéséhez jelentősen tovább erősödött. A nemzeti számlák szerinti nettó export csak kisebb mértékben (0,9%) járult hozzá a hozzáadott érték emelkedéséhez, mivel a gyors exportbővülés és a belföldi kereslet gyorsabb növekedésével együttjáró magasabb importigény ellensúlyozta egymás hatását. (Lásd III-1. ábra.)

A belföldi felhasználáson belül a fogyasztási kiadások szerepe a GDP bővülésében az I. negyedévben nem változott. A rendelkezésre álló jövedelmek 2%-os növekedése mellett a lakossági fogyasztás volumene az I. negyedévben 4%-kal haladta meg az egy évvel korábbi szintet, a közösségi fogyasztás volumene pedig mindössze 1,2%-kal bővült. (Lásd III-1. táblázat.)

A külpiazi értékesítési lehetőségek kedvező alakulása, a bővülő belső kereslet és a vállalkozások kedvező pénzügyi pozíciója ellenére mérsékelt beruházási növekedés jellemezte az első negyedévet. A feldolgozóiparban (ahol a beruházások mintegy negyede valósul meg), a rendelkezésre álló technikai kapacitások szintje és az értékesítési kilátások általában összhangban vannak egymással, így a kapacitáshiány egyelőre nem jelentett feszítő erőt a beruházási tevékenység dinamizálódásához. A piaci szolgáltatások beruházási aktivitása ugyanakkor változatlanul erőteljes volt, annak ellenére, hogy az autópálya-építkezések indulása tolódtott. Az I. negyedévi beruházási adatokban a lakásépítés felfutása még nem volt érzékelhető. A nemzetgazdasági állóeszköz-felhalmozás összességében 7%-kal emelkedett az első negyedévben az előző év hasonló időszakához képest.

A felhalmozás másik tételét jelentő készletfelhalmozás és egyéb, nem specifikált felhasználás az első negyedévben jelentősen hozzájárult a GDP növekedéséhez. A készletállomány meghatározó hányadát a feldolgozóipari és a kereskedelmi készletek teszik ki. A készletállomány mintegy negyedét adó ipari saját termelésű készletek szintje¹ az egy évvel korábbinál gyorsabban emelkedett, ami részben az ipari termelés ugrásszerű (20,7%-os) növekedésének természetes következménye. Az ipar belföldi értékesítésén belül a továbbfeldolgozásra kerülő termékek értékesített volumene számottevően (10%-kal) magasabb volt, mint egy évvel korábban, és ez a bővülés – a termelési dinamika emelkedése mellett – feltehetően a vásárolt készletek szintjének korábbiaknál gyorsabb növekedésével is együtt járt. Ezt a tendenciát az intermediér importbeszerzések robusztus bővülése is megerősítette. (Lásd III-2. táblázat.)

¹ Az iparstatisztikai adatok alapján.

A gazdasági növekedés lendületét az előző negyedévekhez hasonlóan 2000 első negyedévében is erősítette a külpiaci konjunktúra kedvező alakulása. A magyar exportteljesítményre ösztönzőleg hatott az, hogy mind az euróövezetben, mind a CEFTA-országokban kedvezőbbé váltak a konjunkturális feltételek, ugyanakkor a FÁK-országcsoporthoz javuló konjunkturális helyzete számottevően nem éreztette hatását. Az első negyedévben a nemzeti számlák szerinti export volumenének növekedési üteme (21%) jelentősen felülmúlta az importét (18%), ami a cserearányok további (mintegy 2 százalékpontos) romlása mellett következett be. Ezt a cserearányromlást döntően az energiahordozók és a nyersanyagok világpiaci árának gyors emelkedése magyarázza. Fontos megjegyezni, hogy a nemzeti számlák szerinti export kiemelkedő I. negyedévi éves növekedésében jelentős volt az alacsony bázis hatása is, miközben a rövid bázisú trendindexek a dinamika lassulását jelzik.

1. Lakossági fogyasztás

A 2000. év elejét a lakosság reáljövedelmének alacsonyabb növekedése jellemezte, az operacionális jövedelem mindössze 1,8%-kal emelkedett. A különböző jövedelemfajták dinamikája eltérő volt, a munkából származó nettó jövedelmek az összjövedelemnél gyorsabban, 4,1%-kal emelkedtek. Ezzel szemben a pénzbeni társadalmi juttatások reálértéke 2,5%-kal alacsonyabb volt, mint az előző év azonos időszakában, amit a nyugdíjak és a munkanélküli-ellátásokhoz kapcsolódó transzferrek alacsonyabb nominális növekedése és a családi támogatások pénzben folyósított összegének változatlan mértéke magyaráz. (Lásd III-3. táblázat.)

A háztartások fogyasztásának bővülési üteme változatlanul magasabb, mint a kamatbevételek inflációt ellentételező részével korrigált operacionális jövedelmé. Ezt a jelenséget részben a fogyasztás kisimítására törekvő fogyasztói magatartásnak tulajdoníthatjuk. A növekvő gazdaságban természetes módon alakulnak ki a jövőre vonatkozó optimista jövedelmi várakozások. A nyugdíjak esetében pedig az év második felében lehet visszamenőleges nyugdíjemelésre számítani. A fogyasztás simítását egyre szélesebb rétegek számára teszi lehetővé a fogyasztói hitelek kínálatának bővülése.

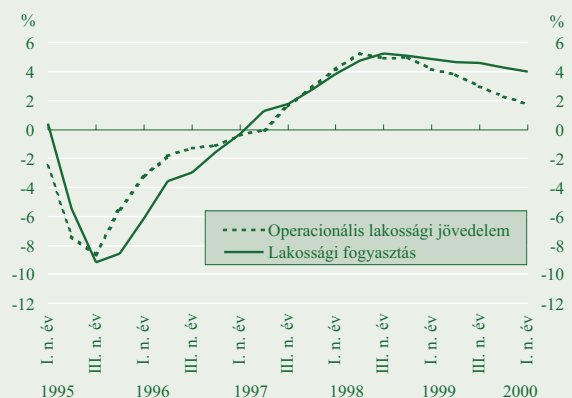
A jövedelemnél gyorsabban bővülő fogyasztás eredményeként folytatódott a lakosság bruttó megtakarítási rátájának² lassú mérséklődése. A felhalmozási ráta és a pénzügyi megtakarítási ráta is az előző év második felére jellemző szint körül ingadozik. A pénzügyi megtakarítási ráta 2,6 százalékponttal volt kisebb, mint 1 évvel korábban. A csökkenés harmada magyarázható a lakosság bankokkal szembeni tartozásállományának folytatódó növekedésével. A háztartások operacionális hitelfelvétele az első negyedévben csaknem 19 milliárd forintot tett ki, ami megfelel az 1999 során tapasztalt átlagos negyedéves hitelfelvétel mértékével. Ezzel a háztartások nettó hitelfelvételi rátája enyhén emelkedett 1999 végéhez viszonyítva. A háztartási szektor eladósodottsága nemzetközi összehasonlításban továbbra is igen alacsony, ezért növekvő hitelfelvételi tranzakciókra számíthatunk a lakosság részéről az elkövetkező időszakban is. (Lásd III-2. ábra.)

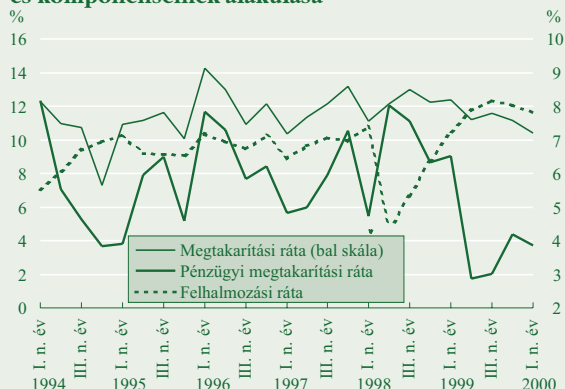
² Az ebben a részben említésre kerülő megtakarítási ráták mind operacionális kategóriák és szezonálisan igazítottak.

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

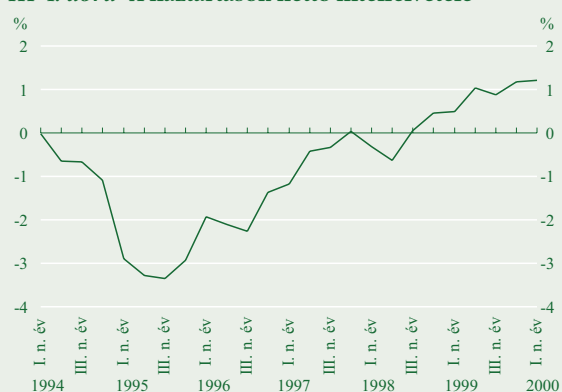
	1998	1999	2000. I. n. év
Jövedelem	4,0	2,8	2,0
Operacionális jövedelem	4,7	3,6	1,8
Fogyasztás	4,9	4,6	4,0

III-2. ábra A lakossági fogyasztás és az operacionális jövedelem reálnövekedési üteme (százalékos változás az előző év azonos negyedéhez viszonyítva; 3 tagú mozgóátlag)

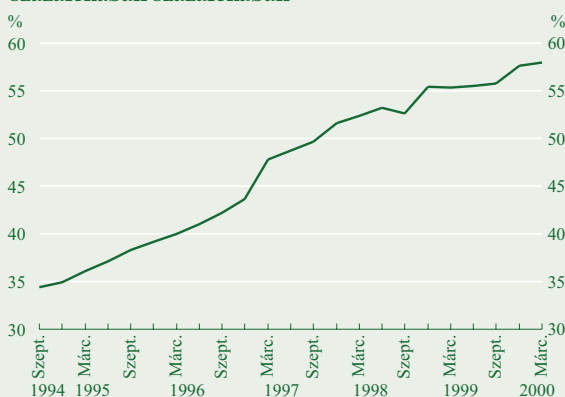


III-3. ábra A háztartások megtakarítási rátájának és komponenseinek alakulása*

* Szezonálisan igazított adatok az operacionális rendelkezésre álló jövedelem százalékában.

III-4. ábra A háztartások nettó hitelfelvétele*

* Szezonálisan igazított adatok az operacionális rendelkezésre álló jövedelem százalékában.

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

A háztartások pénzügyi befektetéseinél folytatódott a bankon kívüli befektetések előtérbe kerülése. Januárban ugyan még több mint 70 milliárd forint értékű bankbetétnövekedést figyeltünk meg, ez azonban a dátumváltással kapcsolatos óvatossági készpénzfelhalmozás bankrendszerbe történő visszaáramlásával magyarázható. Az év eddig eltelt többi hónapjában azonban már nettó betétkivonásnak lehettünk tanúi, s a háztartási szektor portfólióátrendezése következtében ezek a források más pénzügyi eszközökben jelentek meg. Első helyen kell említeni a befektetési jegyek folytatódó népszerűségét, ami a magyar lakosság tőkepiacba és így a magyar gazdaságba vetett bizalmára utal. A befektetési jegyek térnyerésével párhuzamosan továbbra sem mondható jelentősnek a lakosság tőzsdei részvények iránti kereslete. A bekövetkezett hozamcsökkenéssel is összefüggésben állhat a lakosság kincstárjegyek, illetve államkötvények iránti alacsony kereslete. A nyugdíjpénztári megtakarítások folyamatos térnyerése nem meglepetés, mindez a nyugdíjreform jellegéből adódóan még hosszú időn keresztül jellemzője lesz a háztartási szektor portfóliószerkezetének. A háztartások pénzügyi vagyona az első negyedév során 163 milliárd forinttal gyarapodott, amelynek több mint negyven százaléka (67 milliárd forint) a devizabetéteken, valamint a részvényt piacon realizált árfolyamnyereség eredménye. (Lásd III-3., III-4., III-5 ábra.)

2. Beruházások

2.1. Állóeszköz-beruházások

A nemzetgazdasági beruházások 2000 I. negyedévében reálértékben 7%-kal bővültek az előző év első negyedévéhez képest. A 2000. I. negyedévi nem túl erőteljes beruházási dinamika több szempontból is figyelmet érdemel: a javuló külpiaconkonjunktúra és a rendelésállomány növekedése alapján ugyanis intenzívebb beruházási dinamika is feltételezhető lett volna, és ugyancsak erőteljesebb növekedést sugallt az ipari termelés első negyedévi teljesítménye is (20,7% az előző év azonos negyedévéhez képest). Ez a jelenség különösen a feldolgozóiparban szembetűnő, ahol az I. negyedévi volumennövekedés mindössze 2,5% körül alakult a tavalyi 7,7%-kal szemben. (Lásd III-4. táblázat.) Ennek egyik magyarázata az lehet, hogy az 1998-ban megvalósult rendkívül erőteljes beruházási aktivitás (a feldolgozóipar esetében ez mintegy 24%-os bővülést jelentett) olyan mértékű kapacitásokat teremtett, amelyek még 2000 elején is elégségesnek bizonyultak az egyébként bővülő rendelésállomány teljesítésére.

Ezt a gondolatmenetet támasztják alá a 2000. év eleji vállalati felmérések is. Ezek alapján ugyanis úgy tűnik, hogy a feldolgozóipari vállalkozások további élénkülésre számítanak, rendelésállományaik további növekedését feltételezik, és általános körükben a beruházások növelésének szándéka. A TÁRKI felmérése³ is azt mutatja azonban, hogy míg 2000 I. félévében a megkérdezett vállalatok 35%-a tervezi beruházásai növelését, addig 2000 egészét tekintve ez az arány mintegy 7%-kal nagyobb.

³ Kiemelkedően jó kilátások, kiegyenlítettebb növekedés (A legnagyobb feldolgozóipari cégek helyzete és kilátásai a 2000. januári felvétel adatai alapján) TÁRKI, Budapest, 2000. március

Mindez implicit magában rejti azt, hogy az év második felében – a kedvező piaci feltételek további fennállása esetén – a beruházások dinamikája erősödhet. Ugyanez a felmérés arra is rámutat, hogy míg 1999-ben a kedvezőtlenebb piaci viszonyok közepette „a beruházási aktivitás messze jobban jellemezte a jövedelmezőbb és a gyorsabb növekedésre képes cégeket”,⁴ addig 2000-ben a beruházások növelése szándékában ezek a faktorok már nem játszanak szerepet.

A feldolgozóipari beruházások szezonálisan kiigazított idősrából számított évesített növekedési ütemek azt jelzik, hogy az első negyedévi teljesítmény nem a beruházási dinamika visszaesését vetíti előre. A dinamika erősödése mellett szólhat az is, hogy az év egészét tekintve várhatóan továbbra is kedvezően alakulnak a piaci viszonyok és nagy valószínűséggel emelkedik a kapacitáskihasználtság is. A beruházási javak importjának alakulása alapján ugyan nem zárható ki az importgép-beruházások stagnálása, kérdés, hogy ennek hatása milyen mértékben érvényesül a beruházások egészét tekintve.

Továbbra is erőteljes a piaci szolgáltatások beruházási aktivitása. A szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás-ágazatban folytatódik az előző év dinamikus beruházási tevékenysége (1999 egészében több mint 15%-kal, 2000 I. negyedében pedig 14,5%-kal bővült). Az előző évi mélypont után 36,7%-os volumenbővülést regisztráltak a szállítás, posta, távközlés ágazatban, ami az autópálya-építés csúszása miatt alapvetően a posta és távközlés alágazat teljesítményén alapszik, amely egyébként is mintegy 50%-ban részesedik az ágazat beruházási teljesítményéből.

