

---

JELENTÉS  
AZ INFLÁCIÓ  
ALAKULÁSÁRÓL

1999.  
szeptember

---

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

ISSN 1419-2926

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

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



---

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

# Összefoglaló

---

A Magyar Nemzeti Bank célja **az infláció fenntartható mérséklése**, az Európai Unió inflációs szintjének elérése. A kiszámíthatóság, az alacsony inflációs környezettel együtt járó mérsékelt kamatszínvonal elősegíti a gazdaság tartós, gyors növekedését. Az *infláció* mérséklődése 1999 első felében folytatódott, majd *1999 július – augusztusban egyszeri, a monetáris politika által nem befolyásolható hatások eredményeként* az éves inflációs ráta újból *10% fölé emelkedett*. Az MNB úgy ítéli meg, hogy a gyógyszerár-támogatási rendszer megváltozása az infláció hosszú távú trendjét nem befolyásolja, az átmenetileg magasabb inflációs mutatók nem okoznak törést a dezinflációs folyamatban. Ezt a tendenciát megerősíti, hogy a tavalyinál lassabb gazdasági növekedés eredményeként mérséklődött a kereslet bővüléséből származó inflációs hatás. A lassabb növekedés a külső egyensúlyhiány stabilizálása irányába hatott. A vállalati szektor mérséklődő beruházási kereslete és a magánszektorban foglalkoztatottak béreinek átlagosnál kisebb növekedése visszafogottabb belföldi felhasználásbővülést eredményezett. Korrekcióra csak a magánszférában került sor, az államháztartás nem járult hozzá egy gyorsabb növekedés esetén is fenntartható külső egyensúlyi pozíciót biztosító gazdasági pálya megteremtéséhez.

A fogyasztói árak tizenkét havi növekedésének üteme az 1998. decemberi 10,3% után júniusig 9,1%-ra mérséklődött, majd augusztusra 10,5%-ra emelkedett. A Magyar Nemzeti Bank az **infláció alakulását alapvetően három tényezőre vezeti vissza**, amelyeket folyamatosan figyelemmel kísér a monetáris politika alakítása során. A fenntartható inflációcsökkentés szempontjából a gazdaság aggregált **keresleti és kínálati viszonyainak** alakulása az egyik legfontosabb tényező. Mind az árképzésben, mind a nominális béralakulás meghatározásában jelentős szerepet játszanak az **inflációs várakozások**. A harmadik komponens az **importált infláció**, mely a forint árfolyamváltozásának és a külföldi inflációnak az összege. E tényezők határozzák meg az inflációs folyamat trendjét. Emellett az infláció alakulását egyedi hatások is befolyásolják, mint pl. az árszint egyszeri megváltozását okozó adóváltoztatások, központi érintkezések, kínálati sokkok.

*Az infláció alakulását 1999-ben alapvetően ez utóbbi, egyedi hatások dominálják.* Míg az elmúlt években a *szabályozott árú termékek* és szolgáltatások ára fokozatosan közelített a többi termék árnövekedési üteméhez, 1999-ben ez a tendencia megfordult, és a szabályozott árú szolgáltatások *drágulása 10 százalékponttal meghaladta az átlagos árnövekedés ütemét*. A gyógyszerár-támogatási rendszer megváltoztatása kb. 1%-kal emeli meg az éves infláció nagyságát. A teljes fogyasztói árindex júliusi 10,1%-os emelkedésével egyidőben *a nem szabályozott árú termékkörben mindössze 8,5% volt az éves áremelkedés mértéke*. Az adminisztratív hatásokon túl az elmúlt két év gyors dezinflációját segítő kínálati sokkok is visszafordulni látszanak, az élelmiszer- és energiaárak várható gyorsabb növekedése azonban az idei év inflációs mutatóit csak korlátozottan érinti. Fontos hangsúlyozni, hogy a kormány és az MNB az inflációs prognózis és az árfolyampálya meghatározása során figyelembe vette e kínálati sokkok átmeneti jellegét. Sem az élelmiszerárak átmeneti gyorsabb csökkenése, sem az azt követő gyorsabb emelkedése nem befolyásolta az árfolyampálya meghatározását, mivel a kormány és az MNB az árfolyampálya előre bejelentésével az infláció hosszú távú trendjére kíván hatni, a várakozások befolyásolásán keresztül. Az inflációs folyamatot hosszú távon meghatározó tényezők közül a *kereslet - kínálat* alakulása és az *importált infláció* továbbra is támogatta az infláció mérséklődését. A kormány és az MNB által kitűzött árfolyampálya szerint a forint 1998. évi 10,4%-os leértékelődésével szemben 1999-ben 6,5%-ra fog mérséklődni. Legfontosabb kereskedel-

mi partnereinknél továbbra is alacsony az inflációs ráta, de az olajárak növekedése ezekben az országokban is az infláció emelkedését eredményezte, az eurórégió inflációs rátája az 1998. végi 0,8%-ról júliusra 1,1%-ra emelkedett.

Az előttünk álló időszakban az inflációs várakozások koordinációja kulcskérdése a kitűzött deflációs pálya megvalósíthatóságának. Az idei év inflációs mutatóit ugyanis olyan egyszeri tényezők befolyásolják, amelyek nincsenek közvetlen hatással az inflációt hosszabb távon meghatározó kereslet-kínálati tényezőkre, a megélhetési költségeket azonban közvetlenül érintik. Ha a munkavállalók bérkövetelései kialakításánál, a termelők árai meghatározásánál az idei év magasabb fogyasztói árindexeit veszik alapul, e visszatekintő inflációs várakozások önbeteljesítővé válhatnak, illetve a nominális fegyelem fenntartása csak alacsonyabb foglalkoztatási szint és kibocsátás mellett lesz megvalósítható.

Az *aggregált kereslet-kínálat* alakulása szempontjából meghatározó volt, hogy a *külföldi kereslet a korábban vártnál lassabban növekedett*, a gazdasági elemzők és a közvélemény kutatások azonban már a konjunkturális helyzet javulásáról adnak számot. Az exportértékesítési lehetőségek kedvezőtlenebb alakulása a magángazdaság belföldi keresletét is mérsékelte. A belföldi (5,2%) és külföldi (6,8%) kereslet dinamikájának megváltozása eredményeként a második negyedévben becsléseink szerint 4%-kal növekedett a GDP.

Jövedelemtulajdonosok szerint vizsgálva a *magánszféra keresletnövekedésének mérséklődése elsősorban a vállalati szektort érintette*, a lakossági kereslet a tavalyi évhez hasonló ütemben emelkedett. Az államháztartást a második negyedévben már nem terhelték az első negyedévben halmozottan jelentkező rendkívüli kiadások, és sikerült korrigálni az első negyedév többletkeresletét.

A külső egyensúlyi pozíció az év első negyedévére jellemző szinten alakult. Figyelembe véve, hogy az ország külső egyensúlyi pozíciója 1998 harmadik negyedévével mutatott számottevő romlást, az első két negyedév mutatóit a külső egyensúlyi pozíció stabilizálódásaként értékelhetjük a visszafogottabb beruházási kereslet eredményeként.

A gazdaság pályáját legnagyobb mértékben külkereskedelmi partnereink konjunkturális helyzetének megváltozása befolyásolta. Az Európai Unió gazdasága már a recesszióból való kilábalás jeleit mutatja, és a második negyedévben az Unió importkereslete is emelkedett. E kedvező hatás azonban még nem tükröződik a hazai külkereskedelmi adatokban. Közép- és kelet-európai partnereink többségénél folytatódott a recesszió, az előző negyedévre jellemző jelentős exportvisszaesés azonban csak átmenetinek bizonyult. Az orosz piacokon továbbra sincs jele a kereskedelmi kapcsolatok újjáéledésének. Az éves növekedési ütemeket tekintve az export dinamikája tovább lassult 1999 első negyedévéhez képest, az 1998 harmadik negyedévi mélyponthoz viszonyítva emelkedett a kivitel értéke.

A konjunkturális változásokra a magángazdaság rugalmasan reagált. A *vállalkozói szektorban a folyó költségek gyorsan alkalmazkodtak a bevételek várható növekedési üteméhez*. A piaci szektorokban a *nominális bérnövekedés* üteme (15,2%) az infláció gyorsabb csökkenésével párhuzamosan a korábbiaknál *nagyobb ütemben mérséklődött*. A vállalkozások beruházási keresletének növekedési üteme is mérséklődött.

Az előző év első negyedévéhez viszonyítva a nemzetgazdasági beruházások 6,8%-kal emelkedtek, és ezen belül legfeljebb néhány százalékponttal lehetett magasabb a *vállalati szektor beruházása*, ami jelentős visszaesés az 1998 egészét jellemző 20%-ot meghaladó vállalati beruházás növekedéséhez képest. A vállalati jövedelmezőség azonban aggregált szinten nem csökkent, amiből arra következtethetünk, hogy a konjunkturális helyzet stabilizálódásával újból erőteljes lehet a beruházási dinamika. Ezt a képet módosíthatja, hogy a különböző tevékenységű és piaci orientációjú cégek jövedelmezőségi helyzete eltérő, a konjunktúrafelmérések is azt tükrözik, hogy a magas kapacitáskihasználtsággal működő, foglalkoztatotti létszámukat jelentősen bővítő vállalkozások mellett meghatározható egy alacsony kapacitás kihasználtsággal üzemelő, kedvezőtlen piaci pozíciójú vállalati kör is.

A **lakosság** konjunkturális helyzetéhez való alkalmazkodásában alapvető változásokat figyelhetünk meg. Bár a lakossági reáljövedelem növekedési üteme becsléseink szerint mérséklődött (3%), a

lakosság *viszonylag stabil fogyasztásbővülést igyekszik fenntartani*. Ez részben az összetételhatás eredménye, hiszen az általában magas fogyasztási hajlandóságú lakossági körnek juttatott transzferjövödelmek 1999-ben az átlagnál magasabb ütemben bővültek (5%). Másrészt, a pénzügyi közvetítő rendszer fejlődése eredményeként a korábban likviditáskorlátos háztartások széles köre számára válnak elérhetővé a fogyasztási hitelek. Így a lakosság az átmenetinek tekintett alacsonyabb jövedelemnövekedés ellenére is fenn tudja tartani a kívánt fogyasztásbővülést.

*A lakosság bruttó megtakarítása* az elmúlt évekhez hasonló szint körül alakult, a nyugdíjreform hatását figyelembe véve stagnált. *A bruttó megtakarítás megoszlása pénzügyi megtakarításra és beruházásra jelentősen változott*. Részben az ÁFA-visszaigénylési lehetőség bevezetése miatt tavaly elhalasztott lakásépítések miatt *a lakossági beruházás megugrott*, ami a pénzügyi megtakarítások visszaesését eredményezte. A beruházási kedv megélénkülése a háztartások nettó finanszírozói pozíciójának romlásával járt együtt.

*Az államháztartás 1999. második negyedében korrigálta az első negyedévi keresletbővítő hatását*, ami részben a GDP 0,4%-át kitevő korrekciós csomag, részben pedig a központi beruházások elhalasztásának eredménye. A tervezettnél lassabb gazdasági növekedés és az első félévi alacsony infláció ellenére a költségvetés bevételei a tervezettnél megfelelően bővültek, a személyi jövedelemadó növekményének többsége ellensúlyozta a többi területen (főként az ÁFA-bevételek) mutatkozó elmaradásokat.

A tavalyi év látványos beruházási tevékenysége nyomán erőteljesen *bővült a belföldi kínálat*, bővültek a **kapacitások**. Ezzel egyidejűleg az ipari termelés növekedési üteme mérséklődött, így a feldolgozóiparban tapasztalt korábbi magas szintű kapacitáskihasználtság mértéke az utóbbi három negyedévben csökkenő tendenciát mutatott. Vállalati felmérések szerint esett a kapacitáshiánnyal küszködő vállalatok aránya is. A potenciális munkaerőforrás kihasználtsága ugyanakkor – a tavalyi konjunkturális élénkülés késleltetett hatásaként – fokozódott, **a munkanélküliségi ráta 6,8%-ra süllyedt**.

*A bérinfláció tovább mérséklődött az előző negyedévhez képest (15,8%)*. A jövedelmezőségi követelmény által erőteljesebben fegyelmezett piaci szektorokban átlag alatti volt a bérnövekedés mértéke (15,1%), míg a közszolgálati szektorban 17,5% volt a bruttó bérek nominális növekedése. A piaci pozíciók átrendeződését tükrözi, hogy a korábban messze átlag feletti bérinflációt produkáló kereskedelem nélkül vett *szolgáltatások bérdinamikája (15,2%) lényegesen mérséklődött*. A feldolgozóipari ágazatokban átlag feletti ütemben, 15,8%-kal emelkedtek a bérek, ami a szakképzett munkaerő területén jelentkező szűk kapacitásokra utal. A feldolgozóipari bérnövekedésnek nincs közvetlen inflációs hatása, mivel a külpiaci verseny korlátozza e terület árnövelési lehetőségeit, de fennáll a veszélye, hogy a munkaerőért folytatott versenyben a termékpiacon a verseny által kevésbé korlátozott vállalkozások is magasabb béremelésre kényszerülnek.

A második negyedévben a *GDP és a belföldi kereslet növekedési üteme közötti rés tovább szűkült*, s ez a külső egyensúlyi pozíció stabilizálása irányába hatott. A **folyó fizetési mérleg az előző év második negyedévéhez hasonlóan alakult**, az orosz válság kirobbanása utáni mélyponthoz viszonyítva *javulást figyelhetünk meg*. A külső finanszírozási igény összetevőiben jelentős átrendeződést figyelhetünk meg az előző negyedévhez képest. A vállalati szektor továbbra is növekvő nettó megtakarításai ellensúlyozták a lakosság csökkenő finanszírozási kapacitását, miközben az államháztartás már részben korrigálta az első negyedévi nagyobb finanszírozási igényét. A beruházási aktivitás várható megélénkülése azonban a vállalati finanszírozási kapacitás csökkenését fogja eredményezni. Gyors, de fenntartható gazdasági növekedés eléréséhez a költségvetés további alkalmazkodására van szükség.

*A monetáris politika vitelét 1999 második és harmadik negyedévében meghatározta, hogy a nemzetközi tőkepiacok érdeklődése elsősorban a fejlett országok felé irányult*. Az amerikai monetáris politika szigorításával kapcsolatos várakozások növelték a feltörekvő országokbeli befektetésektől elvárt kamatprémiumot. *A belföldi gazdasági folyamatok szintén óvatos kamatpolitikát tettek indokolttá*. Bár a gazdaság 1998-at jellemző túlfűtöttsége mérséklődött, az inflációs pálya alakulásával kapcsolatban olyan veszélyforrások jelentkeztek, mint pl. a szabályozott árak ugrásszerű növekedé-

se, az olajárak gyors emelkedése, melyek az infláció mérséklődésének esetleges lassulását vetítették előre.

A monetáris kondíciók 1999. évi alakulásában a legfontosabb változást a reálárfolyam-pálya ez évben várható változása okozza. A kormány és az MNB 1999-ben három alkalommal csökkentette a leértékelési ütemet, melynek eredményeként a **reálárfolyam 1998. évi leértékelődése után visszaáll a korábbi évekre jellemző lassú, éves szinten 2–3%-os felértékelődéssel jellemezhető reálárfolyam-pálya**, ami az MNB megítélése szerint összhangban áll a különböző szektorok termelékenységének növekedési ütemében tartósan fennálló különbségekkel.

A csúszó leértékeléses árfolyamrendszerben a forintkamat szintet a bejelentett leértékelési ütem, az árfolyam sávon belül várható elmozdulása, a külföldi kamatok, valamint a megkövetelt kockázati prémium összege alakítja. A reálkamatok alakulása ezért nagymértékben függ az inflációs differencia és a forint leértékelődésének különbségeként meghatározott reálárfolyam pályájától. A tavalyi reálleértékelődés az év második felében kiugróan magas belföldi reálkamat szintet eredményezett. Az árfolyampálya ideai módosításának hatására *a forint reálkamatok is csökkentek*, június végére a három hónapos piaci instrumentumokon *4% körüli reálkamat szint* alakult ki. Ugyanakkor a forintbefektetésektől *elvárt kockázati prémium továbbra is az orosz válságot megelőzőnél magasabb*, 550bp körül ingadozó szinten stabilizálódott. A magas prémium elsősorban a feltörekvő országok befektetéseivel szemben megmutatkozó általános érdektelenséget tükrözi, az országspecifikus tényezők – a koszovói háború vége, stabilizálódó külső egyensúlyi pozíció – inkább csökkenő prémiumot tennének indokoltá.

A monetáris kondíciók két komponense ellentétes irányba változott az elmúlt hónapok során. *Míg az árfolyam-politika tekintetében szigorúbbá váltak a feltételek, a reálkamatok a tavalyi kiugróan magas szinthez viszonyítva csökkentek*. A két hatás eredőjeként a monetáris politika a nagyobb nominális fegyelem irányába mozdult el. A gazdaság legdinamikusabb része ugyanis az a külföldi kereskedelmi/tulajdonosi kapcsolatokkal rendelkező vállalati kör, akik számára a deviza-hitelfelvétel elérhető és az árfolyamkockázat olcsón fedezhető, így döntéseiket nem befolyásolják a belföldi reálkamatok. Az árfolyampálya szigorítása azonban közvetlenül hat ár- és bérnövelési lehetőségeikre. Ezzel szemben a belföldi forintfinanszírozású vállalati kört erőteljesebben érintette a belföldi kereslet növekedési ütemének mérséklődése és a kelet-európai recesszió, itt a reálkamatok csökkenése támogathatja a vállalkozások pénzügyi helyzetének stabilizálódását.

A kereskedelmi bankok árazására jellemző volt, hogy újból növekedett a piaci és a banki konstrukciók ára közötti kamatkülönbség. E folyamat mind a hitelek, mind a betétek árazásában megfigyelhető volt. A betéti és hitelkamatok közötti rés növelését a bankszektor jövedelmezőségének romlása szükségessé tette, ugyanakkor összefüggésben állhat a kereskedelmi bankok hitelportfóliójának romlásával és a lakossági banki konstrukciók iránti keresletének növekedésével is.

A pénz- és tőkepiacok hosszabb távú kamatvárakozásai jelentősen emelkedtek az elmúlt hónapokban. *A hosszú távú kamatvárakozások május–augusztusi emelkedését* csak kisebb részben magyarázza a hosszú távú inflációs várakozások emelkedése, illetve a feltörekvő piacokkal szembeni kockázatviselési hajlam csökkenése. *Döntő mértékben a hosszú lejáratú dollár- és euróhozamok számottevő emelkedése okozta a hosszú forintkamatok emelkedését.*

Az elmúlt egy év érdekes fejleménye, hogy míg a pénz- és tőkepiaci szereplők forintinstrumentumok iránti kereslete jelentősen ingadozott, a belföldi reálgazdasági szereplők tovább növelték ugyanokon belül a forintban denominált eszközök súlyát. A szűkebb és szélesebb monetáris aggregátumok iránti kereslet a nominális GDP-t meghaladó mértékben emelkedett, *az M1 reálértéke 6,3%-kal, a tágabb M3 reálértéke pedig 7,1%-kal haladta meg az 1998 második negyedévében mért értéket*. A forgási sebesség lassulása azonban mérséklődött az előző évhez képest.

A pénzkereslet nem szándékolt növekedésének a magasabb lakossági költségeken keresztül hosszabb távon inflációs hatása lehet, közvetlenül vagy közvetve a külső egyensúlyi pozíció romlása miatt. Ezért a monetáris politika figyelemmel kíséri ezen aggregátumok alakulását. *Eddigi vizsgálataink azt mutatják, hogy a pénztartás növekedésében a szándékolt komponenseknek van döntő szerepük*. A szűkebb aggregátumok növekedését indokolja, hogy az infláció mérséklődésével csök-

kent a pénztartás használdozata, így a háztartások kevesebb energiát fordítanak pénzkészleteik szintjének optimalizálására. A szélesebb aggregátumok növekedéséhez egy vagyonátrendeződési hatás is hozzájárult. A részvénybefektetések várható hozamának nagyobb bizonytalansága miatt a fix hozamú eszközök irányába rendezte át portfólióját a lakosság.

A vállalatok nettó finanszírozási igénye jelentősen mérséklődött az idei év folyamán. A hitelkereslet csökkenése és a pénzügyi eszközök állományának növekedése egyaránt hozzájárult a pozíció javulásához, ami azt tükrözi, hogy a vállalkozások feltehetően elhalasztották beruházásaikat, de a jövőbeli értékesítési lehetőségekkel kapcsolatos kételyeik ellenére – aggregált szinten – nem romlott a jövedelmezőségi helyzetük. A hitelek szerkezetében azonban elmozdulás történt. A hitelfelvétel összetételében eltolódás figyelhető meg a külföldi hitelfelvétel irányába, ami azzal magyarázható, hogy a vállalati szféra tekintélyes része várható exportbevételei révén természetes fedezeti pozícióban van a forinthitelkamatokban benne foglalt árfolyamkockázattal szemben.



## Főbb makrogazdasági mutatók

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

\* MNB-becslések.

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

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

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

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

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

\*\*\*\* A nettó keresetnövekedés indexe a KSH által becsült, számított mutató. Az adórendszeri kedvezmény 1999. évi módosítása, a családi kedvezmény bevezetése, a tényleges adófizetési kötelezettséget, így a bruttó és nettó kereset közötti különbséget becsléseink szerint közel 1 %-pontosan módosítja, de ezt a KSH számításaiban nem veszi figyelembe. Így az idősor ez évi mutatói nem összehasonlíthatók a korábbi értékekkel.

## Főbb monetáris mutatók

	1997				1998				1999	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>										
Infláció (fogyasztói árindex)	18,8	18,7	18,0	18,4	16,4	14,2	12,5	10,3	9,3	9,1
Ipari termelői árindex	21,8	19,4	19,7	19,5	13,5	11,6	10,4	7,1	4,9	4,3
Forint középárfolyamának leértékelése	15,7	15,3	14,7	14,0	12,9	12,2	11,4	10,3	9,4	8,4
<i>Monetáris aggregátumok reálnövekedése*</i>										
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>										
M0	-0,2	0,3	0,9	-2,5	1,8	3,2	3,7	6,1	8,5	7,9
M1	1,7	0,4	1,3	3,8	6,7	9,1	8,0	6,9	7,1	6,3
M3	-0,2	-1,0	0,0	1,0	2,3	4,0	4,6	4,4	8,0	7,1
M4	6,8	6,4	7,1	7,0	9,3	9,1	9,1	9,0	9,8	9,7
<i>Pénzügyi hitelek állományának reálnövekedése*</i>										
<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>										
Vállalati külföld+belföld	5,5	7,4	9,5	6,7	8,2	8,5	9,1	13,3	17,9	13,6
Vállalati belföldi	19,2	24,1	23,1	17,0	14,2	15,1	15,2	9,7	11,3	2,8
Lakossági	-23,8	-20,5	-14,7	-13,2	-11,4	-2,4	2,4	0,1	10,7	14,0
<i>Kamatok (%)*</i>										
Passzív repó/depo 1 hónapos**	21,5	20,75	20,25	19,75	18,875	18,0	18,0	16,75	16,0	15,25
3 hónapos diszkontkincstárjegy	20,76	20,02	19,41	19,28	18,8	17,34	19,27	16,21	15,62	14,71
12 hónapos diszkontkincstárjegy	20,07	19,77	19,67	19,01	19,13	17,33	17,4	16,08	15,58	14,72
3 éves államkötvény	16,73	17,42	18,08	17,97	18,36	16,56	16,23	14,8	13,25	13,60
BUX	5414	6795	7693	7999	8656	7806	4571	6308	5490	6486
Kamatprémium (bsp)***	376	338	257	459	363	363	674	533	530	551
<i>Konverziós forintkereslet</i>										
Konverzió, millió USD	471	799	1816	330	2448	929	-2307	-208	358	250
Hitelintézetek nettó külföldi forrásbevonása,**** millió USD	-182	151	76	-115	452	-8	-632	-155	79	165
Vállalati szektor nettó hitelfelvétele, + millió USD	-60	5	210	215	-56	87	128	431	-117	98

\* Az időszak végén.

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

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

\*\*\*\* Privatizációnak minősülő bevételek nélkül.

\* Tulajdonosi hitelekkel együtt.

# I. Az infláció alakulása

A kimutatott fogyasztói árindex csökkenése 1999 közepén megtört. A 12 havi index májusban érte el a minimumát 8,9%-kal, és júliusra 10,1%-ra emelkedett. A piaci elemzők az 1999. évi (és kisebb mértékben a 2000. évi) inflációra vonatkozó előrejelzéseiket is felfelé módosították.

Jogosan vetődik fel a kérdés, mennyiben beszélhetünk az inflációs trend megtöréséről, mik a fogyasztói árindex emelkedésének az okai, és hogyan értékeli a Jegybank a jövőbeni inflációs folyamatokat. Az Inflációs Jelentés ezen részében ezeket a kulcskérdéseket tárgyaljuk.

A Magyar Nemzeti Bank értékelése szerint a fogyasztói árindex emelkedése ellenére sem beszélhetünk a deflációs folyamat megtöréséről avagy megfordulásáról. A kimutatott infláció növekedését ugyanis alapvetően a kereslet és kínálat alakulásától független tényezők okozták – az adminisztratív árak kiemelkedően magas növekedése és a gyógyszerár-támogatási rendszer megváltozása –, amelyek az árszint egyszeri eltolódását eredményezték, de nem feltétlenül implikálnak tartósan magasabb növekedési ütemet.

Mindemellett az árak alakulását több kínálati sokk is befolyásolta, többnyire visszájára fordultak az elmúlt másfél-két évben tapasztalt kedvező sokkok. A világpiaci energiaárak emelkedése árnövelő tényező, és a világgazdasági konjunktúra élénkülése a nyersanyagárak jövőbeli emelkedése irányába mutat. Az inflációt potenciálisan növelő tényező lehet, ha a mezőgazdasági árak növekedési üteme az elmúlt év nagyon alacsony értékénél magasabb lesz.

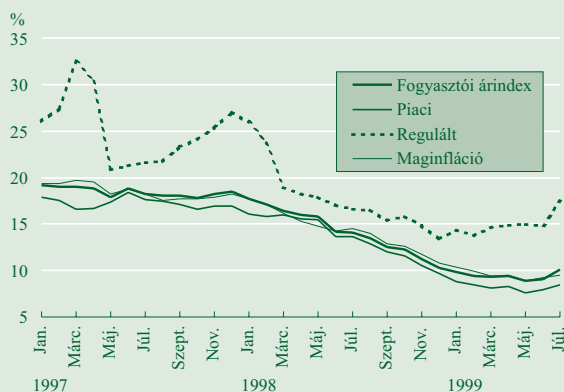
A kormány és az MNB mind az árfolyam-politika, mind az idei évre szóló inflációs prognózis kitűzése során figyelembe vette, hogy e hatásokra nem lehet tartósan számítani. A tavalyi, a hosszú távú trendnél gyorsabb inflációcsökkenést az idén kisebb csökkenés követi.

A hosszú távú folyamatok értékelése szempontjából az inflációs trend alakulása a meghatározó. Az MNB alapvetően a maginflációt mutatót tekinti az infláció trendjét legmegbízhatóbban tükröző mutatónak.

Az MNB által jelenleg alkalmazott mutató elsősorban azokat a termékeket tartalmazza, amelyek árváltozásai (akár regulált, akár piaci ármegethatározódás következményei) a magyar inflációs környezetben viszonylag jól anticipálhatók. A júliusi drasztikus gyógyszerár változásoknak elsősorban a támogatási rendszer átalakításában rejlő okai miatt a maginflációs mutatóból a korábban kiszűrt tételek mellett a gyógyszer, gyógyszerár csoport árváltozását is kihagytuk.

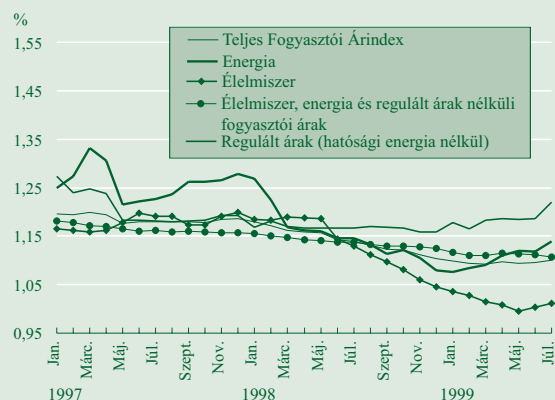
Az így kapott mutató is jelez némi emelkedést, a júniusi 9,3% után júliusban 9,5%-ot ért el, de nem mutat olyan éles trendfor-

**A fogyasztói árindex piaci és szabályozott komponensének alakulása\***



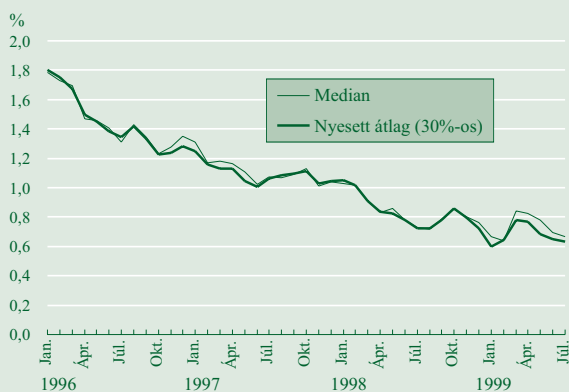
\* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva, piaci árak: az ipari termékek és a piaci szolgáltatások árának változása.

