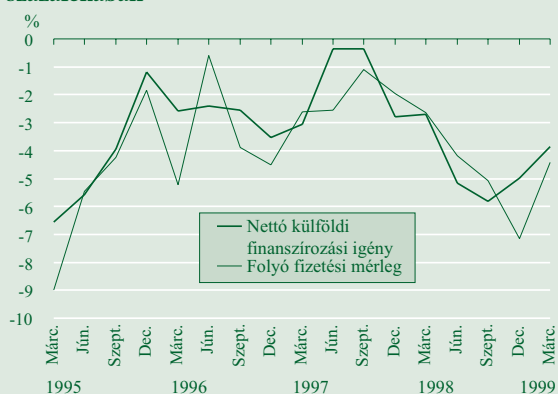


V. A külső egyensúly

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/szükségletnek¹ nevezzük. Ez a mutató a fizetésimérleg-statisztika alapján aktuálisan kimutatottól eltér,² de jobban tükrözi a gazdasági szereplők viselkedésének a külső egyensúlyi pozíció jövőbeli alakulását meghatározó változásait.

A gazdaság külföldi finanszírozási igénye 1999 első negyedében megegyezett az előző év első negyedévi szinttel. Figyelembe véve, hogy a külső egyensúlyi pozíció romlása tavaly a második negyedévtől vált jelentőssé, a külföldi finanszírozási igény ideai alakulása az egyensúlyi pozíció stabilizálódását mutatja. Ez elsősorban a magánszektorban köszönhető, ahol a finanszírozási igény csökkent, míg az államháztartás pozíciója jelentősen romlott.

E pozíciók alakulását azonban számos olyan egyedi tényező is meghatározta, amelyek folytatódására az év folyamán nem lehet számítani, így éves szinten a külső finanszírozási igény szektoronkénti összetétele lényegesen eltér majd az átmeneti hatásoktól terhelt első negyedévitől. Az első negyedév folyamatai alapján annyit állapíthatunk meg, hogy a magángazdaság növekedésének alacsonyabb üteme miatt a külső forrásigény növekedése is mérséklődött. A vállalkozói finanszírozási igény növekedése a gazdasági növekedés természetes velejárója, és a lakosság

¹ Az előző inflációs jelentésünknek megfelelően, de más korábbi MNB-publikációtól eltérően a gazdasági szereplők pozícióját *operacionális, azaz inflációszűrt 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.

² A publikált és az elméleti folyó fizetési mérleg közötti eltérés abból származik, hogy a magyar fizetésimérleg-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 ártérítékelődésnek 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 eredménysszemléletű 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.

finanszírozási kapacitásának tartós növekedésére nem számíthatunk. Ezért a növekedés gyorsulása esetén a külső egyensúlyi pozíció romlását csak az állam megtakarítói pozíciójának javításával lehetne megállítani.

Az államháztartás nettó finanszírozási igénye az első negyedévben lényegesen rosszabb volt (–6,9%), mint a költségvetésben év végére előirányzott pozíció (–2.2%-os GDP arányos operacionális egyenleg).³

A költségvetési törvényben előírt deficitkövetelmény betartása biztosítaná, hogy a az év hátralévő negyedéveiben a költségvetés lényegesen kisebb külső finanszírozási igényt generáljon, és az év egészét tekintve a tavalyihoz hasonló forrásbevonást igényeljen az államháztartás finanszírozása.

Az államháztartás első negyedévi extra pozícióromlása a magánszféránál és azon belül is elsősorban a vállalkozásoknál többletforrásként jelentkezett. Az államháztartás pozícióromlásának átmeneti jellegét tükrözi, hogy a magánszektor a többletforrások hatására nem változtatott beruházási, illetve fogyasztási tervein, hanem nettó megtakarításait növelte. Így a jövedelemtulajdonosok közötti átrendeződés a külső egyensúlyi pozíciót nem befolyásolta.

A vállalkozások helyzetére az is hatással volt, hogy az 1999 I. negyedévében nem került sor profit repatriálására, és ez a visszaforgatott profit a vállalatok bruttó megtakarításait növelte. Ezt az átmeneti forrásnövekedést sem tekinthetjük tartósnak,⁴ a tavalyi év javuló vállalati jövedelmezőségét figyelembe véve az év egészét tekintve legalább az 1998-ashoz hasonló nagyságrendű profitrepatriálásra számíthatunk.