A kereskedelmi ágazat beruháznövekedése a tavaly első negyedévinek körülbelül fele (5,2%), és a tavalyihoz hasonló, visszafogott teljesítményt nyújtott a pénzügyi tevékenység ágazat is. Az ingatlanügyletek ágazatban a lakásépítési támogatások új rendszerének hatása még nem érzékelhető, ami nyilvánvaló is, hiszen az épített lakások száma 2000 I. negyedévében lényegében megegyezik a tavalyi első negyedévével. Az év folyamán azonban a beruházások erősödése várható, mivel 1999 elejétől megindult a kiadott lakásépítési engedélyek számának növekedése. Ez 1999-ben mintegy 30%-os növekedést jelentett az azt megelőző évhez viszonyítva, és ez a tendencia látszik folytatódni 2000-ben is (31%-os növekedés 1999 I. negyedévéhez képest).

Kimagasló egyes nem anyagi szolgáltatási ágazatok beruházási aktivitása (közigazgatás, egészségügy, oktatás). Ezen ágazatok beruházásainak abszolút értéke azonban annyira kicsi, hogy egy-egy, értékben nemzetgazdasági szinten elhanyagolható beruházás is látványos megugrást okozhat a volumenindexekben, ami erős volatilitást eredményez ezekben.

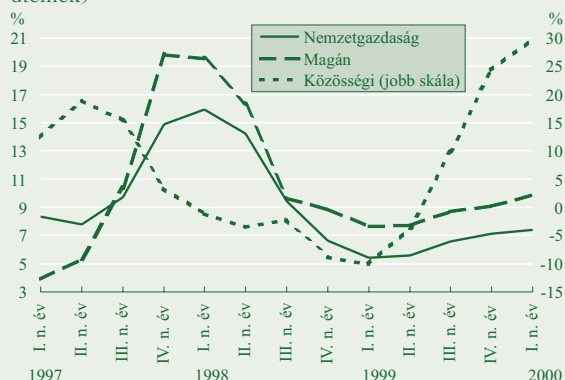
A beruházások anyagi-műszaki összetételét tekintve, a gép-beruházások 2000 I. negyedévében lényegesen erőteljesebben bővültek az építési beruházásoknál (bár ez utóbbi a tavalyi első negyedévi lassulással szemben idén 2,5%-kal növekedett reálértékben). Ezt tükrözheti az is, hogy az építőiparba történő beruházások dinamikája 2000 I. negyedévében csak mérsékelten, az előző év azonos időszakához viszonyítva 5% körül erősödött. Feltételezhető, hogy a lakásépítés felfutásával és az autópálya-építés beindításával ez az arány valamelyest módosul az épí-

III-4. táblázat A nemzetgazdasági beruházások volumenindexei (előző év azonos negyedéve = 100)

	1999. évi megoszlás (%)	1999. I. n. év	1999. év	2000. I. n. év
Mezőgazdaság, erdőgazdaság, halászat	3,29	117,3	96,7	84,3
Bányászat	0,42	174,2	149,6	82,6
Feldolgozóipar	26,08	100,9	107,7	102,3
Villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás	6,95	127,5	103,8	95,3
Építőipar	1,95	136,8	112,1	105,3
<i>Anyagi termelés összesen</i>	<i>38,68</i>	<i>107,5</i>	<i>106,5</i>	<i>99,9</i>
Kereskedelem, közúti jármű és közszükségleti cikk javítása, karbantartása	7,55	110,6	113,2	105,2
Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás	1,08	87,7	115,7	114,6
Szállítás, raktározás, posta és távközlés	17,93	96,9	101,9	136,7
Pénzügyi tevékenység és kiegészítő szolgáltatásai	2,83	99,7	90,5	92,1
Ingatlanügyletek, bérbeadás, gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatás és lakásberuházás	19,16	100,5	111,6	99,2
<i>Anyagi szolgáltatások összesen</i>	<i>48,55</i>	<i>100,3</i>	<i>106,7</i>	<i>112,2</i>
<i>Anyagi termelés összesen + anyagi szolgáltatások összesen</i>	<i>87,23</i>	<i>103,7</i>	<i>106,6</i>	<i>106,2</i>
Közigazgatás, védelem és kötelező társadalombiztosítás	4,28	133,3	127,0	147,9
Oktatás	2,03	169,2	115,9	115,8
Egészségügyi és szociális ellátás	2,13	100,8	90,1	116,3
Egyéb közösségi, társadalmi és személyi szolgáltatás	4,33	119,3	95,7	88,4
<i>Nem anyagi szolgáltatások összesen</i>	<i>12,76</i>	<i>124,9</i>	<i>106,3</i>	<i>117,6</i>
Összesen	100,00	106,4	106,6	107,0

⁴ Kiemelkedően jó kilátások, kiegyenlítettebb növekedés (A legnagyobb feldolgozóipari cégek helyzete és kilátásai a 2000. januári felvétel adatai alapján) TÁRKI, Budapest, 2000. március (23. oldal).

III-6. ábra Az állóeszköz-beruházások alakulása
(szezónálisan kiigazított rövid bázisú évesített növekedési ütemek)



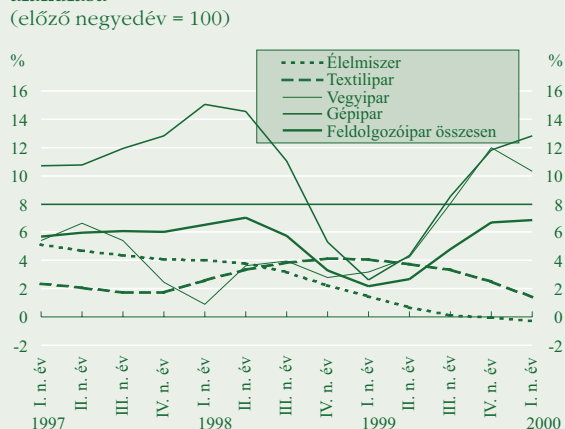
tési beruházások javára, kérdés azonban, hogy ennek jelei már 2000-ben érezhetőek lesznek-e.

A beruházások jövedelemtulajdonosok szerinti alakulását vizsgálva 2000 I. negyedévében az állami beruházások dinamikája növekedett leginkább. Ennek magyarázata főként abban rejlik, hogy az 1999-es bázis a költségvetési megszorítások miatt rendkívül alacsony volt. Mivel azonban az állami beruházások alakulása inkább gazdaságpolitikai döntések, mintsem a gazdasági konjunktúra függvénye, és ebből következően erősen volatilis, így az év egészére nézve az év eleji erős dinamika nem feltétlenül irányadó. (Lásd III-6. ábra.)

A magánberuházások terén az év/év alapú indexek moderált növekedést mutatnak, ez azonban a szezonálisan kiigazított adatok alapján sem jelent stagnálást. A vállalati szektor mellett a lakossági beruházások terén is a dinamika erősödése várható az év második felében a lakásépítések várható felfutása miatt. Továbbra is várható a lakossági megtakarítások egy részének reálfelbefektetésekbe történő áramlása, ennek mértéke azonban várhatóan kisebb lesz a tavalyinál.

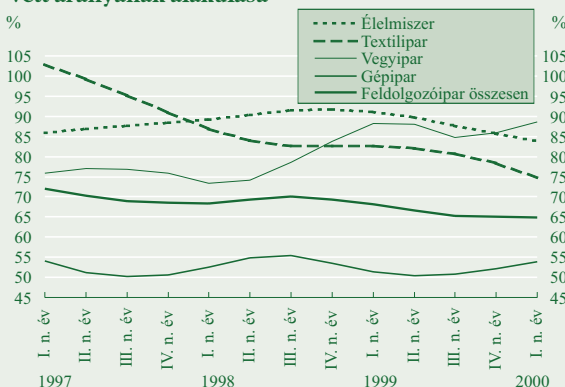
2.2 Készletberuházások

III-7. ábra Saját termelésű készletberuházás alakulása*
(előző negyedév = 100)



* Folyó áron, szezonálisan igazított adatok alapján.

III-8. ábra Saját termelésű készletek értékesítéshez vett arányának alakulása*



* Szezonálisan igazított készlet- és értékesítés adatok alapján.

Amint korábban tárgyaltuk, 2000 első negyedévében a készletberuházások felfutása jelentős mértékben hozzájárult a GDP növekedéséhez. A készleteket illetően az első negyedévre tényadatokkal még nem, csak saját becsléssel (ld. az 1999. júniusi *Jelentésünket*) rendelkezünk a KSH iparstatisztikája alapján, melyek az ipari – zömmel kész- és félkész-termékeket tartalmazó – saját termelésű készletek alakulására vonatkoznak. A vásárolt – nyersanyagokat tartalmazó – ipari készletek, illetve más szektorok készleteire vonatkozó adatok csak 1999 utolsó negyedévéig állnak rendelkezésünkre. Korábbi Jelentéseinkhez hasonlóan itt a konjunktúrális szempontból kiemelkedő jelentőségű feldolgozóipari ágazatok készletalakulását elemezzük. A feldolgozóipari készletek a teljes nemzetgazdasági készletszint mintegy 60%-át adják, ezen belül közel fele-fele arányt képviselnek a saját termelésű és a vásárolt készletek.

Az első negyedévben erőteljesen, a tavalyi év első negyedéhez képest folyó áron közel 23%-kal emelkedett a feldolgozóipari saját termelésű készletek szintje. Ez elsősorban a gépipari és a vegyipari készletszint emelkedéséhez köthető. Ez a fokozott készlet-beruházás mindkét ágazat esetében gyorsuló értékesítési dinamika mellett következett be. Így a készlet-szint emelkedését pozitív konjunktúrális várakozások jeleként értékelhetjük. A lendületes értékesítés ellenére mindkét ágazatban némileg növekedett a készlet/értékesítés ráta értéke, ami alátámasztja következtetésünket. (Lásd III-7., III-8. ábra.)

Noha a *vásárolt készleteket* illetően nincs 2000. első negyedéves adatunk, a tavalyi év végi számok a feldolgozóipari, különösen pedig a gépipari vásárolt készletek szintjének megugrásáról tanúskodnak. Az orosz válság idején megtorpanó készletberuházás a tavalyi év során korrigálódott: 1999 második felében a gépipari vásárolt készletszint (folyó áron) mintegy negyedével haladta meg az egy évvel korábbi. Amint azt korábban jeleztük, valószínűleg 2000 első negyedévében is folytatódott a vásárolt ipari készletszint bővülése.

3. Az államháztartás keresleti hatása

Az SNA megközelítésű elsődleges egyenleg 1999 I. negyedévéhez mérten a GDP 2,1%-ával javult, az államháztartás tehát ennyivel szűkítette a keresletet. Amennyiben kiszűrjük a kedvezőtlen bázis hatását,⁵ akkor az első negyedéves szűkítés mértéke nagyjából csak a GDP 0,5%-ával lenne egyenlő, ami közel áll az egész évre tervezett 0,1%-os mértékhez. (Lásd III-5. táblázat.)

Az elsődleges egyenleg 2,1%-os javulása ugyanis jelentős részben csak átmeneti tényezőkkel magyarázható. A viszonyítási alapul szolgáló tavalyi első negyedév aránytalanul kedvezőtlen volt a teljes évhez viszonyítva. Ehhez a helyzethez idén legfeljebb az agrártámogatások jelentős arányú kifizetése hasonlítható, a többi kiadási és bevételi tétel évközi alakulása inkább a kedvezőbb szezonális 1998-as évhez mérhető, esetenként pedig még annál is jobb negyedéves teljesülést mutat.

1. Januárban és márciusban mind az 1998. évihez, mind az 1999. évihez viszonyítva kiugróan magas volt az SZJA-bevétel. A szezonális megváltozása⁶ az első negyedévben átmenetileg javítja az elsődleges egyenleget (hatása elérheti a GDP 0,1–0,2%-át), az év egészét tekintve hatása elhanyagolható.

2. Az infláció tervezettnél lassabb csökkenése javítja az adóbevételeket, elsősorban az ÁFA-t, egyenlegrontó hatása viszont csak a negyedik negyedévben, a megemelt nyugdíjkiadásokon keresztül jelentkezik. (1998-ban is utólag történt a nyugdíjak visszamenőleges kiegészítése.)

3. A nettó ÁFA-bevétel reálértékben is jelentősen, 12,9%-kal növekedett az első negyedévben. Itt különösen fontos kiszűrni a bázisidőszak hatását, hiszen a tavalyi első negyedévben egyszeri jelleggel számottevő ÁFA-bevétel esett ki. (Lásd III-6. táblázat.) A két év reálérték változását összeadva a nettó ÁFA csak 4,3%-kal bővült, ebből is csaknem 2%-ot az eredményez, hogy az éves ÁFA bevallásra tavaly áttért adófizetők befizetése áthúzódott erre az évre. (Az ÁFA nettó pénzforgalmi bevétele ennél kedvezőbben alakult, azonban a visszatérítések eredményszámla becslése során figyelembe vettük, hogy a visszatérítések időbeli eltolódását eredményezték, csak pénzforgalmilag jelentkező megtagadást jelentettek az első negyedévben.)

A lakossági pénzbeni transferek reálértékét egyrészt a vártanál lassabban mérséklődő infláció csökkentette, másrészt az önkormányzatok szociális kiadásai esetében túlzottan magas volt a viszonyítási alap a bázisidőszakban. A nyugdíjkiadásoknál a reálérték csökkenése átmeneti, hiszen a svájci indexálás

⁵ 1999 I. negyedévében az egyenleget rendkívüli tételek rontották, azt eredményezve, hogy az éves hiány aránytalanul nagy része realizálódott az év elején. Ennek hatását legegyszerűbben úgy szűrhetjük ki, hogy az 1998 I. negyedévet tekintjük viszonyítási alapnak, a kiadási és bevételi tételek évközi alakulása ugyanis 2000-ben valószínűleg sokkal inkább 1998-hoz, mint 1999-hez hasonlítható. Ekkor az állapítható meg, hogy az államháztartás a keresletet két év alatt (1,1%-os bővítés után 2,1%-os szűkítéssel) összesen a GDP 1%-ával szűkítette. Ebből az 1998 és 1999 közé eső éves fiskális hatást (0,5%) levonva 2000 I. negyedévére 0,5%-os keresletcsökkentés adódik.

⁶ A márciusi magas bevétel hátterében a februári magas bérkifizetés áll, ami a szokásosnál több munkanap (szökevény) következménye. Ez az egyszeri hatás a havi SZJA-indexet 4–5%-kal, a negyedéves indexet már csak kb 1,5%-kal és éves szintű bevételt pedig legfeljebb 0,4%-kal emeli.