### A fogyasztói árindex egyes komponenseinek alakulása\* (1999-es súlyokkal)

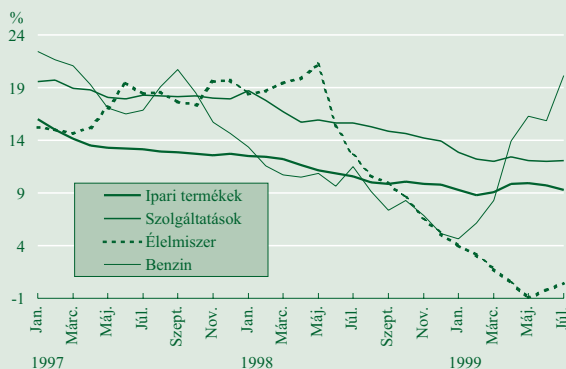


\* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

### Nyesett átlag és medián inflációk, szezonálisan igazított havi indexekből, 120 részcsoporthat használva a 159-ből<sup>2</sup>



### A nem szabályozott árak alakulása\*



\* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

dulót, mint a teljes fogyasztói árindex.<sup>1</sup> Az egyedi hatások nagy súlya miatt a trend infláció alakulását tükröző alternatív mutatókat is bemutatunk (lásd keretezett írás). A sokkok közvetlen hatásától különböző módszerekkel megtisztított inflációs indexek csökkenése nem volt olyan gyors, mint a kimutatott infláció. Figyelemre méltó, hogy ezen indexeknél nem állt meg (vagy fordult meg) a csökkenés 1999 második negyedévében sem.

A kimutatott fogyasztói árindex-infláció azonban bármennyire is tökéletesen tükrözi a mélyben zajló inflációs folyamatokat, ettől lényegesen eltérő egyéb konzisztens inflációs mutató hiányában az „inflációs mérőszám”-ként funkcionál mind a piaci szereplők, mind pedig a gazdaságpolitikusok számára. Az emelkedő fogyasztóiár-infláció megnövelheti a piaci szereplők várakozásait, magasabb költségekhez és bérinflációhoz, kisebb megtakarításokhoz, magasabb fogyasztáshoz stb. vezethet, ami egy önbeteljesítő jóslatként hathat, költségesebbé téve a dezinflációt. Ezért az inflációs várakozások koordinációja a meghirdetett dezinflációs pálya fenntarthatóságának kulcskérdése. A Magyar Nemzeti Bank a meghirdetett, folyamatosan csökkenő meredekségű árfolyampálya hitelességének megőrzésével segíti elő az összehangolt, előrettekintő árazási magatartás kialakulását.

### Az infláció tendenciáját tükröző mutatók

A fogyasztói árindex alapú infláció az áralakulást rövid távon befolyásoló hatások eredményeként nem mindig tükrözi jól a hosszú távú inflációs tendenciákat, ezért célszerű e hatásokat kiszűrő vagy mérséklő mutatókat is figyelembe venni. Az egyik lehetséges megoldás a rövid bázisú mutatók használata. A 12 havi index tulajdonképpen egy mozgóátlaga a havi inflációs rátáknak, ezért mind a bázis, mind az azóta eltelt 12 hónap eseményei befolyásolják nagyságát, ezért egy egyszeri kiugrás csak 12 hónap alatt tűnik el az indexből. A havi indexek megoldják ezt a problémát, azonban a szezonális igazítás miatt nem értelmezhetők közvetlenül, és a szezonális igazítás után is egy viszonylag zajos időszakot kapunk. A zajt csökkenthetjük, ha egyes, rendkívüli árváltozást mutató termékcsoportokat kihagyunk (l. pl. a közzétett gyógyszer, élelmiszer és energia nélküli számított infláció). További lehetőség, ha standard módon kizárjuk azokat a termékcsoportokat, amelyeknek kiugróan volatilis az áralakulása, vagy kisebb (volatilitásuk reciprokával arányos) súllyal szerepeltetjük (ilyenek pl. az egyes maginflációs mutatók). Az egyes csoportok kizárása mellett lehetséges más mutatókat is számolni, amelyek az infláció trendjét próbálják megmagyarázni. Lehetséges medián inflá-

<sup>1</sup> Lapzárta után jelent meg a KSH új maginflációs mutatójának publikációja. Ez a mutató az MNB maginflációs mutatójánál szintjében magasabb és július augusztus hónapokra nagyobb árnyövekedést mutat. Ennek oka az, hogy a KSH mutatója csak a termékek 80%-át fedi le, míg az MNB-é 91,2%-ot. Az eltérés abból adódik, hogy az MNB által kihagyott termékeken túl a KSH kihagyja a teljes nyershús vertikumot, és az összes háztartási energiahordozót. Ezen túlmenően eltérést okoz, hogy a KSH a gyógyszerek árváltozását is a maginfláció részének tekintette.

<sup>2</sup> Nem tartalmazza a hatósági árakat és egyes egyéb cikkeket, amelyeket nehéz szezonálisan igazítani és/vagy az árak nagy volatilitást mutatnak. Ezen utóbbi csoportba tartoznak például a nem hatósági energiaárak és egyes volatilis élelmiszerek, mint a burgonya vagy a friss zöldségek. A nyesett átlagok számolásakor a 120 részindexeket sorba állítottuk, és az alsó, valamint a felső 15–15%-ot (36 indexet) elhagytuk, majd a maradékból átlagot számoltunk.

ciót számolni a havi részindexekből, nyesett átlagot számolni, amelyek egyaránt kiszűrrik az átlagostól jelentősen eltérő árváltozású termékeket. Egyik számolt inflációs trendmutató sem jelzi azt, hogy az infláció növekvő trendet mutatna, bár a volatilitásuk még a szokásosnál is nagyobb 1999-ben, így nehezebb a hosszabb távú trend meghatározása.

## 1. Az importált infláció

Az importált infláció alakulását a forint árfolyamváltozása és az importtermékek ára egyaránt befolyásolja. A kormány és az MNB a forint leértékelési ütemét 1999-ben három alkalommal változtatja. Így január 1-jei hatállyal 0,6%-ra, majd július 1-jei hatállyal 0,5%-ra csökkentették a forint havi *csúszó leértékelésének* mértékét, és további 0,1 százalékpontos ütemcsökkenést jelentett be október 1-jétől. Július végére a forint egy éves visszafelé tekintő leértékelődése 8,3%-ra mérséklődött, az év végére 6,5%-ra fog csökkenni. A dollár/euró keresztárfolyam-változások hatása miatt a forint a csúszó leértékelés ellenére az idei első negyedévhez viszonyítva 1%-al értékelődött fel az euróval szemben. Július és augusztusban azonban ez a trend megfordult az euró erősödése miatt, ami azt eredményezte, hogy a forint az euróhoz képest a leértékelési ütemnél gyorsabban értékelődött le.

1999 első negyedévében a világgazdaság lassuló növekedése következtében az energiahordozókon kívüli nyersanyagok árai jelentős mértékben tovább csökkentek 1998 negyedik negyedévéhez képest. Az olajárak mérséklődése ezzel szemben minimális volt, mert a márciusi kínálatkorlátozó megállapodás azonnali hatásaként az árak gyorsan emelkedni kezdtek. A második negyedévben az energiahordozók nélküli nyersanyagok áresése a prognózisokkal összhangban lassult, az olajárak pedig részben a növekvő ázsiai és amerikai keresletnek, részben pedig az OPEC-államokra korábban nem jellemző mértéktartásnak köszönhetően gyorsan növekedtek. Az időszak végi (június/június) alapanyagárak 7,6%-kal az egy évvel korábbi szint alatt maradtak, míg az olajárak közel 18%-kal meghaladták azt.

Legfontosabb kereskedelmi partnerünknek tekinthető euró régióban az 1998. végi 0,8%-os fogyasztóiár-infláció 1999 márciusában 1%-ra, júliusban pedig 1,1%-ra változott. A lényegében stagnáló és igen kedvező inflációs adatokhoz hozzájárult, hogy a feldolgozatlan élelmiszerárak erős csökkenése segített ellensúlyozni az energiaárak második negyedévben már megfigyelhető emelkedését. A termelői árak dinamikája is változott, a márciusi 2,3%-os ipari termelőiár-csökkenést áprilisban 1,6%-os mérséklődés követte.

Magyarországon az import-egységértékindex az idén második negyedévében 4,8%-kal haladta meg az előző év azonos időszakát (a szezonálisan igazított egységértékindex szintén 4,8%-kal emelkedett). Az importárak növekedése továbbra is alacsonyabb volt, mint a valutakosárral szembeni leértékelés, illetve a nomináleffektív árfolyamindex változásának mértéke, amely azt mutatja, hogy az importárakon keresztül érvényesülő inflációs nyomás az idei év második negyedévében továbbra is visszafogott maradt. Mindez az energiahordozók második negyedévben bekövetkezett áremelkedése ellenére következett

**Világpiaci árváltozások 1997–1999-ben\***  
(előző év azonos havához viszonyítva)

	1997. december	1998. december	1999. március	1999. június
Alapanyagok energiahordozók nélkül	-7,6	-10,8	-12,6	-7,6
Élelmiszerek	-5,7	-13,7	-17,2	-17,7
Mezőgazdasági nyersanyagok	-20,5	-2,1	-3,0	+5,6
Fémek	-5,5	-13,8	-14,5	-5,7
Olaj	-27,3	-39,4	-0,5	+17,8

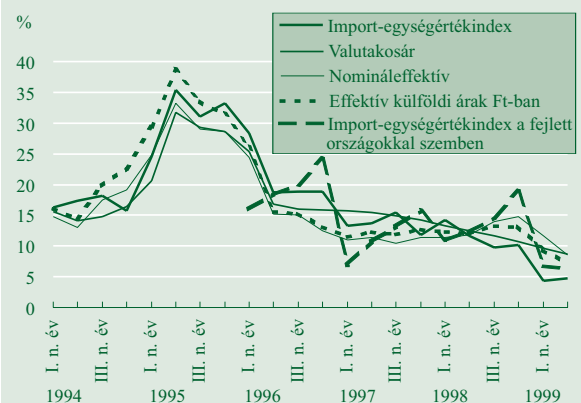
Forrás: IMF IFS.  
\* Világpiaci árak dollárban.

**Nemzetközi inflációs adatok, 1997–1999**  
(előző év azonos havához viszonyítva)

	1997. december		1998. december		1999. június	
	termelői	fogyasztói	termelői	fogyasztói	termelői	fogyasztói
	árak változása					
Egyesült Államok	-0,6	1,8	-3,2	1,6	1,6	2,0
Japán	1,3	2,1	-2,0	0,6		
Németország	1,0	1,9	-1,2	0,5	-1,3	0,4
Csehország	5,7	10,0	2,2	6,8	0,4	2,2
Lengyelország	11,5	13,2	5,8	8,6	5,3	6,5
Magyarország	19,5	18,4	7,9	10,3	4,4	9,1
OECD összesen	2,7	4,3	0,7	2,0		3,1
EU-11			-2,5	0,8		0,9
EU-15	1,4	2,1	-1,7	1,4		
G-7	0,3	1,9	-0,9	1,3		

Forrás: OECD Main Economic Indicators, 1999 July.

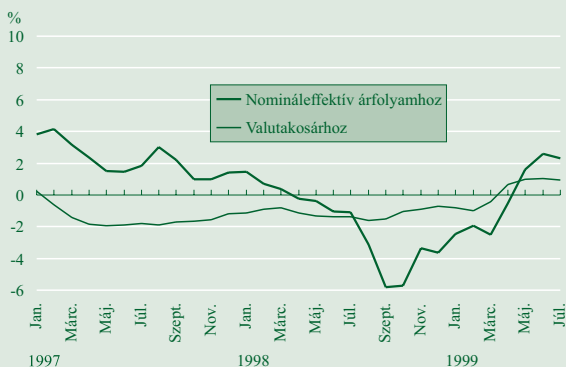
**Az importárak és különböző árfolyammutatók alakulása** (előző év azonos időszaka = 100)



## Az árnövekedés üteme az előző év azonos hónapjához viszonyítva

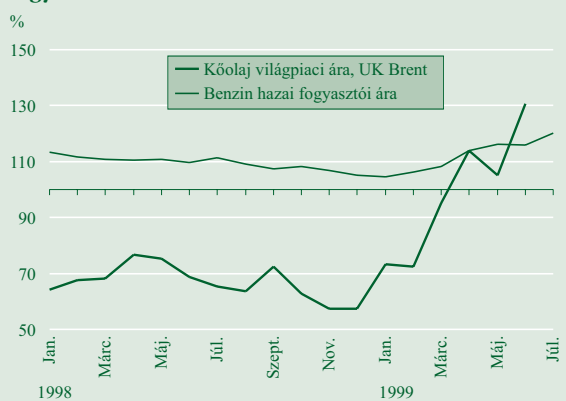
	Súly a fogyasztói árindexben	1997. december	1998. december	1999. július
Fogyasztói árindex	100,0	18,4	10,3	10,1
Ipari termékek élelmiszer és benzin nélkül	21,5	12,7	9,8	9,3
Benzin	5,0	14,7	5,1	20,2
Szabad áras háztartási energia	1,7	14,7	6,4	10,9
Élelmiszerek	22,7	19,7	5,3	0,5
Szabályozott árak	17,7	27,3	13,4	17,3
Piaci szolgáltatások	22,6	17,9	13,9	12,0
Szeszes ital, dohányárú	8,9	17,8	13,6	11,8
Piaci infláció	82,3	16,9	9,7	8,5
Maginfláció <sup>3</sup>	91,2	18,2	10,8	9,5
Nomináleggetív árfolyam leértékelődése		11,2	13,9	6,8
A forint bejelentett nominális leértékelése		13,9	10,4	8,3

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



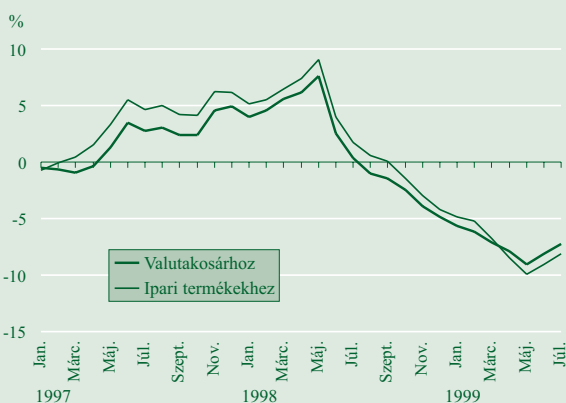
\* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

## A kőolaj világpiaci árának és az üzemanyagok belföldi fogyasztói árának alakulása\*



\* Előző év azonos időszaka=100%.

## Az élelmiszerek relatív árszínvona\*



\* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

be. A fejlett országokból érkező import ára 6,4%-kal emelkedett előző év azonos időszakához képest, amely enyhe csökkenést mutat az előző negyedév megfelelő adatához képest. A kelet-közép-európai országokból érkező import a korábbi időszakban tapasztalt nagyarányú árcsökkenést után már csak 0,1%-os mérséklődést mutat, ami elsősorban az olajárak tendenciájában bekövetkezett fordulatot tükrözi.

## 2. A fogyasztói árak változásának összetevői

A monetáris politika közbülső céljának választott nominális árfolyam előre bejelentett fokozatosan mérséklődő üteme nemcsak a várakozások alakításában játszik fontos szerepet, de a belföldi áraknak a kereskedelmi partnereink inflációjához való konvergenciát is biztosítja. Az árfolyampálya árnövekedést fegyelmező hatása a különböző termékcsoportoknál eltérő mértékben érvényesül, attól függően, hogy milyen mértékben kell az adott termék piacán a külkereskedelem versenyével számolni.

Az árfolyampálya a külkereskedelmi forgalomban részt vevő – az egyszerűség kedvéért *ipari termékeknek*<sup>4</sup> nevezett – cikkek árát közvetlenül befolyásolja. Az árfolyamrendszer árnövekedést fegyelmező erejét tükrözi, hogy az elmúlt két évben trendjében az *ipari termékek ára* követte a *nominális árfolyamot*. Ebben a termékkörben nem volt jelentős az infláció ütemének mérséklődése, az árnövekedés kissé meghaladta a forint leértékelődésének mértékét. Az a tény, hogy az ipari termékek fogyasztói árának növekedése április óta kismértékben meghaladja a leértékelési ütemet értékelésünk szerint nem jelenti azt, hogy az árfolyam nominális horgony szerepe gyengült volna, mint ahogy annak sem tulajdonítottunk nagy jelentőséget, hogy ezen csoport aggregált árnövekedése az elmúlt években kissé alacsonyabb volt, mint a leértékelési ütem. A fogyasztói kosárban szereplő ipari termékeknek ugyanis jelentős szolgáltatási és ehhez kapcsolódó energiatartalma van, így az ipari termékek ára ezen inputok áralakulásának is befolyása van. A monetáris politika számára a közvetlen hatások szempontjából az érdekes kérdés az, hogy láthatók-e nyomai egy esetleges túlkeresletnek, amely itt az ipari termékekhez kapcsolódó szolgáltatási komponens esetében lenne megfigyelhető. Hogy a szolgáltatási komponensen keresztüli inflációs nyomásra nincs bizonyíték, jól látható abból, hogy az ipari termékek és a piaci szolgáltatások árnövekedési ütemkülönbsége nemhogy nőtt volna, hanem még alacsonyabb szinten is van, mint akár 1997-ben akár 1998-ban.

A *benzin* ára a második negyedévben tovább emelkedett, júliusban 22%-kal került többre, mint az elmúlt év végén. Mivel a hazai benzin fogyasztói árában az adótartalom magas, az alapanyag ára csak a teljes ár kb. 1/6-át teszi ki, a világpiaci árváltozás sokkal mérsékeltebben jelentkezik.

<sup>3</sup> Az MNB maginflációs mutatója a fogyasztói árindexet megtisztítja az idényjellegű élelmiszerek (tojás, burgonya, zöldségek, gyümölcsök), a szilárd és cseppfolyós fűtőanyagok (szén, brikett, koks, tűzifa, tüzelőolaj), valamint a járműüzemanyag árváltozásának hatásától. Az ilyen módon számított maginflációs mutató az eredeti fogyasztói árindex 91%-át fedi le.

<sup>4</sup> Ebbe a kategóriába értjük bele a KSH termékcsoportjaiból a ruházati cikkek, a tartós fogyasztási cikkek, az egyéb cikkek, a gyógyszer, járműüzemanyag, könyv, tankönyv és újság nélkül, valamint az üdítőitalokat.

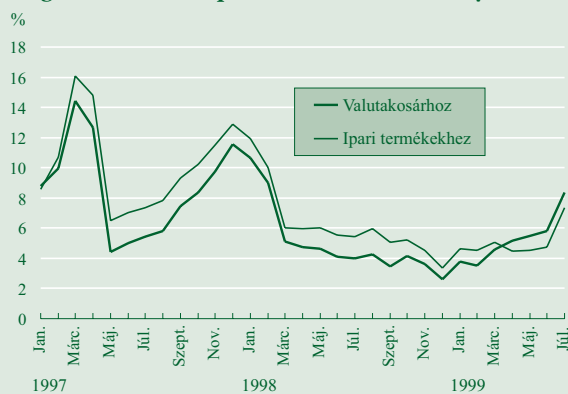
Bár a világpiacon az élelmiszerárak tovább csökkentek, a hazai 12 havi élelmiszer-infláció a májusi  $-0,9\%$ -os mélypontról  $0,5\%$ -ra emelkedett, igaz részben kormányzati beavatkozásra. Ezen belül az idényjellegű, mezőgazdasági termékek ára közel  $8\%$ -kal csökkent. A rövid bázisú, szezonálisan igazított élelmiszerárak is azt mutatják, hogy az élelmiszerek áresése megállt, és az árak az utóbbi pár hónapban növekedésnek indultak. Ennek a növekedésnek azonban csaknem kizárólagos oka az, hogy a (nagy súllyal szereplő) sertéshús ára állami beavatkozásra emelkedett júliusban.

Az állami beavatkozástól függetlenül a jövőben az élelmiszerek áremelkedése feltehetően közelíteni fog a többi csoport inflációs szintjéhez, és amikor ez bekövetkezik, akkor az élelmiszerek nagy súlya miatt erőteljesen fog hatni a fogyasztóiárindex-alapon számított inflációra.

Az infláció alakulását jelentős mértékben befolyásolja az államilag szabályozott vagy befolyásolt árak alakulása. A júliusi  $10,1\%$ -os inflációs mérték a regulált kör  $17,3\%$ -os és a nem regulált termékek és szolgáltatások  $8,5\%$ -os éves árnövekedéséből adódott. Kiugróan magas árnövekedési ütem jellemezte a gyógyszertermék-csoportot, ahol a támogatási rendszer átalakítása a kimutatott júliusi inflációt  $0,4\%$ -kal emelte meg, és ennél valamivel nagyobb hatással lesz az augusztusi inflációra (erről lásd keretes írásunkat). Még ha a gyógyszeráremeléstől el is tekintünk, a fogyasztói kosár közel  $9\%$ -át kitevő szabályozott árak körbe tartozó szolgáltatások (pl. telefon, helyi tömegközlekedés, TV előfizetési díj) árnövekedése is meghaladta az elmúlt évi mértéket,  $19,8\%$  volt júliusban, míg 1998-ban  $17\%$  körül ingadozott. A hatósági árak harmadik csoportját az energiahordozók jelentik (központi és távfűtés, elektromos energia, vezetékes gáz), amely az árképleten keresztül követi a világpiaci ár alakulást. A világpiaci energiaár-emelkedés azonban a képletbe épített kérések miatt eddig még *nem* jelentkezett a hatósági árak energiaárak 12 havi indexének jelentős emelkedésében, az index  $10\%$  körül alakult 1999 eddigi hónapjaiban. A háztartási energiahordozók esetében azonban új árstruktúra rendszert vezettek be. A földgáz-szolgáltatók nettó  $150$  forint alapdíjat számítanak fel a szolgáltatás biztonságos ellátása, a készenlét miatt, ugyanakkor a földgáz egységárát  $2\%$ -kal csökkentették. A villamosenergia esetében a háromtömbös díjszabás helyett minden kWh azonos egységáron kerül elszámolásra, ami differenciáltan érinti az egyes fogyasztók kiadásait.

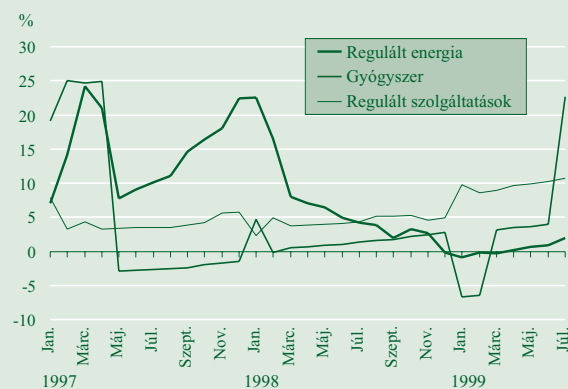
A szabályozott árak növekedése a múltban rendszeresen felülmúlta a piaci infláció mértékét, mert a költségeknek az árban való megjelenítése, a támogatások leépítése ezt szükségessé tette. A nagy, sokszerű relatív árváltozások időszaka azonban már lezárult, s a relatív árak változása – a piaci szolgáltatások termékkörhöz hasonlóan – lassabb és kiegyensúlyozottabb lehet. A piaci szolgáltatások esetében az elmúlt két és fél évben a leértékelési ütemet kb.  $3\%$ -kal meghaladó áremelkedést tapasztaltunk, és ezt nagyjából konzisztensnek is tekintettük a termelékenység növekedésének ütemkülönbségével. A szabályozott szolgáltatások esetén tapasztalt kb.  $5\%$ -os többlet-árnövekedést még mindig egyensúlyi folyamatként értékeltük. 1999-ben azonban  $10\%$  fölé emelkedett a leértékelés és szabályozott szolgáltatások árai közötti ütemkülönbség, és a 12 havi index magasabb, mint 1998-ban. A kialakult helyzetet magyarázhatja az, hogy az elmúlt években tapasztalt  $5\%$ -os árnövekedési differencia kisebb volt,

### Szabályozott árak termékek éves árnövekedése a forint leértékeléséhez és a külkereskedelmi forgalomba kerülő ipari termékekhez viszonyítva\*



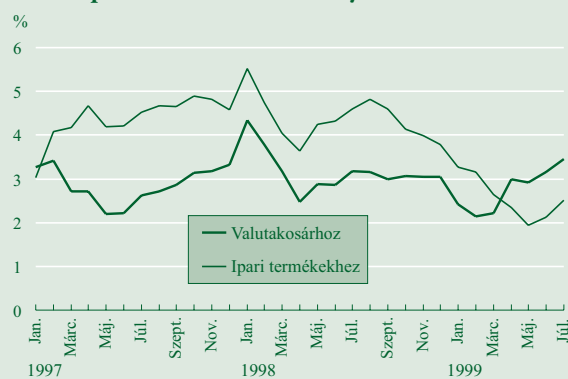
\* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

### A szabályozott árak termékek és szolgáltatások éves árnövekedése a forint leértékeléséhez viszonyítva\*



\* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

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



\* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

mint a valós termelékenység növekedésiütem-különbség. Mivel a termelékenységi ütemkülönbség egyik évről a másikra nem változik ilyen hektikusan, akkor azt kell feltételeznünk, hogy az elmúlt két évben a kormányzat az egyensúlyinál kisebb mértékben növelte csak az árakat.

A másik magyarázat az lehet, hogy a kormányzati szektor volt az egyetlen gazdasági szereplő, aki nem volt képes (vagy nem volt rákényszerítve), hogy alkalmazkodjon az új inflációs helyzethez. Ez a magyarázat azonban azért lenne sajnálatos, mivel alapjaiban kérdőjelezi meg a kormányzati szektor antiinflációs hitelességét. A gazdaságirányítás ugyanis üzenetet küldhet a piaci szereplőknek a dezinflációra vonatkozó elszántságát illetően azáltal, hogy a hatósági árak emelését próbálja csökkenteni, például árliberalizációval és privatizációval, (bár ezek rövid távú hatása akár ellentétes is lehet) vagy a nem indokolt költségemelés el nem ismerésével. Ez csökkentheti a kimutatott áremelkedés ütemét, és hűtheti a várakozásokat. Az energián kívüli hatósági árak növekedési ütemének 22%-ról 12%-ra való csökkentése például a teljes fogyasztói árindexet kb. 1% ponttal vinné le.

A fogyasztás 22,6%-át teszik ki azok a *piaci szolgáltatások*, amelyek nem vesznek részt a nemzetközi kereskedelemben. Az ipari termékek és a piaci szolgáltatások árnövekedési dinamikájának különbségét az eltérő termelékenység alakulása magyarázza. Ezt erősíti a reáljövedelmek növekedéséből adódó kereslet-élénkülés több területen – testápolási, egészségügyi szolgáltatás, mozi, utazás területén.

#### **Fogyasztói árindex: megélhetési költségek vagy az inflációs folyamat mérőszáma?**

A fogyasztói árindex konstrukciójánál fogva a megélhetési költségeket méri, mégpedig egy adott árukosár árának mérésével. Ez két nagy problémacsoporthoz is vezet: a CPI nem tudja jól nyomon követni a megélhetési költségek tényleges változását, másrészt nem feltétlen tükrözi az áralakulás hosszabb távú tendenciáját, így félrevezető, ha a gazdaságpolitika vagy ez alapján értékelik a befektetők az inflációs folyamatokat.

A fogyasztói árindex, mivel egy rögzített bázisú (múltbeli fogyasztási súlyokat használó) index, ezért nem tudja jól kezelni azt a tényt, hogy a fogyasztók a hasznosságukat maximalizálják, és folyamatosan változtatják a vásárolt áruk egymáshoz viszonyított arányát, változik egy adott áru minősége, valamint újabb áruk és vásárlási helyek jelennek meg. Ma Magyarországon például a telekommunikáció árindexében nincs benne a mobil telefonálás költsége, mivel ez még egy „új” termék. Ugyanakkor kb. fele annyi mobil készülék van használatban, mint amennyi rögzített vonal. Ha összeadjuk a MATÁV 1998-as árbevételét a belföldi hívás, külföldi hívás, előfizetési, és kapcsolási díj kategóriákban, akkor 203 milliárd forintot kapunk, a három mobilcég árbevétele pedig 126 milliárd forint volt. Az árbevétel természetesen tartalmazza a nem lakossági fogyasztást is, de ebből is sejthető, hogy a lakossági fogyasztáson belül a mobil telefonálás súlya jelentős. Eközben a mobil telefonálás költsége sokkal kisebb mértékben emelkedik, mint a fix vonalas telefonálás költsége, sőt a kezdeti időszak-

ban (és egyes kategóriák esetében még 1998 és 1999 között is) egyenesen csökkent. Ez akár több tized százalékponttal is csökkentené a hivatalos fogyasztói árindexet, ha elszámolásra kerülne.

Az új áruk más országokban is viszonylag lassan kerülnek be az árindexbe, a mobil telefon például az USA-ban is csak 1998-ban kapott helyet a fogyasztói kosárban. Ez azonban azt jelenti, hogy az új áruknál éppen a bevezetés utáni időszak marad ki az árindexből, amikor pedig az árak tipikusan nagymértékben csökkennek. Emiatt és a fentebb említett egyéb okok miatt a fogyasztói árindex valószínűleg mindennél felülbecsli a megélhetési költségek emelkedését. Az USA-ban a különböző forrásokból eredő felülbecslés mértékét összesen évi 1,1%-pontnyira teszik (Lásd Boskin-jelentés, <http://www.ssa.gov/istory/reports/boskinrpt.html>. Az USA-ban a fogyasztói árindexet számoló BLS válasza és a CPI számítását illető egyéb módszertani problémák tárgyalása megtalálható a <http://stat.bls.gov/cpihe00.htm> internet oldalon.).

A közelmúltbeli gyógyszerár-támogatás megváltoztatása miatti kimutatott áremelkedés jó példája annak, hogy a megélhetési költségek megváltozása nem feltétlenül jelent tartós inflációs nyomást. Ebben az esetben az áremelkedés oka a támogatási rendszer megváltozása, a termelői árak nem változtak jelentősen. Bonyolítja a helyzetet, hogy az ártámogatás megváltoztatása felborítja azokat az összefüggéseket, amelyekre a statisztikai mintavétel szabályai alapulnak. Általában a közeli helyettesítő termékek ára körülbelül egyformán alakul, éppen a helyettesíthetőségük miatt. Erre épül a KSH mintavételi gyakorlat: a nagyon nagy számú termékből vagy termékváltozattól egy adott csoporton belül (például „tea”) elegendő egy viszonylag kis számú mintát venni, mert ez jó reprezentánsa lesz az adott árucsoportban lezajló árváltozásoknak.