A vállalati szektor jövedelmezőségének alakulását nehéz megítélni, mivel azt több átmeneti tényező is befolyásolta (az államtól származó extraforrások és a profitrepatriálás elmaradása). Az év végéig a GDP arányos jövedelmezőség romlására számíthatunk, mivel a forint tavalyi, átmeneti reálleértékelődése által a nettó exportőr vállalatoknál keletkezett többletprofitok az idei évben már előre láthatóan nem keletkeznek. Az értékesítési lehetőségek vártnál rosszabb alakulása, ha a vállalkozások nem teljes mértékben igazítják hozzá folyó költségeiket, szintén kedvezőtlenül érintheti a jövedelmezőséget.

A beruházási aktivitás továbbra is a GDP növekedését meghaladó mértékben bővült, bár mértéke elmaradt a tavalyi évre jellemző, kiugróan magas szinttől. A kapacitás-kihasználtság csökkenése és a jövedelmezőség várható romlása nem valószínűsíti a beruházási kereslet további élénkülését, bár az aggregált számok alakulása nem tükrözi, hogy a nemzetgazdaság ágazatainak jövedelmi és piaci helyzete eltérő. Az év hátralévő részében a konjunktúrára kevésbé érzékeny szektorokban számíthatunk a beruházási kereslet további növekedésére.

A háztartások finanszírozási kapacitása az előző év I. negyedévéhez képest a GDP közel 2%-ával emelkedett. Ebben szerepe volt az 1998. évi nyugdíjreform megtakarításokat átrendező hatásának, de hozzájárult a fogyasztásnak a reáljövedelmeknél ala-

Inflációsúrt megtakarítások és felhalmozások nemzetgazdasági szektoronként a GDP százaléklában*

	1997. I.n.év	1997. év	1998. I.n.év	1998. év	1999. I.n.év
Bruttó hazai termék	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
+fizetési mérleg nettó jövedelemátutalások	–3,2	–3,1	–3,3	–4,0	–2,2
+viszonylatlan átutalások	1,0	2,2	1,9	2,1	1,7
Rendelkezésre álló jövedelem	97,7	99,1	98,6	98,1	99,5
–háztartások	78,6	70,2	77,5	70,2	79,4
–államháztartás	1,7	13,2	8,4	14,6	10,4
–vállalkozások	17,4	15,6	12,7	13,3	9,7
Nemzetgazdaság végső fogyasztása	81,7	72,6	80,9	72,2	81,0
–háztartások fogyasztása	69,0	62,0	68,4	61,8	68,3
–közösségi fogyasztás	12,7	10,5	12,4	10,3	12,7
Bruttó megtakarítás**	16,0	26,5	17,7	26,0	18,5
–háztartások megtakarítása	9,6	8,2	9,1	8,3	11,1
–államháztartás megtakarítása	1,7	13,2	8,4	14,6	10,4
–vállalati megtakarítás	4,7	5,1	0,2	3,0	–3,0
Nettó töketranszfer					
–háztartások	0,5	0,5	0,4	0,2	0,4
–államháztartás	1,0	1,1	0,8	1,2	0,8
–vállalat	–1,5	–1,6	–1,2	–1,4	–1,2
Felhalmozások	22,5	27,9	22,3	30,4	23,1
–háztartások beruházása	7,3	4,8	6,3	3,9	6,5
–államháztartás beruházása	12,2	19,2	13,0	22,7	13,9
–vállalati beruházás és készletfelhalmozás	3,0	3,9	2,9	3,8	2,7
Nettó megtakarítás	–6,5	–1,4	–4,5	–4,4	–4,6
Háztartások megtakarítása	2,8	3,9	3,1	4,6	5,0
Államháztartás megtakarítása	–9,4	–4,9	–3,7	–6,8	–2,7
Vállalati megtakarítás	0,2	–0,4	–3,9	–2,2	–6,9

Megjegyzés: Kerekítésből eredően a részek összesenje a táblában szereplő összesentől el térhet. KSH tény (nemzetgazdaság és háztartás 1995-ig), illetve MNB-becslés.

* A mutatók eredmény szemléletet közelítők. A megtakarítások nem tartalmazzák a lakossági betét- és hitelállományokon az árfolyamváltozásból eredő forinthatásokat. Az államháztartás egyenlegében (GFS szemléletű hiány – privatizáció) a kamatkiadások eredmény szemléletűek.

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

³ Az államháztartás pozíciója (GFS mínusz privatizációs bevétel) pénzforgalmi szemléletű. Ez azt jelenti, hogy a negyedévek között – különösen az évfordulók körül – áthúzódások, éves korrekciós hatások erőteljesebb mértékben kilendíthetik a szezonálisan jellemző értékeket.