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

	1998 tény	1999					2000 I. n. év
		I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	előze- tes	
1. Központi költségvetés egyenlege privatizáció nélkül	-3,7	-9,0	-2,5	-1,5	0,2	-2,9	-4,3
2. Elsődleges egyenleg (MNB nélkül)	2,9	1,0	3,0	4,1	5,8	3,6	3,1
3. Kamategyenleg	-7,0	-9,7	-6,3	-5,9	-5,5	-6,7	-7,6
4. MNB-támogatás és -befizetés egyenlege	0,4	-0,3	0,8	0,3	-0,1	0,2	0,2
5. Elkülönített alapok egyenlege privatizáció nélkül	0,1	-0,9	-0,1	0,0	-0,4	-0,4	0,1
6. TB egyenlege privatizáció nélkül	-0,9	-2,2	-1,1	-1,2	-0,3	-1,1	-1,1
7. Önkormányzatok egyenlege privatizáció nélkül	-0,3	2,1	-1,2	0,0	-0,5	0,0	1,3
8. Önkormányzat elsődleges egyenlege	-0,5	1,9	-1,4	0,7	-1,6	-0,2	1,1
9. Államháztartás egyenlege privatizáció nélkül	-4,8	-10,1	-5,0	-2,7	-1,0	-4,4	-4,0
10. Ebből elsődleges egyenleg	1,6	-0,2	0,3	3,7	3,6	2,0	3,3
11. Államháztartás eredmény-számla hiánya	-4,6	-8,2	-5,8	-2,9	-2,4	-4,7	-5,1
12. Eredmény-számla hiánya elsődleges egyenleg	1,9	-1,0	0,4	2,9	3,9	1,7	2,1
13. Hiány korrekciója hitel-műveletekkel	-0,8	0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2
14. ÁPV Rt. hiánya	-0,7	-0,3	-0,5	-0,8	-1,5	-0,8	-0,9
15. SNA finanszírozási igény (15=11+13+14)	-6,1	-8,3	-6,4	-3,7	-4,2	-5,5	-6,3
16. SNA elsődleges egyenleg (16=12+13+14)	0,5	-1,0	-0,2	2,0	2,2	0,8	1,0
17. Nyugdíjreform hatása	0,3	0,5	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5
18. Keresleti hatás (16. és 17. sor változása)	0,5	1,1	-0,4	-2,5	0,5	0,1	-2,1

III-6. táblázat Az ÁFA reálértékének változása (az előző év azonos időszakához képest)

	1998				1999				2000 I. n. év
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	
Belföldi ÁFA-befizetés	4,8	4,2	3,0	-4,8	1,1	6,6	9,1	8,7	17,8
Import ÁFA-befizetés*	15,5	18,7	16,7	8,8	-0,2	-1,4	-1,1	11,7	6,6
ÁFA-visszatérítés**	7,5	8,4	11,9	10,7	8,9	3,2	-0,7	3,3	12,3
Nettó ÁFA-bevétel	11,8	13,8	7,3	-5,2	-8,6	1,9	8,4	17,0	12,9

* Vámbiztosítékkal korrigált.

** Becsült eredmény-számla hiány alapján.

III-7. táblázat Az államháztartás egyes kiadásainak változása reálértéken*
(az előző év azonos időszakához képest **)

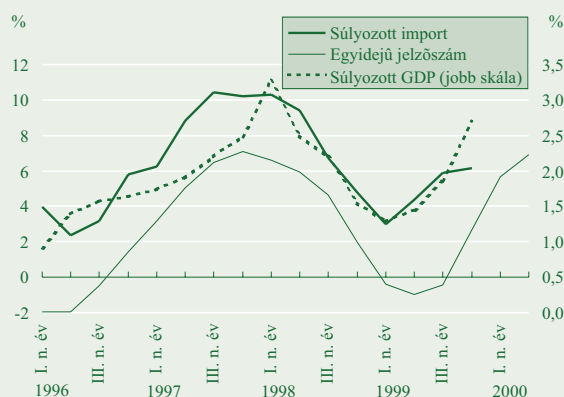
	1998				1999				2000
	I. n. év	I. félév	I-III. n. év	év	I. n. év	I. félév	I-III. n. év	előzetes	
Nyugdíjak (rokkantnyugdíjjal együtt)	4,7	5,4	8,4	9,2	6,9	6,9	4,3	4,1	-1,6
Táppénz	-4,9	-4,4	-2,0	0,1	1,5	1,7	1,4	2,4	6,1
Szociális kiadások (központi költségvetés)	-0,8	-1,4	-2,3	-2,8	-15,9	-1,1	-2,6	0,0	-3,0
Szociális kiadások (helyi önkormányzatok)	26,0	28,9	30,2	26,1	12,5	-0,4	-3,3	-6,0	-11,8
Lakossági transzferek összesen	4,1	4,8	6,7	7,0	1,9	4,5	2,2	2,5	-2,3
Beruházás (központi költségvetés)	-4,5	12,6	0,7	-12,4	-10,4	-12,4	-3,8	6,1	48,1
Beruházás (helyi önkormányzatok)	35,1	70,9	9,7	10,7	-8,0	-19,6	-15,2	-11,2	-5,7
Beruházási bruttó kiadás összesen	33,5	40,2	5,7	-1,0	-9,0	-16,5	-10,4	-3,8	15,3

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

** Beruházásra és fogyasztásra vonatkozó árindexek alapján.

III-9. ábra Főbb exportpiacaink külső keresletének alakulása

(előző év azonos időszaka =100)



III-8. táblázat Az euróövezet főbb makrogazdasági mutatói I. (Változás az előző év azonos időszakához viszonyítva, szezonálisan igazított adatok)

	1998		1999				2000.
	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	
Reál GDP	2,6	1,9	1,9	2,0	2,5	3,1	1,2
Belföldi felhasználás	3,5	3,3	2,9	2,9	3,0	2,6	
Magánfogyasztás	3,3	3,1	2,8	2,4	2,4	2,8	
Közösségi fogyasztás	1,2	1,0	1,5	1,3	1,6	1,4	
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	4,8	3,9	4,0	5,5	5,1	4,9	
Készletfelhalmozás*	0,3	0,4	0,2	0,1	0,1	-0,2	
Export	4,5	2,2	0,6	2,3	5,5	9,1	
Import	7,6	6,1	3,8	5,2	7,0	8,0	
Nettó export*	-0,8	-1,1	-1,0	-0,9	-0,4	0,5	
Újautó-regisztrációk**	7,4	6,3	6,7	8,3	6,4	-0,1	
Kiskereskedelmi forgalom**	2,8	2,9	2,6	2,4	2,1	2,8	

Forrás: ECB Monthly Bulletin, 2000. május.

* A reál GDP-hez való hozzájárulás mértéke százalékpontban.

** Szezonálisan nem igazított adatok.

III-9. táblázat Az euróövezet főbb makrogazdasági mutatói II. (Változás az előző negyedévhez képest; évesített, szezonálisan igazított adatok)

	1998		1999			
	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	
Reál GDP	1,2	2,8	2,4	4,1	3,2	
Belföldi felhasználás	4,1	3,2	1,6	2,4	2,8	
Magánfogyasztás	2,4	3,2	1,2	2,8	2,8	
Közösségi fogyasztás	1,2	4,5	-0,4	1,2	0,8	
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	2,8	7,4	3,6	6,6	2,0	
Készletfelhalmozás*	2,0	-0,8	0,4	-0,8	0,8	
Export	-5,1	2,4	10,8	14,8	8,7	
Import	3,6	4,5	10,0	10,0	7,4	
Nettó export*	-2,8	-0,8	0,4	1,6	0,4	

Forrás: ECB Monthly Bulletin, 2000. május.

* A reál GDP-hez való hozzájárulás mértéke százalékpontban.

(50%-ban inflációhoz, 50%-ban béremelkedéshez kötött nyugdíjemelés) révén a vártnál magasabb inflációval újraszámolva az év végén visszamenőlegesen emelkednek a nyugdíjak.

A kiadási szerkezeten belül kedvező változás a beruházások arányának növekedése. A tavalyi év erőteljes csökkenése után az önkormányzati beruházások volumene lassan stabilizálódik, az első negyedévben azonban még kismértékben mérséklődött. A központi költségvetés beruházásai különösen a bázisidőszakhoz mérve nőttek kiugró mértékben, 1998 azonos időszakához mérve a két év beruházási volumenének együttes bővülése 35,7%. A központi körön belül a fejezeti és intézményi beruházások növekedése a meghatározó, az ún. kiemelt beruházások⁷ kiadásai viszont még a tavalyi alacsony bázishoz képest is elmaradtak. (Lásd III-7. táblázat.)

4. Külső kereslet

A külső konjunktúrális feltételek javulása 2000 I. negyedévében folytatódott. Az euróövezetben a fogyasztói bizalmi index tovább emelkedett, látványosan javult az üzleti bizalmi index értéke. A rendelkezésünkre álló adatok szerint az euróövezet GDP-je, 1999 IV. negyedévében 3,1%-kal bővült az előző év azonos időszakához képest. Magyarország külső keresleti környezetét a legfontosabb külkereskedelmi partnereink magyar exportszerkezettel összehasonlíthatjuk importjával és GDP-jével mérhetjük. 1999 IV. negyedévében az összehasonlítható GDP 2,7%-kal, míg az effektív import 6,1%-kal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. (Lásd III-9. ábra és III-8., III-9. táblázatokat.) 2000 I. és II. negyedévére vonatkozóan még nincsenek birtokunkban a tényadatok, azonban az általunk becslést egyidejű konjunktúra-jelzőszám alapján azt állíthatjuk, hogy a fellendülés 1999 IV. negyedévéhez képest gyorsuló ütemben folytatódott.

A CEFTA-térségben, az európai unióbéli konjunktúra, valamint az orosz gazdasági növekedés felgyorsulásának hatására erősödött a gazdaság növekedése. Lengyelország GDP bővülése

⁷ A kiemelt beruházások általában nagyságrendileg a felét teszik ki az összes központi költségvetési beruházásnak.

Box III-1. A külső konjunktúra egyidejű jelzőszáma

A III-9. ábrán a főbb kereskedelmi partnereink konjunktúrájának két fő mutatója (magyar exportszerkezettel súlyozott GDP és importidősorok) mellett a konjunktúra egyidejű jelzőszáma szerepel. Az egyidejű jelzőszámot az OECD által készített megelőző jelzőszámokból (leading indicator) a következőképpen származtattuk. A legtöbb OECD-tagország esetében rendelkezésünkre áll egy megelőző jelzőszám-idősor, mely a konjunktúrális helyzetet hivatott előrejelezni rövid távon. Megvizsgáltuk, hogy ez a jelzőszám hányadik késleltetése korrelál a legjobban az adott ország GDP idősorával (egész pontosan a növekedési ütemekkel dolgoztunk). Minél nagyobb az így adódó késleltetésszám, annál nagyobb a jelzőszám „előzése”, azaz annál inkább alkalmas a jövőbeli tendenciák előrejelzésére. Miután minden országra meghatároztuk az előzések mértékét, előretoltuk az egyes idősorokat ezekkel, azaz egyidejűvé tettük őket. Az így kapott egyidejű, országszintű konjunktúra indikátorokat – a GDP és importidősorokhoz hasonlóan – a magyar exportszerkezettel súlyoztuk össze, és így kaptuk meg a külső konjunktúrának az ábrán látható egyidejű jelzőszámát. Az előretolások miatt ezen egyidejű indikátor értéke rendelkezésre áll már a második negyedévre is, amelyre azonban még nincs GDP, illetve import adatunk. Ez az előnye a megelőző jelzőszámok használatának: jelenidőben szolgálhatnak információval olyan folyamatokról, melyekről tényadatok csak jóval később kerülnek nyilvánosságra.

a becslések szerint meghaladja a 6%-ot, Csehországban és Szlovákiában a recesszióból való kilábalás után megindult az élénkülés. A FÁK-országok a magas világpiaci energia- és nyersanyagáraknak köszönhetően erős növekedést mutattak.

A nemzetgazdaság összes áru- és szolgáltatásexportja 2000 I. negyedévében 21,1%-kal emelkedett 1999 I. negyedévéhez képest, az áru- és szolgáltatásimport ennél lassabban, 18,3%-kal.

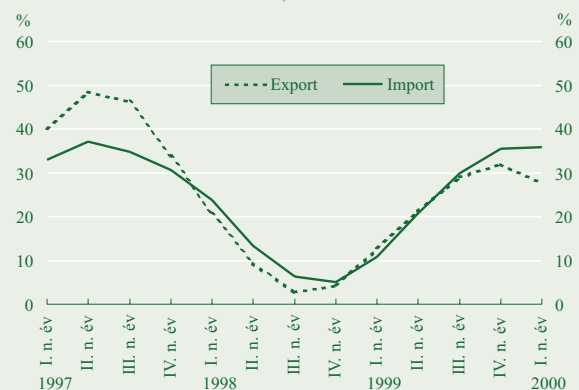
Mindez azt eredményezte, hogy a teljes reálgazdasági tranzakciókból eredő GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg növekedéshez való hozzájárulása pozitívvá vált. Mint azt bemutatjuk, ez két egymással ellentétes folyamat eredményeként alakult ki: a vámstatisztika szerinti bruttó külkereskedelmi egyenleg romlását a szolgáltatás egyenleg javulása kompenzálta.

2000 I. negyedévében a kivitel 6557 millió eurót, a behozatal pedig 7431 millió eurót tett ki. A külkereskedelmi mérleg 875 millió euró hiánnyal zárt, amely 330 millióval volt magasabb az előző év azonos időszakának hiányánál.⁸ A javuló külső kereslet hozzájárult ahhoz, hogy 2000 I. negyedévében az export és ehhez kapcsolódóan az import értéknövekedése továbbra is jelentős volt, bár elmaradt az előző negyedévben megfigyeltől. Ez azt jelenti, hogy az 1999 IV. negyedévében megfigyelt kiugróan magas növekedési ütemeket inkább egy egyszeri pozitív sokknak tulajdoníthatjuk mintsem egy trendforduló kezdetének. (Lásd III-10. ábra.)

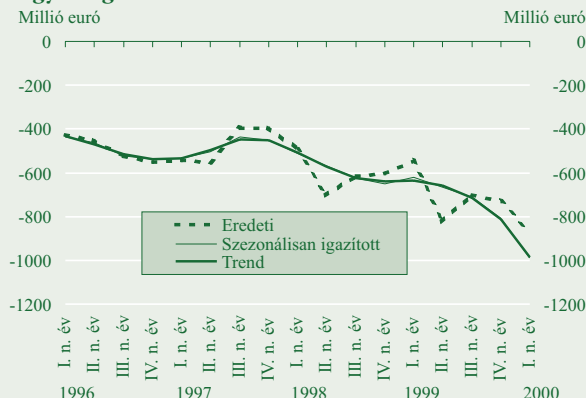
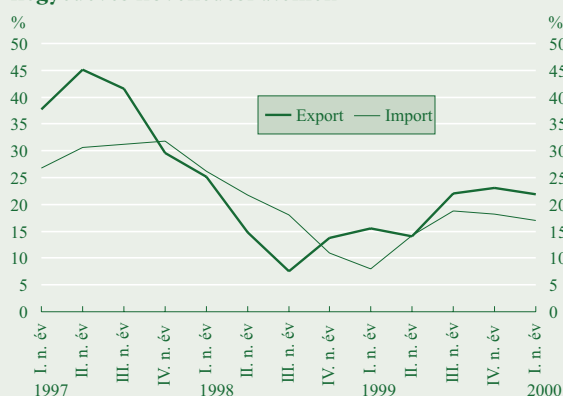
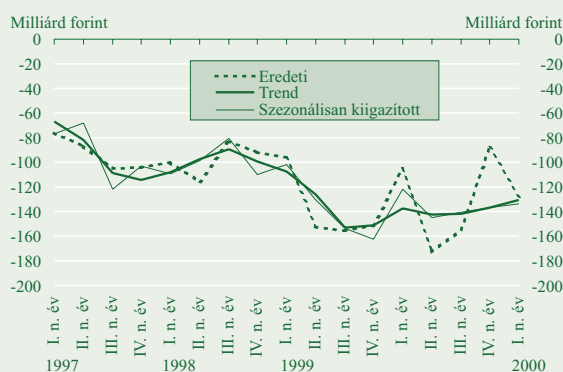
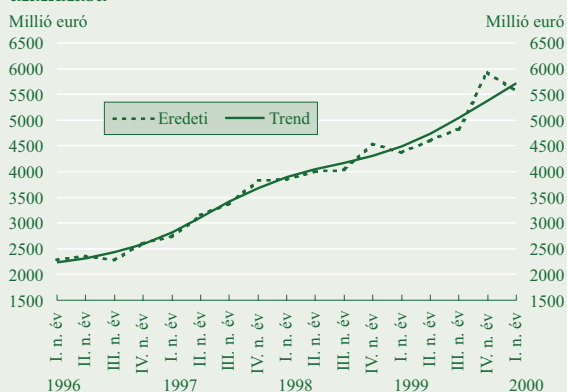
Az t is meg lehet vizsgálni, hogy 2000 első negyedévében az export trendjének negyedéves növekedése elmaradt az importétól. A szezonálisan igazított vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg tovább romlott.