A KSH a gyógyszerek esetében a kb. 3000 gyógyszerből 45-nek az árát veszi figyelembe a gyógyszerárindex kiszámolásakor. A mostani támogatás változás azonban gyökeresen átrendezte az egymást helyettesítő gyógyszerek relatív árát, és a megfigyelt körben lévőket aránytalanul emelte. A támogatási rendszer megváltoztatásának a lényege az, hogy egy adott hatóanyagot tartalmazó, klinikailag egyenértékű gyógyszerek közül a támogatás a legolcsóbb árának a százalékában került meghatározásra. Ez nagy áremelkedéshez vezet a „márkás” gyógyszerek esetében, és feltehetően nagyfokú helyettesítéshez vezet majd az olcsóbb „csomagolású”, generikus gyógyszerek felé. A probléma tehát kettős, a rögzített kosár csak utólag, az éves felülvizsgálatnál veszi figyelembe a helyettesítést (amikor már késő, az áremelkedés lezajlott), és a megfigyelt gyógyszerek körében az átlagosnál magasabb volt az áremelkedés. A generikus gyógyszerek problémájával a BLS is foglalkozott (lásd <http://stat.bls.gov/cpifact4.htm>), és 1995 júliusában áttért arra a módszerre, hogy a szabadalom lejártakor, amikor a „márkás” gyógyszerek mellett megjelennek az egyenértékű generikus gyógyszerek, akkor ezt árcsökkenésként veszi figyelembe. A BLS hat hónapnyi időt hagy az olcsóbb generikus gyógyszerek elterjedésének, ekkor megvizsgálja azok részarányát a fogyasztáson belül, és a részarányal súlyozva elszámolja az árcsökkenést. A KSH tudomásunk sze-



rint nem veszi figyelembe a generikus gyógyszerek megjelenését árcsökkenésként.

A BLS egy adott gyógyszer árának a meghatározásakor figyelembe veszi az összes kifizetést a gyógyszer eladójának, nem csak a vásárló által történő készpénzfizetéseket. Emellett a fogyasztói kosárban benne van az egészségbiztosítási díjak egy indirekt módon számított indexe is. A rendszer tehát zárt: ha csökken a támogatás a gyógyszereken, akkor az megjelenik az egészségbiztosítási díjak csökkenésében is (ha csak a biztosító működési költségeinek vagy a profitabilitásának a változása ezt nem ellensúlyozza).

Magyarország esetében a fő különbség az, hogy az egészségügy finanszírozása nem magánbiztosításokon keresztül, hanem államilag, adókkal történik. A fogyasztói árindex csak a piacon vásárolt árukat és szolgáltatásokat, valamint az állam által térítés ellenében nyújtott árukat és szolgáltatásokat veszi figyelembe. Ennek leginkább gyakorlati okai vannak: az adókból történő finanszírozásnál és ingyenes szolgáltatásnál nem kimutatható, milyen áru vagy szolgáltatás áll szemben melyik adóval, és sokszor a nyújtott szolgáltatás mérése is problémákba ütközik.

Az egészségügy esetében például lehetne érvelni amellett, hogy az egészségbiztosítási járulék (adó) ellenszolgáltatása az államilag biztosított egészségügyi ellátás. Azonban ha az egészségbiztosítónál hiány keletkezik, akkor azt a költségvetés automatikusan kipótolja, másrészt a nyújtott szolgáltatás nehezen definiálható és mérhető.

A fogyasztói árindex ilyen definíciója miatt ha egy termék vagy szolgáltatás (vagy eladási árának egy része) átkerül az adókból finanszírozott körből a felhasználói díjas vagy a piaci szférába, akkor a kimutatott inflációra ez az átmenet önmagában is hatással lehet. Ha a megélhetési költségeket teljes körűen tudnánk mérni, akkor egy ilyen átmenetnek nem lenne hatása. Érdemes tehát az ilyen változásokat óvatosan kezelni, és nem egyértelműen megélhetési költségnövekedésként elkönyvelni vagy az inflációs folyamat részeként tekinteni.

## II. Monetáris folyamatok

### 1. A monetáris kondíciók alakulása

A monetáris politika vitelét 1999 második és harmadik negyedévében mind a belföldi kereslet és kínálat alakulása, mind a nemzetközi tőkepiaci hatások befolyásolták.

A belföldi gazdasági folyamatok összhangban álltak az áprilisban meghirdetett árfolyampályával, ami a leértékelési ütem július 1-jei és október 1-jei hatállyal történő 0,1%-os csökkentését irányozta elő. A jövőbeli inflációs nyomás növekedése irányába mutató jelek azonban óvatos kamatpolitikát tettek indokolttá, ezért az árfolyampálya meghirdetése óta az MNB mindössze 75 bázisponttal csökkentette irányadó kamatait (három lépésben: április 28.; június 15.; július 12.).

A gazdaság növekedési ütemének mérséklődése hatására folytatódott a külső egyensúlyi pozíció már 1998 utolsó negyedétől mutatkozó stabilizálódása. A koszovói válság hatása mind az export, mind az idegenforgalmi bevételek terén viszonylag enyhe volt, s a külső egyensúlyi pozíció alakulása is jóval kedvezőbb volt az év első felében uralkodó piaci várakozásoknál. A kedvezőbb egyensúlyi pozíció azonban törekeny, mivel nem járt együtt a gazdaság olyan strukturális átalakulásával, ami gyorsabb növekedés mellett is lehetővé tenné az elért egyensúlyi pozíció megőrzését.

A vállalkozói szektor alacsonyabb beruházási szint miatt mérséklődő nettó hiteligenye a folyó fizetési mérleg hiányának mérséklődését eredményezte. A lakosság az alacsonyabb jövedelemnövekedési ütem ellenére megőrizte a tavalyi évre jellemző fogyasztásbővülést, miközben az államháztartás finanszírozási igényének mérséklődése elmaradt a tervezett ütemtől. Tekintettel arra, hogy a vállalati szektor jövedelmezőségi helyzete nem indokolja a beruházási kereslet tartós pangását, a külső egyensúlyi követelmény továbbra is óvatos monetáris politika fenntartását teszi szükségessé.

A monetáris politika kialakítása során azt is figyelembe kellett venni, hogy az elmúlt időszakban több, potenciálisan inflációs hatású tényező is befolyásolta a belföldi gazdasági folyamatokat. Bár a belföldi felhasználás növekedési üteme az előző évhez képest mérséklődött, becsléseink szerint még mindig meghaladja a potenciális GDP növekedési ütemet.

A munkanélküliség további csökkenésével egyidőben a feldolgozóipari kapacitás-kihasználtságának átlagos mértéke is visszaesett. Ez elsősorban a gazdálkodók helyzetének polarizáltságát tükrözi, nem pedig a munkaerőpiaci szűk keresztmetszetek kialakulásából eredő inflációs veszély mérséklődését.

Az infláció elmúlt időszak alakulására adminisztratív árintézkedéseknek (gyógyszer) és kínálati sokkoknak (élelmiszer- és energiaárak) is számottevő hatása volt. A monetáris politika alapvetően az aggregált kereslet alakulását tudja befolyásolni. Ezért a monetáris politika ilyen esetben annak megakadályozására irányul, hogy az egyszeri árintézkedés vagy átmeneti kínálati sokk az inflációs folyamatot tartósan befolyásolja. Az átmeneti árnövelő hatások hosszabb távú hatása az inflációs várakozásokra gyakorolt hatáson keresztül, illetve költség – ár spirál kialakulásából adódhat. A gyógyszerek fogyasztói árát érintő támogatási rendszer változása miatt költség – ár spirál elindulásától nem kell tartani, hiszen semmilyen más gazdasági tevékenység nem használja fel a gyógyszereket inputként. Általában az élelmiszerek sem kerülnek tovább feldolgozásra más ágazatokban. Ezért ezen termékek árának növekedése sokkal inkább az árszint egyszeri megemelkedését eredményezi, mint tartós inflációnövelő hatást. A gyógyszer- és élelmiszerárak változása azonban befolyásolja a megélhetési költségeket, és a jövőbeli inflációs várakozásokat is, ami – a magasabb bérkövetelésen keresztül – az infláció tartós megemelkedését eredményezheti.<sup>1</sup> Az inflációs várakozások stabilizálását azonban az MNB egyrészt elősegíti előre bejelentett árfolyam-politikájával, másrészt ösztönzi az előretekintő inflációra alapozott bértárgyalások széleskörű alkalmazását. Az árnövelési ütem egyszeri megugrása tehát sem az árfolyam-politika, sem a fennálló kamatszint felülvizsgálatát nem teszi szükségessé. Amint ezt 1998/1-es inflációs jelentésünkben is megírtuk, az MNB az élelmiszerárak csökkenését is hasonló szellemben kezelte, mivel az agrárárak alakulása nem befolyásolta az infláció hosszú távú pályáját. A nominális árfolyampálya ugyanis nem követte az átmeneti élelmiszerár-esésből fakadó infláció-mérséklődést. Ezzel szemben az energia alapvető inputot jelent minden gazdasági tevékenység számára. Ezért az energiaárak emelkedése a gazdasági tevékenységek széles körében növeli a költségoldali inflációs nyomást. Ennek mérséklése szigorú monetáris kondíciók fenntartását teszi indokolttá.

A monetáris politika vitelét befolyásoló külföldi tényezők közül a kosárvalutákat jegyző országok kamatváltozását és a feltörekvő országokkal szembeni bizalom csökkenését kell kiemelnünk.

1999 második negyedévét az amerikai kamatemelési várakozások jellemezték, 1999 nyarának végétől pedig a FED további lépései mellett az ECB kamatemelésével kapcsolatos várakozások is elterjedtek a piacon. A kosárvalutákat jegyző országok kamatváltoztatása közvetlenül is befolyásolja a forint-kamatokban foglalt prémium nagyságát. Ezen túlmenően, különösen az amerikai kamatok várható változása általában csökkenti a feltörekvő piacok instrumentumai – és ezen belül is a rövid hozamokra érzékeny eszközök – keresletét. Így nem meglepő, hogy a magas kamatprémium ellenére alacsony kamatindukált tőkebeáramlás jellemezte az elmúlt időszakot. Hasonlóan alacsony tőkebeáramlás jellemezte az 1997. tavaszi FED kamatemelést megelőző periódust is.

A forintban denominált instrumentumok hozamát jelentősen befolyásolta az amerikai és európai hozamgörbe meredekségé-

<sup>1</sup> Bár júliusban és augusztusban az árak emelkedtek, az MNB egyáltalán nem tartja valószínűnek, hogy 1999-ben az árnövekedés átlagos üteme meghaladná, sőt elérné a bértárgyalások idején figyelembe vett 10–11%-os mértéket.

nek növekedése is. Az Egyesült Államokban egyre bizonytalanabbá vált az erőteljes gazdasági növekedés mellett a jelenlegi alacsony inflációs szint fenntarthatósága, ami elsősorban a hosszabb lejáratokon erőteljes hozamemelkedést eredményezett: a 10 éves és a 3 hónapos papírok kamatának különbsége 75 bázispontot meghaladó mértékben emelkedett. Az Európai Központi Bank (ELB) megítélése szerint az euróban denominált kötvények hozamalakulásában a hazai tényezőknek van meghatározó szerepük. Az amerikai monetáris politika várható szigorodása és a kedvezőbb ázsiai növekedési kilátások mellett a hosszú távú kamatemelkedés belföldi okait az ECB az euró árfolyamkockázatában és az euróövezet javuló növekedési kilátásaiban látja. A forint befektetések vonzerejének megőrzése a hazai hozamgörbe inverziójának csökkenését tette szükségessé.

A hazai kamatok alakulását befolyásolta a feltörekvő országok általános megítélésének rosszabbra fordulása is. Ez részben összefügg az amerikai kamatemelési várakozásokkal, mivel ezek hatására csökkent a tőkeáramlás olyan dél-amerikai országokba is, amelyek folyó fizetési mérlege csak folyamatos kamaterékeny tőkebeáramlással finanszírozható. Az ecuadori kormánynak fizetéseképtelenséget kellett bejelentenie a lejáró Brady kötvényére, de a forrásszűke recessziós hatású az egész latin amerikai régióban. A nyár folyamán – főként a dél-amerikai folyamatok hatására – közel 200 bázisponttal emelkedett az EMBI+ index. Bár Magyarországon a nem adósság típusú tőkebeáramlás folyamatosan biztosította a folyómérleg finanszírozását és az ország nemzetközi tartalékai magasak, a bizalomvesztés fertőzéses hatása a magyar kamatokot is befolyásolta. Így a koszovói háború befejeződéséből eredő országhelyzet mérséklődése nem tükröződik a forint kamatprémiumának alakulásában.

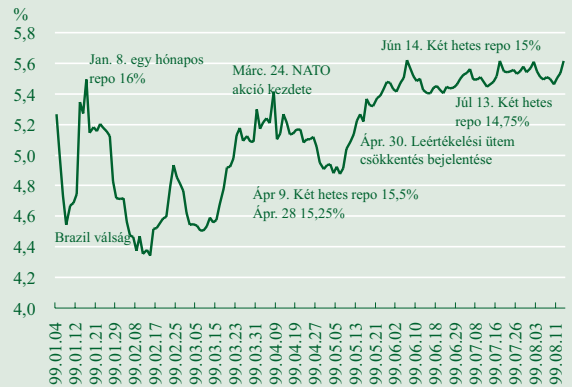
A nemzetközi tőkepiaci folyamatok tehát tartósan magas kamatprémium fenntartását tették szükségessé: május közepétől 550 bázispont körül ingadozott a 3 hónapos kamatprémium értéke. A reálárfolyam pálya változásának hatására a magasabb prémium ellenére csökkentek a reálkamatok, a 3 hónapos előretekintő reálkamatlábak júliusban a 4%-körüli szint közelébe süllyedtek. A nominális árfolyampálya módosításának eredményeként a reálárfolyam alakulása visszaállt a gazdasági fundamentumok által indokolt, éves szinten 2% körüli reálfelértékelődést eredményező szint közelébe.

## 2. Kamat- és árfolyamalakulás

Az elmúlt hónapokat a forint instrumentumok magas kamatprémiuma és a forint erős sávszélközeli pozíciója jellemezte, az MNB több alkalommal interveniált az erős sávszélen. A forint sávon belüli pozícióját elsősorban a folyó mérleg deficitet meghaladó nem adósságeneráló tőkebeáramlás befolyásolta. A magas kamatprémium nem indukált számottevő mértékű kamaterékeny tőkebeáramlást. Az intervenciók forint keresletet felszívta a gazdaság növekvő finanszírozási igénye, így a jegybank sterilizációs instrumentumainak állománya az első két negyedévben csökkent, majd újból emelkedni kezdett.

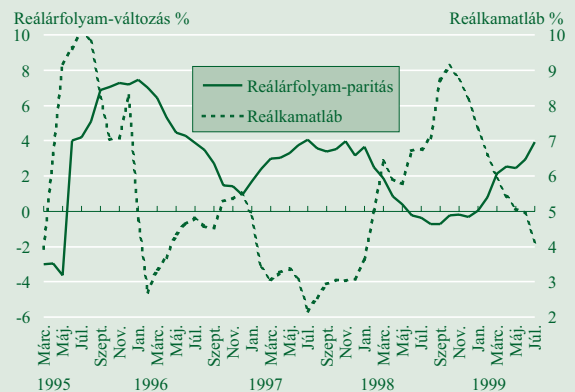
Az árfolyampálya módosítását nem követte a belföldi kamatok hasonló mértékű csökkenése a forint instrumentumoktól elvárt prémium emelkedése miatt. A jegybank irányadó kamatainak ap-

### A 3 hónapos DKJ kamatprémiuma\*



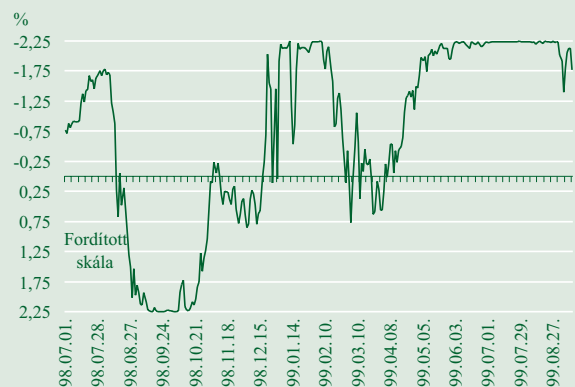
\* A három hónapos kincstárjegy hozamok a leértékelési ütem és a kosárszerkezetben számított LIBOR kamatok felett.

### A monetáris kondíciók változása\*

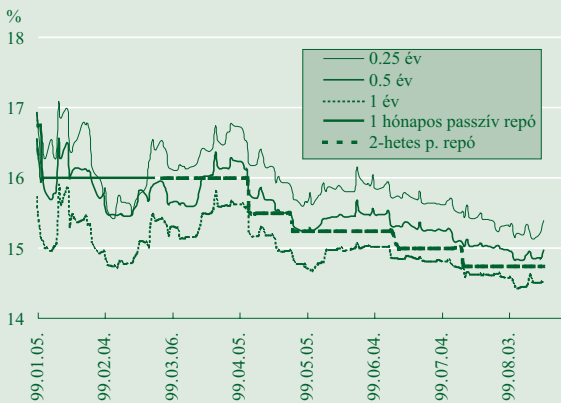


\* A grafikonon előretekintő inflációval három hónapos kincstárjegy hozamok alapján számított reálkamatokot ábrázoltunk. A monetáris kondíciókat mutató reálárfolyam index nem egyezik meg a versenyképességet mérő, később bemutatott mutatókkal. Az elkövetkező három hónapban bekövetkező árfolyam változás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

### A forint sávon belüli helyzete

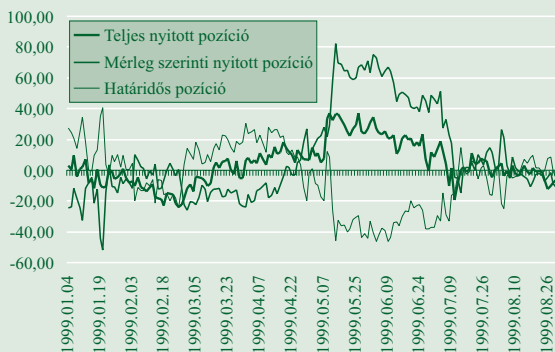


### Rövid hozamok: becsült zéró-kupon hozamok negyedéves, féléves és éves lejáratokon, 1998. január 5.–1999. augusztus 18.



### A bankrendszer teljes, mérleg szerinti és mérlegen kívüli nyitott pozícióinak alakulása 1999. január 4.–augusztus 23.

Nyitott pozíciók (milliárd Ft)



Forrás: MNB

	Milliárd Ft											
	1998. összesen		1999.					1999.				
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. félév	II. félév	III. n. év	IV. n. év	I. félév	II. félév	III. n. év	IV. n. év
A. Konverzió	191,6	78,1	0,0	11,9	112,6	124,5	202,7	202,7	202,7	202,7	202,7	202,7
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	154,2	78,1	0,0	11,1	48,5	59,6	137,8	137,8	137,8	137,8	137,8	137,8
b) MNB vásárlások az államháztartástól	37,4	0,0	0,0	0,8	64,1	64,9	64,9	64,9	64,9	64,9	64,9	64,9
A konverzió forrásai (I.+...+VIII.)	191,6	78,1	0,0	11,9	112,6	124,5	202,7	202,7	202,7	202,7	202,7	202,7
I. Az MNB nettó külföldi kamatfizetései	-383,5	-108,6	-30,8	-12,7	-80,0	-123,6	-232,2	-232,2	-232,2	-232,2	-232,2	-232,2
korrigált folyó fizetési mérleg (1+2)	-495,38	-135,9	-41,9	-13,8	-92,0	-147,7	-283,6	-283,6	-283,6	-283,6	-283,6	-283,6
1. Folyó fizetési mérleg	112,0	27,3	11,1	1,1	12,0	24,1	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4	51,4
2. MNB nettó külföldi kamatfizetései	311,8	61,9	-4,5	40,5	29,7	66,7	127,6	127,6	127,6	127,6	127,6	127,6
II. Működőke-beáramlás	-72,9	-17,0	0,6	-20,5	15,4	-4,5	-21,6	-21,6	-21,6	-21,6	-21,6	-21,6
III. Bankok konverziós hatása*	-206,4	-51,5	-32,0	-42,8	7,3	-67,5	-119,1	-119,1	-119,1	-119,1	-119,1	-119,1
IV. Derivatívok hatása**	8,3	5,4	7,8	-24,9	24,2	7,1	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
V. Belföldi devizabetétek konverziós hatása	421,2	157,7	69,3	59,1	98,8	227,3	385,0	385,0	385,0	385,0	385,0	385,0
VI. Nettó portfólió-befektetések (1+2)	194,4	15,5	29,0	-7,8	-2,1	19,1	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6	34,6
1. Állampapír	226,8	142,2	40,4	66,9	100,9	208,2	350,4	350,4	350,4	350,4	350,4	350,4
2. Részvény***	72,4	33,6	4,5	9,8	36,1	50,3	83,9	83,9	83,9	83,9	83,9	83,9
VII. Vállalati devizahitel (1+2)	52,8	25,2	3,2	14,5	9,3	27,0	52,3	52,3	52,3	52,3	52,3	52,3
1. Belföldi	19,7	8,3	1,3	-4,7	26,7	23,3	31,7	31,7	31,7	31,7	31,7	31,7
2. Külföldi	33,1	16,9	1,9	19,2	0,6	4,7	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6

\* Bankok teljes nyitott pozícióinak változásából adódó konverziós hatás, azaz a mérleg szerinti nyitott pozíció derivatív ügyletekkel nem tejeztett része.  
 \*\* A határidős kontraktusok változásának konverziós hatása. E két tétel esetében a negatív előjel a korábban felépült hosszú forráspozíciók leépülését mutatja.  
 \*\*\* A fizetési mérleg külföldiek részvényvásárlásával kapcsolatos statisztikák meglehetősen bizonytalanok, ezért a táblázat ezen sorát maradékként elven számítottuk ki.

rilis 28-i 25 bázispontos csökkentése gyakorlatilag nem befolyásolta az éven belüli hozamok alakulását, így a forint kamatprémiuma május végére közel 50 bázisponttal emelkedett. A jegybank következő két 25 bázispontos kamatsökkentését már követték az éven belüli piaci hozamok.

## 2.1 A konverziós forintkereslet összetevői

A jegybanki konverzió 1999 első félévében 203 milliárd forintot tett ki. Az év első három hónapjában tapasztalt 78 milliárd forintos konverzió után a második negyedévben a jegybank 125 milliárd forint értékben vásárolt devizát. Ebből 65 milliárd forint származik az államháztartástól a MATÁV privatizációhoz kapcsolódóan, a fennmaradó 60 milliárd pedig a devizapiaci intervencióhoz köthető.

A folyó fizetési mérleg hiányát meghaladta a működőtőke beáramlásból és portfólió részvény-befektetésekből származó tőkebeáramlás, ezen tényezők együttesen 126 milliárd forinttal járultak hozzá a konverzióhoz a második negyedév során. Jelentős tétel még a vállalati szektor külföldi nettó hitelfelvételéből<sup>2</sup> származó 50 milliárd forintos konverziós forintkereslet. A tavalyi évvel ellentétben nem játszik kiemelkedő szerepet az MNB devizapiaci intervenciójában a külföldiek állampapírok iránt megnyilvánuló kereslete, ez a tényező mindössze 19 milliárd forinttal járult hozzá a második negyedévi konverzióhoz.

A hitelintézetek az orosz válság kitérésétől kezdődő időszakban zárt devizapozíció fenntartására törekedtek. Az orosz válságot követően gyakorlatilag eltűntek azok a spekulánsok, amelyek a bankok partnerei voltak a fedezeti ügyletekben. A spekulánsok eltűnésével a tőzsdai kötésállományok általában és a bankrendszer devizatőzsdékkal szembeni követelése is leépültek. A fedezeti ügyletek kötésének lehetőségével eltűnt a bankok mérleg szerinti devizapozíciója is a megnövekedett árfolyamkockázat illetve a deviza nyitott pozíciók korlátozásai miatt. A forint eszközök magas kamatprémiuma miatt a – vállalkozásokhoz hasonlóan – a bankok számára is jövedelmező lehetett volna devizában történő eladás mellett forint eszközökbe kihelyezni. A korlátozott határidős forintkereslet miatt azonban a bankok nem tudták a mérleg szerinti rövid deviza pozíciójukat fedezni. Ráadásul a folyó fizetési mérleget meghaladó külföldi tőkebeáramlás hatására a pénzintézetek a hosszú deviza pozíció irányába mozdultak el április és június között. A teljes nyitott pozíciók stabilitását a bankok részben határidős deviza-eladással tudták biztosítani. A határidős pozíciók állományváltozása az első félév során 119 milliárd forinttal csökkentette a konverziós forintkeresletet. A teljes pozíció lezárása azonban csak spot deviza-eladással volt biztosítható, ami garantálta hogy a forint az erős sávszél közelében ingadozzék. A devizapiacot tehát nem a bankok aktív tőkebevonása, hanem a közvetlen tőkebeáramlás, illetve a nem banki vállalati szektor magatartása mozgatta az első félévben. A bankok ebben csak passzív közvetítő szerepet töltek be.

Mivel a spot deviza-eladás háttérben alapvetően nem kamaterzékeny tőkebeáramlás állt, hanem a külföldiek részvénykereslete, a folyamatos devizapiaci intervenció nem indukált ka-

<sup>2</sup> Ez a tétel a vállalati szektor *tulajdonosi hitelek*en kívüli nettó hitelfelvételi pozícióját mutatja. A tulajdonosi hitelek a működőtőke beáramlás egyik komponensként vannak nyilvántartva.

matcsökkentési várakozásokat. A monetáris bázis intervenció miatti bővülése ugyanis kisebb volt, mint a monetáris bázis keresletének növekedése, így a sterilizációs instrumentumok állománya is folyamatosan csökkent.

Júliusban tovább fokozódott az MNB devizapiaci intervenciójának intenzitása, hiszen egy hónap alatt 182 milliárd forint értékben vásárolt devizát a devizapiacon. Az intervenciók forintkereslet gyors növekedése részben a kéthetes betétállomány növekedésében csapódott le. Mivel a deviza kínálat hátterében továbbra sem kamaterzékeny tőkebeáramlás állt, a likviditásbővülés ellenére sem alakultak ki a piacon erőteljes kamatcsökkentési várakozások.

### 2.2 A monetáris bázis

A monetáris bázis az év első hét hónapja során az inflációt meghaladó mértékben, 16,2%-kal bővült az előző év azonos időszakához képest, ami a készpénzállomány 18,5 százalékos, valamint a kereskedelmi bankok jegybanknál elhelyezett tartalékainak 12,5 százalékos bővülésének eredőjeként alakult ki. A készpénzkereslet gyorsabb növekedése főként a lakossági készpénztartás gyors bővüléséből adódott. A készpénz-automaták számának növekedésével azonban a kereskedelmi bankoknál is nő a pénztárállomány súlya a kötelező tartalékon belül.

A monetáris bázis bővülése részben a jegybanki konverzióból, részben a sterilizációs állományok leépüléséből adódott. Az MNB 182 milliárd forint értékű devizavásárlása júliusban meghaladta a monetáris bázis iránti kereslet növekedését, a bővülő forint kínálatot az újra felépülő sterilizációs eszközök állománya, valamint a Kincstári Egységes Számla állományának 80 milliárd forintnyi növekedése ellentételezte.

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

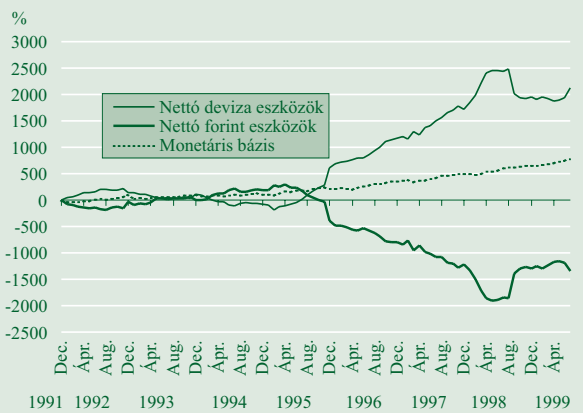
A jövőbeli kamatvárakozásokat tükröző származtatott forwardgörbe<sup>3</sup> meredeksége az 1999. május–augusztus időszakban jelentősen csökkent. Míg a spot éves hozam a jegybanki kamatcsökkentéseknek megfelelő mértékben, körülbelül 50 bázisponttal lett alacsonyabb, addig az éves hozam 1, 2 és 3 év múlva kezdődő időszakokra várt értékei rendre körülbelül 30, 90 illetve 160 bázisponttal emelkedtek.

Az emelkedés július elejéig egyenletes ütemben zajlott le, ekkor azonban bő egy hét (július 8-16) leforgása alatt az 1–3 év múlva kezdődő időszakokra várt éves kamatok 35–55 bázispontot estek. Mindez néhány kedvező makrogazdasági mutató nagyjából egyidőben történt bejelentésével volt összefüggésben (július 8. – a vártnál alacsonyabb májusi folyó fizetésimérleg-hiány, július 13. – májusi infláció és júniusi költségvetési hiány). A kedvező

<sup>3</sup> A származtatott forward kamatok szintjei csak bizonyos feltételek teljesülése esetén egyeznek meg a piac által várt jövőbeli kamatok szintjeivel, a változásaikból azonban enyhébb feltételezések mellett is következtethetünk a piaci kamatvárakozások változásaira. A zéró-kupon hozamgörbe becsléséről, a származtatott forwardok számításáról és értelmezéséről részletesebben ld.: „Zéró-kupon hozamgörbe-becslés jegybanki szemszögből”, MNB Füzetek 1998/2.