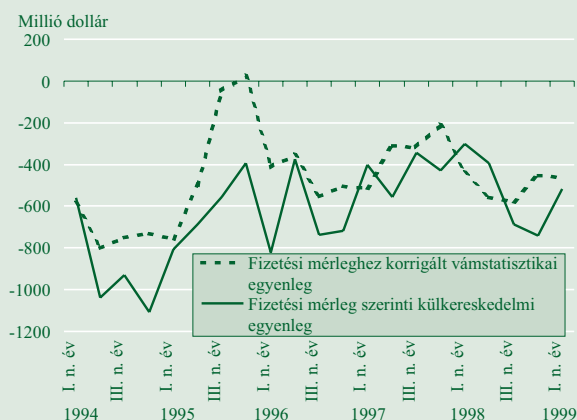
⁴ Az osztlék kivétele azonban nem mutat egyenletes szezonális képet, ezért ennek hatását nem tudjuk kiszűrni.

csonyabb növekedése is.⁵ A lakásberuházás meginduló lendülete ellenére az első negyedévben még nem növelte jelentősen a háztartások keresletét, az év egészét tekintve azonban többlet finanszírozási igényt generálhat. Az év egészét tekintve nem várjuk, hogy az első negyedévre jellemző magas pénzügyi megtakarítási ráta fennmaradjon, legalább a jövedelmek bővülésével arányos lakossági kereslet növekedésre számítunk.

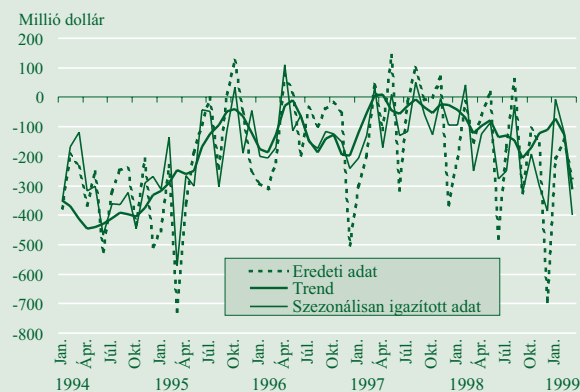
2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása

A folyó fizetési mérleg első negyedévi csaknem 600 millió dolláros deficitje az áru- és szolgáltatásforgalom együttesen mintegy 550 millió dolláros, a jövedelemátutalások 235 millió dolláros hiánya, valamint a folyó átutalások közel 200 millió dollárnyi többlete révén alakult ki. A szezonálisan kiigazított adatok alapján látható, hogy mind a fizetési mérleg hiánya, mind az áruforgalom egyenlege kedvezőbb, mint a megelőző két negyedévé. Ezzel szemben a szolgáltatások egyenlege az elmúlt negyedévekhez hasonlóan romlott, annak ellenére, hogy az idegenforgalmi egyenleg ebben a negyedévben mind a négy előző negyedévnél jobb képet mutatott. A jövedelmeknél enyhe javulás mutatkozott, miközben a folyó átutalások esetében gyakorlatilag nem történt változás.

A vámstatisztika- és a fizetésimérleg-alapú kereskedelmi mérleg



A folyó fizetési mérleg alakulása



Miért tér el a vámstatisztika- és a fizetésimérleg-alapú kereskedelmi mérleg?

A folyó fizetési mérleg szerinti külkereskedelem eltér attól, amit a vámstatisztika alapján láthattunk. A fizetési mérleg szerinti export 5217 millió dollár, a vámstatisztikai export 5714 millió dollár volt, az import ugyan ebben a felbontásban 5735 millió dollárt és 6348 millió dollárt tett ki. A fizetési mérleg szerinti áruforgalmi hiány 517 millió dollár volt az első negyedévben, míg a vámstatisztika alapján 634 millió dolláros hiány volt. A kétfajta kimutatás közötti eltérés döntő részben a fizetések és az áruforgalom eltérő időben történő megvalósulásával, valamint azzal magyarázható, hogy az aktív és passzív bér munka elszámolását és a tárgyi apportot másként kezelik. Emiatt a különböző statisztikák eltérő viselkedésének értelmezésekor az ún. fizetési mérleghez korrigált vámstatisztikai adatokra kell figyelemmel lenni. 1999 februárjában és márciusában a két statisztika szerinti (havi) egyenleg jelentős mértékű eltérést mutatott ugyan, de a havi adatok nagymértékben tükrözhetnek egyedi hatásokat, ezért az ábrán a negyedéves adatok viselkedését mutatjuk be. Megfigyelhető, hogy a negyedéves adatok nem mutatnak jelentős elnyúlást a két idősor között az utóbbi időben.