A volumenadatok szerint azonban az exportvolumen bővülési üteme továbbra is felülmúlja az import volumenét (az értékadatokhoz hasonlóan 1999 IV. negyedévéhez képest alacsonyabb dinamika mellett). A változatlan áron számított külkereskedelmi egyenleg szezonálisan igazítva az utóbbi négy negyed-

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



⁸ Az első negyedéves adatok még előzetesek, és a vámárunyilatkozatok folyamatos feldolgozása miatt kiegészülhetnek. Jelentésünkben a várható kiegészülésekkel korrigált számokat közöljük, a végleges adatok ismeretében a kép még módosulhat.

III-11. ábra A vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg alakulása euróban**III-12. ábra Export- és importvolumen, évesített negyedéves növekedési ütemek****III-13. ábra Vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg alakulása változatlan áron (1996. I. negyedév)****III-14. ábra A fejlett országokban irányuló export alakulása**

év folyamán enyhe javulást mutat. Az érték- és a volumenadatok folyamataiban megmutatkozó különbség a külkereskedelmi cserearányok mintegy 2,3%-os romlásának tulajdonítható, amelyet legfőképpen az energiahordozók, valamint a nyersanyagok világpiaci árának emelkedése magyarázott. A feldolgozott termékek és a gépek cserearányában ezzel szemben enyhe javulás volt tapasztalható. Becsléseink szerint az energiahordozók árának növekedése a külkereskedelmi hiányt mintegy 200 millió euróval növelte az első negyedévben. (Lásd III-11., III-12., III-13. ábra.)

A kivitel országszerkezet szerinti megoszlása is jól követte a külső kereslet alakulását. A fejlett országokba irányuló export továbbra is dinamikusan növekedett. Elsősorban ezen reláció esetében volt megfigyelhető az, hogy a tavalyi év utolsó negyedének kiugró gyorsulása átmeneti: a szezonálisan igazított adatok trendje alapján az első negyedéves dinamika némiképpen lelassult, azonban az éves index még mindig 27%-os növekedési ütemet mutat. (Lásd III-14. ábra.)

A CEFTA-térségbe irányuló kivitel 1999 I. negyedévével kezdődő bővülése azonos ütemben folytatódott, mutatva ezzel a térség recesszióból való kilábalását.

A FÁK-országokba irányuló kivitel euróban számítva jelentősen, mintegy 42%-kal emelkedett, ez azonban főképpen a keresztárfolyamhatásoknak – az euró/dollárral szembeni gyengülésének – tudható be, hiszen a dollárban számított érték az első negyedévben stagnált (bár a bázishatás miatt az éves növekedési ütem dollárban számítva is nagyobb dinamikát mutat). Ez azt jelenti, hogy ezen országcsoport javuló konjunkturális helyzete számottevően nem éreztette hatását a magyar exportra. (Lásd III-15., III-16. ábra.)

Az export felhasználási célú megbontása alapján elmondhatjuk, hogy továbbra is a tartós fogyasztási cikkek exportjának bővülése volt a legmagasabb ütemű (előző év azonos időszakához képest 37,5%).^{9,10} A beruházási jószágok kivitelének növekedési üteme az előző negyedévhez képest lelassult, bár az előző év azonos negyedévéhez képest jelentős (17%-os) mértékben növekedett.

A nem tartós fogyasztási cikkek kivitele az előző negyedévhez képest hasonló ütemben bővült. Az energiahordozók nélkül számolt intermedier termékek exportjának továbbra is számottevő mértékű élénkülését (előző év azonos időszakához képest 35,3%-kal) a külső keresleti tényezők indokolják. (Lásd III-17. ábra.)

A különböző termékcsoportok növekedéshez való hozzájárulását tekintve elmondható, hogy 2000 I. negyedévében az intermedier és a tartós fogyasztási cikkek exportja a legmeghatározóbb jelentőségű a növekedésben. Új jelenség, hogy a beruházási javak hozzájárulása visszaesést mutat. Az energiahordozók

⁹ Itt kell megjegyeznünk, hogy az előző kiadványainkkal ellentétben a külkereskedelem felhasználási célú megbontásakor az intermedier termékek csoportjából az energiahordozókat kivettük, és külön időszorként ábráztuk annak érdekében, hogy az energiaárak változásának hatásait jobban bemutathassuk.

¹⁰ Az export felhasználási célú elemzése – adathiány miatt – a legfrissebb korrekciókat nem tartalmazó idősorokra vonatkozik.

exportja, bár dinamikusban bővült, kis súlya folytán nem volt képes éreztetni hatását az export növekedésére. (Lásd III-18. ábra.)

Az export termékszerkezetét SITC-bontásban elemezve az átlapítható meg, hogy a már említett 1999. IV. negyedévi kiugró, de átmenetinek bizonyult növekedési ütemet főként a gépexporttal magyarázhatjuk. A gépek, gépi berendezések negyedéves (20,4%) és éves növekedési üteme (31%) még így is magasnak mondható. Az élelmiszerek, ital, dohány, a nyersanyagok és a feldolgozott termékek termékcsoport kivitele stabilan növekedett (előző év azonos negyedévhez képest 20–23%-kal). (Lásd III-19. ábra.)

Az import felhasználási célú csoportosításából az derül ki, hogy a tartós fogyasztási cikkek importja az előző negyedévinek megfelelő, magas ütemben bővült, míg a beruházási jóságok importjának dinamikája némiképp csökkent.¹¹

Éves összehasonlításban azonban a beruházási termékek importja 19%-kal, míg a tartós fogyasztási cikkek importja 22%-kal emelkedett.

Az intermediér termékimport növekedési üteme enyhén lelassult, de továbbra is magas maradt (éves összehasonlításban 19%).

Mindez azt vetítheti előre, hogy a gépberuházások és a tartós fogyasztási cikkek fogyasztása, bár némiképp lassuló ütemben, de továbbra is dinamikusban bővül a közeljövőben. Eközben a nem tartós fogyasztási cikkek import növekedése stagnált (előző év azonos időszakához képesti növekedése azonban még így is 14% volt).

Az energiahordozók behozatalának értéke az energiaárak növekedése miatt éves összehasonlításban jelentősen, 84%-kal bővült. 2000 I. negyedévében ezen termékcsoport importjának növekedési üteme a korábbi rendkívül magas értékek után, az alacsonyabb volumenű, első negyedévi vásárlások következtében mérséklődött.

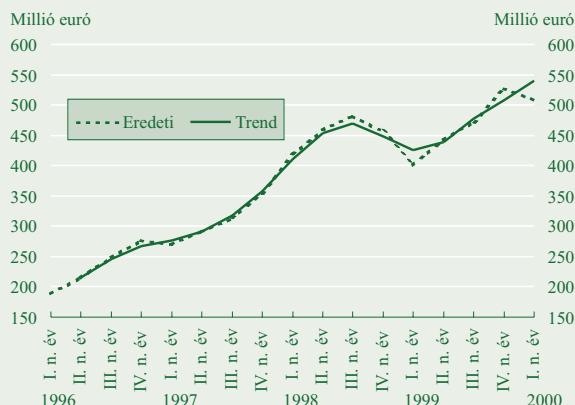
A termékcsoportoknak az import növekedéséhez vett hozzájárulását elemezve megállapítható, hogy továbbra is az intermediér, illetve a tartós fogyasztási javak behozatala adja a növekedés legnagyobb részét.

A beruházási jóságok hozzájárulása némiképp csökkent, de így is jelentős maradt. A nem tartós fogyasztási cikkek továbbra is csak kismértékben járulnak hozzá a behozatal növekedéséhez.

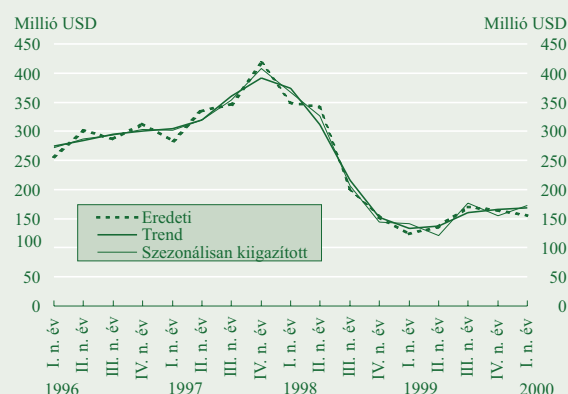
Az energiahordozók importnövekedésben játszott szerepe a korábbi magas szinthez képest 2000 I. negyedévében lecsökkent. Az intermediér termékek importjának dinamikus növekedése összefüggésbe hozható a gazdasági növekedés gyorsulásával. (Lásd III-20., III-21. ábra.)

A fizetési mérleg szerinti szolgáltatások egyenlege 2000 I. negyedévében 254 millió eurót tett ki, amely 164 millió euróval magasabb többletet mutatott 1999 I. negyedévéhez képest. A szolgáltatás egyenleg javulása a rövid távú folyamatokból is kitűnik, a szezonálisan igazított egyenleg trendje az előző negyedévhez képest 35 millió euróval javult. Mindebben egyaránt fontos szerep jutott az idegenforgalmi többlet 70 millió eurós növekedésé-

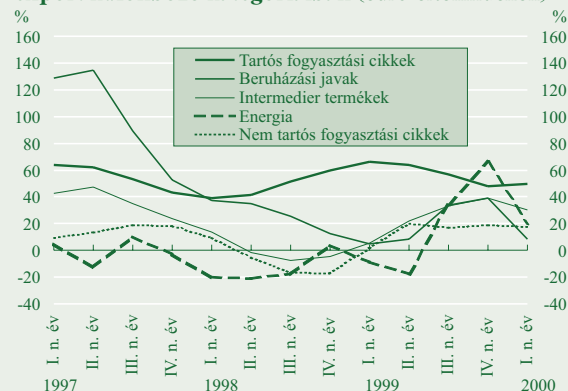
III-15. ábra A CEFTA-országokba irányuló export alakulása



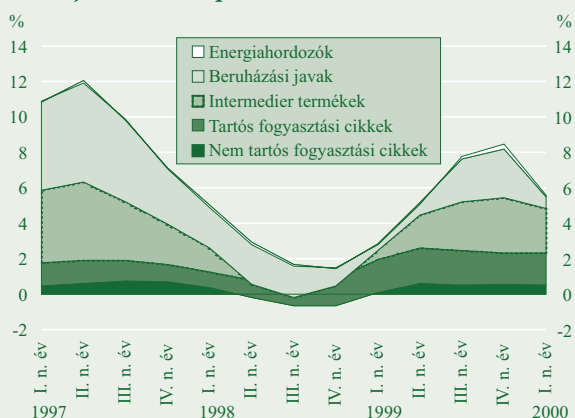
III-16. ábra A FÁK-országokba irányuló export alakulása



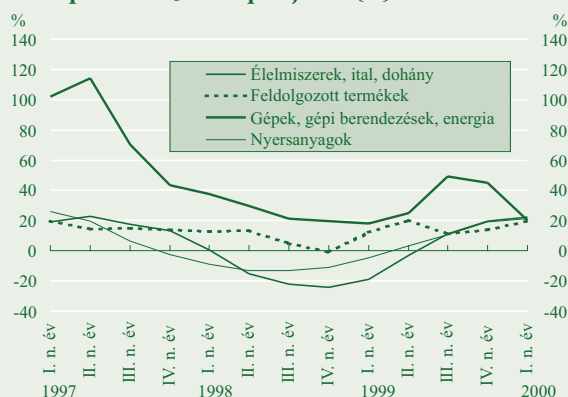
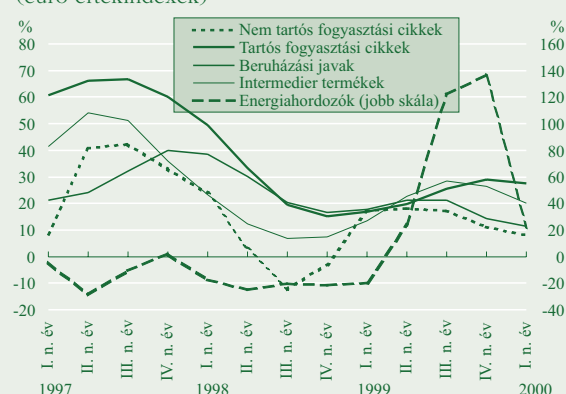
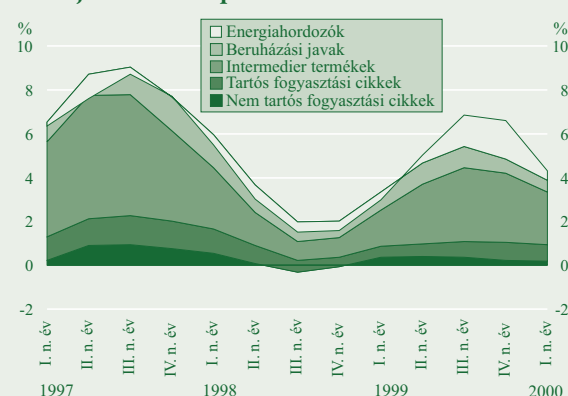
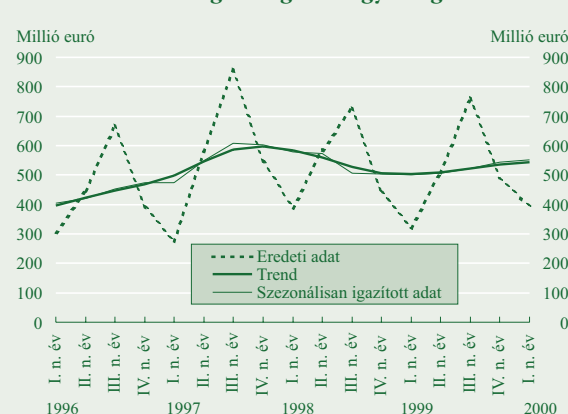
III-17. ábra Évesített trend növekedési ütemek az export különböző kategóriáiban (euró-értékindexek)



III-18. ábra A különböző termékcsoportok hozzájárulása az exporttrend növekedéséhez



¹¹ Az import felhasználási célú elemzése – adathiány miatt – a legfrissebb korrekciókat nem tartalmazó idősorokra vonatkozik.

III-19. ábra Évesített trend növekedési ütemek az export SITC-5 főcsoportjában (%)**III-20. ábra Évesített trendnövekedési ütemek az import különböző kategóriáibanban (euró-értékek)****III-21. ábra A különböző termékcsoportok hozzájárulása az importtrend növekedéséhez****III-22. ábra Az idegenforgalom egyenlege**

nek és az egyéb szolgáltatások hiányának 95 millió eurós csökkenésének.

Az idegenforgalom egyenlege 2000 első negyedévében 634 millió euró bevétel és 243 millió euró kiadás eredményeként 392 millió euró többletet mutatott, amely 70 millió euróval több, mint 1999 azonos negyedévében.

A szezonálisan igazított idegenforgalmi egyenleg 1999 második felében kezdődött enyhe javulása 2000 első negyedévében folytatódott. Ez a javulás a bevételek első negyedévi 4,7%-os és a kiadások visszafozott, 0,4%-os emelkedésének egyenlegeként adódott. Becsléseink szerint a bevételek volumene¹² kedvezőben alakult, éves összehasonlításban 0,5%-kal emelkedett; miközben az évesített rövid bázisú indexek az első három hónapban a bevételek volumenének 12,5% bővülését mutatják. (Lásd III-22. ábra.)