	1999												
	nyitó	jan.	febr.	márc.	ápr.	máj.	jún.	júl.	állományváltozás				
<b>A monetáris bázis alakulása (időszak végi állományok)</b>	1160,9	1150,5	1158,1	1180,6	1198,2	1219,3	1239,2	1271,2					1271,2
I. Monetáris bázis (II + III)	736,0	713,6	719,2	730,6	746,0	763,9	780,5	800,0					800,0
Készpénz	424,9	436,9	438,9	450,0	452,2	455,4	458,7	471,2					471,2
Tartalék	342,1	382,5	342,0	404,4	459,1	471,1	448,4	293,7					293,7
II. Nettó forinteszközök (b + c + d - a)	525,4	552,2	516,0	442,4	351,7	362,6	316,0	446,6					446,6
a) Sterilizációs instrumentumok	167,1	212,1	166,2	143,5	141,6	142,2	133,7	130,6					130,6
b) Pénzüntézetési hitelek	718,4	739,6	727,9	745,5	678,6	706,2	582,1	583,1					583,1
c) Kormányval szembeni nettó követelések	33,1	48,6	61,0	30,1	99,2	68,3	115,3	110,7					110,7
Ebből: KESZ (-)	376,9	421,0	421,0	421,0	421,0	420,9	420,5	408,6					408,6
állampapír (+)	374,6	367,2	367,8	354,6	356,8	353,6	276,9	285,3					285,3
egyéb (+)	-18,0	-17,0	-36,1	-42,3	-9,4	-14,7	48,6	26,6					26,6
d) Egyéb	818,8	768,0	816,1	776,2	739,1	748,2	790,8	977,5					977,5
III. Nettó devizeszközök	-501,9	-481,1	-332,8	-422,7	-341,0	-271,7	-128,8	38,8					38,8
Nettó külföld	2260,0	2177,1	2484,3	2429,5	2386,5	2470,0	2546,2	2723,9					2723,9
Követelések	2761,9	2658,2	2817,1	2852,2	2727,5	2741,7	2675,0	2685,1					2685,1
Tartozások	1320,7	1249,1	1148,9	1198,9	1080,2	1019,8	919,6	938,7					938,7
Nettó belföld	2137,6	2099,8	2030,8	2054,1	1915,6	1858,1	1736,2	1744,9					1744,9
Követelések	816,9	850,7	881,9	855,2	835,4	838,3	816,5	806,2					806,2
Tartozások													

A monetáris bázis és összetevőinek alakulása\*

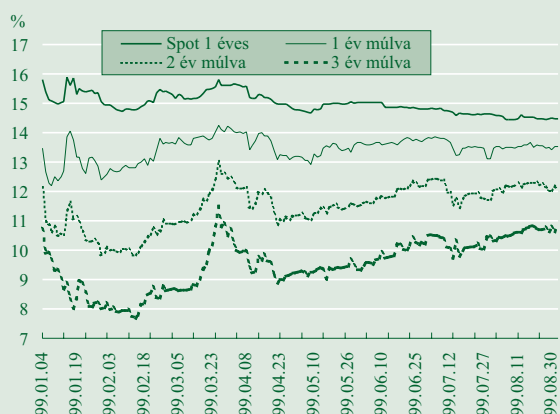


\* Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991. december = 100.

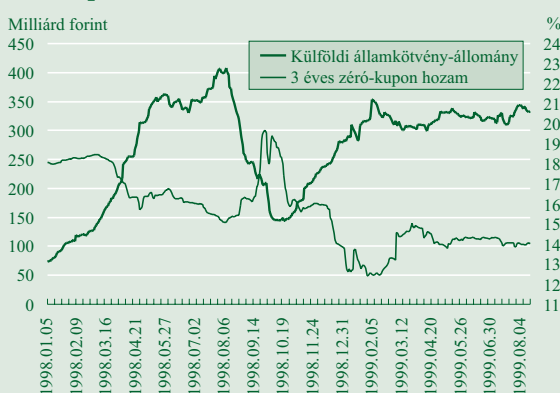
#### 1 éves implikált forwardgörbék



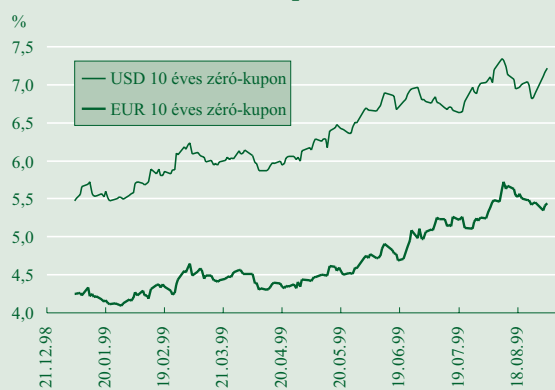
### A spot 1 éves kamat és a származtatott 1 éves kamatok 1, 2 és 3 év múlva



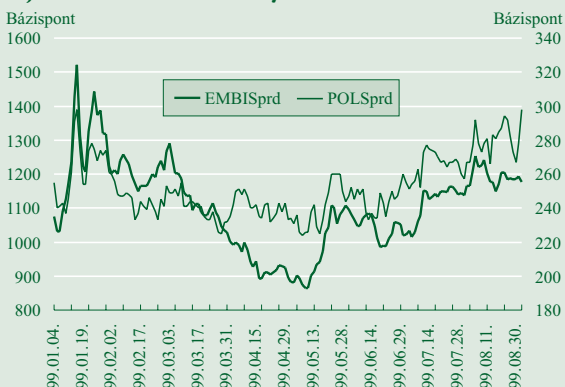
### A külföldiek tulajdonában lévő államkötvények KELER által regisztrált állománya (bal skála) és a 3 éves zéró-kupon hozam



### 10 éves USD és EUR zéró-kupon hozamok



### EMBI + és lengyel Brady-kötvény spreadek a hasonló lejáratú USA államkötvények felett



mutatók fényében a jegybank is indokoltnak látta irányadó kamata csökkentését: július 13-án a kéthetes betéti konstrukció kamata 25 bázisponttal, 14,75%-ra mérséklődött, ami megerősítette a piac optimista reakcióját. A gyors kamatesést azonban újabb lassú, a május-júniuséhoz hasonló mértékű emelkedés követte.

A kérdés ezzel a jelenséggel kapcsolatban az, hogy a hosszú távú kamatvárakozások növekedésében mekkora szerepet játszott az inflációs várakozások emelkedése, a külföldi hosszú hozamok, illetve a forint kockázati prémiumának növekedése. Az utóbbi két tényező a hazai tőkepiac nyitottsága, a külföldiek kezében lévő jelentős mennyiségű forint állampapír-állomány miatt befolyásolhatja a hazai hozamokat.

A külföldiek tulajdonában lévő államkötvény állomány a május-augusztusi időszakban nem mutatott az év korábbi részében tapasztaltakhoz hasonló erőteljes kilengéseket, az állomány a 310-350 milliárd forintos tartományban ingadozott. Július végéig inkább egy lassú csökkenő trend volt megfigyelhető az állományban. Ez nagy valószínűséggel összefüggésben volt a külföldi hosszú hozamok május-júliusban megfigyelt emelkedő trendjével (a 10 éves USA zéró-kupon hozam ezen időszak alatt 6-ról kb. 7%-ra, a hasonló lejáratú euróhozam pedig 4,4-ről kb. 5,4%-ra emelkedett). Fontos körülmény, hogy mind a dollár-, mind az euróhozamok esetében a hosszabb lejáratok jóval erőteljesebben emelkedtek, mint a rövidek, azaz a dollár- és euró-hozamgörbék meredeksége jelentősen nőtt. A kosárvaluták hozamaiból konstruált hozamgörbe 3 éves és 3 hónapos lejáratok közötti spread 80-100 bázisponttal növekedett az említett időszakban, ami nagyjából megegyezett a magyar hozamgörbe meredekségének növekedésével.

Tekintve, hogy a magyar államkötvények külföldiek által való vásárlása teljes mértékben liberalizált, a forint leértékelési ütemére vonatkozó várakozások változatlansága esetén az euró és dollár hosszú hozamok emelkedése önmagában is jó részét magyarázhatta a magyar hozamgörbében tapasztalt meredekség-növekedésnek.

A fejlett országok hosszú hozamainak emelkedése mellett – illetve részben ebből eredően – a feltörekvő piacok kockázatának általános megítélésében is kedvezőtlen változások következtek be, amelyeket jól illusztrált például a J. P. Morgan által a feltörekvő országok dollárban denominált kötvényeiből összeállított EMBI+ portfólió USA államkötvényhozamok feletti spread-jének 900-ról körülbelül 1200 bázispontra történő emelkedése, vagy a régiókhöz tartozó Lengyelország viszonylag likvid dollárkötvényeinek spread-jében látható hasonló kedvezőtlen trend.<sup>4</sup> Nehéz megítélni azonban, hogy a feltörekvő országokkal szembeni kockázatviselési hajlam csökkenése Magyarországot milyen mértékben érintette. Pusztán a kockázati prémium növekedésével nehezen magyarázható az is, hogy a hosszú lejáratú forinthatamok erőteljesebben emelkedtek, mint a rövid lejáratúak.

<sup>4</sup> A magyar országgkockázat nemzetközi megítélésének rövidtávú változásait nehezebb lemérni, mint Lengyelországét vagy a feltörekvő piacokét általában. Ennek magyarázata, hogy a külföldi valutában kibocsátott kötvényeink jóval kevésbé likvidek, ezért a rájuk vonatkozó árjegyzésben rejlő információ is bizonytalanabb. Mindezt szem előtt tartva megjegyzendő, hogy a benchmarknak számító márka- és eurókötvényeink spreadjei a május-augusztus időszakban 10–15 bázisponttal nőttek, ami a spreadek kb. 10–15%-os emelkedését jelenti.

A kamatvárákozásokat befolyásoló további lehetséges tényező, a hosszabb távú inflációs várakozások alakulásáról közvetlen információval csak a Reuter's által havonta publikált 10–15 makroelemző véleményét tükröző felmérés szolgál. Eszerint az 1999 végére várt CPI infláció májusban emelkedett jelentősen (mintegy 25 bázisponttal), a következő két hónapban viszont nagyjából azonos, 9,75%-os szinten maradt.<sup>5</sup>

A 2000 végére várt infláció májustól júliusig szintén nagyjából azonos, 7,45% körüli szinten mozgott. Jelentős változást az augusztusban közzétett, piaci várakozásokat meghaladó, 10,1%-os júliusi inflációs adat hozott: az év végére várt infláció a Reuter's augusztus 18-i felmérésében már 10,28%-ot mutatott. Ugyanakkor a 2000 végére várt infláció csak kis mértékben, mindössze 12 bázisponttal emelkedett.

Amennyiben tehát a felmérés eredményeinek hinni lehet, a hosszú távú kamatvárákozások május-augusztusi emelkedését csak kisebb részben magyarázza a hosszú távú inflációs várakozások emelkedése illetve a feltörekvő piacokkal szembeni kockázattelviselési hajlam csökkenése, az nagyobb részben a hosszú lejáratú dollár- és euróhozamok számottevő emelkedésének tudható be.

#### 4. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája

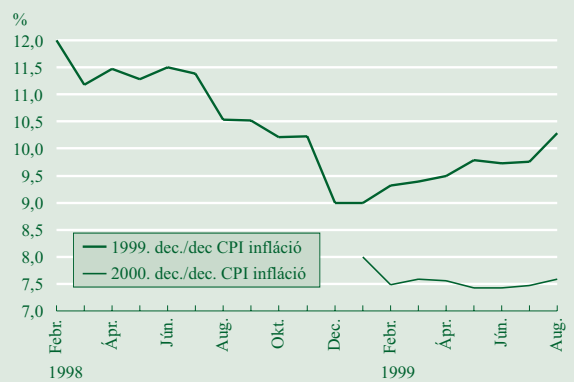
Az orosz válság kirobbanását követő átmeneti megtorpanás után 1999 első félévében a kereskedelmi bankok vállalati és lakossági hitel valamint betéti kamatai visszatértek a korábban megfigyelhető csökkenő trendhez. A csökkenés különösen a lakossági betétek kamatai esetében figyelemre méltó, az ábrán jól látszik, hogy az állampapír-piaci hozamok és a lakossági betétek kamatai közötti eltérés február óta növekszik és közelít a korábban jellemző 2–2,5 százalékpontos szinthez. A lakossági betétek kamatainak esése elsősorban annak tudható be, hogy a részvénybefektetések vonzerejének csökkenése miatt a bankok jelentős lakossági forrással rendelkeznek, a hitelállomány növekedése pedig lelassult, így a bankok nincsenek rákényszerítve arra, hogy relatíve magas betéti kamatokot tartsanak fenn a további forrásbevonás érdekében. A bankok nyereségének idei visszaesése is arra készteti őket, hogy növeljék a hitel és betéti kamatok közötti marzsot.

A kereskedelmi banki hitelállomány egyik legdinamikusabban növekvő komponensét a fogyasztási hitelek képviselik. A fogyasztási hitelállomány éves növekedési üteme az első félévben meghaladta az 50%-ot, ami meglepőnek tűnhet, hiszen a fogyasztási hitelek kamatai igen magasak és csökkenésük üteme is elmaradt az egyéb kereskedelmi banki hitel és betéti kamatok csökkenési ütemétől. Az elmúlt másfél évben a fogyasztási hitel kamatok és az egyéves lejáratú lakossági betéti kamatok közötti eltérés 9-ről 11 százalékpontra nőtt.

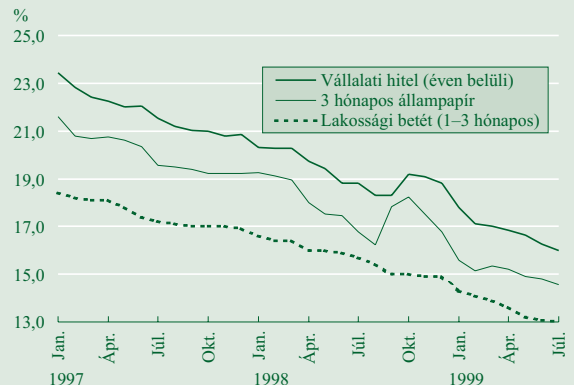
A magas hitelkamatok ellenére növekvő állományt magyarázhatja az a tény, hogy korábban a hitellehetőség hiánya korlátozta a háztartások nagy értékű fogyasztási cikkek iránti keresletét,

<sup>5</sup> Előrejelzői konszenzusnak a legkisebb és legnagyobb előrejelzés elhagyásával számított átlagot tekintettük.

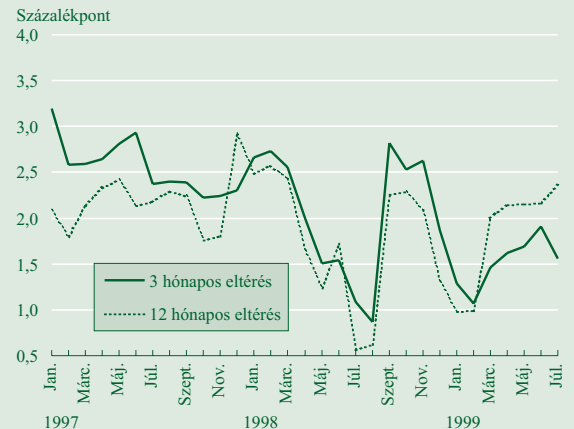
**Az 1999 illetve 2000 végére előrejelzői konszenzussal várt dec./dec. CPI infláció**



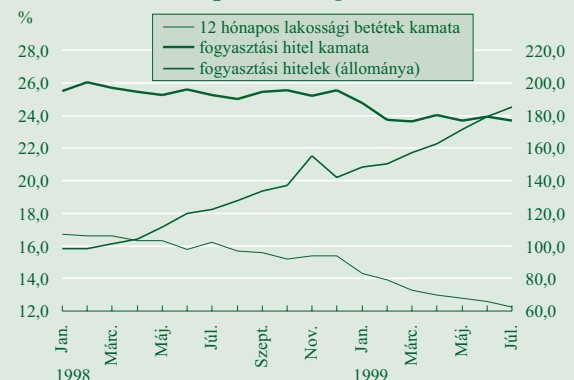
**Vállalati hitelkamatok, lakossági betéti kamatok és állampapírpiaci hozamok**



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

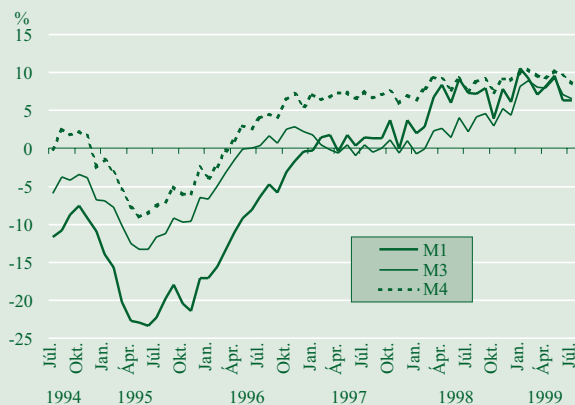


**Fogyasztási hitelek kamata és állománya, valamint a 12 hónapos lakossági betétek kamata**

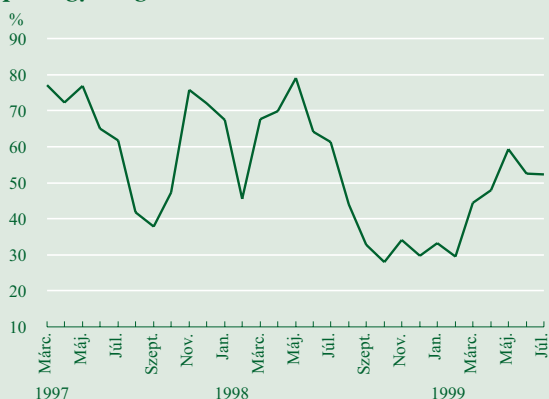




### A monetáris aggregátumok reálértékének növekedése (előző év azonos hónap = 100)

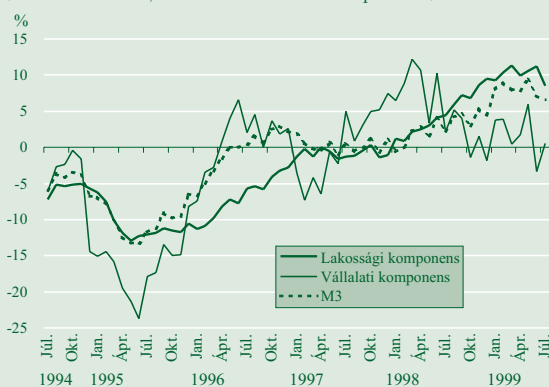


### Nem banki megtakarítások aránya a lakosság nettó pénzügyi megtakarításaiban

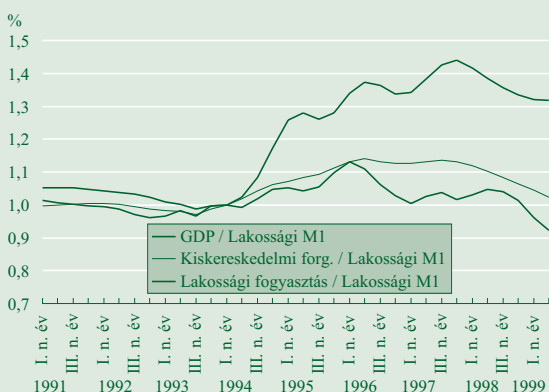


### Az M3 monetáris aggregátum lakossági és vállalati komponensének alakulása

(reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)



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



most azonban a fogyasztási hitelek egyre könnyebb elérhetősége sok háztartás számára lehetővé teszi ezen termékek megvásárlását. Úgy tűnik, hogy az alacsony havi törlesztő részletek olyan vonzerőt jelentenek, ami kompenzálja a magas kamatok okozta költséget.

A magas hitelkamatokhoz hozzájárulhat a fogyasztási hitelkérelmek gyors és nem túl szigorú elbírálása is, ami azonban növeli a visszafizetési kockázatot és a kamatokba beépülő kockázati prémiumot.

## 5. Monetáris aggregátumok

Az infláció és a gazdasági növekedés mérséklődésével párhuzamosan a monetáris aggregátumok növekedési üteme is mérséklődött, de továbbra is meghaladta a nominális GDP növekedésének mértékét. A monetáris aggregátumok növekedésének általános lassulása mögött az egyes komponensek alakulása jelentős eltéréseket mutatott a vizsgált időszakban.

Az M4 30%-át kitevő bankrendszeren kívüli állampapír-állomány március óta tartó 22–30%-os reálnövekedése is mutatja a nem banki befektetések ismételt előretörését a pénzügyi vagyonon belül a tavaly őszi mélypont után.

Az M3 növekedési ütemét továbbra is a lakossági komponens (készpénz, látraszóló és lekötött betétek) gyors bővülése határozza meg, a vállalati komponens reálnövekedése nem jelentős.

A vállalatok M3 pénztartása sokkal nagyobb volatilitást mutat a lakossági komponenshez képest, amit elsősorban a különböző adó- és járulékfizetési kötelezettségek és a pénzügyi teljesítések időbeli ingadozása okoz. Ugyanakkor az egyre fejlettebb vállalati cash-flow gazdálkodás hatására a vállalatok likvid pénztartása is egyre nagyobb mértékben válik függővé az alternatív befektetési lehetőségek hozamától. A banki betéti kamatok és az állampapír-piaci hozamok elmúlt időszakban tapasztalható növekedése a működéshez szükséges likvid betétállomány mérséklését ösztönözte.

A lakossági komponensen belül folytatódott a portfólió-átrendeződés a likvid pénzeszközök, a bankrendszeren kívüli készpénz és látraszóló betétek (úgynevezett lakossági M1) javára. A likvid pénzeszköztartás alternatíva-költség csökkenése és a készpénz esetében a kevésbé szofisztikált lakossági befektetői kultúra magyarázza a forgási sebesség további lassulását.

### A tranzakciós pénzkereslet alakulása a dél-európai országokban

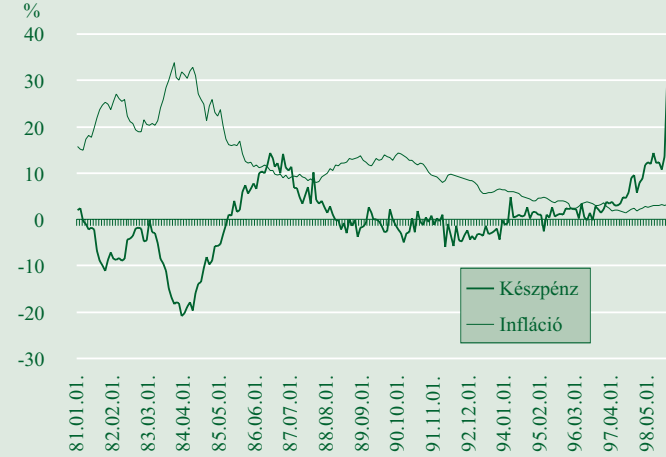
Számos országban megfigyelhetjük, hogy az infláció lassulását a tranzakciós pénzkereslet magas reálnövekedési üteme kíséri. Ezt tapasztalhatjuk például, ha az Európai Unió kevésbé fejlett országait vizsgáljuk.

A magas volatilitás ellenére megállapíthatjuk, hogy az infláció egyszámjegyre csökkenését a bankrendszeren kívüli készpénz magas reálnövekedési üteme kísérte Portugáliában, Spanyolországban és Görögországban. Ez megerősíti hipotézisünket, miszerint az olyan gazdasági környezetben, ahol az

infláció lassul és a pénztartás alternatíva költsége csökken, nem meglepő jelenség a nagyobb likvid pénzeszköztartás.

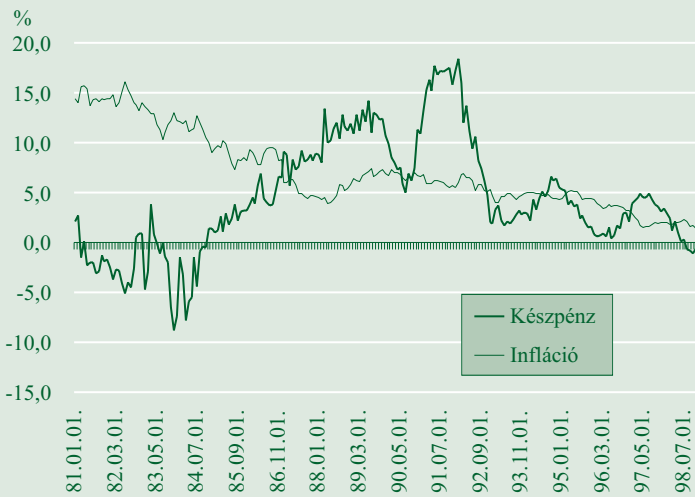
**Bankrendszeren kívüli készpész Portugáliában**

(reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)



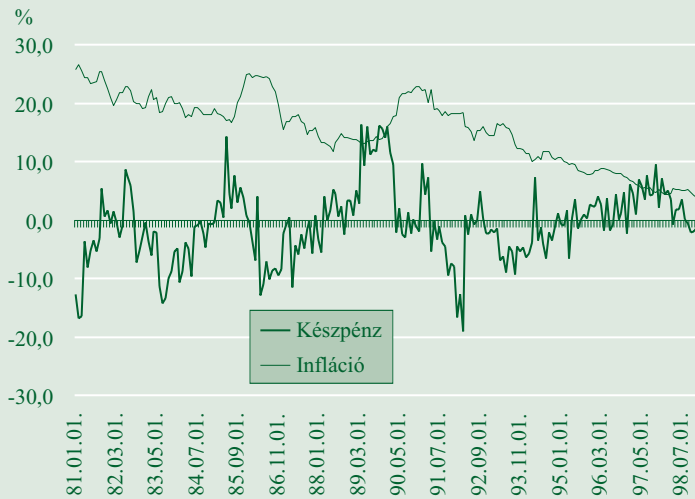
**Bankrendszeren kívüli készpész Spanyolországban**

(reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)



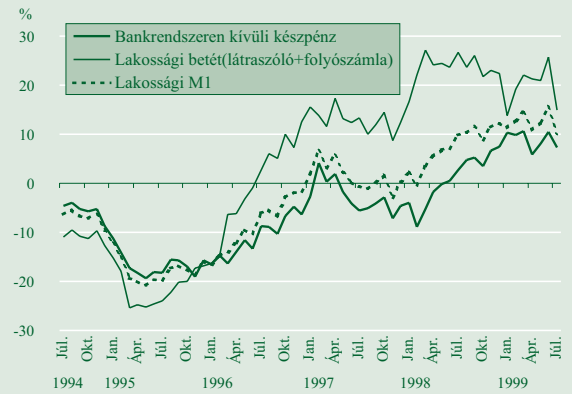
**Bankrendszeren kívüli készpész Görögországban**

(reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)

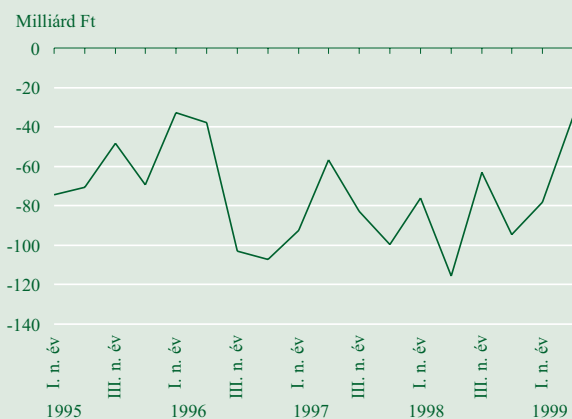


**A lakossági M1 és komponensei**

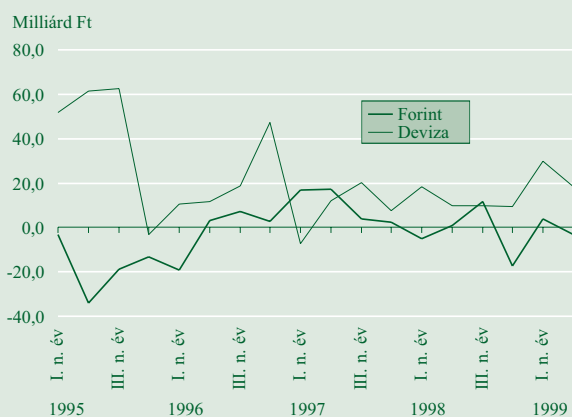
(reálnövekedés, előző év azonos hónap = 100)



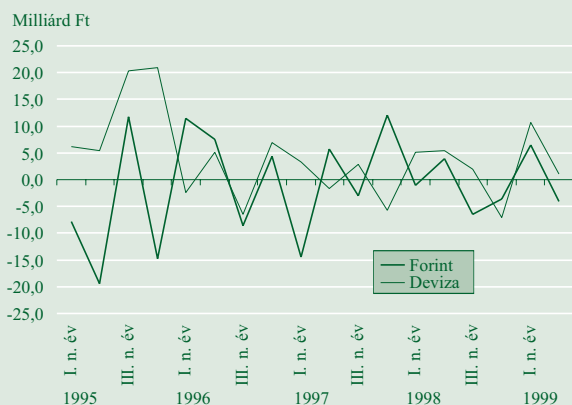
### Szezonálisan igazított operacionális vállalati nettó pozíció összehasonlítható áron



### Szezonálisan igazított operacionális hitelfelvétel összehasonlítható áron



### Pénzügyi eszközök szezonálisan igazított felhalmozása összehasonlítható áron



## 6. A hitelkereslet alakulása

A belföldi bankrendszer által teremtett belföldi hitelállomány második negyedévben csökkent, éves növekedési üteme 10%-ra mérséklődött.

Mind az államháztartás, mind a vállalati szektor mérsékelte belföldi finanszírozási igényét. A lakosság hitelkereslete 24%-kal bővült, és ezen belül is kiugróan emelkedett a fogyasztási hitelek állománya.

Az államháztartás bankrendszerrel szembeni pozíciójavulása a jegybankkal szembeni elszámolások változásából adódott, a kereskedelmi bankok állampapír állománya gyakorlatilag változatlan maradt, csupán átrendeződés történt a kincstárjegyekről az államkötvények irányába.

A vállalatok nettó megtakarítói pozíciójának javulásában az orosz válság csak átmeneti törést jelentett. A vállalati szféra nettó finanszírozási szükséglete 1999 második negyedévében tovább csökkent.

A megtakarítói pozíció javulása a pénzügyi eszközök felhalmozása és a csökkenő hitelkereslet eredőjeként állt elő. A csökkenő hitelkeresleten belül is visszaesett a forint és a belföldi hitelek részaránya.