⁵ A KSH gyakorlatát követve a lakossági jövedelmek alakulásának bemutatása során nem számoltuk el jövedelemnövekedésként a nyugdíjreform következtében a magán-nyugdíjpénztárakhoz átutalt összeget. A beruházási-megtakarítási mérlegben ez a háztartások jövedelmei között szerepel, ez az első negyedévben a háztartások nettó pozícióját a GDP kb. 1%-ával javítja, az államháztartás nettó pozícióját pedig ugyanennyivel rontja. Emellett említésre méltó, hogy a lakosság nominális jövedelmeinek és inflációsúrt jövedelmeinek dinamikája egy tételben, a tulajdonosi jövedelmekben tér el jelentősen. A jelentősen csökkenő inflációs szint miatt az tőkejövedelmek inflációsúrt reálértéke gyorsabban nőtt, mint az ilyen típusú jövedelmek reálértéke, ami tükröződik a lakosságrendelésre álló jövedelmek/GDP arány emelkedésében is.

A jövedelemátutalásokat illetően a nem-adósság jellegű befektetésekhez kapcsolódó jövedelmeknél található marginális javulást nem célszerű különösebben méltatni, hiszen az első negyedévben még nem zajlanak az ezek zömét adó profittranszferrek, amelyek csak az éves mérlegek összeállítását után, májustól várhatók.

Kedvezőnek minősíthető viszont, hogy az adósság jellegű befektetésekhez kapcsolódó jövedelmek egyenlege javulást mutat, hiszen szezonálisan az első negyedév magas kamatfizetéssel szokott járni. A legjelentősebb megtakarítás az MNB-nél mutatkozik, kisebb javulást a magánszektor is elkönnyvelhetett. Ettől függetlenül jelentősebb javulásra az év folyamán a tavaly kissé megemelkedett adósságállomány miatt nem lehet számítani, a kedvezőbb piaci feltételek (kamatszint és egyéb kondíciók) miatt ugyanakkor jelentősebb romlásra sem.

A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozásában figyelemreméltó tényként értékelhető, hogy a nem adóssággeneráló finanszírozási elemek (a közvetlen befektetések keretében történő 462 millió dollárnyi részvény és tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapír-vásárlás és a portfólióbefektetéseken belüli 185 millió dollárnyi részvényvásárlás) együttesen fedezték, sőt, valamelyest meg is haladták a folyó fizetési mérleg hiányát. A tulajdonosi hitelek szálon azonban forráskiáramlás tapasztalható. Ezek alakulása (mivel viszonylag könnyen mobilizálható/likvidálható befektetésről van szó) bizonyos fokig jó indikátora a külföldi működőtőke-befektetők rövid távú várakozásainak. Ezzel ellentétben a részvényben és más tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírokban növekvő nettó beáramlás azt jelzi, hogy óvatosságuk dacára a működőtőke-befektetők hosszú távon továbbra is ígéretesnek tartják a magyar piacot (a mintegy 460 millió dollár csaknem fele két januári ügylethez köthető).

Az MNB és a kormányzat 300 millió dollár erejéig vett részt a hiány finanszírozásában. Az ÁKK februárban 500 millió eurót vont be kötvénykibocsátás útján, ugyanakkor az egyidejű törlesztések miatt a hitelforgalom adataiban végülis csak 186 millió dollár nettó hitelfelvétel mutatkozik. A külföldi befektetők óvatossága az alacsony volumenű nettó állampapír-vásárlásokban is tükröződik. A nemzetközi tartalékok szintje a tranzakciókhoz kötődően csak csekély mértékben csökkent, azt inkább keresztárfolyam-változások befolyásolták.

A magánszektor rövid távon valószínűleg szintén bizonytalanul ítélte a gazdaság alakulását az első negyedévben: a hitelforgalomban nettó forrásbevonás csak minimális mértékben tapasztalható. A külföldiek részvényvásárlási kedve azonban a helyzethez képest nyugodtan magasnak volt minősíthető, igaz, hogy a kedvezőtlennek ítélt decemberi folyó fizetési mérleg adatai csak február végén láttak napvilágot, és ezután márciusban már visszaesett a külföldi befektetők részére történő nettó részvényeladás.