A lakossági devizaszámla-forgalom egyenlege nélkül számított bevételek volumene ennél lassabb ütemben növekedett (éves összehasonlításban 0,3%-kal).¹³ A bevételek felgyorsulásához tehát a devizaszámla-egyenleg javulása is hozzájárult. A devizaszámla-forgalom nélkül vett idegenforgalom első negyedéves mérsékelt teljesítményét mutatja a turizmus forgalmának 1999 azonos időszakához viszonyított változatlansága, a beutazó forgalom mindössze 1%-kal nőtt, míg a vendégforgalom 1,4%-kal elmaradt az egy évvel korábbtól.

A kiutazási kedv élénkülésével ellentétesen alakultak a kiadások, a 7% feletti kiutazó forgalomnövekedést a kiadások volumenének hasonló mértékű csökkenése kísérte az előző év első negyedévéhez képest. Az idegenforgalmi egyenleg javulásában így a kiadások mérsékelt ütemű növekedése is szerepet játszott.

Az idegenforgalmon kívüli egyéb szolgáltatások egyenlegének 1999 második felétől javuló trendje az első negyedévben tovább folytatódott. 645 millió euró bevétel és 783 millió euró kiadás mellett 137 millió eurót kitevő deficit alakult ki szemben az előző negyedévi 149 millió, illetve az 1999. év első negyedévi 232 millió eurós hiánnyal.

A deficit csökkenése a szezonálisan igazított adatok alapján tovább emelkedő kiadási szint mellett a bevételek ezt meghaladó növekedésének köszönhető.

A rövid bázisú évesített euróalapú értékindeks a bevételeknél 28, a kiadásoknál 24 százalékos növekedést mutat. (Lásd III-22. ábra.)

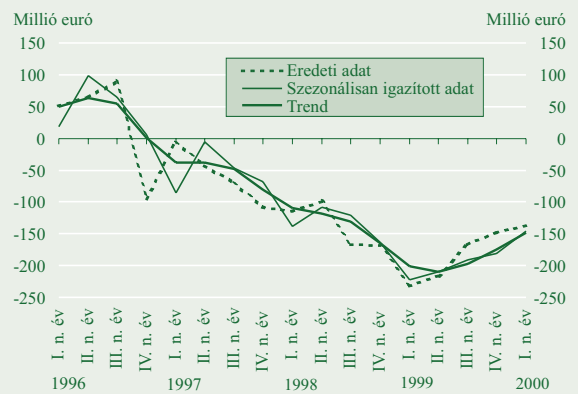
Az egyéb szolgáltatások heterogenitása és a rendelkezésre álló információk alapján továbbra sem dönthető el, hogy a mérseklődő hiány a szolgáltatások egyenlegében tartós folyamatot vagy egyszeri hatásokat tükröz-e. A szolgáltatások részletes elemzése alapján az építési-szerelési, a fuvarozási és a technikai

¹² Az ár- és árfolyamhatások kiszűrésére előállítottuk az idegenforgalom volumenindexét, amelyhez a turizmus összetételének megfelelően a szolgáltatásokat nagyobb súllyal szerepeltető árindexet használtunk. Az árindex nem felel meg teljesen az idegenforgalom termékszerkezetének, így a volumenindex csak közelíti a volumenfolyamatokat.

¹³ Mint ismeretes a lakossági devizaszámla-forgalom egyenlege 1999. decemberi módszertani váltás eredményeként bekerült az idegenforgalmi bevételek közé. Korábban az idegenforgalom teljesítményét e nélkül értékeltük.

kulturális szolgáltatások trendje tartós javulást mutat. Azt a következtetést mindenképpen levonhatjuk, hogy a szolgáltatásoknál tapasztalt 1996-tól kezdődő és 1999 első feléig tartó egyenlegromlás folyamata 1999 harmadik negyedéve óta megállt. (Lásd III-23. ábra.)

III-23. ábra Az egyéb szolgáltatások egyenlege



IV. Kínálati tényezők

1. A munkaerő-piaci folyamatok alakulása

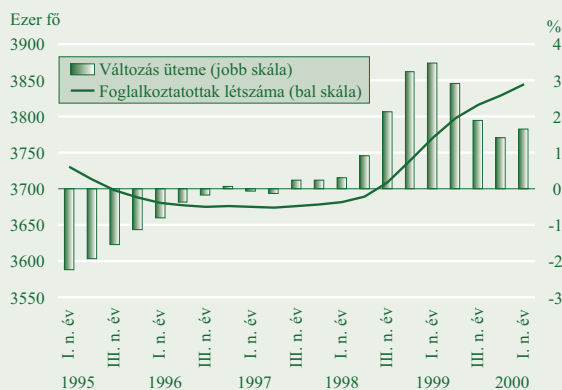
A munkaerőpiacon folytatódtak a korábbi időszak során megfigyelt folyamatok: folytatódott a foglalkoztatás bővülése, mérséklődött a munkanélküliség és az inaktivitás. Ezek eredményeképp tovább emelkedett az aktivitási ráta értéke, az 1994-ben mért szinteket megközelítve. Az első negyedév adatai két ponton árnyalják a megelőző időszakban kialakult képet: a tavalyi év végi lassulás után ismét gyorsulást mutat a foglalkoztatás bővülése, illetve a munkanélküliség csökkenése.

1.1. A foglalkoztatottság alakulása

A KSH háztartási kérdőíves felméréséből származó adatai – a szezonális és véletlen hatások kiszűrése után – azt mutatják, hogy a megelőző negyedévhez képest 2000 első negyedévében némileg gyorsult a foglalkoztatottság bővülési üteme. A KSH által publikált adatokból számítható előző év azonos időszakához viszonyított növekedési ütem ugyan lassulást sejtet – 0,9%-os értéke alacsonyabb, mint az utóbbi másfél évben bármikor –, ez azonban a tavalyi első negyedéves egyszeri kiugró – éves szinten 3,4%-os – növekedés következménye. A IV-1. ábránkon jól megfigyelhető, hogy a tavalyi első negyedévi magas bázis hatását kiszűrve 1999 utolsó negyedévéhez képest nem lassult a létszám-növekedés üteme. Állományi szemléletben mindez azt eredményezte, hogy 2000 elején a 15–74 éves népesség mintegy fele tartozott a foglalkoztatottak közé. Ezzel a többéves csökkenése után az elmúlt két évben tapasztalt kiugró foglalkoztatásbővülés eredményeképp a foglalkoztatottsági ráta visszatért az 1993-as évet jellemző értékek magasságába. A munkapiac „gerincét” alkotó 25–54 éves korosztályok esetében a foglalkoztatási ráta 70% közelébe emelkedett, ami közel egy százalékponttal magasabb az egy évvel korábbi értéknél.

Amint előző *Jelentésünkben* kifejtettük, a munkapiac egyes – demográfiai, regionális, képzettségi stb. jellemzők mentén megkülönböztethető – csoportjai egymásnak nem tökéletes helyettesítői. A munkapiac keresleti-kínálati viszonyai, az esetleges szűk keresztmetszetek ismeretéhez ezért a monetáris politika számára releváns információt hordoznak a különböző csoportspecifikus mutatók. *Korcsoport* szerinti bontásban azt látjuk, hogy az előző negyedévhez hasonlóan továbbra is minden 25 év feletti korcsoportban emelkedett a foglalkoztatási ráta értéke. Ez a foglalkoztatásbővülés „valódiságát” bizonyítja: nem a demográfiai összetétel változása – a legaktívabb 25–39 éves korosztály

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



* Szezonálisan igazított adatok alapján.

súlyának emelkedése –, hanem a munkapiaci kereslet-kínálat alakulásával összefüggő okok állnak a háttérben. Az egyes korosztályok foglalkoztatási rátáit tekintve a legdinamikusabban – a nyugdíjba vonulás ösztönzőinek változása miatt – ismét az 55–59 éves korosztály ugrott meg az egy évvel korábbihoz képest. *Regionális* bontásban az első negyedéves adatok megerősítik a korábbi időszakban látott képet: az eleve igen magas foglalkoztatási, aktivitási és alacsony munkanélküliségi mutatókkal rendelkező Nyugat-Dunántúlon kiugróan nőtt a foglalkoztatás és esett a munkanélküliség – ez utóbbi 4% alá –, ami szűk keresztmetszetek veszélyét hordozza magában – különösen annak fényében, hogy e régióban az első negyedévben 1999 hasonló időszakához képest az ipari termelés 35%-ot meghaladó ütemben nőtt.

A KSH 5 fő feletti vállalkozások és költségvetési, illetve nonprofit szervezetek lekérdezésén alapuló intézményi statisztikája szerint is dinamikus volt a foglalkoztatás bővülése. A nemzetgazdasági szinten az első negyedévben az előző év azonos időszakához képest 0,7%-kal bővülő alkalmazotti létszámnövekedés mögött – a korábbi időszakokban megfigyelt tendenciák folytatásaként – 1,7%-kal emelkedő versenyszférabeli és 1,1%-kal csökkenő közösségi szektorbeli foglalkoztatás áll. A közösségi szektort fizikai/szellemi bontásban tekintve a korábban látott aszimmetria megerősödésének tekinthető, hogy elsősorban a közigazgatás, védelem és társadalombiztosítás ágazatban megugró szellemi létszám miatt a közösségi szektor visszahúzódása teljes mértékben a fizikai munkaerő közel 9%-os létszámesésének tulajdonítható, miközben a szellemi létszám némileg növekedett. A versenyszférában folytatódott a korábban látott ágazati folyamatok: a feldolgozóiparon belül erőteljesen bővült a fizikai munkaerő létszáma a fémfeldolgozás (5,3%) és gépipar (10,6%) ágazataiban; miközben folytatódott a piaci szolgáltatások expanziója is a kereskedelem és javítás (5%), szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás (4,1%), illetve ingatlanügyek, gazdasági szolgáltatások (5,7%) ágazatainak bővülése révén. Új fejlemény azonban, hogy lassulni látszik a szállítás, raktározás, postai és távközlés ágazatok korábbi erőteljes szellemi létszámbővülése. Az első negyedévben mért 1,7%-os növekedési ütem fele a korábban tapasztaltaknak. Ebben az ágazatban az utóbbi időben messze a versenyszférabeli átlagos béremelkedési ütemek feletti szellemi bérindexet láttunk. Ennek ismeretében kérdés, hogyan értékelhető a szellemi létszámbővülés lassulása: csak a további negyedéves adatai alapján lehet eldönteni, hogy ez a mérséklődő munkaerő-keresleti dinamikát, azaz a szűk keresztmetszetek oldódását vagy ellenkezőleg annak a – rövid távon közvetlenül érvényesülő – kínálati korlátokba ütközését jelenti.

1.2. A munkanélküliség alakulása

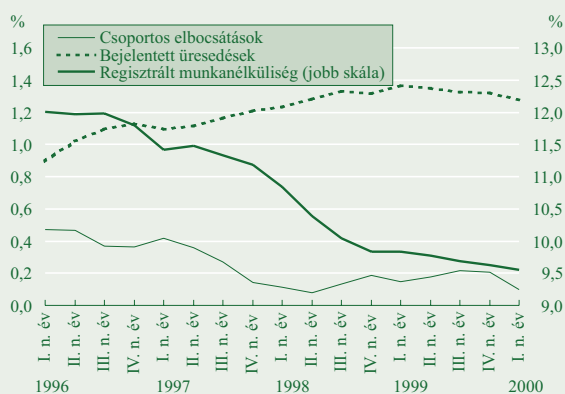
Előző jelentésünkben már tárgyaltuk, hogy a tavalyi év végi adatok eloszlatták a munkanélküliségi ráta csökkenésének folytatódásával kapcsolatos bizonytalanságot. Friss adataink megerősítik akkori következtetésünket: folytatódott, sőt, fel is gyorsult a munkanélküliségi ráta esése. Ennek eredményeképpen a ráta értéke az első negyedévben 6,5% alá süllyedt, ami több mint 0,5 százalékponttal alacsonyabb volt az 1999. évi átlagnál. A ráta csökkenése minden korcsoportban és régióban tapasztalható volt; bár a szűk keresztmetszetek szempontjából megjegyzendő,

IV-2. ábra A munkanélküliségi ráta alakulása



* Szezonálisan igazított adatok alapján.

IV-3. ábra A munkapiac kiegészítő mutatói*



* Mind a KSH munkaerő-felmérése szerinti foglalkoztatottak arányában (a regisztrált munkanélküliségi rátánál a nevezőben is szerepel a munkanélküliek száma); szezonálisan igazítva.

IV-1. táblázat A bérinfláció alakulása*

(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

Szektorok	1999					2000
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év egésze	I. n. év
Feldolgozóipar	16,2	13,4	13,6	10,7	13,5	11,5
Kereskedelem	15,4	12,9	12,1	7,7	12,0	15,2
Egyéb piaci szolgáltatások	16,8	13,5	15,0	13,6	14,7	11,1
Versenyszféra egésze**	16,4	13,3	13,9	11,0	13,6	11,4
Közösségi szektor	16,1	17,7	16,8	17,2	17,0	12,1
Nemzetgazdaság egésze	16,3	14,6	14,8	12,9	14,6	11,6

* MNB saját bérinflációs mutatója, ami különbözik a KSH által publikált bérlétszámoktól, lásd keretes írásunkat.

** Adataink lehetővé teszik a versenyszféra korábbi Jelentéseinkben használtnál pontosabb – nem egyszerűen ágazatalapú – elkülönítését. Így a gazdaság valamennyi ágazatából a versenyszférába tartozik minden szervezet, kivéve a költségvetési és a nonprofit intézményeket.

hogy – amint azt fentebb írtuk – az eleve alacsony munkanélküliséggel jellemezhető Nyugat-Dunántúlon esett leginkább a munkanélküliség aránya. (Lásd IV-2. ábra.)

A munkapiacról aggregált szinten rendelkezésre álló egyéb, kiegészítő jellegűnek tekinthető indikátorok megerősítik a munkaerő-felmérés adataiból nyert képet a munkapiac élénkülését illetően. A munkaügyi központok adminisztrációs adatai alapján számítható *regisztrált munkanélküliség* létszáma hosszabb ideje stagnál, ami az emelkedő foglalkoztatottság mellett csökkenő arányt¹ jelent. Új fejlemény az előző Jelentésben írottakhoz képest, hogy mind a *csoportos létszámleépítésben érintettek*, mind a *bejelentett üres álláshelyek* száma, illetve foglalkoztatottakhoz vett aránya csökkenésnek indult. A munkaerő-kereslet alakulására nézve ezekből azonban nem lehet határozott következtetést levonni, mivel nem egyértelmű, hogy tartós tendenciáról van szó; továbbá a mutatók értelmezését megnehezíti azok adminisztratív jellege (ezért tartjuk őket másodlagosnak a KSH munkaerő-felméréséhez képest). (Lásd IV-3. ábra.)

1.3. Béralakulás

Az MNB ettől a *Jelentéstől* kezdve újszerűen, – a bérinflációnak az eddigiekben megfogalmazott szempontok teljes körének megfelelő saját mutatói segítségével – elemzi a bérek alakulását. A kiinduló adatok továbbra is a KSH által az 5 fő feletti vállalkozások és a költségvetési, illetve nonprofit intézmények lekérdezésén alapuló munkaügyi statisztika keretében gyűjtött bér-, munkaóra- és létszámadatok; az elemzés középpontjában azonban *kizárólag* az MNB által számított tiszta bérinflációs mutatók állnak (lásd *keretes írásunkat*).