A hitelkereslet összetétele változásának hátterében a forint és devizahitelek relatív árának változása áll. A deviza finanszírozás relatív költsége jelentősen csökkent azon vállalatok számára, amelyeknek devizában denominált kockázati prémiuma nem emelkedett meg azon tényezők hatására, amelyek a magas kamatprémium állandósulását okozták.<sup>6</sup>

Feltételezhető, hogy a multinacionális cégek magyarországi leányvállalatai ebbe a csoportba tartoznak. Miután ezek jó része exportra termel, számukra a devizafinanszírozás természetes fedezeti pozíciót teremt a forint árfolyamkockázatával szemben.

Ily módon annak ellenére, hogy az orosz válság következtében szórványosan jelentkező hiteladagolás a nagyvállalatok számára 1999-ben biztos, hogy nem jelentett releváns likviditási korlátot, az inflációsúrt forint hitelfelvétel nulla körül mozgott és a vállalati szféra eladósodottságának növekedése túlnyomórészt devizában történt.

A pénzügyi eszközök alakulása a vállalati szféra szegmentált-ságára enged következtetni.

A deviza eladósodásra ösztönző magas forint kamatprémium ellenére a devizaeszközök felhalmozása meghaladta a forintesz-közökét (operacionális szemléletben), sőt a második negyedévben a forint eszközök csökkentek.

<sup>6</sup> Feltörekvő piaci kockázati prémium növekedése, tőkepiacok kockázatkertü-lőbb magatartása, balkáni válság, hazai makrogazdasági helyzettel kapcsolato-s aggodalmak.

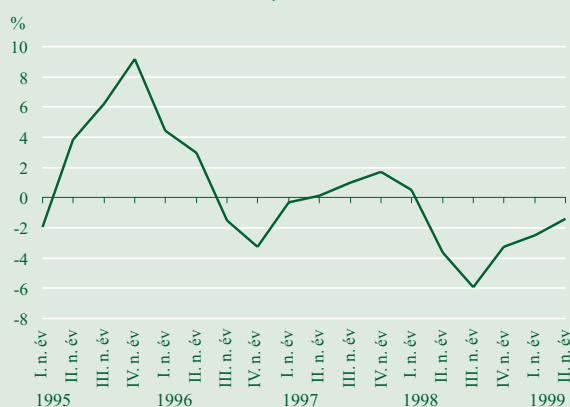
Ez arra utal, hogy mind a jövedelmezőség, mind az árfolyamkockázattal kapcsolatos attitűd szempontjából jelentős különbségek lehetnek a vállalati szférán belül, amelyeknek eredője az eszköz és forrásoldalon ellentmondásosnak tűnő folyamatokat eredményez.

**A bankrendszer összevont mérlege**

	Milliárd forint									
	1998					1999				
	jan. 1.	márc. 31.	jún. 30.	szept. 30.	dec. 31.	márc. 31.	jún. 30.	júl. 31.		
Készpénz	562,6	551,7	587,7	640,6	666,6	667,1	708,4	727,3		
Háztartások betétei	2166,4	2205,6	2261	2388,3	2597,9	2704,7	2766,6	2775,7		
– forint	1643,6	1668,8	1700,9	1787,7	1982,3	2074,3	2141,8	2150,8		
– deviza	522,8	536,8	560,1	600,6	615,6	630,4	624,8	624,9		
Vállalati betét	962,9	881,8	943,1	945,9	1032,1	971,6	997,7	1041		
– forint	729,6	654,8	709,2	713,9	802,8	743,5	779,4	809,1		
– deviza	233,3	227	233,9	232	229,3	228,1	218,3	231,8		
Önkormányzatok és nem profitorientált szervezetek betétei	207,5	210,1	190,7	212,3	229,4	211,5	192,8	192,4		
Egyéb betétek	69,7	48,1	65	53,1	71,2	57,4	65,9	57,8		
Kötvények és értékpapírok	37,3	35,5	32,9	31,8	28,9	31,5	37,9	40,9		
<b>M3</b>	<b>4006,4</b>	<b>3932,8</b>	<b>4080,4</b>	<b>4272</b>	<b>4626,1</b>	<b>4643,8</b>	<b>4769,3</b>	<b>4835,1</b>		
Háztartások	311,9	302,2	324,8	341,1	355,2	367,3	403,2	412,5		
Államháztartás	3493,8	3454,6	3386,1	3701	3894,9	3758,5	3267,2	3236,1		
Vállalatok	1706,6	1756	1880,2	1993,1	1983,7	2044,8	2109,5	2129,1		
Egyéb hitelek	66,2	63,6	73,2	92,8	94,5	111,2	108,1	100		
<b>Belföldi hitelek</b>	<b>5578,5</b>	<b>5576,4</b>	<b>5664,3</b>	<b>6128</b>	<b>6328,3</b>	<b>6281,8</b>	<b>5888</b>	<b>5877,7</b>		
Egyéb belföldi eszközök, nettó	444,9	636,7	651	781,8	700,7	792,6	545,2	594,7		
<b>Külföld, nettó</b>	<b>-1127,2</b>	<b>-1006,9</b>	<b>-932,9</b>	<b>-1074,2</b>	<b>-1001,5</b>	<b>-845,4</b>	<b>-573,5</b>	<b>-447,9</b>		

# III. Keresleti tényezők

**A nemzeti számlák szerinti nettó export GDP növekedéshez való hozzájárulása\***



\* A GDP százaléklékában.

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

	1998**		1998				1999	
	új	régi	I.	II.	III.	IV.	I.	II.
	módszer		n. év	n. év	n. év	n. év	n. év	n. év
Végso fogyasztás	4,0	4,0	2,8	3,8	4,1	5,7	3,7	4,8
Lakossági fogyasztás	4,3	4,3	2,8	4,1	4,4	6,1	3,7	4,6
Közösségi fogyasztás	2,6	2,6	3,2	1,9	2,2	3,0	3,3	5,5
Bruttó felhalmozás	16,1	18,7	6,7	26,1	30,5	13,0	10,6	6,2
Állóeszköz-felhalmozás	11,4	11,4	7,0	12,7	18,1	8,2	6,4	6,8
Belföldi felhasználás összesen	7,4	8,1	3,6	9,0	11,1	8,3	5,6	5,2
Export	16,0	16,0	29,0	17,6	12,5	9,5	8,3	6,8
Import	22,2	22,2	25,1	25,5	24,5	16,1	12,4	8,9
Belföldi felhasználás + nettó export	4,3	5,1	4,5	5,1	5,6	5,2	3,3	4,0
Statistikai eltérés a GDP százaléklékában	1,1	-	-	-	-	-	-	-
GDP	5,1	5,1	4,5	5,1	5,6	5,2	3,3	4,0

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

\*\* 1997-től a KSH GDP publikációiban a felhasználási oldalon külön sorban jeleníti meg a termelési és a felhasználási oldal közötti statisztikai eltérést (ami a termelési és felhasználási oldali becslési eredmény különbsége). Korábban ezt a tételt a készletfelhalmozás sora tartalmazta, így része volt a bruttó felhalmozásnak és a belföldi felhasználásnak. Az új módszertan szerint azonban a statisztikai eltérés mind a belföldi felhasználáson, mind a külkereskedelmi egyenlegen kívüli önálló tételként jelenik meg. A rendelkezésünkre álló KSH információk és szakértői becslések alapján készítettük el az új közlési rendnek megfelelő 1998. évi GDP mérleget, amelyben a statisztikai eltérés a folyó áras GDP 1,1%-át teszi ki. A negyedéves számítások a korábbi módszertannal készültek, vagyis a statisztikai eltérés a bruttó felhalmozás tételei között szerepel.

A magyar gazdaság növekedése enyhén gyorsulva 1999 második negyedévében – becsléseink szerint – 4%-kal bővült az előző év hasonló időszakához viszonyítva. A növekedés gyorsulása úgy ment végbe, hogy a belföldi felhasználás növekedéshez való hozzájárulása kismértékben csökkent és a nemzeti számlák szerinti nettó export kevésbé csökkentette a GDP-t, mint az előző negyedévekben.

A belföldi felhasználáson belül alapvetően a beruházások GDP növekedéshez való hozzájárulása esett vissza, a fogyasztási kiadások szerepe az elmúlt négy negyedévben meglehetősen stabilitást mutat.

A lakosság rendelkezésre álló jövedelmének második negyedéves növekedési üteme (3%) nem érte el a fogyasztás bővülési dinamikáját (4,6%). A lakossági fogyasztás esetében már hosszabb ideje ez a négy százalék körüli növekedési ütem figyelhető meg, ami azt mutatja, hogy a háztartások optimális fogyasztási pályájukat a hosszú távú jövedelem tendenciájának megfelelően alakítják ki, s a rövidtávú ingadozásoknak hatása minimális.

1998 végétől a korábbiaknál kedvezőtlenebbé vált külföldi értékesítési lehetőségek a vállalkozások körében viszonylag gyors alkalmazkodási folyamatot indítottak meg. A romló külpiaci konjunktúra az év elején a magánszektor belföldi keresletét is visszavetette. 1999. második negyedévében a külpiaci helyzet konszolidálódásáról beszélhetünk, amire a magánszektor a beruházások növekedési ütemének enyhe gyorsításával reagált. A nemzetgazdasági állóeszköz-felhalmozás az előző negyedévit némileg meghaladó ütemben, 6,8%-kal emelkedett.

A nemzetközi gazdasági környezet előnyösebbé vált a második negyedév során az év elejéhez képest. Az euró-régióban a fellendülés jelei mutatkoznak, a CEFTA országok gazdaságai stabilizálódnak, az orosz és a koszovói válság lecsengése pedig a kétoldalú kapcsolatok normalizálódását vetíti előre. A kedvező külgazdasági környezet érezteti hatását a külkereskedelmi forgalomban, ahol a vámárnyilatkozatok alapján euróban kiszámított export növekedési üteme a második negyedévben némileg meghaladja az import hasonló mutatóját. Mindez nem olvasható le a GDP szerkezetű export és import adatokból, aminek oka a szolgáltatások egyenlegének romló tendenciája.

## 1. Lakossági fogyasztás

A háztartások 1999 második negyedévében jelentős mértékben növelték teljes kiadásaikat, melynek következtében a pénzügyi megtakarítási rátájuk az előző negyedévi 6,2%-ról

3,7%-ra esett vissza.<sup>1</sup> A háztartások összes kiadásain belül a fogyasztási kiadások a második negyedévben enyhén gyorsulva 4,6%-kal nőttek, miközben felhalmozási kiadásaik még látványosabban bővültek, ennek következtében a háztartások megtakarítási rátája az előző negyedévi 13,2%-ról csak 12,8%-ra esett vissza.

A reáljövedelmek növekedési üteme az év első három hónapjához képest mérséklődött, ami mindenekelőtt az összes jövedelem mintegy kétharmadát kitevő munkajövedelmek lassabb bővülésének köszönhető.

Ezzel szemben a társadalmi juttatások növekedési üteme emelkedett az első negyedévhez viszonyítva, aminek jórészt adminisztratív indokai vannak, ugyanis az első negyedévben esedékes gyermektámogatások zömét csak a második negyedévben folyósították. A tőkejövedelmek második negyedéves visszaesését pedig a csökkenő inflációt kísérő mérséklődő kamatok magyarázzák.

A pénzügyi megtakarítási ráta jelentős visszaesése nem igazán meglepetés. Mint azt már korábbi inflációs jelentéseinkben is megírtuk, a lakásépítések után részben visszaigényelhető ÁFA lehetőségének megjelenésére a háztartások már a tavalyi évben is gyorsan reagáltak, amit jól mutat a pénzügyi megtakarítási ráta tavaly második negyedévtől tapasztalható megugrása és ezzel párhuzamosan a felhalmozási ráta hasonló mértékű visszaesése.

A pénzügyi megtakarítási ráta ez évi szélsőséges visszaesése mögött adataink szerint az áll, hogy mint ahogy jeleztük, ugyanaz a folyamat most fordítva játszódik le. Az előbb elmondottakból viszont az következik, hogy a rövid távú fogyasztási dinamika nem értékelhető a viszonylag gyorsan rendelkezésre álló pénzügyi megtakarítási ráta alapján.

A teljes megtakarítási ráta kismértékű növekedése – figyelembe véve a nyugdíjreform hatását is a megtakarításokra – azt implikálja, hogy fogyasztás bővülése gyakorlatilag megegyezik a jövedelmek növekedésével.

Új jelenség viszont, hogy az egyéni fogyasztó szintjén a likviditáskorlátosság oldódni látszik a lakossági hitelezés régen várt megindulásával.

Mint az ábra mutatja, ez volt az első év a rendszerváltás óta, amikor a lakosság külső forrást vont be kiadásainak finanszírozására.

A lakossági hitelfelvétel megindulása jóléti szempontból örövendetes jelenség, hiszen hozzájárulhat a fogyasztásnak a lakosság szélesebb rétegeit érintő simításához, s ha a lakossági hitelállományok elérnek egy kritikus tömeget a monetáris politika transzmisszióját is elősegíthetik.

A hosszú távú kedvező hatások mellett azonban a gazdaságpolitika alakítóinak rövid és középtávon ezt az új jelenséget mindenképpen figyelembe kell venniük politikájuk alakítása során a fizetési mérleg célok teljesülése érdekében.

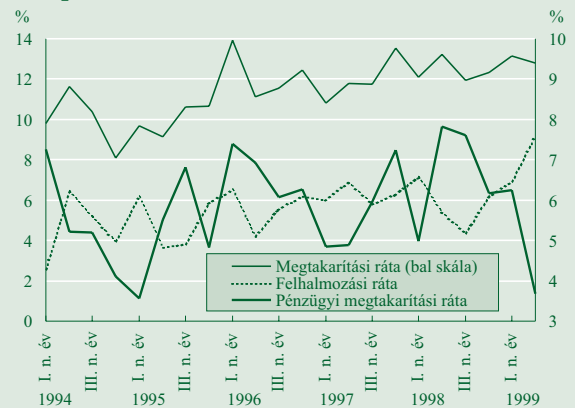
<sup>1</sup> Az ebben a részben említésre kerülő megtakarítási ráták mind inflációszűrtek és szezonálisan igazítottak.

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

	1998	1999		
		I. n. é v	II. n. é v	I. félév
Lakossági jövedelem	2,8	4,0	3,0	3,4
Lakossági fogyasztás	4,0	3,7	4,6	4,0

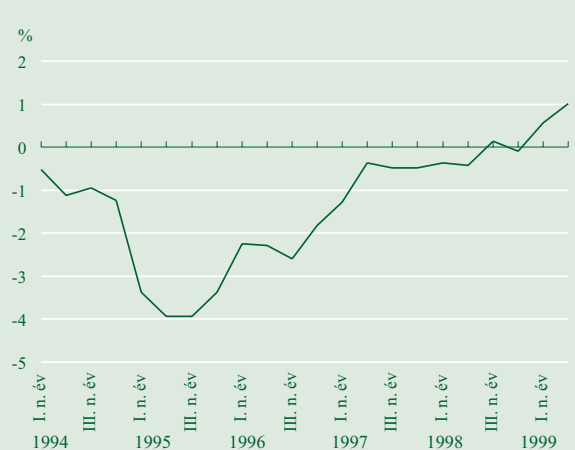
\* A lakossági jövedelem volumenindexeinek kiszámításánál a magán-nyugdíjpénztárba történő befizetéseket nem tekintettük a rendelkezésre álló jövedelem részének.

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

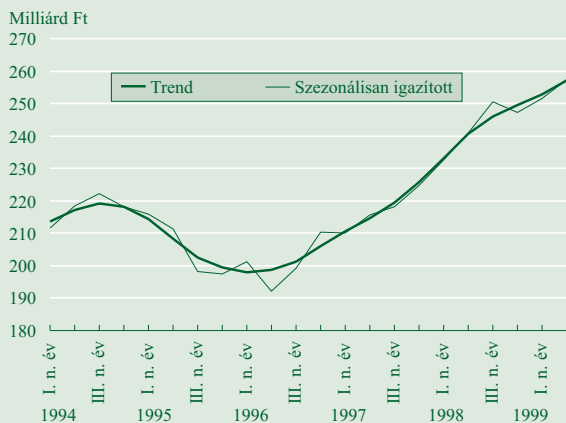


\* Szezonálisan igazított adatok az inflációszűrt rendelkezésre álló jövedelem százalékában.

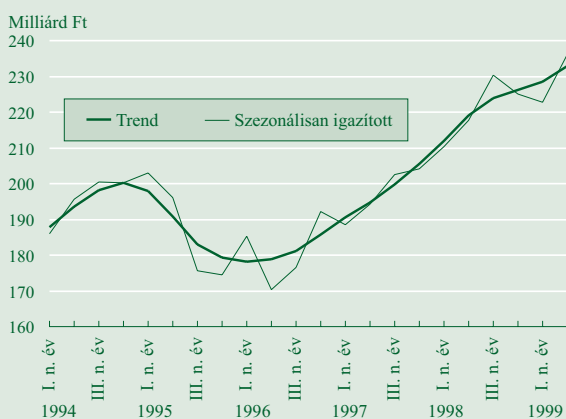
**A háztartások nettó hitelfelvétele\***



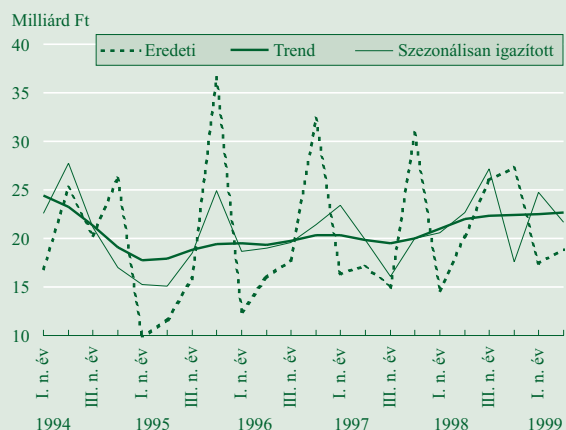
\* Szezonálisan igazított adatok az inflációszűrt rendelkezésre álló jövedelem százalékában.

**A nemzetgazdasági állóeszköz-beruházások alakulása\***

\* 1994. első negyedéves áron.

**A magánszektor beruházásainak alakulása\***

\* 1994. első negyedéves áron.

**A közösségi szektor beruházásainak alakulása\***

\* 1994. első negyedéves áron.

**2. Beruházások****2.1 Állóeszköz-beruházások**

A nemzetgazdasági beruházások volumene 1999 második negyedévében – az előző negyedévhez közel hasonló mértékben – 6,8%-kal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Mindez arra utal, hogy a beruházások 1998 második feléve óta tartó lassabb növekedése folytatódik.

A magánberuházások által dominált ágazatokban a beruházások volumene 8,8%-kal volt magasabb, mint az előző év hasonló időszakában. Az utolsó negyedév adatai alapján még nem eldönthető, hogy a megelőző három negyedévvel ellentétben valóban gyorsulnak-e a magánszektor beruházásai, avagy csak átmeneti jelenségről van szó.

Az előző negyedévhez képest jelentős változások nem történtek egyes ágazatok beruházási volumennövekedésében. 1998 harmadik negyedévének kiugróan magas feldolgozóipari beruházásától eltekintve a feldolgozóipari beruházások egyenletesen – évesítve 14% körüli ütemben – bővültek az elmúlt 3 negyedévben, mindezekkel együtt is valószínű, hogy a következő negyedévben a bázishatás miatt az feldolgozóipari beruházások éves növekedése negatív lesz.

A feldolgozóipari beruházások alakulására részben magyarázatot adhat az, hogy a vállalati felmérések szerint<sup>2</sup> a vállalkozások a második félévi kilátásaikat illetően legalább annyira optimisták, mint 1998 nyarán. Ennek az optimizmusnak adhat alapot az is, hogy a nyugat-európai konjunkturális kilátások valamivel kedvezőbbnek tűnnek, mint az elmúlt időszakban, és a belföldi rendelésállomány alakulása is a beruházások növelésére ösztönözhet.

Az export növekedése is dinamikusabbnak látszik, a vállalatok a külpiazi értékesítés növekvő súlyával számolnak.<sup>3</sup> A helyzet ellentmondásosságára utal azonban az, hogy a vállalatok 1999-re a tavalyinál jóval visszafogottabb beruházási tervekkel számolnak.<sup>4</sup> Továbbra is rendkívül magas az építőipari beruházások dinamikája.

Az előző negyedévvel szemben erőteljesebb növekedési ütemet produkáltak bizonyos piaci szolgáltatások, így pl. a kereskedelem és a vendéglátás. Nem volt viszont beruházás-bővülés a szállítás, hírközlés, telekommunikáció területén, a pénzügyi szektor beruházásai pedig egyenesen csökkentek.

Az előző év azonos időszakához képest reálértékben összességében nem történt beruházás bővülés a közösségi beruházások által dominált ágazatokban. Valójában megállapítható, hogy miközben a közösségi szektor beruházásainak éves növekedési üteme negyedévről-negyedévre szélsőségesen ingadozik, trendjében a közösségi beruházások a vállalati szektornál sokkal visszafogottabban növekednek az elmúlt négy negyedévben a megelőző időszak dinamikus növekedésével szemben.

<sup>2</sup> Kopint-Datorg: A feldolgozóipar helyzete és rövid távú kilátásai 1999 júliusában, Budapest, 1999.

<sup>3</sup> Üzleti Jelentések 1999. augusztus 6.

<sup>4</sup> Ellentmondó várakozások, csökkenő növekedési ütem: A legnagyobb feldolgozóipari cégek helyzete és kilátásai az 1999. júliusi felvétel adatai alapján, TÁRKI 1999. augusztus, Budapest.

Különösen az egészségügyi és szociális ellátás terén ezek vissza a beruházások (mintegy 20%-kal), de az oktatás és a köz-igazgatás, társadalombiztosítás területeken is lényegesen alacsonyabb növekedési ütemet regisztráltak mint az első negyedévben (akkor elsősorban az előző évről áthúzódó beruházások emelték meg a volumenindexet). A közösségi jellegű ágazatokban az év további részében sem számolhatunk erősebb dinamikával, mivel az önkormányzatok – e területek fő beruházói – privatizációs bevételekkel már nem számolhatnak, s így beruházásra fordítható forrásaik leapadtak.

### 2.2 Készletberuházások

A KSH által publikált készletadatokat alapján a feldolgozóipari készletek értékesítéshez viszonyított alakulását követjük nyomon. A jelenleg csak 1999 első negyedévéig publikált adatokat a saját termelésű készletek esetében – az előző inflációs jelentésünkben bemutatott módon – saját becsléssel egy időszakkal, a második negyedévig egészítjük ki.

Eredményeink szerint a feldolgozóipari készletek értékesítéshez vett aránya nem mutat az előző negyedévben látottakhoz képest jelentős elmozdulást. A feldolgozóipari készletalakulást a súlyánál fogva domináló gépipar esetében folytatódott a saját termelésű készletek arányának – 1995 óta folyamatos – csökkenése. Ezt a vásárolt készletarány emelkedése illetve a kimagasló export-értékesítési dinamika fényében pozitív értékesítési várakozások jelénél tartjuk. Továbbra is figyelemre méltó ugyanakkor a vegyipari készletek értékesítéshez vett arányának erőteljes emelkedése. Ezt a mélyen visszaeső export és belföldi értékesítés magyarázza. A vegyipar értékesítési és – ennek nyomán – különösen a termelési visszaesése olyan mértékű volt, hogy ez az ágazat-specifikus sokk önmagában is közel 2,5 százalékponttal csökkentette a második negyedévi ipari termelés éves volumenindexét.

### 3. Az államháztartás keresleti hatása

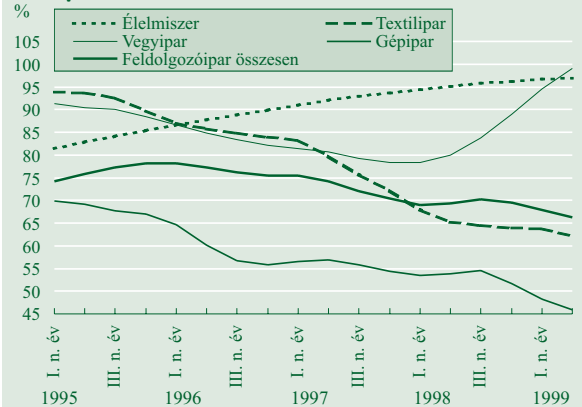
Az államháztartás semleges keresleti hatása az I. félévben két ellentétes negyedév eredőjeként alakult ki. Az államháztartás az I. negyedévben átmeneti tényezők hatására<sup>5</sup> – a végleges számok alapján – a GDP 0,2%-ával bővítette az aggregált keresletet. A II. negyedévben a keresleti hatás szűkítő jellegű lett, az elsődleges egyenleg alakulását már jellemzően a tartós gazdasági folyamatok dominálták. A kedvező irányba elmozduló folyamatok tartóssága esetén az év egészére vonatkozóan is teljesülhet az a célkitűzés, hogy a nyugdíjreformmal korrigált GDP arányos (SNA) elsődleges egyenleg javuljon, és az államháztartás szűkítse az aggregált keresletet.

<sup>5</sup> Olyan bevételek és kiadások jelentkeztek, amelyek a hiány évközi lefutását erősen megváltoztatták az idei és tavalyi év tekintetében. Így például idén év elején jelentkezett kezességbeváltás, ami tavaly nem, illetve előző év hasonló időszakában több bevétel folyt be állami követelésekből (pl. orosz államadóság törlesztéséből), mint idén.

A nemzetgazdasági beruházások gazdasági ágak szerint

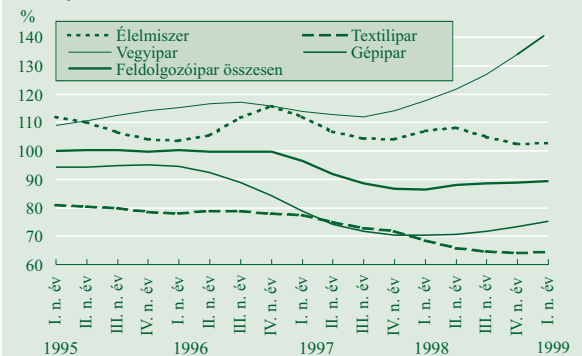
Ágazatok	1998. évi megoszlás	1998. évi volumenindexek	1999. I. n. évi volumenindexek	1999. II. n. évi volumenindexek	1999. I. félévi volumenindexek
Mezőgazdaság, erdőgazdaság, halászat	3,67	111,6	117,3	102,7	106,8
Bányászat	0,31	107,6	174,2	173,1	173,5
Feldolgozóipar	26,00	123,2	100,9	119,5	111,7
Villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás	7,16	117,3	127,5	95,5	104,7
Építőipar	1,86	120,2	136,8	188,5	168,0
Anyagi termelés összesen	38,98	120,6	107,8	116,6	113,1
Kereskedelem, közúti jármű és közszükségleti cikk javítása, karbantartása	7,11	123,0	110,6	123,2	118,6
Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás	0,99	113,7	87,7	116,5	103,9
Szállítás, raktározás, posta és távközlés	18,85	109,7	96,9	101,1	99,6
Pénzügyi tevékenység és kiegészítő szolgáltatásai	3,37	147,7	99,7	86,1	90,1
Ingtatlanügyletek, bérbeadás, gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatás és lakás-beruházás	18,01	88,0	100,5	96,6	98,2
Anyagi szolgáltatások összesen	48,33	103,7	100,3	101,8	101,2
Anyagi termelés összesen + anyagi szolgáltatások összesen	87,32	110,6	103,7	108,7	106,8
Közigazgatás, védelem és kötelező társadalombiztosítás	3,58	101,9	133,3	116,5	123,2
Oktatás	1,85	95,0	169,2	113,6	134,0
Egészségügyi és szociális ellátás	2,51	108,1	100,8	80,0	88,8
Egyéb közösségi, társadalmi és személyi szolgáltatás	4,75	117,1	119,3	82,7	94,5
Nem anyagi szolgáltatások összesen	12,68	107,2	124,9	95,0	106,1
<b>Összesen</b>	<b>100,00</b>	<b>110,2</b>	<b>106,4</b>	<b>106,8</b>	<b>106,6</b>

Saját termelésű készletek értékesítéshez viszonyított arányának alakulása\*



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

Vásárolt készletek értékesítéshez viszonyított arányának alakulása\*



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



Az államháztartás hiányának alakulása (GDP %)	1998		1998		1998		1999		1999	
	I. n. év		II. n. év		I. félév		I. n. év		II. n. év	
	I. n. év	II. n. év	I. félév	II. félév	I. n. év	II. n. év	I. félév	II. félév	I. n. év	II. n. év
1. Közp. költségvetés egyenlege privatizáció nélkül	-8,8	-0,7	-4,3	-3,7	-9,0	-2,6	-5,6	-5,6	-2,6	-2,6
2. Elsődleges egyenleg (MNB nélkül)	1,4	3,8	2,7	2,9	1,0	3,0	2,1	2,1	3,0	2,1
3. Kamategyenleg	-10,7	-6,2	-8,2	-7,0	-9,7	-6,3	-7,9	-7,9	-6,3	-7,9
4. MNB támogatás és befizetés egyenlege	0,5	1,7	1,2	0,4	-0,3	0,8	0,3	0,3	0,8	0,3
5. Elkülönített alapok egyenlege privatizáció nélkül	0,4	0,4	0,4	0,1	-0,9	-0,1	-0,5	-0,5	-0,1	-0,5
6. TB egyenlege privatizáció nélkül	-1,1	-1,2	-1,2	-0,9	-2,2	-0,7	-1,4	-1,4	-0,7	-1,4
7. Önkormányzatok egyenlege privatizáció nélkül	2,0	-1,2	0,2	0,3	2,1	-1,2	0,4	0,4	-1,2	0,4
8. Önkormányzat elsődleges egyenlege	1,9	-1,6	0,0	-0,5	1,9	-1,4	0,1	0,1	-1,4	0,1
9. Államháztartás egyenlege privatizáció nélkül	-7,5	-2,8	-4,9	-4,8	-10,1	-4,6	-7,2	-7,2	-4,6	-7,2
10. Ebből elsődleges egyenleg	2,6	1,8	2,2	1,6	-0,2	0,7	0,3	0,3	0,7	0,3
11. Államháztartás eredményemlélteti hiánya	-5,5	-3,9	-4,6	-4,9	-8,2	-5,8	-6,9	-6,9	-5,8	-6,9
12. Eredményemlélteti elsődleges egyenleg	2,6	1,8	2,2	1,6	-0,2	0,3	0,1	0,1	0,3	0,1
13. Hiány korrekciója hitelműveletekkel	-1,4	-0,6	-1,0	-0,6	0,2	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0
14. ÁPV Rt. hiánya	-0,7	-1,3	-1,1	-0,7	-0,3	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,4
15. SMA finanszírozási igény 15=11+13+14	-7,6	-5,8	-6,6	-6,3	-8,3	-6,4	-7,3	-7,3	-6,4	-7,3
16. SMA elsődleges egyenleg 16=12+13+14	0,4	-0,1	0,2	0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3
17. Nyugdíjreform hatása	0,0	0,1	0,0	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
18. Keresleti hatás (16. és 17. Sorváltozása)					1,1	0,2	-0,2	0,0	0,2	-0,2

\* Az 1998 végi számok nem tartalmazza a Postabanknak átadott 132 milliárd forint és az ÁPV Rt-nek átadott 50 milliárd forint hatását. A számok visszamenőleg minden negyedévben változnak, mert a KSH új GDP számokat közli, továbbá az I. negyedév államháztartási adatai már véglegesek.