A devizában denominált külföldi adósság- és követelésállomány alakulása

Az első negyedév folyamán mind a bruttó, mind a nettó külföldi adósságállomány csökkenést mutatott, csak hogy ez legnagyobb részben a keresztárfolyam-változásoknak, nevezetesen a dollár euró-valutákkal szembeni erősödésének tudható be. Az egyetlen

A folyó fizetési mérleg legfontosabb tételei

Millió USD

	1997. I.n.év	1998. I.n.év	1999. I.n.év
I. Áruk	-402	-303	-517
Bevétel (export)	4489	4740	5217
Kiadás (import)	4891	5043	5735
2. Szolgáltatások	153	55	-31
Idegenforgalom, egyenleg	159	180	230
Egyéb szolgáltatások, egyenleg	-6	-125	-261
3. Jövedelmek	-327	-321	-234
Adóssághoz kapcsolódó egyenleg	-311	-296	-236
Nem adóssághoz kapcsolódó egyenleg	-16	-25	2
4. Folyó átutalások	99	187	183
Folyó fizetési mérleg (1+2+3+4)	-477	-382	-598

A folyó fizetési mérleg finanszírozása

Millió USD

	1997. I.n.év	1998. I.n.év	1999. I.n.év
1. MNB és kormányzat	116	-1298	301
Hitelforgalom	-358	-31	186
– ebből állampapírok	101	621	79
Nemzetközi tartalékok	474	-1267	116
2. Magánszektor	-302	1280	221
Hitelforgalom	-97	836	36
Részvényfinanszírozás	-205	443	185
3. Közvetlen tőkebefektetések	455	329	282
Részvény és tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírok	353	362	462
Tulajdonosi hitelek	102	-32	-180
4. Tőkemérleg és NEO	208	71	-205
Összes finanszírozás (1+2+3+4)	477	382	598

A devizában denominált külső adósság- és követelésállomány

Milliárd USD

	1998. dec.	1999. márc.	Változás
1. Bruttó külföldi adósság (=1a+1b)	23,2	22,8	-0,4
a) Portfóliótartozások	11,0	10,7	-0,2
Közép- és hosszú lejáratú	10,9	10,1	-0,7
Rövid lejáratú	0,1	0,6	0,5
b) Egyéb tartozások	12,3	12,1	-0,2
Közép- és hosszú lejáratú	8,6	8,3	-0,2
Rövid lejáratú	3,7	3,7	0,0
2. Bruttó külföldi követelések (=2a+2b+2c)	14,3	14,4	0,1
a) Nemzetközi tartalékok	9,3	8,8	-0,5
b) Portfóliókövetelések	0,2	1,0	0,8
Közép- és hosszú lejáratú	0,2	0,2	0,0
Rövid lejáratú	0,0	0,9	0,8
c) Egyéb követelések	4,7	4,5	-0,2
Közép- és hosszú lejáratú	1,3	1,4	0,1
Rövid lejáratú	3,4	3,1	-0,3
Nettó külföldi adósság (=1-2)	8,9	8,3	-0,6

A külső adósságállomány* fő adósok szerint

	1998		1999. márc.		Változás
	milliárd USD	%	milliárd USD	%	milliárd USD
(1) Bruttó külföldi adósság (=1a+1b)	23,2	100,0	22,8	100,0	-0,4
(1a) MNB és Kormányzat	13,1	56,6	12,8	56,3	-0,3
MNB	11,7	50,3	10,9	47,9	-0,8
Kormányzat	1,5	6,3	1,9	8,4	0,4
(1b) Magánszektor	10,1	43,4	10,0	43,7	-0,1
Hitelintézetek	5,5	23,5	5,3	23,4	-0,1
Vállalkozói szektor	4,6	19,8	4,6	20,3	0,0
(2) Nettó külföldi adósság (=2a+2b)	8,9	100,0	8,3	100,0	-0,6
2a) MNB és Kormányzat	3,3	36,6	3,2	38,3	-0,1
MNB	2,3	25,8	1,8	21,3	-0,5
Kormányzat	1,0	10,8	1,4	17,0	0,5
(2b) Magánszektor	5,7	63,4	5,1	61,7	-0,5
Hitelintézetek	2,2	24,2	1,7	20,4	-0,5
Vállalkozói szektor	3,5	39,2	3,4	41,3	-0,1

* Devizában denominált, tulajdonosi hitelek nélkül.

jelentősebben megváltozott komponens a külföldiekkel szembeni derivatív ügyleteken képződött majdnem 1 milliárd dollár követelés, amely a külfölddel szembeni rövid lejáratú portfólióköveteléseknél kerül kimutatásra.

A finanszírozási résznél írtak alapján is nyilvánvaló, hogy a külföldi adósságállomány szektorok közötti megoszlása nem változott számottevően az első negyedévben. Bár ezzel az időszakkal kezdetét vette az a viszonylag hosszabb folyamat, amelynek során a nem a magánszektor terhelő külföldi adósságot a kormányzat fokozatosan átveszi az MNB-től.