



JELENTÉS
AZ INFLÁCIÓ
ALAKULÁSÁRÓL

2000.
szeptember

Készítette: a Magyar Nemzeti Bank Közgazdasági és kutatási főosztálya
Vezető: Neményi Judit
Kiadja: a Magyar Nemzeti Bank Titkársága
Kiadásért felel: Dr. Kajdi József
1850 Budapest, V., Szabadság tér 8–9.
A kiadványt szerkesztette, tördelte és az interneten megjelentette
a Magyar Nemzeti Bank Tájékoztatási osztály kiadványi csoportja
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.¹



¹ A „Jelentés az infláció alakulásáról” eddig megjelent számai elérhetők a Magyar Nemzeti Bank honlapján.

Tartalomjegyzék

ÖSSZEFOGLALÓ	7
I. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA	13
1. Az importált infláció	14
2. A fogyasztói árak változásának összetevői	16
II. MONETÁRIS FOLYAMATOK	20
1. A monetáris kondíciók, kamat- és árfolyamalakulás	20
1.1 A monetáris bázis és a konverziós forintkereslet	23
1.2 A konverziós forintkereslet és összetevői	24
2. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások	25
3. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája	27
4. Monetáris aggregátumok	28
5. A vállalati hitelkereslet alakulása	30
III. KERESLETI TÉNYEZŐK	30
1. Lakossági fogyasztás	31
2. Beruházás	32
3. Az államháztartás keresleti hatása	34
4. Külső kereslet	36
IV. KÍNÁLATI TÉNYEZŐK	41
1. A munkaerő-piaci folyamatok alakulása	41
1.1 A foglalkoztatottság alakulása	41
1.2 A munkanélküliség alakulása	42
1.3 Béalakulás	42
2. Kapacitás-kihasználtság	45
3. Versenyképesség	45
V. A KÜLSŐ EGYENSÚLY	47
1. A nettó megtakarítói pozíció	47
2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása	49
3. A nemzetközi befektetési pozíció	51

Jelentés az infláció alakulásáról

című kiadvány keretes írásai

1998

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

Hogyan mérjük az euróövezethez vett inflációs konvergenciát?	14
Az euróövezettel szembeni inflációs konvergencia termékkörönként	15
A jegybanki eszköztár változásai	23
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	26
A külső konjunktúra egyidejű jelzőszáma	39
Az MNB bérinflációs mutatójának számításáról	47

2000. szeptember

A monetáris kondíciók számításának háttére	20
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000 II. negyedévében	25

Összefoglaló

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

A fogyasztói árindex az év első felét jellemző lassú, de egyenletes csökkenés után júliusban 9,6%-ra emelkedett. Bár a fogyasztói árindex növekedését elsősorban egy egyedi sokk, a feldolgozatlan élelmiszerek árának ugrásszerű növekedése valamint közvetve a gyenge euróval párosuló emelkedő világpiaci olajár okozta, az infláció trendjének mérséklődése is megállt. Az MNB az inflációs folyamat trendjét az ún. maginflációs mutatóval próbálja mérni, ami kiszűri az idényjellegű élelmiszerek, a benzin és egyes energia- illetve regulált árak inflációra gyakorolt hatását, s ezzel próbálja közelíteni az inflációt hosszabb távon befolyásoló komponensek alakulását. Júliusban e mutató is emelkedést mutatott, mivel a gyors árnövekedés a maginfláció egyik komponensét, a sertéshús árát is érintette. Ebből azonban csak akkor következtethetnénk a negatív inflációs tendenciák tartós fennmaradására, ha azt feltételeznénk, hogy a sertéshús árak a jövőben is az elmúlt időszakban tapasztalt dinamikával nőnek tovább, vagy a húzáremelkedés tartós költségoldali nyomást okoz a többi termékénél. Mivel azonban a feldolgozatlan élelmiszerek várható áralakulása bizonytalan, a jelenleg rendelkezésre álló információk alapján biztonsággal nem ítéltető meg, hogy az infláció trendje az elmúlt időszakra jellemző csökkenést követi-e vagy megfordul.

A dezinfláció lassulásához több tényező is hozzájárult. A már említett élelmiszerek mellett más, a monetáris politika által nem befolyásolható tényezők is az árak nagyobb ütemű növekedése irányába hatottak. Az olajárak emelkedése, a dollár erősödése együttesen az importált infláció közel 14%-os növekedését eredményezte. Az euró régióhoz viszonyított inflációs differencia hosszú ideje tartó csökkenése megállt, a különbség 7,1 százalékpont körül stagnált. A magyar gazdaságnak e külső sokkokra adott reakciója tehát valamivel kedvezőtlenebb volt, mint fő kereskedelmi partnereinknél. Nálunk emellett sokkal nagyobb a veszélye annak, hogy az átmeneti, inflációt növelő tényezők tartós inerciát eredményeznek, mint a kedvezőbb inflációs tapasztalatokkal rendelkező partnerországoknál. Az inerciális hatások erősödése tetten érhető a versenyszektor béreinek magasabb dinamikájában is. Ezért az inflációs várakozások befolyásolása a jövőben is kulcskérdése lesz az inflációs konvergencia további folytatódásának.