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

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

#### Az államháztartás egyes kiadásainak változása reálértékben\* (az előző év azonos időszakához mérten)

	1998		1999	
	I. n. év	I. félév	I. n. év	I. félév**
Bér és járulékiadás	10,7	9,2	6,1	5,7
Dologi kiadások	-8,0	1,7	10,4	5,4
Fogyasztói árkiegészítés	4,0	3,9	11,7	8,2
<b>Közösségi és juttatott fogyasztás összesen</b>	3,3	6,0	8,1	5,9
Nyugdíjak (rokkantnyugdíj is)	4,8	5,4	6,5	8,7
Táppénz	-5,2	-4,5	-0,5	15,2
Szociális juttatások (központi)	-2,2	-2,7	2,8	4,8
Szociális juttatások (önkormányzati)	25,0	28,9	16,1	-0,8
<b>Lakossági transzferek összesen</b>	4,0	4,7	5,9	7,5
Beruházás (központi)	-4,8	11,4	-9,5	-14,6
Beruházás (önkormányzati)	27,0	26,2	1,5	0,0
<b>Beruházási kiadások összesen</b>	9,1	18,8	-4,0	-6,9

A kisebb adóbevételeken keresztül továbbra is rontotta az államháztartás egyenlegét a tervezéskor figyelembe vettnél alacsonyabb árszintemelkedés és gazdasági növekedés, az ÁFA bevételek esetében azonban pozitív fordulat következett be. A nettó ÁFA bevételt három hasonló nagyságrendű tényező határozza meg, a belföldi forgalom után fizetett ÁFA, az import utáni ÁFA és a visszatérítés. Ebből két tényező lényegesen kedvezőbbben alakult a második negyedévben, a belföldi ÁFA reálértéke 5,5%-kal gyorsabban nőtt, mint az első negyedévben, a visszatérítés növekedése pedig 2,6%-kal esett vissza. E két tényező pozitív hatását mérsékelte az import ÁFA befizetés reálértékének csökkenése. A nettó ÁFA bevétel reálértéke így 2,3%-kal nőtt, a félév egészét tekintve pedig – az első negyedéves 3%-os csökkenés ellenére – változatlan maradt. A következő hónapok adatai is azt támasztják alá, hogy a kedvező trendváltás tartósan bizonyulhat.

Az SZJA és a TB járulékok befizetése az első negyedévhez hasonlóan alakult. Az SZJA továbbra is 10%-kal bővült reálértékben, nagyobb részben a reálbérek alakulása, kisebb részben az adóterhelés növekedése miatt. A nyugdíjreform bevételecsökkentő hatása, és a TB járulék csökkentése az összes járulékbefizetés reálértékének 8-9%-os csökkenését indokolta volna, de a reálbérek növekedése miatt a TB járulékok reálértéke összességében csak 1-2%-kal mérséklődött.

A költségvetésbe betervezettnél alacsonyabb infláció a kiadások reálértékének a szándékoltnál nagyobb bővülését eredményezte volna, azonban ezt ellensúlyozta a kiadások elég széles körét érintő zárolása.<sup>6</sup> A lakossági transzferek és a közösségi és juttatott fogyasztás reálértékének növekedése meghaladta a mérsékeltebb gazdasági növekedés ütemét. Pozitív változás, hogy az idei év közkiadásainak reálérték-bővülése fél éves szinten már nem magasabb a tavalyi év hasonló időszakában megfigyelt ütemnél. Ez is alátámasztja, hogy az idei első negyedév magas kiadás-növekedése egyszerű okokra vezethető vissza, és ezt a második negyedév kedvezőbb folyamatai képesek voltak ellensúlyozni. Az állami foglalkoztatottak száma például (az első negyedévnek az előző év első negyedévéhez képest alig mérséklődő létszámával szemben) a második negyedév során 2,5%-kal csökkent az egy évvel korábbi szinthez képest, ami a tervezett éves létszámcsökkenés megvalósulását jelentheti, és az év további részében megtakarítást eredményezhet.

Az államháztartás beruházási kiadásainak reálértéke rendkívül hullámzóan alakul, az önkormányzatok és az intézmények ezen a területen rövidtávon láthatóan alkalmazkodnak a rendelkezésre álló források nagyságához. Az önkormányzatoknál a privatizációs és vagyoneértékesítési bevételek jelentős visszaesését a folyó bevételek növekménye ellensúlyozta, de az előző év első felének rendkívül dinamikus beruházási növekedése így sem bizonyult megismételhetőnek, csak az elért beruházási volument sikerült fenntartani. A központi költségvetés intézményei ezzel szemben az előző év beruházási teljesítményét sem voltak képesek megismételni, és a kiemelt beruházások kivitelezése is lassabb volt. Mindez részben azzal is magyarázható lehet, hogy a tárcák időben tartalékot képeztek az árvíz károkat miatti többletkiadások teljesítésére.

<sup>6</sup> További zárolásra nem kerülhetett sor, mert az árvizek miatt (augusztusig) 17,5 milliárd forintot kellett a központi költségvetés terhére felhasználni. Ebből 5 milliárd forint a hiányt növelte, 12,5 milliárd forint a tárcák beruházási és folyó kiadási előirányzataiból került átcsoportosításra.

#### 4. Külső kereslet

1999 második negyedévében a külső konjunktúra az előző negyedévhez képest kedvezőbben alakult. Az euró-régióban a konjunktúrális helyzet stabilizálódni látszik, egyes CEFTA országokban is mutatkoznak a stabilizáció jelei, az orosz válság piacszűkítő hatása pedig nem romlik tovább.

A számunkra legfontosabb piacnak, az euró-régió keresletének lassulása megállt. Az ipari termelés a korábbi folyamatos csökkenés után enyhe növekedésbe fordult. Az ipari szektor bizalmi indexe pedig a második negyedév végén enyhén javuló tendenciát mutatott. A fentiekkel szemben a fogyasztói kereslet jóval heterogénebben alakult az euró-zónában. A fogyasztói bizalmi index a második negyedév végéig folyamatosan csökkent, a korábbi historikusan magas szintjéhez képest. Az első negyedévig rendelkezésre álló adatok alapján a kiskereskedelmi értékesítés növekedési üteme folyamatosan csökkent. Az új autók regisztrációja azonban, amely a kereslet élénkülésének egyik indikátora, újból felgyorsult. Bár a második negyedéves GDP adatok még nem ismertek, a legújabb első negyedéves adatok alapján a GDP növekedés negyedév/negyedév alapon enyhén gyorsult 1998 utolsó negyedévéhez viszonyítva. Ez elsősorban az igen dinamikus növekvő állóeszköz-felhalmozásnak és közösségi fogyasztásnak volt köszönhető, de a magánfogyasztás növekedési üteme is számottevően emelkedett. Kedvező, hogy az importkereslet is enyhe növekedésnek indult.

A közép-kelet európai országokban a recesszióra utaló jelek továbbra is általánosan jellemzőek voltak. A számunkra fontosabb kereskedelmi partnerek közül Lengyelországban a konjunktúra megfordulásának jelei mutatkoznak, ahol az első negyedévben 1,5%-kal, a második negyedévben 2,9%-kal nőtt a GDP az előző év azonos időszakához képest. Csehországban az első negyedéves 4,5%-os GDP visszaesés után, a Kormányzat és az elemző intézetek egész évre 1–1,5%-os GDP csökkenést prognosztizálnak. Romániában a GDP jelentős mértékű visszaeséséről, míg Szlovákiában a növekedés lassulásáról adtak számot a statisztikák. Oroszországban és a FÁK térségben, elsősorban az olajár-növekedés következtében, a termelés ill. a GDP visszaesése lelassult, a válság enyhülni látszik.

Korábbi inflációs jelentéseinkben (1999/I. és 1999/II.) a külkereskedelmi folyamatokat szezonálisan igazítva, havi adatok alapján elemeztük. A rövidtávú értékeléshez a szezonális igazításból származtatott trend-ciklus évesített növekedési ütemeinek elemzését használtuk fel. Ezekkel kapcsolatban több probléma is megemlíthető:

1. A vámstatisztikai adatok a vámárnyilatkozatok folyamatos feldolgozása során utólag is változnak, ezért a várható kiegészülések tekintetében az MNB becsléseit kellett felhasználnunk.

2. Egyes nagyobb exportőr cégek a vámárnyilatkozatokat 1998 óta negyedévente összevonva adják be, ezért egy adott negyedéven belül az első hónapokban alacsonyabb, míg az utolsó hónapban magasabb export adódott, amelynek torzító hatása a havi adatok elemzésekor jelentkezett.

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

	1998				1999		%
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év.	II. n. év.	
Reál GDP	3,6	2,8	2,7	2,0	1,8		
Belföldi felhasználás	3,7	3,0	3,6	3,2	2,6		
Magán fogyasztás	2,4	2,3	3,0	2,6	2,8		
Közösségi fogyasztás	1,9	2,1	1,3	0,7	1,4		
Bruttó állóeszköz felhalmozás	6,1	3,1	4,7	3,4	4,4		
Készletfelhalmozás*	0,7	0,5	0,6	0,7	-0,3		
Export	11,0	8,6	4,2	1,1	-0,1		
Import	12,0	9,7	7,3	4,7	2,3		
Nettó export*	0,0	-0,1	-0,8	-1,1	-0,7		
Új autó regisztrációk**	12,7	2,8	7,4	7,5	7,1	10	
Kiskereskedelmi forgalom**	2,6	1,8	2,8	3,0	2,5		

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

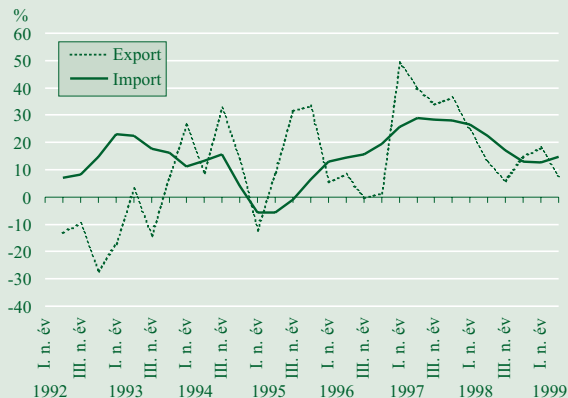
\*\* Szezonálisan nem igazított adatok.

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

	1998				1999	%
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	
Reál GDP	2,8	2,0	2,4	0,8	2,0	
Belföldi felhasználás	5,3	1,6	3,2	2,8	2,8	
Magán fogyasztás	3,6	2,0	2,4	2,4	4,5	
Közösségi fogyasztás	5,3	0,8	-1,2	-2,0	8,2	
Bruttó állóeszköz felhalmozás	6,6	-2,8	9,5	1,2	10,8	
Készletfelhalmozás*	0,4	0,8	0,0	1,6	-3,2	
Export	4,1	5,7	0,4	-5,5	-0,8	
Import	11,7	4,1	2,4	0,8	1,6	
Nettó export*	-2,0	0,8	-0,8	-2,0	-0,8	

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

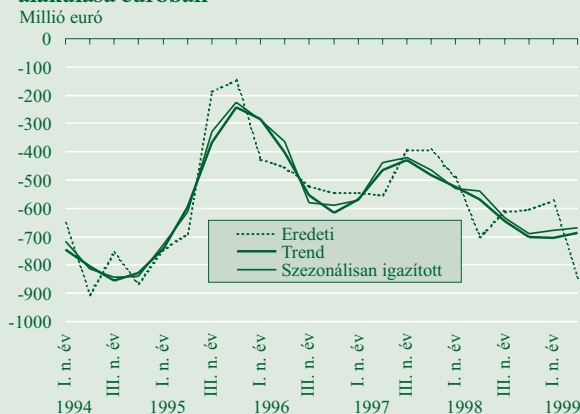
### Export és import volumen, évesített negyedéves növekedési ütemek



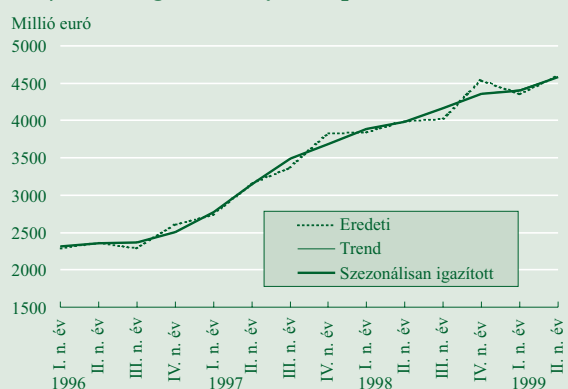
### A vámstatisztika szerinti export és importrend alakulása (évesített negyedéves növekedési ütemek euróban)



### A vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg alakulása euróban



### A fejlett országokba irányuló export alakulása



3. A fent említettek miatt, illetve azért, mert a havi adatok általában zajosak, a rövidbázisú évesített indexek az utolsó hónapokban mindig különösképpen változékonyaknak bizonyultak.

A fentieket figyelembe véve a továbbiakban a negyedéves adatok használata mellett döntöttünk. Így a kiegészülések torzító hatása kisebb, a vámrunyilatkozatok negyedéves összevonásának problémája sem jelentkezik és a szezonális igazítás is jóval stabilabbnak bizonyul.

További kérdésként merül fel, hogy milyen devizában számított adatokat igazítunk, hiszen a keresztárfolyam változások adott esetben jelentős mértékben megváltoztathatják a folyamatok értékelését. Mivel az export és import ügyletek fizetései több, mint 70%-ban euróban történnek, a valóságos – keresztárfolyam hatásoktól megtisztított folyamatokhoz – az euróban való igazítás áll közelebb. Ezt figyelembe véve az adatokat euróban igazítva közöljük, kivéve ha olyan relációról van szó ahol a fizetések túlnyomó része dollárban zajlik, ld. FÁK-országokba irányuló export. Tájékoztatóként dollárban is közlünk adatokat.

A némiképp kedvezőbbé váló nemzetközi gazdasági környezet hatása tükröződött a második negyedévben a hazai export- és importfolyamatokban is. Bár az éves indexek az exportban és az importban egyaránt lassabb növekedési ütemet mutatnak, mint 1998-ban, ez részben az elmúlt két év 20%-t meghaladó exportdinamikájának a bázishatása. Másrészt az orosz export alacsonyabb szinten való stabilizálódása az év első felében még további dinamika-lassulásként jelentkezik. A volumenindexek rövidbázisú indexei szerint a második negyedévben az export kisebb ütemben növekedett, mint az import. Figyelembe véve azonban azt, hogy a kivitel évesített trend volumenének rendkívül nagy a volatilitása, ebből csak korlátozottan lehet levonni következtetéseket. Az euróban számított értékadatok kedvezőbb képet mutatnak. Mind az export, mind az import dinamikája a tavaly második félévi csökkenés és az első negyedévi stagnálás után már némileg növekedett, és az export dinamikája valamegyest meghaladta az importét.<sup>7</sup>

1999 második negyedévében az export 5436 millió eurót (5744 millió dollárt), az import pedig 6286 millió eurót (6645 millió dollárt) tett ki. A fenti folyamatoknak köszönhetően az időszakban 850 millió euró (901 millió dollár) külkereskedelmi hiány alakult ki, ami 148 millió euróval (126 millió dollárral) volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában.<sup>8</sup> A szezonálisan igazított, illetve a trend adatok alapján a külkereskedelmi egyenleg (euróban) az 1998 negyedik negyedévi szinten stabilizálódott.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Dollárban számítva az export és az import közel azonos dinamika mellett csökkent. A dollárban és euróban számított mutatók közötti lényegi eltérést elsősorban a keresztárfolyam-hatás – az euró dollárral szembeni gyengülése – okozza.

<sup>8</sup> A külkereskedelmi adatok a vámrunyilatkozatok folyamatos feldolgozása miatt előzeteseknek minősülnek, az év hátralévő részében némileg még módosulhatnak.

<sup>9</sup> A külkereskedelmi egyenleg dollárban számított trendje 1998. negyedik negyedévébenél kisebb, az első negyedévébenél némileg magasabb hiányt mutatott 1999. második negyedévében.

A külkereskedelem országszerkezetéről továbbra is elmondható, hogy a fejlett országokba ill. az Európai Unióba irányuló exportunk dinamikus növekedése a második negyedévben is folytatódott. A CEFTA-térségbe irányuló exportunk az első negyedévi visszaesés után ismét a tavalyi év első felére jellemző szint közelébe emelkedett. A FÁK-országokba irányuló export kb. a válság előtti szint 40%-án stabilizálódott.

Az export felhasználás-szerkezetében a legnagyobb növekedési ütemet a tartós fogyasztási cikkek kivitele mutatott. E termékcsoportot nem érintette erőteljesen az európai növekedés lassulása, mivel a tartós fogyasztási cikk kereslet a konjunktúra lelassulása idején sem csökkent jelentősen az euró-régióban. A beruházási termékek exportjának növekedési üteme a tavalyi év második negyedéve óta folyamatosan lassult, és ez év második negyedévére az évesített növekedési ütem enyhén negatívba fordult. Mindez annak ellenére következett be, hogy 1999 első negyedévében az euró-régió beruházásai dinamizálódtak és bizonyos jelek ennek második negyedévi folytatódására utalnak. Ennek az lehet a magyarázata, hogy azon termékek beruházási kereslete nőtt meg, amelyek esetében a magyar exportőrök kevésbé versenyképesek pl. a dél-kelet-ázsiai termelőkhez képest, illetve nem zárható ki az sem, hogy a magyar export bizonyos késleltetéssel követi a külső kereslet változását. A nem-tartós fogyasztási termékek exportja az előző negyedév stagnáló dinamikája után némileg gyorsult. Az intermediér termékek kivitele továbbra is csökkenést mutatott.

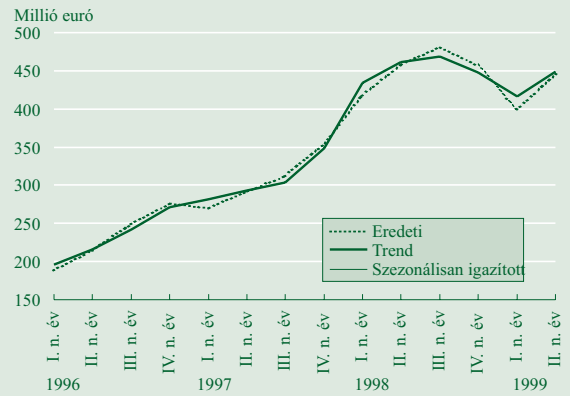
Az export SITC kategorizálású termékcsoport bontásából is kirajzolódnak az előbbieken vázolt folyamatok. A korábban legmagasabb növekedési ütemet felmutató gépek és gépi berendezések termékcsoport növekedési üteme a feldolgozott termékek dinamikája alá esett. Az élelmiszer-kivitel alacsony szinten stabilizálódott. korábban tapasztalt visszaesése fokozatosan megszűnni látszik, elsősorban az oroszországi helyzet stabilizálódásának következtében. Hasonlóan az előző negyedévhez képest emelkedő növekedési ütemet mutatott fel a nyersanyagok termékcsoport is.

Az importban az előző negyedév folyamataihoz hasonlóan továbbra is a legdinamikusabban növekvő csoport a tartós fogyasztási cikkek és a beruházási termékek. A dinamikus növekvő beruházási import a nemzetgazdasági beruházások növekvő dinamikáját vetíti előre a harmadik negyedévben.

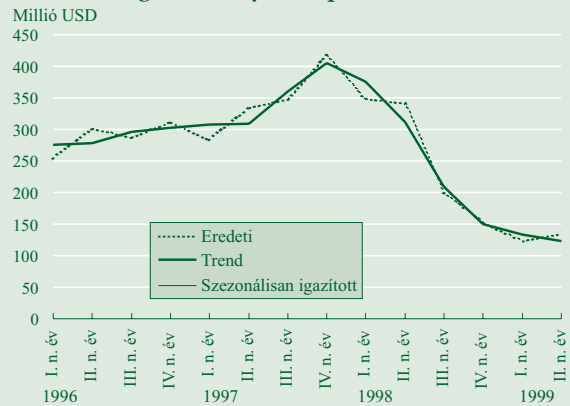
A szolgáltatás-külkereskedelmi forgalom alakulását az év eddigi időszakában is az idegenforgalmi egyenleg trendjének 1997 közepétől érzékelhető stabilizálódása, és az egyéb szolgáltatások egyenlege trendjének 1997 második negyedéve óta tartó erőteljes romlása határozta meg. Igaz, előző jelentésünkben arról adtunk számot, hogy az idegenforgalom egyenlege várakozásunkkal ellentétben javuló volt, csak hogy keresztülvezetve azokat a változtatásokat, amelyek az 1998-as és 1999-es idegenforgalmi adatokat egymással összehasonlíthatóvá teszik,<sup>10</sup> az ide-

<sup>10</sup> Itt hívjuk fel a figyelmet, hogy 1999-től a nem-rezidensek nem-konvertibilis folyószámláján történt jóváírások már nem az idegenforgalom kiadási oldalán, hanem az importnál vannak elszámolva. Hogy az 1998-as adatokkal való összehasonlíthatóságot biztosítsuk, visszamenőleg elvégeztük ezt a korrekciót a múlt évre is. Így természetesen a korábbi publikációkban napvilágot látott számok az import valamint az idegenforgalom kiadási adatait tekintve változtak. A folyó fizetési mérleg egyenlegét a változás nem érinti, hiszen csak annak összetevői közötti átrendezést jelent.

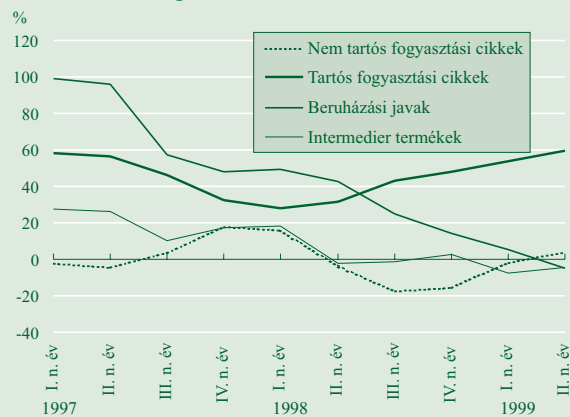
### A CEFTA-térségbe irányuló export alakulása



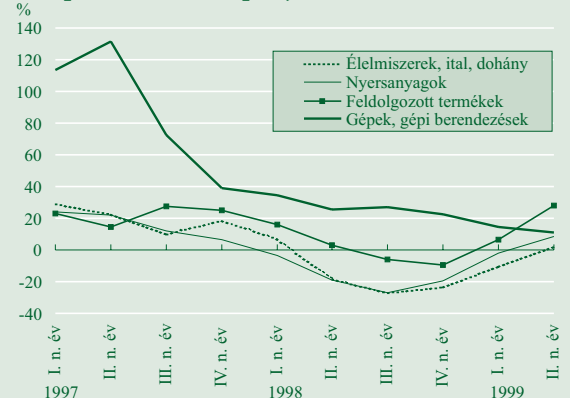
### A FÁK-országokba irányuló export alakulása



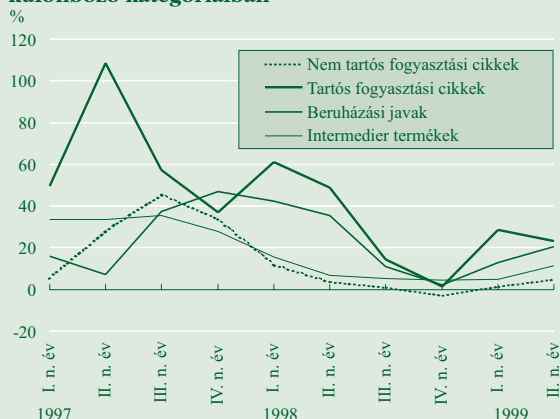
### Évesített trendnövekedési ütemek az export különböző kategóriáiban



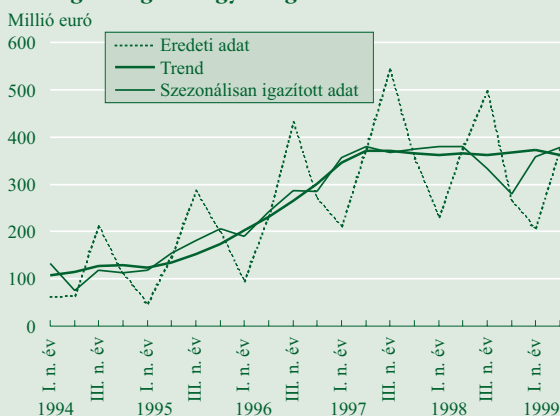
### Évesített trendnövekedési ütemek az export SITC-5 főcsoportjában



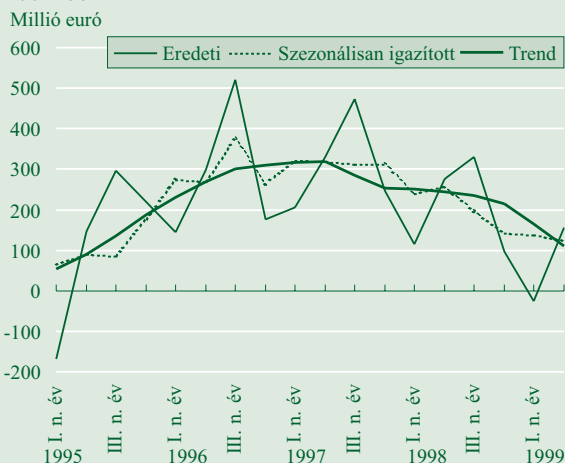
### Évesített trendnövekedési ütemek az import különböző kategóriáiban



### Az idegenforgalmi egyenleg alakulása



### A szolgáltatás-külkereskedelmi egyenleg alakulása 1995-99



genforgalom egyenlegében sem mutatható már ki javulás. A jugoszláviai háború hatása az idegenforgalmi szektorra átmenetileg bizonyult, hiszen az idegenforgalmi bevételek euróban mért trendje (amely feltehetően jobban közelíti az idegenforgalom fizetési szerkezetét) stagnált. Az egyenleg-trendjének enyhe romlását elsősorban az idegenforgalmi kiadások-trendjének emelkedése magyarázta.

Az idegenforgalmat érintő ezen változtatástól eltekintve azonban azok a tendenciák folytatódtak, amiket már az első negyedév adatai alapján is leszárhattunk: a hagyományosan többletet mutató építési-szerelési szolgáltatásoknál a kiadások erőteljes növekedése, a fuvarozás-szállítmányozás körében pedig a bevételi oldal jelentős csökkenése eredményezett a tavalyinál kedvezőtlenebb egyenleget, noha ez utóbbi esetben kétségtelen, hogy a második negyedévben a romlás már nem olyan jelentős, mint az első negyedévben. Ez részben annak köszönhető, hogy a tavaly első negyedévi bázis kiugróan magas volt, így a visszaesés bizonyos értelemben várható volt. A második negyedévi enyhébb visszaesésben már a „jugoszláv” hatások érződnek. A múltban többnyire hiányt mutató szolgáltatásoknál folytatódó egyenlegromlást inkább a bevételek csökkenése, semmint a kiadások növekedése jellemzi. Különösen az üzleti valamint a technikai és kulturális szolgáltatások esetében van ez így. Az alábbi ábrán a szolgáltatásforgalom trendje jól mutatja, hogy a romló tendenciák folytatódnak. Bár az 1998-as év végét az idegenforgalmon kívüli szolgáltatások alakulása miatt némi stabilizálódás jellemezte, az idei első két negyedév a romló folyamatok mélyülését hozta magával.

# IV. Kínálati tényezők

## 1. Munkaerő-piaci folyamatok

A munkaerőpiac állományainak változásai továbbra is az élénkülés jeleit mutatják. Ennek háttérében a korábbi időszak kedvező konjunkturális folyamatai, illetve – kisebb részben – egyszeri hatások állnak.

1999 második negyedében a foglalkoztatás szintjének bővülése meghaladta a munkanélküliség csökkenésének mértékét, ami a gazdasági aktivitási ráta emelkedését hozta magával.

A sokévi csökkenést követően a tavalyi év közepe óta emelkedő gazdasági aktivitás most közelítette meg az 1995-ös év átlagát.

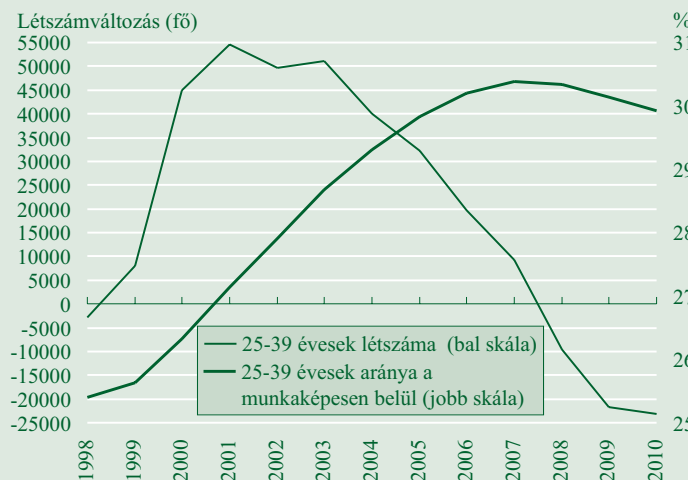
### A demográfiai folyamatok hatása a munkapiaci mutatókra

A népesség demográfia összetétele általában csak fokozatosan és – pár éves időtávon – csak minimális mértékben változik. Magyarországon a népességszabályozás azonban két ugrásszerű demográfiai csúcst is „produkált”. A második ilyen csúcs eredményeképp az utóbbi időszak során az ún. Ratkó-unokák munkapiaci szempontból egyre aktívabb korba lépése *pozitív* hatást gyakorol a 15–74 éves népesség *átlagos* munkapiaci mutatói szintjére. Számításaink szerint a demográfiai összetételhatás az aktivitási és foglalkoztatási ráta 1999 első félévi – előző év azonos időszakához vett – emelkedésének nagy részét megmagyarázza; noha különösen a foglalkoztatási ráta esetében, a tendencia továbbra is az emelkedés irányába mutat.