A bérinfláció 12 havi értékei annak általános lassulásáról tanúskodnak. Számításaink szerint a nemzetgazdaság egészében a tavalyi átlagos 14,6%-ról 2000 első negyedévében 11,6%-ra csökkent a bérinfláció üteme. (Lásd IV-1. táblázat.) Ennek háttérben erőteljesen, 12,1%-ra mérséklődő közösségi szektorbeli és kisebb mértékben, de szintén alacsonyabb, az első negyedévben 11,4%-os versenyszféra-beli bérinfláció áll. Az inflációt figyelembe véve bérinflációs mutatónk a nemzetgazdaság egészére 1,6%-os *bruttó reálbér*-növekedést jelez. A tavalyi év egészéhez képest nem, de az utolsó negyedévhez képest némileg emelkedő versenyszféra-beli bérinfláció a feldolgozóipari és a kereskedelem és járműjavítás szektorokbeli bérinfláció megugrásához köthető; a kereskedelmen kívül vett egyéb piaci szolgáltatások bérinflációja jelentősen mérséklődött.

A *feldolgozóipari* bérinfláció 11,5%-os értéke a nemzetgazdasági átlag alatt van, de a nagy és legdinamikusabban bővülő létszámú ágazatok – különösen a fémalapanyag-gyártás és gép- és járműjavítás szektorokbeli bérinfláció megugrásához köthető; a kereskedelmen kívül vett egyéb piaci szolgáltatások bérinflációja jelentősen mérséklődött.

¹ 2000. januártól az Országos Munkaügyi Módszertani Központ (OMMK) bevezette a regisztrált munkanélküliségi *ráta* publikálását. Noha *Jelentéseinkben* a KSH munkaerő-felmérésén alapuló negyedéves munkanélküliségi rátát elemezzük, kiegészítő jelleggel a továbbiakban is kiterünk a regisztrációs ráta alakulására. Azt azonban az OMMK eredeti definíciójától (lásd. 1999. márciusi *Jelentésünket*, 34.o.) eltérően képezzük: a rátát a regisztrált munkanélküliek számának a tárgynegyedévi munkaerő-felmérés szerinti foglalkoztatottak és regisztrált munkanélküliek száma összegével leosztott hányadosaként definiáljuk.

Box IV-1. Az MNB bérinflációs mutatójának számításáról

Korábbi *Jelentéseinkben* többször is írtunk a bér adatok – azok számításával konzisztens, közgazdaságilag értelmes – elemzési lehetőségeiről. Az 1998. novemberi *Jelentésünkben* (62–63. oldal) vezettük be a *bérinfláció* fogalmát, mint ami egységnyi munka árában bekövetkező változást méri. Bemutattuk, hogy a „tisza” árváltozást csak a foglalkoztatás összetételében – az ágazatközi szerkezetben, illetve az ágazatokon belüli fizikai/szellemi arányban – bekövetkező változásoktól megtisztított mutatóval lehet megragadni. Ennek érdekében, a fejlett országok gyakorlatához hasonlóan változatlan összetételre vetített, ún. sztenderdizált változó súlyozású Laspeyres-indexet számítottunk. Az 1999. szeptemberi *Jelentésben* (45. oldal) azt is jeleztük, hogy a munka egységében, azaz az adott hónapban vagy negyedévben átlagosan ledolgozott munkaidő hosszában bekövetkező változás is torzíthatja a bérindexeket. Ennek jó példája volt 2000. február, amikor is – előző év februárjához képest – a szökőév miatt a hónap egy nappal való hosszabbodása jelentősen hozzájárult a versenyszféra átlagos havi óraszám (előző év azonos időszakához képest vett) 6,4%-os megugrásához (bár az átlagos óraszám, amint azt többször is jeleztük, konjunkturális folyamatok részeként is nagyfokú változékonyságot mutathat). Amíg a publikált bér adatok vállalati szinten nem óraszámra vetítve kerülnek gyűjtésre, a korrekció csak utólag lehetséges és csak bizonyos megszorításokkal érvényes.

A közösségi szektor kimutatott bér alakulásában speciális problémaként jelentkezik az év végi, nem rendszeres kifizetések – 13. havi fizetés, prémium stb. – esetleges következő januárra csúszása. A 1999. júniusi *Jelentésünkben* tárgyaltuk, hogy az 1998 végéről a tavalyi év elejére átcusztatott kifizetések az 1999. évi közösségi szektorbeli bérindexeket jelentős mértékben *felfelé* torzítják. Azt is előre jeleztük, hogy ugyanennek hatásaként a 2000. év eleji bérindexek *lefelé* fognak torzítani. Bemutattuk, hogy a keresleti hatást tekintve közgazdasági értelemben – és a tranzakciók eredményszemléletű elszámolása esetén – ilyenkor nem a kifizetés, hanem a követelés keletkezése idejére helyes a jövedelmet datálni. Noha a KSH által publikált aggregált szintű adatokon igen nehéz ennek korrekcióját elvégezni, *Jelentéseinkben* azóta – kísérleti jelleggel – bemutatjuk a közösségi szektor bérindexének nem rendszeres kifizetések időzítésével való korrekcióját is.

Az aktuális *Jelentéstől* kezdve a bér alakulás elemzését kizárólag az MNB által számított „tisza” bérinflációs mutatók segítségével végezzük el. Ennek oka, hogy 2000 elejére a fenti jelenségek hatása oly mértékben torzíthatja a bér adatokat, hogy az eredeti, KSH által publikált bérindexek bérinflációs szempontból teljesen félrevezető képet sugallnak. A munkanap-, illetve óraszám-emelkedés hatásaként ugyanis a versenyszféra 2000. február havi (előző év azonos hónapjához viszonyító) bérindexe 18,4%-ra ugrott, – ami erőteljesen gyorsuló reálbér-emelkedést sejtet, noha a hónap hosszában bekövetkező változást nem tekintjük konjunkturális jellegűnek. Hasonlóan a közösségi szektor 2000. januári 5,2%-os publikált éves bérindexe nem „drámai reálbércsökkenést” jelez, csak a nem rendszeres kifizetések 1999 elejére tolódásának torzító hatását.

A *Jelentésben* használt bérinflációs mutató tehát abban különbözik a KSH által rendszeresen publikált bruttó bérindexektől, hogy

1. átszámítjuk a bruttó *havi* béreket bruttó *órabérekre* mind a fizikai, mind a szellemi munkaerő esetében a versenyszféra minden ágazatában;
2. az órabérek 12 havi indexeiből kiszűrjük az *összetételváltozás* hatását sztenderdizált Laspeyres-indexek segítségével;
3. a közösségi szektor bérindexét korrigáljuk a nem rendszeres kifizetések időzítésének változásával a 1999. júniusi *Jelentésünkben* bemutatott módon.

Korrekcióink kísérletinek tekintendők, továbbfejlesztésük folyamatos. Ezzel együtt úgy véljük, bérinflációs mutatóink még e kísérleti fázisban is jobban segítik a bér alakulás értelmezését, mint az eredeti, nem korrigált bérindexek.

Annak fényében, hogy a létszám-bővülés emelkedő átlagos óraszámok mellett következett be, illetve hogy a leginkább érintett dunántúli régiókban igen magas a foglalkoztatottsági és alacsony a munkanélküliségi ráta, a magas bérinfláció szűk munkapiaci keresztmetszetek jele is lehet. Az is tény ugyanakkor, hogy az első negyedévben az érintett ágazatokban a termelékenység – az egy foglalkoztatottra jutó bruttó termelés volumenének – változása az előző év azonos időszakához képest elérte a 20–25%-ot; és az értékesítés dinamikája is kiugró volt. Adataink így nem cáfolják ugyan a szűk keresztmetszetek bér felhajtó hatásának jelenlétét, de nem is bizonyítják. A szóban forgó ágazatokat jellemző lendületes létszám- és óraszám-emelkedés alapján azonban valószínűsíthetjük, hogy hosszabb távon problémát okozhat az

érintett régiókban elégséges mennyiségű munkaerő-tartalékok hiánya.

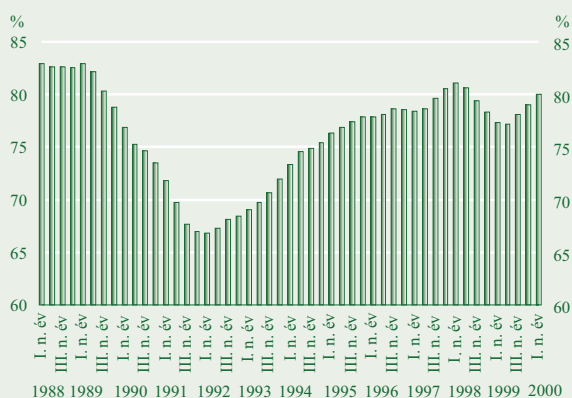
Az inflációs folyamatokról szóló I. fejezetben bemutattuk, hogy egyes *piaci szolgáltatások* relatív árinflációja megugrott. Kérdés, hogy magyarázható-e ez a piaci szolgáltatások fokozott költség-, azon belül is fokozott bérinflációjával. A piaci szolgáltatások bérinflációját tekintve két fejlemény érdemel figyelmet. Először is, a tavalyi átlaghoz képest 2000 első negyedévében mintegy 3 százalékponttal magasabb volt a *kereskedelem és járműjavítás*-ágazat bérinflációja (15,2%). Ezt értékelhetjük úgy is, mint az 1999. utolsó negyedéves igen alacsony bérinfláció (7,8%) korrekcióját, vagy a magas, első negyedéves kiskereskedelmi értékesítési dinamika – a szezonális és naptári hatások kiszűrése után 5% fölött volt a forgalom volumenének éves növekedési üteme – „termelékenységgjavulásként” való megjelenését; a költségoldali inflációs nyomást illetően azonban bizonyosságot csak a következő hónapok adatai szolgáltathatnak. A másik fejlemény az *egyéb piaci szolgáltatások* bérinflációjának csökkenése. Különösen szembevető a két legnagyobb létszámú ágazat, a korábban magas bérinflációval jellemezhető *szállítás, raktározás, posta és távközlés*, illetve *ingatlanügyek és gazdasági szolgáltatások* ágazatok mérsékelt bérnövekedése. Az előbbi annak fényében figyelemre méltó, hogy a tavalyi év második felében aggodalmat okozott az ágazatban erőteljesen megugró szellemi bérindex (ld. korábbi *Jelentéseinket*). A magas szellemi bérindexet az első negyedévben a szellemi munkaerő által ledolgozott átlagos havi óraszám mintegy 2,5%-os emelkedése részben ellensúlyozta, így bérinflációs mutatónk mérséklődő bérnövekedést jelez. Ez azonban továbbra sem jelenti az ágazatot, különösen annak távközlés szegmensét jellemző relatív munkaerőhiány oldódását, hiszen az átlagos munkaórák számának – a létszám bővülésével párhuzamos – emelkedése a szűk keresztmetszetek jele is lehet.

A *közösségi szektor* 12,1%-os bérinflációs indexe közel 5 százalékponttal alacsonyabb a tavalyi átlagos értéknél. Ez jelentős részben az oktatáságazat alacsony, 7,7%-os bérindexének tulajdonítható; miközben a közigazgatás 16,6%-os bérindexe magasan az átlag feletti volt.

2. Kapacitáskihasználtság

Az átlagos kapacitáskihasználtság² növekedése 2000 első negyedévében folytatódott a feldolgozóiparban a szezonálisan igazított és simított adatok szerint. Az átlagos kapacitáskihasználtság növekedéséhez hozzájárult a feldolgozóipari termelésbővülés kiemelkedően magas dinamikája és a feldolgozóipari beruházások visszafogottsága. Az átlagos kapacitáskihasználtság elmúlt három negyedéves növekedésének köszönhetően az I. negyedévben már meghaladta az 1996–1999 közötti időszak átlagát, és megközelítette az 1997. végi, 1998. eleji kiemelkedően magas szintet, ami a beruházási aktivitás dinamizálódását vetíti előre. (Lásd IV-4. ábra.)

IV-4. ábra Átlagos kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban*



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

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

A vállalkozásoknál a technikai kapacitások feleslege – a következő 12 hónapban várható rendelésekhez viszonyítva – 1998 végén, 1999 elején a konjunkturális helyzet romlása miatt érzékelhetően növekedett, azóta viszont az átlagos kapacitáskihasználtság javulása és a várakozások szerint folytatódó termelés-élénkülés hatására a kapacitásfelesleg mérséklődni látszik. 2000 I. negyedévében a várható kereslethez képest kapacitáshiányt jelzők aránya továbbra is alacsony szinten stagnált miközben csökkent a kapacitásfelesleget prognosztizálók és emelkedett az elégséges kapacitásszintet jelzők aránya. A kapacitások egyelőre elégséges szintjére utalhat a feldolgozóiparban a mérsékelt beruházási aktivitás is. (Lásd IV-5., IV-6. ábra.)

Az ágazatok közül az átlagosnál nagyobb a várható kereslethez képest kapacitás felesleget jelzők aránya³ az élelmiszeriparban, amely ágazatot az értékesítési lehetőségek 1998. végi, 1999. eleji beszűkülése különösen érzékenyen érintett. A kapacitásfelesleg jelzése kevésbé jellemző az exportáló cégekre, mint a döntően belföldi piacra termelő vállalkozásokra. A várható kereslethez képest szűkös kapacitást az átlagot meghaladó arányban a fa-, papír- és nyomdaiparban jeleztek. A kapacitások minőségével, korszerűségével elsősorban a fa-, papír- és nyomdaiparban, valamint a gépiparban mutatkoznak problémák, itt is elsősorban a kis méretű, belföldi tulajdonban lévő cégek esetében.

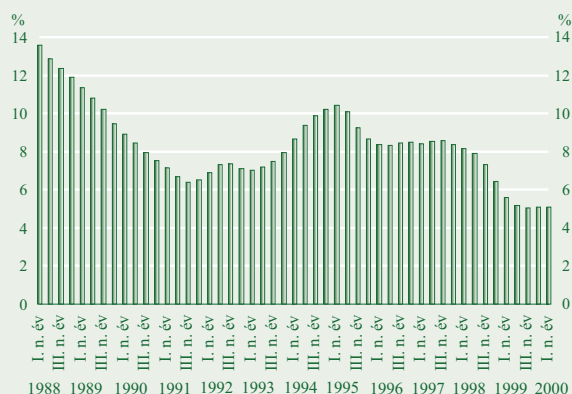
3. Versenyképesség

A forint nomináleffektív árfolyamindexe 2000 első negyedévében 4,4%-kal értékelődött le az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ez több mint 2%-kal volt alacsonyabb a sávközép hivatalos leértékelésénél. A két index eltérését kb. fele-fele részben az euró dollárhoz viszonyított gyengülése, illetve a forint sávon belüli erősödése magyarázza.

A fogyasztóiár-alapú reálárfolyam az elmúlt év második felétől viszonylag stabilan alakult. Kiszűrve a forint sávon belüli ingadozását és a keresztárfolyam-hatásokat, a korábbi folyamatos, lassú reálfelértékelő trend után a mutató 1998 eleje óta nem mutatott számottevő mozgást. Mivel eközben a nem külkereskedelmi- és külkereskedelmi-termekeket gyártó szektorok közötti termelékenységekülönbség következtében a nem külkereskedelmi-termekek árak növekedése meghaladta a külkereskedelmi-termekek árakét, a fogyasztóiárindex-alapú reálárfolyam stagnálása azt jelzi, hogy a reálárfolyam még mindig nem tért vissza arra a pályára, ahonnan az 1998-as pénzügyi krízis leterítette, részben azért, mert a külföldi infláció emelkedésének hatására az inflációs konvergencia gyorsabb volt az MNB várakozásainál. Más oldalról viszont, mivel az olajár-emelkedés következtében 1999 második felétől kezdve negatív külső egyensúlyi hatásokkal számolhatunk, érvelhetünk úgy, hogy a jelenlegi reálárfolyam kellő tartalékot jelent egy tartós olajár-emelkedés, mint negatív külső kínálati sokkhoz való rugalmas alkalmazkodáshoz.