Monetáris politikai szempontból az aktivitási vagy foglalkoztatási ráták mint egyes *erőforrások (kapacitások) kihasználtságának indikátorai* érdekesek. Az indikátorok változásából azért indokolt a demográfiai összetételhatás kiszűrése, mert a munkapiacon az egyes korcsoportok egymásnak nem tökéletes helyettesítői. Így ha a teljes munkaerőforrás kihasználtságának *átlagos* rátája azért emelkedik, mert egy bizonyos korcsoport létszáma (de nem egyedi rátája!) megugrott, az nem jelenti a munkaerőforrás-kihasználtság inflációs veszélyt felidéző szintjeihez való közeledést. Ilyen értelemben tekintjük

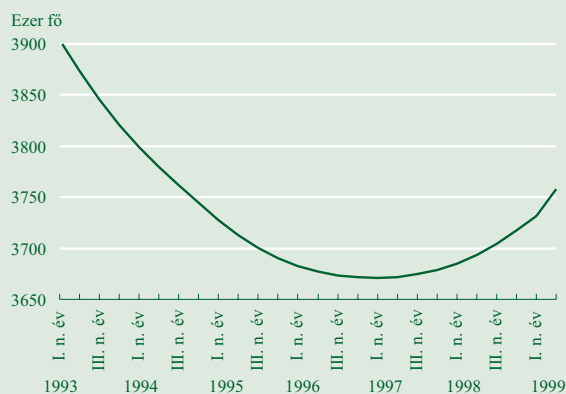
torzítónak a munkaképes korú (a 15–74 éves) népesség demográfiai összetétele változásának átlagos rátákra gyakorolt hatását.

#### A 25–39 évesek létszámának és arányának változása\*



Forrás: KSH demográfiai előrejelzés.  
\* Arány: a 15–74 éves populáción belül.

#### A foglalkoztatottak számának alakulása \*



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

### 1.1 A foglalkoztatás alakulása

A KSH lakossági felmérése szerint a foglalkoztatottak állománya 1999 második negyedévében a tavalyi év azonos időszakához képest közel 4%-kal bővült. A szezonálisan igazított időszak 1999. első negyedévéhez képest 1,1%-os annualizált foglalkoztatás-növekedést jelez. A foglalkoztatás bővülésének üteme tehát – az első negyedévben mért kiemelkedő érték után – még mindig igen magas. Elemzésünk szerint ennek háttérben konjunkturális folyamatok és egyszerű – a demográfiai összetétel változásához, a nyugdíjkorhatár emeléséhez illetve egy ágazat hirtelen létszám-bővüléséhez köthető – hatások egyaránt meghúzódnak.

#### Mi állhat a meglepő foglalkoztatás-bővülés háttérében?

A KSH adatai alapján ágazati és – ettől függetlenül – korcsoportos bontásban is ismerjük a foglalkoztatás alakulását. Ennek alapján megállapíthatjuk, hogy melyik ágazat illetve korcsoport milyen irányban és mértékben járult hozzá a foglalkoztatás átlagos változásához.

A nyugdíjkorhatár emelkedése nagyban hozzájárulhatott a foglalkoztatás bővüléséhez. Korcsoportos adataink szerint a foglalkoztatás szintje különösen az 55–59 éves korosztály, azon belül pedig a nők esetében ugrott meg az elmúlt fél év alatt. A nők esetében az első félévben a foglalkoztatotti létszám 1998 első félévéhez képest közel egynegyeddel való megugrását valószínűleg a nyugdíjkorhatár 57 évre való emelkedése magyarázza. A férfiaknál a foglalkoztatottak létszáma mintegy hatodával ugrott meg. Ugyanezen idő alatt mind a nők, mind a férfiak

esetében az inaktívok száma csökkent illetve stagnált, tehát demográfiailag megmagyarázható folyamatról van itt szó. Az 55–59 éves korosztályban a foglalkoztatás ilyen mértékű bővülését egyszeri, torzító hatásnak tudjuk be. Ezt indokolja, hogy tavaly az összes foglalkoztatott kevesebb, mint 4%-át kitevő korosztály idén az első féléves foglalkoztatás-bővülés közel ötödét testesítette meg.

Az 55–59 éveseknél is a foglalkoztatás-bővülés átlagos ütemét feltételezve a teljes foglalkoztatás-bővülés üteme az első félévi 3,6% helyett 2,9% lett volna.

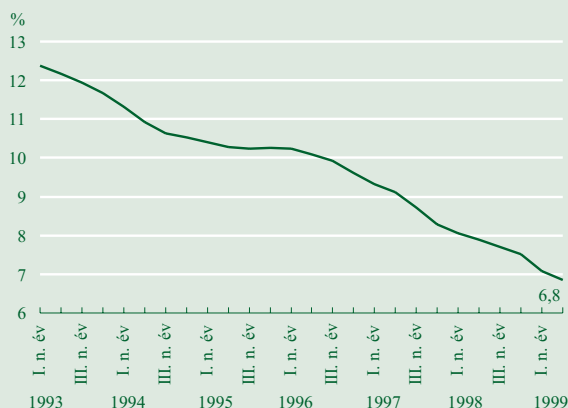
A foglalkoztatás ágazatok szerinti alakulása szintén érdekes fejleményre hívja fel a figyelmet. A *kereskedelem és járműjavítás* ágazat, miközben a nemzetgazdasági foglalkoztatottság kevesebb, mint 13%-át testesíti meg, az 1999. első féléves foglalkoztatás-bővülés több mint harmadát adta. Ugyanerre az aránytalanságra utal, hogy az ágazat foglalkoztatottsága 1998 első félévéhez képest több mint 10%-kal bővült (más ágazatok létszám-emelkedése is jelentős volt, de azok kisebb súlyuk miatt nem gyakoroltak ekkora hatást a teljesre). Noha a kereskedelmi foglalkoztatás ilyen mértékű bővülése nem mond ellent a konjunkturális folyamatoknak, és a kereskedelmi forgalom szerkezetében végbemenő változásokkal is magyarázható, elképzelhető, hogy a bővülés egy része legalábbis egyszeri hatások eredménye. Számításaink szerint, ha az első félévben a létszám ebben az ágazatban is átlagos ütemben bővült volna, akkor a nemzetgazdaság egészében a foglalkoztatás-növekedés éves üteme a mért 3,6% helyett 2,7% lett volna.

Összességében azt mondhatjuk, hogy a foglalkoztatás bővülésének tendenciája minden potenciálisan torzító hatás kiszűrése után is egyértelmű. A demográfiai összetételhatástól, a nyugdíjkorhatár-emelés illetve egyes pozitív ágazati sokkok hatásától megtisztítva a foglalkoztatás *legalább* 2,7–2,9%-kal bővült 1999. első félévében a tavalyi év azonos időszakához képest.

A KSH a költségvetési és non-profit intézmények valamint az 5 fő feletti vállalkozások lekérdezésére alapozott intézményi munkaügyi statisztikája szerint 1999 második negyedévében az előző év azonos időszakához képest – a csökkenő közszolgálati foglalkoztatottság miatt – a nemzetgazdaság egészében csak kismértékben, 0,6%-kal bővült a foglalkoztatottság. Az előző időszakhoz hasonlóan a dinamikus (2,2%-os) versenyszféribeli foglalkoztatottság-bővülés a csökkenő agrárszférabeli, kisebb részben az emelkedő feldolgozóipari, nagyobb részben pedig a növekvő piaci szolgáltatásokbeli foglalkoztatottság eredőjeként áll elő. A feldolgozóiparban foglalkoztatott létszám 1,1%-os emelkedése leginkább a továbbra is dinamikusan, közel 6%-kal bővülő gépipari, és az ezzel összefüggő fémalapanyag-gyártási ágazat expanziójához köthető. A piaci szolgáltatásokban az összességében 5%-ot meghaladó ütemben emelkedő foglalkoztatottság a kereskedelem 11,5%-os bővülése mellett a munkában igényes szálláshely-szolgáltatás valamint ingatlanügyek és gazdasági szolgáltatás ágazatok létszámemelkedésének köszönhető. A költségvetési körben a foglalkoztatottság összességében 2,6%-os csökkenése arányosan oszlott meg a közszolgálati ágazatok között.



## A munkanélküliségi ráta alakulása



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

## A bérinfláció alakulása nemzetgazdasági szektoronként \*

	1998				1999	
	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I-IV. n. év	I. n. év	II. n. év
Mezőgazdaság és halászat	16,6	16,4	16,1	16,5	14,5	15,2
Bányászat	10,6	5,1	5,9	11,3	13,6	18,4
Feldolgozóipar	18,1	17,2	16,6	17,8	15,0	15,8
Villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás	19,9	18,7	17,7	19,3	15,6	16,4
Építőipar	16,8	15,1	14,1	16,2	13,7	10,7
Kereskedelem és járműjavítás	16,9	16,6	16,5	16,9	14,0	14,3
Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás	13,3	13,0	12,6	13,2	14,1	12,7
Szállítás, raktározás, posta és távközlés	21,5	21,4	21,3	21,4	14,1	14,4
Pénzügyi tevékenység	26,1	25,6	25,2	25,9	19,0	17,0
Ingtalanúgyek és gazdasági szolgáltatás	30,9	32,0	31,9	30,4	21,8	17,0
Közigazgatás, védelem és TB	17,8	18,0	18,2	18,0	23,2	20,0
Oktatás	23,8	19,6	15,9	21,4	22,7	19,0
Egészségügyi és szociális ellátás	19,5	15,4	9,4	16,2	15,9	12,3
Egyéb szolgáltatás	16,5	15,7	14,3	15,8	11,7	13,1
Nemzetgazdaság összesen	19,4	18,2	17,0	18,7	16,7	15,8

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

## A bérinfláció alakulása egyes kiemelt szektorokban\*

	1999. I. n. év	1999. II. n. év
Nemzetgazdaság egésze	16,8	15,8
Piaci szektor	15,2	15,1
Feldolgozóipar	15,0	15,8
Kereskedelem	14,0	14,3
Egyéb piaci szolgáltatások	16,8	15,2
Köszolgáltatások	21,2	17,5

\* Az összetételhatás teljes kiszűrése érdekében konstans 1998-as foglalkoztatási szerkezetre vetítve. Összehasonlítható szerkezetű eredeti adatokból számított éves indexek, mind az MNB saját számítása.

## 1.2 A munkanélküliség alakulása

A KSH lakossági felmérése szerinti munkanélküliségi ráta 1999 második negyedévében 6,8% alá süllyedt. Noha a népesség demográfiai összetételének változása (a demográfiai összetételhatás) némileg *lefelé* torzítja a rátát, számításaink szerint ennek jelentősége számszerűleg elhanyagolható.

## 1.3 Béralakulás

A KSH adatai szerint 1999. második negyedévében a költségvetési kört és az 5 fő feletti vállalkozásokat magába foglaló nemzetgazdasági körben átlagosan 16%-kal emelkedtek a bruttó nominális bérek a tavalyi év azonos időszakához viszonyítva. Az inflációt figyelembe véve ez 6% feletti átlagos reálbér-növekedésnek felel meg. A nemzetgazdasági átlag továbbra is a relatíve magas, 17,4%-os közszolgálati és alacsonyabb, 15,3%-os versenyszféra-beli bérnövekedés eredményeképp áll elő.

A piaci szektorban az előző negyedéves indexnél némileg magasabb bérnövekedést a foglalkoztatottsági szerkezet változásából eredő összetételhatás magyarázza. Egyes, átlag feletti béremelkedést mutató ágazatok foglalkoztatási súlya is nőtt, ami felfelé torzította a piaci szektor átlagos bérindexét. Ezt a hatást kiszűrve azt látjuk, hogy a piaci szektor bérindexe az előző negyedévihez képest valójában nem emelkedett, hanem némileg *csökkent*. Az éves index így is szerény (csak 0,1 százalékpontos) csökkenése mögött az áll, hogy egyes feldolgozóipari ágazatok – gépipar és fémalapanyag-gyártás – bérindexének megugrása közel 0,5 százalékponttal emelte a bérnövekedés éves mutatóját a második negyedévben az elsőhöz képest, amit a többi ágazat bérnövekedésének csökkenése éppen csak ellensúlyozott.

A korábbi jelentéseinkben az infláció és a munkapiac kapcsolatáról írottak fényében figyelemreméltó, hogy a második negyedévben éppen a feldolgozóipar két legdinamikusabban bővülő ágazatában ugrottak meg az éves bérindexek. Különösen figyelemreméltó a fizikai létszámát 1996 óta folyamatosan bővítő – és a feldolgozóipar egészében is legnagyobb súlyú – gépipari fizikai átlagbérek növekedési ütemének megugrása. Ezek a fejlemények – bizonyos módszertani problémákon túl (ld. box) – *szűk munkapiaci keresztmetszetek* lehetőségének kérdését vetik fel. Míg a korábbi időszakokban ennek veszélyét elsősorban a piaci szolgáltatások számára munkaerőforrást jelentő *szellemi* munkaerő esetében hangsúlyoztuk, a gépipari és fémalapanyag-gyártási létszám- és bérnövekedés a szakképzett fizikai munkaerő (jól képzett/képezhető szakmunkások) esetleges hiányára utal. Ilyen relatív munkaerőhiányra utal, hogy a gazdasági aktivitás ráta a KSH lakossági felmérése szerint az ezen ágazatok legnagyobb cégei által dominált régiókban emelkedett legnagyobb mértékben. Különösen figyelemreméltó, hogy a második negyedévben mintegy 33%-os éves ipari termelés-növekedést felmutató Nyugat-Dunántúlon közel 56%-ot mutat a foglalkoztatási ráta értéke, ami a 4,5%-ra süllyedt munkanélküliségi rátával párosulva arra utal, hogy e régióban az ipari fellendülés felszívta a potenciális helyi munkaerő-tartalékok nagy részét.

A piaci szolgáltatásokban potenciálisan jelentkező szűk keresztmetszetekkel ellentétben a feldolgozóipari munkaerőhiány nem jelent közvetlen inflációs veszélyt, az alkalmazkodás itt a

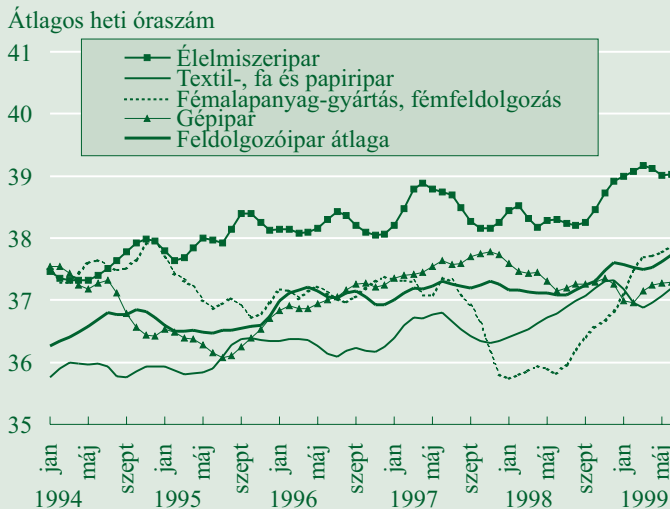
romló versenyképéségen keresztül a termelési oldalon jelentkezhet. Az állam előtt álló rövid távú megoldási lehetőségek ugyancsak eltérőek a feldolgozóipari, és a piaci szolgáltatásokban fellépő szűk keresztmetszetek esetében. Itt nem a közszolgáltatások által dominált szellemi, hanem szakképzett fizikai munkaerő relatív hiányáról van szó, ezért az állam a többségi tulajdonában lévő, irányítása alá tartozó nagyvállalatai karcsúsítása és piacosítása révén teremtheti meg a potenciálisan hiányzó munkaerő-tartalékokat. Hosszabb távon megoldást jelenthet még az oktatás prioritásainak átgondolása – a már most is sok tekintetben túlkínálatot generáló felsőoktatás helyett a minőségi szakképzés előtérbe helyezése – illetve a munka és tőke regionális mobilitásának fokozása.

**Jól értelmezzük-e a bérinflációt?**

Közgazdasági értelemben a bérinfláció, amint azt az 1998. novemberi inflációs jelentésünkben már érintettük, *egységnyi* munka árának az időbeli változását jelenti. Az átlagbér-indexekből az összetételhatás akkor bemutatott kiszűrésén túl lényeges magának az alapul vett egység változásának a torzító hatását is kiszűrni. A gyakorlatban ez a fizikai munkaerő esetében jellemzően *teljesítménybérezést* alkalmazó iparban a havonta ledolgozott átlagos munkaórák számának változásával közelíthető. Azaz, teljesítmény- vagy órabérezés mellett a bérinflációt havi átlagbérek helyett célszerűbb – a fejlett országok gyakorlatához igazodva – havi *átlagos órabérek* változásaként definiálni.

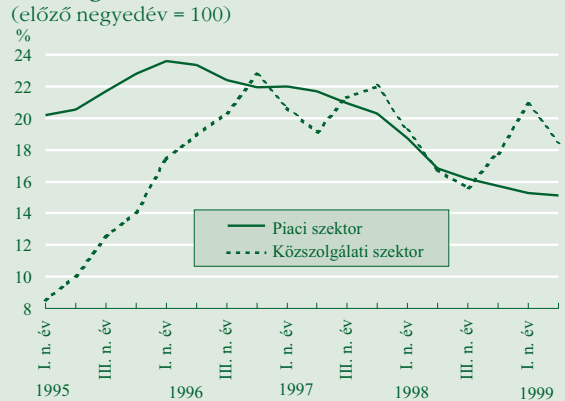
Mivel nem tudjuk, hogy egy-egy ágazat vállalataira mennyire jellemző a bérek óraszámhoz kötése, a korrekciót *statisztikai tesztelés* után szabad csak elvégezni. Akkor korrigáljuk tehát a béreket, ha az adott ágazat esetében az óraszám-változás hatását statisztikailag szignifikánsnak találjuk. Aggregált béradataink azonban nem alkalmasak az óraszám-hatás „utólagos” tesztelésére – magukat az eredeti béradatakat kellene óraszámra átszámítva gyűjteni illetve közzélni. Ez biztosítaná, hogy a bérinflációt ne mossuk össze a havi átlagbéreket mozgató óraszámváltozás hatásával.

**Az átlagos heti óraszám alakulása a feldolgozóiparban\***

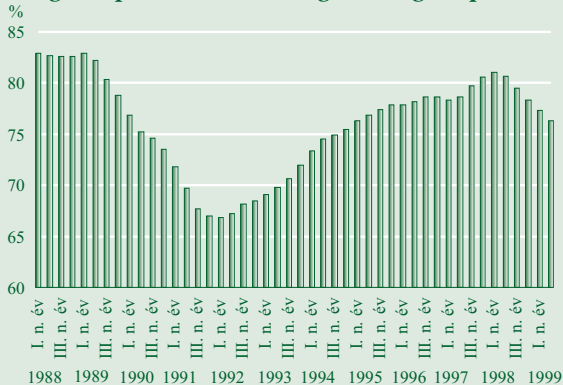


\* Teljes munkaidős fizikai munkaerő által ledolgozott heti átlagos munkaórák száma, szezonálisan igazított havi adatokból számítva. A heti óraszámokat nem a törvényi 40 órához, hanem az átlagosan kivett szabadságok leszámitása után kapott mintegy 36 órához kell viszonyítani. Forrás: KSH Statisztikai Havi Közlemények.

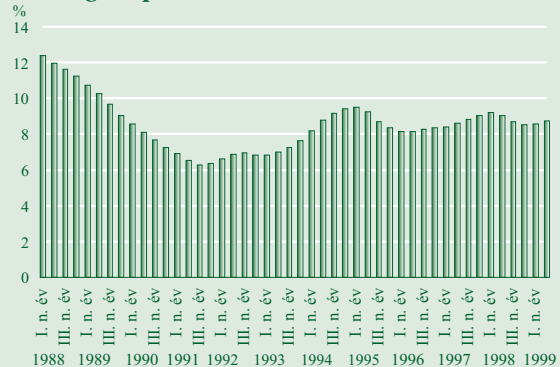
**Az átlagbér-növekedés alakulása a piaci és a közszolgáltatási szektorokban\***



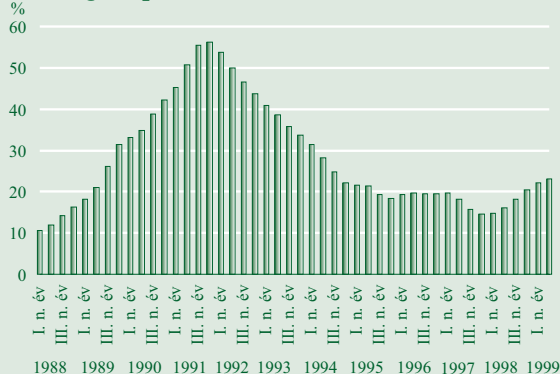
\* 10 fő feletti vállalkozásokra és a költségvetési intézményekre összehasonlítható szerkezetű adatokból, MNB számítás alapján. Szezonálisan igazított időszakok.

**Átlagos kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban\***

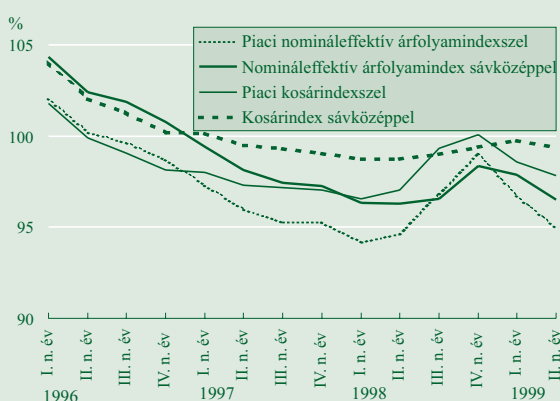
\* Szezonálisan igazítva, az alapadatok forrása: Kopint-Datorg.

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

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

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

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

**A fogyasztói árindex alapon számított reálárfolyam alakulása**

Mivel a KSH által, 1999. januártól publikált béradatok a korábbi évekkel időben nem összehasonlíthatóak, részletes, ágazati bontású adataink csak a konjunkturális folyamatokat torzítva mutató éves indexek képzését teszik lehetővé. A piaci illetve a közszolgálati szektor átlagos béralakulásáról azonban képet alkothatunk a saját számítással a 10 fő feletti vállalkozások tekintetében összehasonlítható szerkezetűvé tett béradatok segítségével. Ezen idősor statisztikai elemzése azt mutatja, hogy a piaci szektorban némileg lassulva ugyan, de 1999. második negyedévében is folytatódott a nominális bérnövekedés ütemének csökkenése. A közszolgálati szektor esetében – az előző inflációs jelentésünkben bemutatott módon, zömmel egyszerű hatások eredményeképp előálló – kiugró első negyedéves bérnövekedés a második negyedévben már korrigálódott.

## 2. Kapacitáskihasználtság

1999 második negyedévében folytatódott a feldolgozóiparban az átlagos kapacitáskihasználtság csökkenése.<sup>1</sup> Ez a tendencia 1998 őszétől erősödött fel, amiben egyre nagyobb szerepet játszott a kül- és belpiaci konjunktúra visszafogottsága. 1999 második negyedévében azután a feldolgozóiparban – a korábbi lanyhulással szemben – ismét gyorsult a beruházási tevékenység, miközben a kereslet számottevően nem élénkült, a termelés növekedése nem dinamizálódott, és ez szintén hozzájárulhatott a kapacitáskihasználtság csökkenéséhez. Az erőteljes beruházási tevékenység azonban a termelés- és exportnövekedés várt erősödésének előjele is lehet, ami az átlagos kapacitáskihasználtság emelkedését is maga után vonhatja.

Az átlagos kapacitáskihasználtság mérséklődése a kapacitáshiánnyal küzdő vállalatok részarányának csökkenésével és a felesleget jelzők arányának emelkedésével járt együtt 1998-ban. 1999-ben azután megállt a hiányt jelzők arányának csökkenése, miközben a felesleget jelzők a korábbiaknál ugyan mérsékeltebb ütemben, de tovább emelkedett. Az ágazatok közül az átlagosnál nagyobb a várható kereslethez képest kapacitásfelesleget jelzők aránya a kohászatban és a fémfeldolgozásban, valamint a gépiparban, az építőanyag ipar adatai pedig kapacitászerkezeti problémákra utalnak. A termelést korlátozó tényezők közül összességében továbbra is meghatározó a kereslethiány, míg a kapacitáshiány jelentéktelen korlátozó tényezőnek bizonyul.

## 3. Versenyképesség

Az év második negyedévében folytatódott az elmúlt év folyamán bekövetkezett, jelentős mértékű reálleértékelődés visszafordulásának tendenciája, de a reálárfolyam mutatók még mindig leértékeltetebbek, mint az orosz válság kitörése előtti, 1998. második negyedévi szint volt. Előző jelentésünkhöz hasonlóan a reál effektív árfolyamindex alakulása mellett a sávon belüli árfolyam-ingadozás és a keresztárfolyam változások hatását kiszűrő mutatók alakulását is bemutatjuk. A Kormány és az MNB az árfolyampálya meghirdetése során nem veszi figyelembe a várható sávon belüli ingadozás és a keresztárfolyam változás hatását, legfeljebb ex post alkalmazkodhat a reál effektív ár-

<sup>1</sup> A Kopint-Datorg felmérésében a Magyarországon is termelő nagy multinacionális cégek – néhány kivételtől eltekintve – nem vesznek részt.

folyam keresztárfolyam változás miatt bekövetkező módosuláshoz. Így ezek a mutatók jobban tükrözik a gazdaságpolitika szándékát, és az árfolyam nominális horgony szerepének érvényesülését. Amennyiben a gazdaság szereplői az árfolyam sávon belüli ingadozásait és – bár ez kevésbé valószínű – a keresztárfolyamok változását átmenetinek tekintik, e mutatók képet adhatnak a versenyképesség hosszú távú trendjének alakulásáról is.

Az előző negyedév folyamataitól eltérően a forint sávon belüli elmozdulásának hatása minimális volt az indexekre (0.5%-os felértékelő hatás). Az euró dollárral szembeni második negyedévi gyengülésének hatása azonban továbbra is mintegy 1%-os felértékelő hatású volt.<sup>2</sup> A sávon belüli ingadozásoktól és a keresztárfolyam-hatásoktól megtisztított fogyasztói ár alapú reálárfolyam továbbra is stabil volt, ami azt tükrözi, hogy a gazdaságpolitika az elmúlt év végén a fejlődő piacokkal kapcsolatos válsághelyzet következtében sávon belül leértékelődő árfolyam, és a meglepésszerű dezinfláció következtében bekövetkező reálleértékelődés ellenére sem módosított az árfolyampályán.

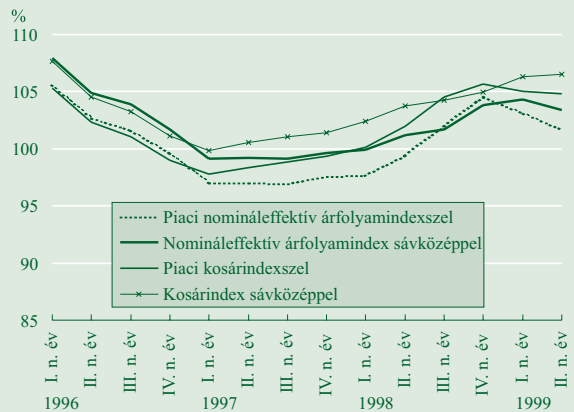
A jórészt csak kereskedelemképes termékeket tartalmazó feldolgozóipari árindexen alapuló reálárfolyam a keresztárfolyam és sávon belüli árfolyam-ingadozás hatásaitól megtisztítva továbbra is stabilan reálleértékelődő trendet mutatott. A sávon belüli ingadozást is tartalmazó mutatóknál azonban itt is megfigyelhetjük a fogyasztói árindexes mutatónál tapasztalt jelenséget, hogy az elmúlt év folyamán bekövetkezett reálleértékelődés korrigálódni látszik. A különböző régiókkal szembeni versenyképességünk alakulását elemezve elmondható, hogy az év eleje óta reálfelértékelődés következett be a fejlett országokkal és a kelet-közép európai országokkal szemben (előző év decembere óta mintegy 5%), a javuló gazdasági kilátások következtében erősödő ázsiai valutákkal szemben azonban a forint reálleértékelődött.<sup>3</sup> A fejlett országokkal szembeni reálfelértékelődés – mint azt az előzőekben már bemutattuk – alapvetően a forint sávon belüli ingadozásának és a keresztárfolyam-hatásnak volt köszönhető.

A fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyamok esetében az 1998 utolsó negyedéve határozott fordulópontot jelentett. Az 1997 eleje óta tartó viszonylag stabil trendszerű reálleértékelődési tendencia 1998 vége óta megfordulni látszik és enyhe reálfelértékelődésbe csapott át. Ez azonban az ár alapú reálárfolyamoknál elmondottakhoz hasonlóan jelentős mértékben a forint sávon belüli árfolyam-mozgásának és a keresztárfolyam-hatásnak volt köszönhető. A sávon belüli ingadozásoktól és a keresztárfolyam hatástól megtisztított index alapján jól látszik, hogy a mutató az utolsó két negyedévben bekövetkező enyhe reálfelértékelődéssel, csak a korábbi trendhez tért vissza. Az 1994 óta tartó trendszerű reálleértékelődés egyensúlyi folyamatnak tekinthető, hiszen a feldolgozóiparban a tőke/munka arány folyamatosan nő, így azonos tőkeegységre eső profitabilitás a külföldhöz képest növekvő termékegységre eső profitabilitással kell, hogy együtt járjon.