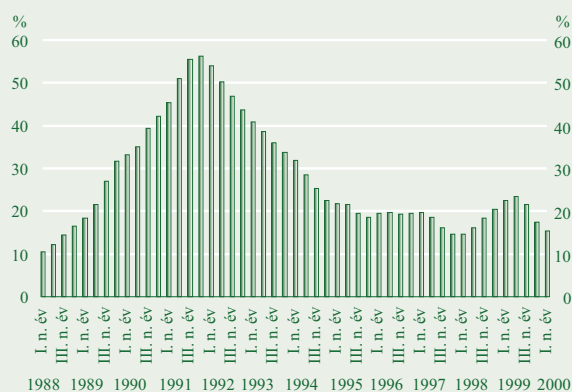
Az olajár-emelkedést, és az ennek következtében bekövetkező cserearányromlás az egyensúlyi reálárfolyamot befolyásoló tényező. A legtöbb empirikus elemzés szerint a romló cserearány leértékeli az egyensúlyi reálárfolyamot. Mivel a romló csere-

IV-5. ábra A várható rendelésekhez képest kapacitáshiányt jelző vállalkozások aránya a feldolgozóiparban*



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

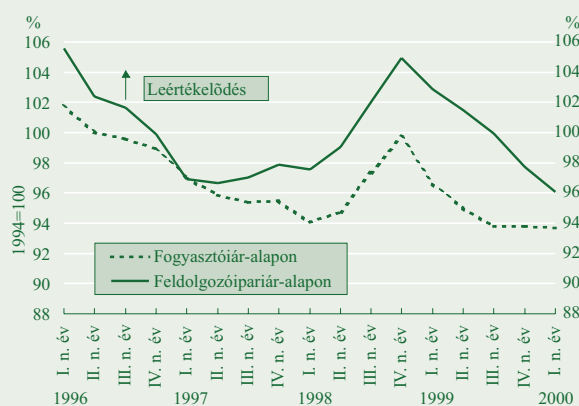
IV-6. ábra A várható rendelésekhez képest kapacitásfelesleget jelző cégek aránya a feldolgozóiparban*



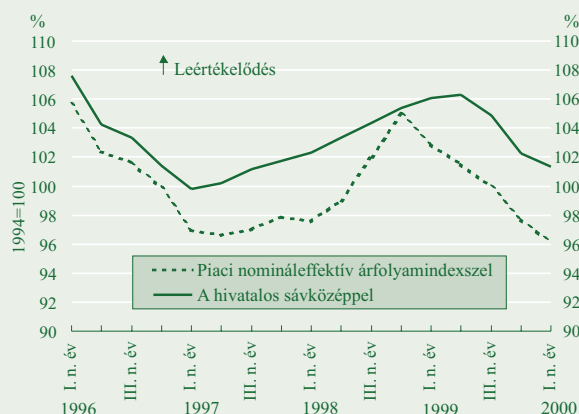
*Szezonálisan igazított és simított adatok, az alapadatok forrása Kopint-Datorg.

³ Létszámmal súlyozott megoszlások.

IV-7. ábra A fogyasztóiárindex-alapon számított reálárfolyamok alakulása



IV-8. ábra A feldolgozóipar belföldi értékesítési árindexén alapuló reálárfolyam alakulása



IV-9. ábra A hozzáadott értékkel számított feldolgozóipari fajlagos munkaköltség-alapú reálárfolyam alakulása



arány egyebek változatlansága mellett – *ceteris paribus* (*c.p.*) – rontja a külkereskedelmi egyenleget, ezért ahhoz, hogy az eredeti külkereskedelmi helyzetbe juthasson a gazdaság, a reálárfolyamnak *c.p.* le kell értékelődnie. Ez persze nem jelenti azt, hogy a reálárfolyamnak ténylegesen is le kell értékelődnie, hiszen az egyensúlyi reálárfolyam mozgását más tényezők is befolyásolják, pl. a korábbi *Jelentéseinkben* elemzett Balassa-Samuelson-effektus. Az a tény azonban, hogy az egyensúlyi reálárfolyam leértékelődik, nem azt jelenti, hogy a versenyképesség az olajár emelkedésének következtében romlik. Sokkal inkább arról van szó, hogy a megdráguló import mellett a változatlan külső egyensúly úgy érhető el, ha a hazai termelők pótlólagos jövedelmezőségjavulást érnek el a leértékelődő reálárfolyam mellett, tehát versenyképességük *c.p.* javul.

A feldolgozóipariár-alapú reálárfolyam továbbra is folytatta 1998 végétől vett stabil felértékelődő trendjét, ami – mint korábbi *Jelentéseinkben* említettük – kezdetben a forint sávon belüli mozgásának, 1999 második felétől pedig az olajárak hazai értékesítési árakba vett begyűzésének köszönhető. Az első negyedévben megfigyelhető éves szinten 6–7%-os reálfelértékelődési mérték historikusan és a mutató közgazdasági tartalmát tekintve magasnak tekinthető, ez azonban – mint előző *Jelentésünkben* rámutattunk – döntően a hazai és külföldi árindexek eltérő szerkezetéből fakadó összetételhatást tükröz.⁴ (Lásd IV-7., IV-8., IV-9. ábra.)

A fajlagos munkaköltség-alapú mutató az első negyedév folyamán is markáns, éves szinten 6,4%-os leértékelődési mértéket mutatott. Ez alapvetően a továbbra is folytatódó kiugró mértékű feldolgozóipari hozzáadott értéknek volt tulajdonítható, ami az exportértékesítés dinamikus növekedésének következtében állt elő.

⁴ Lásd a 2000. márciusi *Inflációs jelentés* versenyképességgel foglalkozó fejezetét.

V. A külső egyensúly

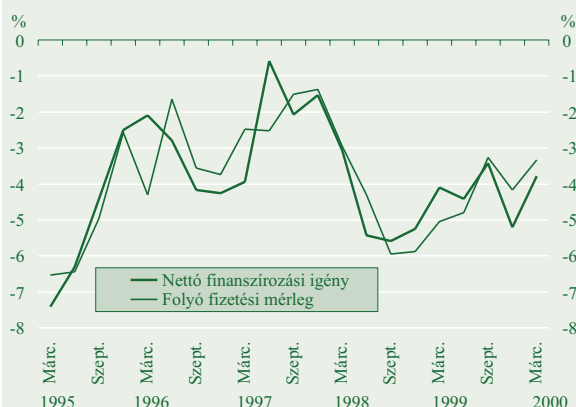
1. A nettó megtakarítói pozíció

Bár a gazdaság kedvező ciklikus pozíciója általában külső forrásbevonás növekedésével jár együtt, az első negyedévben a gyorsabb növekedés ellenére a tavalyi év átlagánál jobb, 3,8%-os volt a szezonálisan igazított külső finanszírozási igény. A kisebb forrásbevonás részben annak köszönhető, hogy a bázisidőszakban az orosz válság hatására átmenetileg magasabb volt a folyó fizetési mérleg hiánya, ugyanakkor a gyors gazdasági növekedés ellenére egyelőre visszafogottan bővült a relatíve magas importigényességű beruházási aktivitás. Amennyiben a gazdaság fennállása továbbra is hasonló ütemben folytatódik, a felhalmozási kiadások gyorsabb növekedésére számítunk, ami természetesen növekvő forrásigényt is implicál. A belföldi kereslet bővülése során megemelkedő importigényt azonban ellensúlyozza az exportbevételek gyors ütemű növekedése, és fő külkereskedelmi partnereinknél a konjunktúra további folytatódása várható, így a külső forrásbevonás mértéke még magasabb beruházási kereslet esetén sem valószínű, hogy megközelítené a hosszú távon már nem fenntartható szintet. E vélekedésünket alátámasztja, hogy a cserearányromlás¹ hatását kiszűrő export és import² volumenének alakulása jóval kedvezőbb tendenciát mutat, mint amit a nominális értékeken nyugvó egyensúlyi mutató közvetít.

Idén az egyensúlyi helyzetet jótékonyan befolyásolta, hogy az országból ki- és beáramló jövedelemtranszferek és viszonzatlan átutalások³ kiegyenlítették egymást, így a rendelkezésre álló jövedelem – az elmúlt 5–8 év után először – megegyezett a GDP értékével.⁴ Ez a viszonzatlan átutalások nem specifikált tételeinek megemelkedéséből adódott, ezért egyelőre nem tudjuk megítélni, hogy tartós folyamatról, vagy átmeneti változásról van-e szó. A külföldre irányuló jövedelemtranszerek megfeleltek az időarányosnak, az előző évek első negyedéveivel megegyező mértékű⁵ volt a külföldi tulajdonú vállalatok profitrepatriálása is.

A rendelkezésre álló jövedelem belföldi gazdasági szereplők közötti elosztásában visszaállt az 1998 első negyedévére jellemző állapot. 1999 első negyedévében ugyanis az állam bevételei

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



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

¹ A romlás az energiahordozók és nyersanyagok világpiaci árának kiemelkedő növekedése miatt következett be 1999 közepétől.

² Nemzeti Számlák szerinti export-import.

³ A nettó jövedelemtranszfer és viszonzatlan átutalás azonos a fizetési mérleg adataival, abból származik.

⁴ Az elmúlt öt év negyedéveit korábban nettó jövedelemkiáramlás jellemezte, ami (mintegy 0,2–3,2%-kal) csökkentette az országban felhasználható GDP-t (ez az érték az évek első negyedéiben is 0,4–2,1% között mozgott).

⁵ Az első negyedévben, a közgyűlések miatt általában csak kisebb mértékű a profitrepatriálás, 2000 első negyedévében kivitt 12,8 milliárd forint éves szinten a GDP 2,5%-át kitevő profitrepatriálás időarányos részének felel meg.

átmenetileg elmaradtak a tervezettől, valamint rendkívüli kiadások is terhelték a költségvetést, ami a vállalati jövedelem átmeneti megemelkedését eredményezte.

Az előző év tendenciáit folytatva tovább mérséklődött a lakosság nettó finanszírozási kapacitása, a GDP 2,3%-ára, tehát ceteris paribus közel két százalékkal növelte a külső forrásigényt. Talaly az 1998. évi kiemelkedően magas pénzügyi megtakarítások korrekciója is hozzájárult az alacsonyabb megtakarítási szinthez. Idén e folyamat várhatóan lelassul, de továbbra is számítunk arra, hogy a lakosság – az 1999. évhez hasonlóan – rendelkezésére álló jövedelmének bővülésénél erőteljesebben növeli fogyasztását és beruházását. E folyamatot támogatja, hogy a pénzpiacok fejlődése együttjár a háztartások pénzügyi eszközeinek átrendeződésével egy sokkal magasabb adósság/jövedelem aránnyal jellemezhető portfólió irányába.

A vállalati profit alakulását több átmeneti és egymással ellentétes hatás befolyásolta, melyek eredőjeként a rendelkezésre álló jövedelmük GDP-hez vett aránya megközelítette az előző év azonos időszakát jellemző mértéket. A vállalati rendelkezésre álló jövedelem növekedése irányába hatott az ipari értékesítés gyors bővülése. Ezzel szemben a cserearányromlás, ami a belföldi értékesítési árakban is csak korlátozott mértékben tükröződött, a vállalati jövedelmezőség romlása irányába hatott. E két tényező eredőjeként alakult ki a vállalati profitok GDP-vel közel megegyező növekedése. A saját források bővülése és a belföldi és külföldi keresleti komponensek növekedése ellenére a vállalati beruházások dinamizmusát visszafogottság jellemezte, így a felhalmozási kiadások növekedése a jelentős készletfelhalmozás ellenére is mérsékelt maradt. A vállalkozások likvid pénzügyi eszközeinek gyors felhalmozása azonban a beruházási aktivitás várható felfutását sejteti, ami a finanszírozási igény növekedésével fog együtt járni.

V-1. táblázat Inflációsúrt megtakarítások és felhalmozások nemzeti gazdasági szektoronként a GDP százalékában*

	1998					1999					2000
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év	I. n. év
Bruttó hazai termék	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
+fizetési mérleg nettó jövedelemátutalások	-2,9	-5,4	-3,2	-4,3	-4,0	-2,0	-4,0	-2,4	-4,8	-3,4	-2,1
+viszonylatlan átutalások	1,7	2,2	2,6	2,2	2,2	1,6	1,9	2,3	2,0	1,9	2,1
Rendelkezésre álló jövedelem	98,8	96,8	99,4	97,8	98,2	99,6	97,8	99,8	97,2	98,6	100
–háztartások	72,7	69,4	70,9	70,8	70,9	75,3	70,1	71,2	70,1	71,5	73,8
–vállalkozások	12,8	14,5	14,9	12,4	13,6	12,7	16,1	15,0	11,4	13,8	12,5
–államháztartás	13,3	12,9	13,7	14,6	13,6	11,5	11,6	13,7	15,8	13,3	13,7
Nemzeti gazdaság végső fogyasztása	75,4	71,6	71,3	71,8	72,4	77,8	73,2	72,6	71,8	73,7	77,5
–háztartások fogyasztása	64,8	61,4	61,3	61,9	62,3	66,2	62,6	62,6	62,1	63,3	66,3
–közösségi fogyasztás	10,6	10,2	10,0	9,9	10,2	11,6	10,5	10,0	9,7	10,4	11,3
Bruttó megtakarítás**	23,4	25,2	28,1	26,0	25,7	21,7	24,7	27,3	25,4	24,9	22,4
–háztartások megtakarítása	7,9	8,0	9,6	8,9	8,6	9,1	7,5	8,6	8,0	8,3	7,5
–vállalati megtakarítás	12,8	14,5	14,9	12,4	13,6	12,7	16,1	15,0	11,4	13,8	12,5
–államháztartás megtakarítása	2,7	2,7	3,6	4,7	3,5	-0,1	1,1	3,7	6,1	2,9	2,4
Nettó töketranszfer											
–háztartások	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,4
–vállalat	1,0	1,0	1,2	2,2	1,4	1,0	0,9	1,2	1,1	1,1	1,1
– államháztartás	-1,4	-1,3	-1,4	-2,3	-1,6	-1,4	-1,2	-1,4	-1,2	-1,3	-1,5
Felhalmozások	26,9	30,4	30,3	30,7	29,7	26,5	29,5	27,9	30,9	28,8	27,0
–háztartások beruházása	5,7	3,1	4,0	3,8	4,1	5,5	5,8	6,4	4,7	5,6	5,6
–vállalati beruházás és készletfelhalmozás	18,9	23,8	22,7	21,7	21,8	18,6	20,4	19,1	21,0	19,8	18,7
–államháztartás beruházása	2,2	3,5	3,7	5,2	3,7	2,3	3,3	2,4	5,2	3,4	2,7
Nettó külföldi finanszírozási igény	-3,5	-5,2	-2,3	-4,6	-3,9	-4,7	-4,8	-0,6	-5,5	-3,9	-4,6
Háztartások finanszírozási kapacitása	2,6	5,2	5,7	5,2	4,7	4,0	2,0	2,4	3,5	2,9	2,3
Vállalatok finanszírozási igénye	-5,1	-8,3	-6,6	-7,0	-6,8	-4,9	-3,3	-2,9	-8,5	-5,0	-5,1
Államháztartás finanszírozási igénye	-1,0	-2,1	-1,4	-2,8	-1,9	-3,8	-3,5	-0,1	-0,4	-2,1	-1,7

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

* A mutatók eredményezése közelítő. A megtakarítások nem tartalmazzák a lakossági betét- és hitelállományokon az árfolyamváltozásból eredő forinthatásokat. Az államháztartás egyenlegében (GFS szemléltető hiány – privatizáció) a kamatkidávások eredményezése.