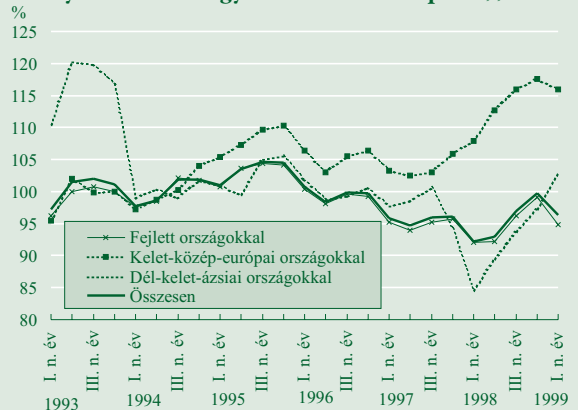
<sup>2</sup> Az EURO/USD keresztárfolyam mozgása azért hat a versenyképességre, mert az árfolyampályánál alkalmazott devizakosár nagyobb arányban tartalmaz dollárt mint az a külkereskedelem effektív szerkezete alapján adódna. Emiatt az euró gyengülése a hivatalos leértékelési ütemhez képest effektív értelemben felértékelő hatású, míg euró erősödés esetén mindez fordítottan igaz.

<sup>3</sup> Szélesebb országcsoportra vonatkozóan csak 1999 első negyedévéig áll rendelkezésre adatunk.

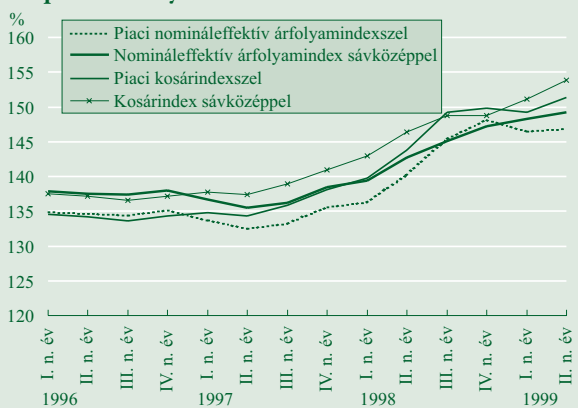
#### A feldolgozóipar belföldi értékesítési árindexén alapuló reálárfolyam alakulása



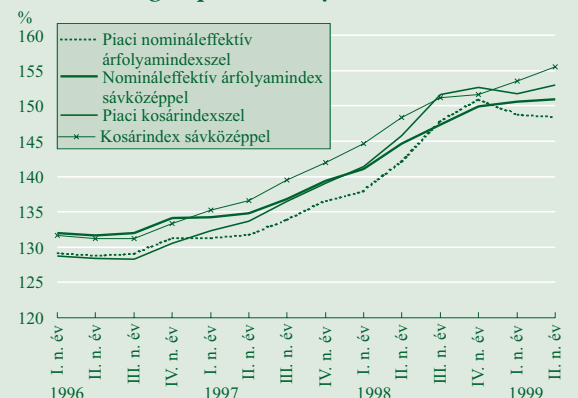
#### Különböző régiókkal szembeni reálleértékelődés fogyasztói árindexen alapú 1994 = 100 %



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

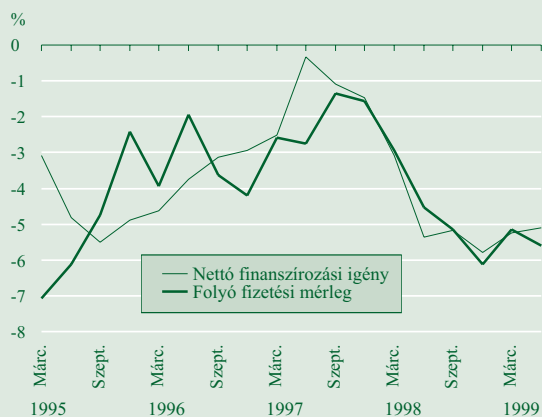


#### A bruttó kibocsátással számított fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása



# V. A külső egyensúly

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



## 1. A nettó megtakarítói pozíció

A folyó fizetési mérleg a gazdaság megtakarítási és beruházási egyensúlyának mutatója. A megtakarítási-beruházási egyensúly egy „elméleti” folyó fizetési mérleget határoz meg, *egyenlegét* a nemzetközi szóhasználatnak megfelelően *nettó finanszírozási kapacitásnak/szükségletnek*<sup>1</sup> nevezzük. Ez a mutató a fizetési mérleg statisztika alapján aktuálisan kimutatottól eltér,<sup>2</sup> de jobban tükrözi a gazdasági szereplők viselkedésének a külső egyensúlyi pozíció jövőbeli alakulását meghatározó változásait.

Az év első két negyedéve alapján megállapítható, hogy a gazdaság egyensúlyi helyzetének tavalyi évre jellemző gyorsan romló folyamata lelassult. A *külföldi finanszírozási igény* – a GDP százalékában mérve – 1999 második negyedévében az előző negyedévhez képest tovább csökkent és tavalyi év azonos időszakának szintjén van.

A kedvezőbb első félévi helyzet annak köszönhető, hogy a magánszektor finanszírozási igénye az előző év azonos időszakát jellemző mértéknél visszafogottabb volt és ez részben ellentételezte a magasabb állami finanszírozási igényt. Az államháztartás első negyedévi extra pozícióromlása növelte a magánszférára, és azon belül is elsősorban a vállalatok saját forrásait, de a magánszektor a többletforrások ellenére sem változtatta meg beruházási, illetve fogyasztási terveit, hanem növelte nettó megtakarításait (finanszírozási kapacitását). A második negyedévre mérseküldött a magánszektor nettó megtakarítása, de az államháztartás finanszírozási igénye csökkent.

<sup>1</sup> Az előző inflációs jelentésünknek megfelelően, de más korábbi MNB publikációtól eltérően a gazdasági szereplők pozícióját operacionális, azaz infláció-szűrt szemléletben adjuk meg, ami könnyebben értelmezhető összefüggésben áll a pozícióváltozásokat meghatározó reálgazdasági döntésekkel. Ez azt jelenti, hogy míg korábban a nettó pénzügyi vagyon inflációs értékvesztése miatti kompenzációt jövedelemként illetve folyó megtakarításként számoltuk el, ebben az elszámolásban csak a kamatok inflációs kompenzáció feletti részét tekintjük jövedelemnek, illetve a pénzügyi vagyon inflációs értékmegezőrés feletti részét megtakarításnak.

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

A háztartások finanszírozási kapacitásának csökkenését elsősorban az okozta, hogy a lakosság a pénzügyi befektetések felől a reálfelvetések felé fordult; így pénzügyi megtakarításaik növekedése lecsökkent, miközben az ingatlanpiacon egy erőteljes keresleti hatás volt tapasztalható. A megtakarítási formák közötti éles váltásnak alapvetően szabályozási okai voltak, aminek az is a következménye, hogy a lakosság tavaly elhalasztott és az idén bepótolt felhalmozási kiadásai a tavalyi nettó megtakarítói pozíciót és fizetési mérleget javították, az ideit pedig rontják.

A vállalkozások jövedelmezőségének alakulását negyedévenként – részletesebb statisztikai információk hiányában – nehéz megítélni. A rendelkezésre álló közvetett adatok alapján az valószínűsíthető, hogy finanszírozási igényük az első negyedévhez képest nőtt, azonban még így is jóval elmaradt az 1998-as év azonos időszakának (GDP arányos) szintjétől. Ennek kettős oka volt:

- A vállalatok rendelkezésre álló jövedelme az előző évet meghaladó volt. Nőtt a termelékenység és a pénzügyi szabályok változásai (adók-támogatások, társadalombiztosítás) segítettek a vállalati jövedelmezőség javulását. A külföldiek profitkivonása kisebb volt a tavalyinál, ami a külföldi befektetői bizalom megerősödésére is utal. Ez a visszaforgatott profit növelte a vállalatok bruttó megtakarításait.
- A rendelkezésre álló források növekedése ellenére a vállalatok beruházási aktivitása, bár továbbra is a GDP növekedési ütemét meghaladó mértékben bővült,<sup>3</sup> nem érte el a tavalyi évre jellemző, kiugróan magas értéket. Ebben szerepe lehetett annak, hogy az első hónapokban a külpiac növekedésére vonatkozó jelzések nem voltak határozottak, a tőzsdei árfolyamok továbbra is ingadoztak, továbbá az ország egyes körzeteiben az árvíz fékezte a fejlesztési lehetőséget/kedvet.

A vállalatok helyzetére és várakozásaira utaló konjunktúra tesztek alapján ellentmondásos a kép, és polarizálódás tapasztalható mind a növekedési kilátások, mind a jövedelmezőség terén. Mindezek mellett a felgyorsult belföldi fogyasztási kereslet, a globális gazdasági élénkülést valószínűsítő külföldi hírek a vállalati termelési lehetőségek növelésére utalnak. A vállalatok GDP arányos jövedelmezőségének javulására azonban az év végéig nem számíthatunk, mivel a visszaforgatott profit átmeneti forrásnövelő hatása nem tekinthető tartósnak,<sup>4</sup> az év egészében közelítheti az 1998-ashoz hasonló nagyságrendet a profit repatriálása. Az előző év második felét jellemző árfolyamhatás, ami a nettó exportőr vállalatoknál profitnövelő volt, idén nem mutatkozik, mivel a tavalyi, második félévet átmenetileg jellemző reál-leértékelődéssel szemben idén a forint kis mértékű felértékelődése tapasztalható. A gazdasági fellendülés természetes velejárója ugyanakkor a vállalkozói finanszírozási igény növekedése. Mivel az ezt ellentételező lakossági finanszírozási kapacitás tartós növekedése biztonsággal nem valószínűsíthető, ezért a növekedés gyorsulása esetén a külső egyensúlyi pozíció romlását az államháztartás keresleti hatásának mérséklésével lehet elérni.

<sup>3</sup> E megállapításban a beruházásban nem szerepel az ingatlaneladások beruházási kiadásokat mérséklő hatása (negatív beruházás).

<sup>4</sup> Az osztlék kivétele azonban nem mutat egyenletes szezonális képet, ezért ennek hatását nem tudjuk kiszűrni.

#### Inflációsúrt megtakarítások és felhalmozások nemzetgazdasági szektoronként a GDP százalékában\*

	1997. év	1998. I.n.év	1998. II.n.év	1998. év	1999. I.n.év	1999. II.n.év
<b>Bruttó hazai termék</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
+fizetési mérleg nettó jövedelemátutalások	-3,1	-3,2	-5,4	-4,0	-2,1	-4,0
+viszonylatlan átutalások	2,2	1,8	2,1	2,2	1,6	1,8
<b>Rendelkezésre álló jövedelem</b>	<b>99,1</b>	<b>98,6</b>	<b>96,8</b>	<b>98,1</b>	<b>99,5</b>	<b>97,8</b>
-háztartások	70,4	76,3	69,7	70,9	76,2	70,8
-vállalkozások	13,0	10,4	12,3	13,4	13,4	12,8
-államháztartás	15,6	12,0	14,7	13,8	10,0	14,3
<b>Nemzetgazdaság végső fogyasztása</b>	<b>72,6</b>	<b>80,0</b>	<b>71,4</b>	<b>72,9</b>	<b>79,3</b>	<b>73,3</b>
-háztartások fogyasztása	62,0	68,8	60,6	62,1	67,4	61,5
-közösségi fogyasztás	10,5	11,2	10,8	10,8	11,8	11,8
<b>Bruttó megtakarítás**</b>	<b>26,5</b>	<b>18,6</b>	<b>25,4</b>	<b>25,2</b>	<b>20,3</b>	<b>24,6</b>
-háztartások megtakarítása	8,4	7,5	9,2	8,7	8,7	9,3
-vállalati megtakarítás	13,0	10,4	12,3	13,4	13,4	12,8
-államháztartás megtakarítása	5,1	0,8	3,9	3,0	-1,9	2,5
<b>Nettó tőketranszfer</b>						
-háztartások	0,5	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,1
-vállalat	1,1	1,0	0,9	1,2	0,9	1,4
-államháztartás	-1,6	-1,2	-1,0	-1,4	-1,0	-1,3
<b>Felhalmozások</b>	<b>27,4</b>	<b>22,4</b>	<b>30,6</b>	<b>29,2</b>	<b>25,1</b>	<b>29,9</b>
-háztartások beruházása	4,8	4,9	4,1	4,2	4,9	6,7
-vállalati beruházás és készletfelhalmozás	18,7	14,7	22,6	21,2	17,8	19,9
-államháztartás beruházása	3,9	2,8	3,9	3,9	2,4	3,2
<b>Nettó megtakarítás</b>	<b>-0,9</b>	<b>-3,7</b>	<b>-5,2</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-5,3</b>
Háztartások megtakarítása	4,1	2,8	5,2	4,8	3,9	2,5
Vállalati megtakarítás	-4,6	-3,3	-9,3	-6,5	-3,5	-5,8
Államháztartás megtakarítása	-0,4	-3,2	-1,1	-2,2	-5,3	-2,1

Megjegyzés: MNB becslés.

A korábban közöltékhez képest az adatok visszamenőlegesen is változtak, mivel becsléseink szerint az időközben megismert legújabb információk a jövedelemeloszlási és felhasználási arányokra hatással vannak.

Kerekítésből eredően a részek összesen a táblában szereplő összesentől eltérhet.

\* A mutatók eredményisméletelet közelítőek. A megtakarítások nem tartalmazzák a lakossági betét és hitelállományokon az árfolyamváltozásból eredő forinthatásokat. Az államháztartás egyenlegében (GFS szemléletű hiány – privatizáció) a kamatkidadások eredményisméleteletűek.

\*\* 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 viszonzatlan átutalások (fizetési mérleg szerinti) egyenlegének összegét.

A második negyedévben az *államháztartás* operacionális hiánya csökkent, közelíti az év egészére várt értéket. Az előző év azonos időszakánál azonban még mindig rosszabb. Fontos ezért, hogy a költségvetési törvényben előírt deficit követelmény megvalósuljon és az év hátralevő részeiben a költségvetés lényegesen kisebb külső finanszírozási igényt generáljon.

## 2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása

A folyó fizetési mérleg alakulását meghatározó külső-belső tényezők 1999 második negyedévében nem változtak lényegesen az első negyedévhez képest. Jugoszlávia ezen időszakra eső bombázása a szolgáltatás-külkereskedelmet (szállítás, turizmus) ugyan érintette, de ennek hatásai a korábbi, túlzónak bizonyult becslésekkel szemben mindeddig kezelhető keretek között maradtak. Így a félév folyamán a folyó fizetési mérleg adatainak alakulására a szokásos szezonális eltéréseken túli rendkívüli komponensek nem hatottak. A folyó fizetési mérleg 1,2 milliárd dollárt kis mértékben meghaladó hiánnyal zárt 1999 első hat hónapjában. Ez nagyjából megfelelt az előzetes várakozásoknak, az 1998. évi deficitet<sup>5</sup> pedig mintegy 300 millió dollárral múlta felül.

A folyó fizetési mérleg hiánya a szezonális kiigazításból nyert trend alapján a második negyedévben is az első negyedévhez képest az előző negyedévben megfigyeltekhez hasonlóan enyhén romlott. A félév egészében a növekvő hiány három tényező együttes, várakozásaink szerint az év első felére koncentrálódó, hatását tükrözi. Ezek közül az első az orosz válság, amely 1998 első félévében még csak mérsékelten éreztette hatását. A másik két tényező a CEFTA-országokban a múlt év folyamán kibontakozott recesszió illetve az Európai Unió-beli konjunktúra lassulása. Ezen hatások az év második felében részben megszűnnek (a CEFTA-országok egy részében már tapasztalható élénkülés), részben pedig mérséklődnek, így várakozásaink szerint további egyenlegrontó hatásukkal nem vagy csökkenő mértékben kell számolni.

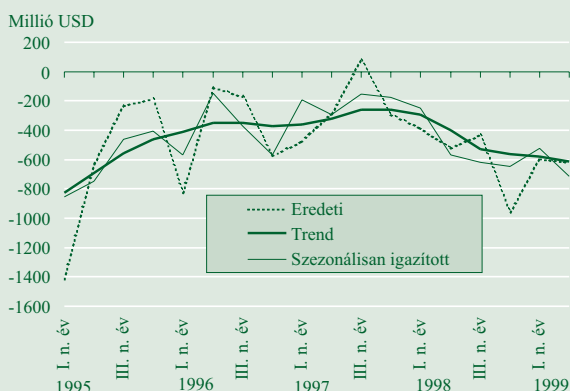
A folyó fizetési mérleg hiányát mindkét negyedévben fedezte az ún. nem-adóssággépző nettó tőkebeáramlás (a közvetlen tőkebefektetéseken belül a nettó külföldi részvény- illetve tulajdonosi részesedés-szerzés, továbbá a portfólió befektetéseken belüli nettó külföldi részvényvásárlás). A félév egészében az 1,2 milliárd USD-s folyó fizetési mérleg hiánnyal szemben a nem-adósság jellegű finanszírozás 1,6 milliárd USD-t ért el. 1998 első félévében a választások évében általában tapasztalható bizonytalanságok miatt a második negyedévben a részvénycsatornán nettó kiáramlás volt megfigyelhető, és külföldi működőtőke beáramlás is alacsony volt, így a nem adósság generáló tőkebeáramlás nem fedezte a folyó mérleg hiányt. 1998-hoz képest vál-

<sup>5</sup> Itt hívjuk fel a figyelmet, hogy 1999-től a nem-rezidensek nem-konvertibilis folyószámláján történt jóváírások már nem az idegenforgalom kiadási oldalán, hanem az importnál vannak elszámolva. Hogy az 1998-as adatokkal való összehasonlíthatóságot biztosítsuk, visszamenőleg elvégeztük ezt a korrekciót a múlt évre is. Így természetesen a korábbi publikációkban napvilágot látott számok az import valamint az idegenforgalom kiadási adatait tekintve változtak. A folyó fizetési mérleg egyenlegét a változás nem érinti, hiszen csak annak összetevői közötti átrendezést jelent.

A folyó fizetési mérleg legfontosabb tételei

	1998. I.n.év	1998. II.n.év	1998. I.félév	1999. I.n.év	1999. I.n.év	1999. I.félév
<b>I. Áruk</b>	<b>-373</b>	<b>-456</b>	<b>-830</b>	<b>-517</b>	<b>-529</b>	<b>-1 046</b>
Bevétel (export)	4740	5044	9784	5217	5064	10 282
Kiadás (import)	5114	5500	10614	5735	5593	11 328
<b>2. Szolgáltatások</b>	<b>126</b>	<b>304</b>	<b>429</b>	<b>-31</b>	<b>166</b>	<b>135</b>
Idegenforgalom, egyenleg	251	414	664	230	394	624
Egyéb szolgáltatások, egyenleg	-125	-110	-235	-261	-228	-489
<b>3. Jövedelmek</b>	<b>-321</b>	<b>-624</b>	<b>-945</b>	<b>-234</b>	<b>-475</b>	<b>-709</b>
Adóssághoz kapcsolódó egyenleg	-296	-227	-523	-236	-169	-405
Nem adóssághoz kapcsolódó egyenleg	-25	-397	-422	2	-306	-304
<b>4. Folyó átutalások</b>	<b>187</b>	<b>253</b>	<b>440</b>	<b>183</b>	<b>219</b>	<b>402</b>
<b>Folyó fizetési mérleg (1+2+3+4)</b>	<b>-382</b>	<b>-523</b>	<b>-905</b>	<b>-598</b>	<b>-619</b>	<b>-1 218</b>

A folyó fizetési mérleg alakulása



tozás az is, hogy az állampapír-csatornán lényegesen alacsonyabb a külföldi forrásbevonás.

Elsődlegesen az ÁKK külföldi kibocsátásai révén az MNB és a kormányzat nettó külső forrásbevonó volt a félév folyamán. Ennek mértékét csökkentették az MNB intervenciós devizavásárlásai, melyekre a főleg a második negyedévben tapasztalható erőteljes tőkebeáramlás következtében került sor.

A magánszektor, a második negyedévi magasabb forrásbevonása révén a finanszírozás fő forrását adja. Ez elsősorban részvénybefektetési céllal érkezett az országba, a hitelbevonás egyenlege nem jelentős. A hitelforgalomban a tavalyi évvel ellentétes tendenciák érvényesültek. Míg 1998-ban a hitelintézeti rendszer jelentős külső forrásbevonó volt, a vállalkozói szektornál nettó tőkekiáramlás volt tapasztalható. Idén ismét a közvetlen vállalati hitelfelvétel került előtérbe, miközben a hitelintézetknél nettó tőkekiáramlást figyelhetünk meg.

A közvetlen tőkebefektetések részét képező tulajdonosi hiteleknel a félév egészében ugyan még mindig tőkekiáramlás zajlik, ennek mértéke azonban csökkenő: a mintegy 200 millió USD-ből 180 millió az első negyedévet terheli. Míg a közvetlen befektetéseken belüli erőteljesebb részvényvásárlások és tulajdonszerzések a nem-rezidens befektetők hosszabb távú érdeklődését, elkötelezettségét jelzik, addig a tulajdonosi hitelek körében a lassuló kiáramlás azt sejteti, hogy a külföldi működőtőke-befektetők a rövidtávú kilátásokat illetően is kedvezőbb megítéléssel vannak Magyarországra iránt.

A korábbi évekkal ellentétben a tőkemérleg is negatív egyenleget (120 millió dolláros hiányt) mutat, mivel azonban az összes finanszírozás a folyó mérleg hiányát több mint 400 millió dollárral haladja meg, az egyenlegező hibák és kihagyások (NEO) tétel is mínuszban van.

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

A külfölddel szembeni nettó pozíció 29,4 milliárd dollárról 29,3 milliárd dollárra csökkent. Az állomány alakulását erősen befolyásolták az időszak közben bekövetkezett keresztárfolyam-változások, mindenekelőtt a dollár jelentős erősödése az euróval szemben, mivel - ceteris paribus – a pozíció változásának a folyó fizetési mérleg egyenlegével kellene megegyeznie, ami az első félévben 1,2 milliárd dolláros hiányt mutatott. A bruttó külföldi tartozásaink 45,1 milliárd USD-ről 46 milliárd USD-re nőttek, miközben a bruttó külfölddel szembeni követeléseink 15,7 milliárd USD-ről 16,7 milliárd USD-re emelkedtek.

A bruttó külföldi tartozások növekedése legnagyobb részben a külföldiek portfólió célzatú részvényvásárlásainak köszönhető, kisebb mértékben a működőtőke állománya, a külföldiek állampapírállománya és a devizában denominált külföldi adósság is emelkedett. A külfölddel szembeni bruttó követeléseket növekedésében a külföldön történt adósságjellegű befektetéseink állományának növekedése, valamint a külföld felé nyújtott tulajdonosi hitelek állományának növekedése játszott szerepet, de a nemzetközi tartalékok is nőttek.

#### A folyó fizetési mérleg finanszírozása

Millió USD

	1998. I.n.év	1998. II.n.év	1998. II.félév	1999. I.n.év	1999. II.n.év	1999. II.félév
<b>(1) Folyó fizetési mérleg hiánya</b>	<b>382</b>	<b>523</b>	<b>905</b>	<b>598</b>	<b>619</b>	<b>1218</b>
<b>(2) Összes finanszírozás</b>	<b>311</b>	<b>231</b>	<b>542</b>	<b>803</b>	<b>840</b>	<b>1644</b>
– nem-adósság jellegű (=2b.2+2c.1)	805	-49	756	647	962	1610
– adósság jellegű (=2a+2b.1+2c.2)	-494	280	-214	156	-122	34
(2a) MNB és kormányzat	-1298	-53	-1351	301	13	315
(2a.1) Hitelforgalom	-31	105	74	186	716	902
– ebből állampapírok	621	579	1199	79	81	160
(2a.2) Nemzetközi tartalékok	-1267	-158	-1425	116	-703	-587
(2b) Magánszektor	1280	-247	1033	221	550	771
(2b.1) Hitelforgalom	836	-19	817	36	-123	-88
– Hitelintézetek	930	264	1193	9	-191	-182
– Vállalkozói szektor	-93	-283	-376	27	67	94
(2b.2) Részvényforgalom	443	-228	216	185	674	859
– Hitelintézetek	-1	-10	-10	-8	2	-6
– Vállalkozói szektor	444	-218	226	193	672	865
(2c) Közvetlen tőkebefektetések	329	531	860	282	277	558
(2c.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	362	179	540	462	289	751
(2c.2) Tulajdonosi hitelek	-32	352	320	-180	-12	-193
<b>(3) Tőkemérleg</b>	<b>43</b>	<b>61</b>	<b>104</b>	<b>-12</b>	<b>-127</b>	<b>-139</b>
<b>NEO (=1-2-3)</b>	<b>28</b>	<b>231</b>	<b>259</b>	<b>-193</b>	<b>-94</b>	<b>-287</b>

#### A külföldi tartozás- és követelésállomány

Milliárd USD

	1998. dec.	1999. jún.	Változás
<b>(1) Bruttó külföldi tartozás (=1a+...+1d)</b>	<b>45,1</b>	<b>46,0</b>	<b>1,0</b>
(1a) Devizában denominált külföldi adósság	23,2	23,3	0,1
– Portfólió adósság	11,0	11,4	0,5
– Egyéb adósság	12,3	11,9	-0,4
(1b) Forintban denominált külföldi adósság	1,3	1,3	0,1
(1c) Közvetlen külföldi tőkebefektetések Mo-n	18,3	18,4	0,1
– Részvény és tulajdonosi részesedés	16,0	15,8	-0,1
– Tulajdonosi hitelek	2,3	2,5	0,3
(1d) Külföldiek TMP* befektetései Mo-n	2,3	3,1	0,7
<b>(2) Bruttó külföldi követelések (=2a+...+2d)</b>	<b>15,7</b>	<b>16,7</b>	<b>1,1</b>
(2a) Külföld Mo-gal szembeni adóssága	4,9	5,6	0,7
– Portfólió adósság	0,2	0,6	0,4
– Egyéb adósság	4,7	5,0	0,3
(2b) Nemzetközi tartalékok	9,3	9,4	0,0
(2c) Mo. közvetlen tőkebefektetései külföldön	1,3	1,6	0,4
– Részvény és tulajdonosi részesedés	1,2	1,2	0,1
– Tulajdonosi hitelek	0,1	0,4	0,3
(2d) Mo. TMP* befektetései külföldön	0,1	0,1	0,0
<b>Nettó külföldi tartozás (=1-2)</b>	<b>29,4</b>	<b>29,3</b>	<b>-0,1</b>
<b>Devizában denom. nettó külf. adósság (=1a-2a-2b)</b>	<b>8,9</b>	<b>8,3</b>	<b>-0,7</b>

\* TMP: tulajdonviszonyt megtestesítő portfólió.



## A devizában denominált külföldi adósság szektorok szerint

	1998. december		1999. június		Változás	
	milliárd USD	%	milliárd USD	%	milliárd USD	%
<b>(1) Bruttó külföldi adósság (=1a+1b)</b>	<b>23,2</b>	<b>100,0</b>	<b>23,3</b>	<b>100,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>
(1a) MNB és Kormányzat	13,1	56,6	13,3	57,1	0,1	1,1
MNB	11,7	50,3	10,2	43,9	-1,5	-12,6
Kormányzat	1,5	6,3	3,1	13,2	1,6	109,7
(1b) Magánszektor	10,1	43,4	10,0	42,9	-0,1	-0,7
Hitelintézetek	5,5	23,5	5,2	22,3	-0,3	-4,8
Vállalkozói szektor	4,6	19,8	4,8	20,6	0,2	4,1
<b>(2) Nettó külföldi adósság (=2a+2b)</b>	<b>8,9</b>	<b>100,0</b>	<b>8,3</b>	<b>100,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-7,3</b>
2a) MNB és Kormányzat	3,3	36,6	3,1	37,2	-0,2	-5,8
MNB	2,3	25,8	0,5	5,8	-1,8	-79,3
Kormányzat	1,0	10,8	2,6	31,5	1,6	169,9
(2b) Magánszektor	5,7	63,4	5,2	62,8	-0,5	-8,3
Hitelintézetek	2,2	24,2	1,8	21,8	-0,4	-16,6
Vállalkozói szektor	3,5	39,2	3,4	41,0	-0,1	-3,1

A devizában denominált bruttó külföldi adósság a fél évvel ezelőtti 23,2 milliárd USD helyett idén június végén 23,3 milliárd USD-n állt. Az állomány megközelítőlegesen szinten maradása a keresztárfolyam-változások 1,7 milliárd USD-s csökkentő hatása mellett következett be. A külfölddel szemben devizában fennálló nettó adósság 8,9 milliárd USD-ről 8,3 milliárd USD-re csökkent. A keresztárfolyam-változások hatása a csökkenésből csaknem 1 milliárd USD, vagyis a tranzakciók és árváltozások önmagukban a nettó külföldi adósság növekedése irányában hatottak volna.

Szektorok szerint részletezve a devizában denominált külföldi adósságállományt, komolyabb átrendeződésről nem beszélhetünk, illetve az egyetlen jelentősebb változás a korábbi évek elszámolási módjának megváltozásához köthető.<sup>6</sup> Mivel ez a magánszektor külföldi adósságát nem érinti, az az év elejéhez hasonlóan a bruttó külföldi adósságnak továbbra is mintegy 43, a nettó külföldi adósságnak pedig 63%-át adja.

<sup>6</sup> 1999-től a kormányzat (az ÁKK) a szuverén hitelfelvevő, vagyis közvetlenül a kormányzat könyveiben jelennek meg az újonnan felvett hitelek. Tulajdonképpen eddig is minden külfölddel szembeni devizaadósság végső soron az állam adóssága volt, csakhogy a hiteleket az MNB vette fel, majd teljesen azonos feltételű és azonos összegű devizahitelt nyújtott a kormányzatnak. A külfölddel szembeni adósság tehát az MNB-nél került kimutatásra. Ezen a gyakorlaton változtatott az 1999-től hatályos módosítás.