** 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 viszonylatlan átutalások (fizetési mérleg szerinti) egyenlegének összegét.

A vállalatok stagnáló nettó hiteligenye és a lakosság romló finanszírozási kapacitása eredményeként a magánszektor finanszírozási szükséglete közel 2 százalékponttal nőtt 1999 első negyedévéhez képest. E külső egyensúlyt rontó hatást ellentételezte az állam finanszírozási igénye csökkenése. A tavalyi év első negyedévéhez képest látványos a pozíciójavulás, de ha a tavalyi rendkívüli tényezők hatását kiszűrjük, akkor is tetten érhető az állam keresletszűkítő hatása. Az erőteljes gazdasági növekedés, az infláció tervezettnél lassabb csökkenése kedvezett az államháztartási bevételeknek, miközben a kiadások a többletbevételek ellenére sem haladták meg az előirányzott mértéket, a természeti csapások miatt szükségessé vált többletköltségeket és támogatásokat a költségvetésen belüli átcsoportosítás fedezte. Így az állami beruházások volumenének bővülése ellenére is a GDP 1,7%-ára csökkent az államháztartás finanszírozási szükséglete. (Lásd V-1. táblázat.)

2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása

Az első negyedévben 378 millió euró hiány keletkezett a folyó fizetési mérleg tételeiben. Míg az áruforgalomban nagyjából az elemzők többsége által várt (és időarányosan is megfelelőnek mondható) hiány mutatkozik (511 millió euró), a szolgáltatásforgalomban a vártnál lényegesen kedvezőbb többlet állt elő (254 millió euró). A nettó jövedelemkiáramlás (236 millió euró) csekély mértékben meghaladta az előző év első negyedévében tapasztaltat. A deficit növekedése a nem adóssághétképző befektetések utáni jövedelemátutalások alakulásával magyarázható, az adósságjellegű befektetéseken képződött jövedelemátutalások gyakorlatilag változatlanok maradtak 1999 első negyedévéhez képest. A folyó átutalások viszonylag magas többlete (115 millió euró) a magánszektor tranzakcióinak megnövekedésével függ össze. (Lásd V-2. táblázat.)

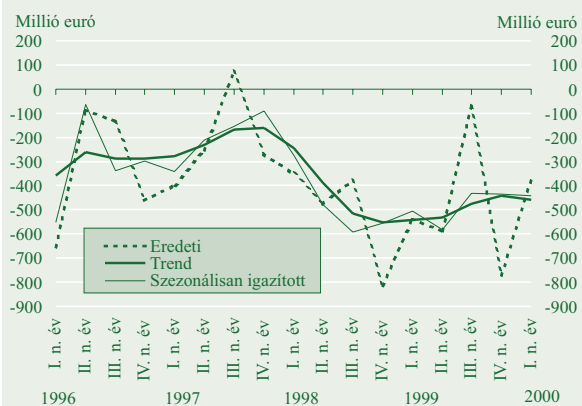
A tavalyi első negyedévinél 160 millió euróval alacsonyabb hiány ellenére a folyó fizetési mérleg javuló trendje megtörni látszik (lásd az V-2. ábrát), bár az utolsó időszak irányváltásból messzemenő következtetéseket nem célszerű levonni.

A folyó fizetési mérleg első negyedévi hiányát nagyobb részben (280 millió euró) nem adóssághétképző, kisebb részben (102 millió euró) adóssághétképző nettó tőkebeáramlás fedezte. Az előbbin belül a közvetlen külföldi befektetésekhez kapcsolódó nettó részvényforgalom 232 millió eurót ért el, míg a portfólióbefektetéseken belüli nettó részvényforgalomban 48 millió eurónyi tőkebeáramlás volt megfigyelhető. (Lásd V-3. táblázat.) A viszonylag alacsony szintekre egyelőre csak általános magyarázatok adhatók: a külföldi közvetlen befektetéseket a honi piac telítődése, a kvalifikált szabad munkaerő hiánya (főleg az eddig preferált térségekben), illetve más országok elszívó hatása korlátozhatta, miközben néhány külföldi tulajdonosnak a korábbiaknál magasabb tőke kivonása is szerepet játszott az alacsony szint kialakításában. A portfólió jellegű részvénybefektetések csökkenése mögött közvetetten az euró gyengélkedése, a tőzsdén jegyzett részvények mögötti vállalkozások viszonylagos csődöt okozó eredményei, továbbá a tavalyi év végi és az első negyedévben egy ideig folytatódó árfolyam-emelkedés haszonélvezőinek

V-2. táblázat A folyó fizetési mérleg alakulása

	1999. I. n.év	2000. I. n.év	Változás
I. Áruk	-467	-511	-44
Bevétel (export)	4644	6047	1403
Kiadás (import)	5111	6558	1447
2. Szolgáltatások	90	254	164
Idegenforgalom, egyenleg	322	392	70
Egyéb szolgáltatások, egyenleg	-232	-138	95
3. Jövedelmek	-209	-236	-27
Adóssághétképző befektetéseken, egyenleg	-210	-197	13
Nem adóssághétképző befektetéseken, egyenleg	1	-39	-40
4. Folyó átutalások	48	115	67
Folyó fizetési mérleg (1+2+3+4)	-538	-378	160

V-2. ábra A folyó fizetési mérleg alakulása



V-3. táblázat A folyó fizetési mérleg finanszírozása

	1999. I. n. év	2000. I. n. év	Változás
(1) Folyó fizetési mérleg hiánya	538	378	-160
(2) Összes finanszírozás	792	382	-411
– nem adósság jellegű (=2b.1+2c.1)	570	280	-290
– adósság jellegű (=2a+2b.2+2c.2)	222	102	-120
(2a) MNB és kormányzat (=2a.1+2a.2)	272	-359	-630
(2a.1) Hitelforgalom	162	-73	-236
– ebből állampapírok	63	558	496
(2a.2) Nemzetközi tartalékok	109	-286	-395
(2b) Magánszektor (=2b.1+2b.2)	252	492	240
(2b.1) Részvényforgalom	166	48	-117
– Hitelintézetek	-7	5	12
– Vállalkozói szektor	173	44	-129
(2b.2) Hitelforgalom	87	444	357
– Hitelintézetek	15	703	688
– Vállalkozói szektor	72	-259	-331
(2c) Közvetlen tőkebefektetések (=2c.1+2c.2)	268	248	-20
(2c.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	405	232	-173
– Magyarországon	428	235	-193
– Külföldön	-23	-4	20
(2c.2) Tulajdonosi hitelek	-136	16	153
– Magyarországon	-131	21	152
– Külföldön	-5	-4	1
(3) Tőkemérleg	-12	15	27
NEO (=1-2-3)	-242	-18	224

profitrealizációs törekvései, melyek márciusra már eladói oldali nyomást eredményeztek, húzódnak meg.

Az adóssággeneráló tőkeáramlások összetevői közül a hitelintézeti nettó forrásbevonás (703 millió euró) és a külföldiek állampapír-vásárlásai (558 millió euró) voltak a tőkebeáramlás fő csatornái, melyeket tovább növelt a még az ebben a negyedévben befolyó (a tavalyi negyedik negyedévi külföldi kötvénykibocsátás további megemeléséből származó) 200 millió euró is. Ezeket azonban ellentételezte a kormányzati szektor és az MNB mintegy 800 millió eurós törlesztése, a nemzetközi tartalékok 286 millió euró növekedése, továbbá a vállalkozói szektor 260 millió eurónyi nettó törlesztése. Egészében az adóssággeneráló nettó finanszírozás alig haladta meg a 100 millió eurót.

A viszonzatlan tőketranszfereket, valamint a nem termelt és nem pénzügyi eszközök forgalmát tartalmazó tőkemérleg egyenlege szerény aktívumot (15 millió euró) mutatott a negyedév folyamán.

3. A nemzetközi befektetési pozíció

A nettó nemzetközi befektetési pozíció (mely a nem adósság és az adósságelemeket egyaránt felöleli) az első negyedév végén 31,1 milliárd euró külföldi tartozást mutat. Ebből a nem adósság elemek 19,8 milliárd euróval, az adósságelemek 11,3 milliárd euróval részesednek. A külföldiek által tartott forintban denominált állampapírok és a tulajdonosi hitelek állománya nélkül számolt nettó külföldi adósság az időszak végén 6,3 milliárd euró nagyságú volt. (Lásd V-4. táblázat.)

A külfölddel szembeni *nem adósság* jellegű követelések a negyedév folyamán nem változtak: a rezidens vállalatok tulajdonosi hitelek felüli külföldi közvetlen befektetése 1,4 milliárd, a portfólióbefektetés célzatú külföldi részvénytartás 100 millió euró szinten maradt. A külföldiek magyarországi közvetlen befektetéseinek tulajdonosi hitelek nélküli állománya 16,2-ről 16,4 milliárd euróra nőtt, a külföldiek által portfólió jelleggel tartott magyar részvények állománya pedig a tavalyi negyedik negyedévi 4,3 milliárd euróval szemben már 4,9 milliárd eurót ért el (ami mögött azonban elsősorban árfolyam-emelkedés áll, hiszen a finanszírozási résznél már láthattuk, hogy jelentős nettó külföldi részvényvásárlás nem volt).

Az *adósság*ban megtestesülő nettó befektetési pozíció változatlan nagyságú a tavaly negyedik negyedév végéhez képest. A követelések között a nemzetközi tartalékok állománya 0,4 milliárd euróval 11,2 milliárd euróra emelkedett,⁶ de a portfólió- és egyéb befektetések állománya is több mint 1 milliárd euróval nőtt. A tartozások között az egyéb befektetések jelentősen nőttek (e mögött elsősorban a finanszírozásnál már kimutatott kereske-

V-4. táblázat Nemzetközi befektetési pozíció

	Milliárd euró		
	1999 márc.	dec.	2000. márc.
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (=1-2)	-26,8	-30,4	-31,1
- nem adósság (=1a.1+1b.1-2a.1-2b.1)	-15,2	-19,1	-19,8
- adósság (=1a.2+1b.2+1c+1d-2a.2-2b.2-2c)	-11,6	-11,3	-11,3
(1) Külfölddel szembeni követelések (=1a+...+1d)	14,4	19,1	20,9
(1a) Közvetlen befektetések külföldön	1,4	1,6	1,7
(1a.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	1,1	1,4	1,4
(1a.2) Tulajdonosi hitelek	0,3	0,2	0,3
(1b) Portfólióbefektetések	0,5	1,2	1,7
(1b.1) Részvény	0,1	0,1	0,1
(1b.2) Adósság jellegű instrumentumok	0,5	1,2	1,6
(1c) Egyéb befektetések	4,2	5,6	6,3
(1d) Nemzetközi tartalékok	8,2	10,8	11,2
(2) Külfölddel szembeni tartozások (=2a+...+2c)	41,2	49,5	52,1
(2a) Közvetlen befektetések Magyarországon	16,9	19,1	19,5
(2a.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	14,4	16,2	16,4
(2a.2) Tulajdonosi hitelek	2,5	2,9	3,1
(2b) Portfólióbefektetések	12,9	16,9	17,7
(2b.1) Részvény	1,9	4,3	4,9
(2b.2) Adósság jellegű instrumentumok	11,0	12,6	12,9
(2c) Egyéb befektetések	11,4	13,5	14,8
KIEGÉSZÍTŐ ADATOK			
(M) Külföldiek által tartott állampapírok	1,2	1,7	2,3
Bruttó külföldi adósság* (=2b.2+2c-M)	21,2	24,4	25,4
Nettó külföldi adósság* (=2b.2+2c-M-1b.2-1c-1d)	8,3	6,9	6,3

* Külföldiek által tartott állampapírok és tulajdonosi hitelek nélkül.

⁶ A nemzetközi tartalékok állományát 2000-től kezdődően az azok részét képező értékpapírok felhalmozott kamattal csökkentett piaci értékén közli a fizetési mérleg-statisztika, és változott az SDR-ben lévő tartalékelemek forintra történő átszámítása is. Ezek hatásaként a nemzetközi tartalékok 2000-es módszertan szerinti 1999. végi állománya – 123 millió euróval – kevesebb a korábbi módszertan szerintinél. Ebben a kiadványban már az új módszertan szerint számított állományokat közöljük 1999. negyedik negyedévére vonatkozóan is. A változtatás érinti a nemzetgazdaság külföldi adósságjellegű követeléseinek állományát (melynek a tartalékok részét képezik), így a nettó külföldi adósságállományt is.

delmi banki forrásbevonás áll), a portfólióbefektetések állománya azonban csak a külföldiek által tartott magyar állampapírok állománya növekedésének (1,7 milliárd euróról 2,3 milliárd euróra) köszönhetően emelkedett. Az összes adósságjellegű befektetést tekintve a külfölddel szembeni követelések és tartozások növekedése kioltotta egymást, így az adósságban megtestesülő nettó befektetési pozíció nem változott.

A (forintban denominált) állampapírok és a tulajdonosi hitelek elhagyásával számított adósságjellegű befektetések adják meg a nettó külföldi adósságállományt. Ez az előző negyedév végi 6,9 milliárd euróról 6,3 milliárd euróra csökkent. Az V-5. táblázat alapján az is látható, hogy a nettó külföldi adósságnak alig több mint 5%-a (0,3 milliárd euró) terheli az MNB-t és a kormányzatot. Egy negyedévvel korábban még 19%, 1999 első negyedévének végén pedig 36% volt még ez a részesedés. A bruttó külföldi adósság 25,4 milliárd euróra emelkedett, a növekmény azonban főként a magánszektorhoz köthető, s ott is nagy részét megmagyarázza a nem euróban dominált adósságelemek a keresztárfolyamok változása következtében keletkezett növekmény (a gyengülő euróban kifejezve magasabbak a számok).

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

	1999. márc.		1999. dec.		2000. márc.	
	milliárd euró	%	milliárd euró	%	milliárd euró	%
(1) Bruttó külföldi adósság (=1a+1b)	21,2	100,0	24,4	100,0	25,4	100,0
(1a) MNB és kormányzat	11,9	56,3	13,4	54,9	13,6	53,3
– MNB	10,2	48,0	9,8	40,0	9,6	37,6
– Kormányzat	1,8	8,4	3,7	15,0	4,0	15,7
(1b) Magánszektor	9,3	43,7	11,0	45,1	11,9	46,7
– Hitelintézetek	4,8	22,6	5,5	22,6	6,1	23,8
– Vállalati szektor	4,5	21,1	5,5	22,4	5,8	22,8
(2) Nettó külföldi adósság (=2a+2b)	8,3	100,0	6,9	100,0	6,3	100,0
(2a) MNB és kormányzat	3,0	36,0	1,3	19,3	0,3	5,4
– MNB	1,7	20,0	–1,9	–26,8	–3,2	–50,6
– Kormányzat	1,3	15,9	3,2	46,1	3,6	56,0
(2b) Magánszektor	5,3	64,0	5,6	80,7	6,0	94,6
– Hitelintézetek	1,9	23,2	2,0	28,3	2,7	41,8
– Vállalati szektor	3,4	40,8	3,6	52,4	3,3	52,8

* Külföldiek által tartott állampapírok és tulajdonosi hitelek nélkül.

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