Az árfolyam által közvetlenül fegyelmezett ipari termékek áralakulása követte a leértékelési ütem mérséklődését. Az előző évtől eltérően, a szabályozott árak alacsony emelkedése is hozzájárult az infláció mérséklődéséhez. Ezzel szemben a szolgáltatások árnövekedési ütemének csökkenése megállt, és tovább nőtt a különbség az ipari termékek és a szolgáltatások árnövekedési üteme között. Az árak gyorsabb emelkedése részben a gyorsan növekvő inputköltségekkel áll összefüggésben, amely a szolgáltatások esetében – az ebben a szektorban feltételezhetően alacsonyabb termelékenység-növekedés miatt – gyorsabban jelenik meg az értékesítési árakban,

mint az ipari termékekénél. Ugyanakkor a fogyasztói kereslet tartós bővülése is a gyorsabb árnövekedés irányába hat. A külkereskedelmi forgalomba kerülő és nem kerülő termékek átlag 5,5%-os árnövekedési ütemkülönbsége a gazdaság ciklikus pozíciójának alakulásával függ össze, ami nem veszélyezteti a kitűzött árfolyampálya fenntarthatóságát, mivel a versenyképesség további javulásával és nem romlásával járt együtt.

A GDP növekedése 2000 második negyedévében valamelyest mérséklődött, az előzetes számok szerint 5,9%-ot ért el. E növekedés elsősorban a külföldi kereslet (GDP szerinti exportnövekedés: 21%) további élénkülésének volt köszönhető, a belföldi felhasználás bővülése (3,8%) az előző negyedévinél kisebb mértékben járult hozzá a GDP növekedéséhez. A belföldi felhasználás komponensei közül a tavalyinál alacsonyabb a lakossági fogyasztás dinamikája (3,7%), miközben a felhalmozási kiadások az értékesítési lehetőségek javulása ellenére továbbra is csak visszafogottan emelkedtek (5,7%). A belföldi felhasználás visszafogott növekedése mérsékelt importigénnyel (16%-os reálnövekedés) járt együtt.

A gazdaság pályáját legnagyobb mértékben külkereskedelmi partnereink konjunkturális helyzetének javulása befolyásolta. Az Európai Unió gazdaságaiban valamint a FÁK és a CEFTA országokban is gyorsul a növekedés. Részben e kedvező hatásokat, részben az új beruházások kapacitásbővítő hatását tükrözik a hazai külkereskedelmi adatok. A vámstatisztika szerinti export volumene tovább gyorsulva, 25%-ot meghaladó ütemben emelkedett, míg az importkereslet dinamikája lassult (15%). Az energiahordozók, valamint a nyersanyagok világpiaci árának emelkedése miatt bekövetkezett 2,8%-os külkereskedelmi cserearányromlás miatt azonban az euróban számított nettó export alakulása nem mutatott javulást. A cserearányromlás önmagában a második negyedévi nominális GDP-t 1,5%-kal csökkentette.

A belföldi kereslet komponensei közül a lakossági fogyasztás dinamikája ugyan változatlanul elmaradt a tavalyi évitől (3,7%), de továbbra is meghaladta a jövedelem növekedésének ütemét. A csökkenő fogyasztási dinamikát feltehetően a pénzügyi társadalmi juttatások alacsonyabb növekedése eredményezte, a nettó munkajövedelmek 4%-ot meghaladó ütemben emelkedtek. Ugyanakkor tovább bővült a hitelből finanszírozott fogyasztás, ami a megtakarítási hajlandóság további csökkenésében is tükröződött. A hitelezés bővülésével párhuzamosan folytatódott a lakossági bruttó megtakarítások csökkenésének tendenciája. A bruttó megtakarítás megoszlása pénzügyi megtakarításra és felhalmozásra a tavalyi évhez hasonlóan alakult, magas maradt a beruházások aránya, miközben a szezonálisan igazított pénzügyi megtakarítások nem érték el a rendelkezésre álló jövedelem **2,5%-át**, szemben az előző negyedévre jellemző 4%-kal.

A beruházási kereslet 2000. II. negyedévében visszafogott volt, mindössze **5,5%-kal** haladta meg az előző év azonos időszakában mért értéket. Magas beruházási dinamikát csak az ingatlan-ügyletek szektorban mértek (18,3%), amely magába foglalja a lakásberuházásokat is. A feldolgozóiparban továbbra is visszafogottan, de az előző negyedévnél már gyorsabban nőttek a beruházások (5,9%-kal). A javuló külpiaci konjunktúra és a rendelésállomány növekedése, valamint az ipari termelés gyorsabb bővülése alapján az év hátralévő részében erőteljesebb beruházási aktivitás valószínűsíthető. E várakozásunkat alátámasztja, hogy a feldolgozóipari kapacitások kihasználtsága újra elérte az 1998 elejére jellemző szintet, és az előző negyedévtől eltérően már a kapacitáshiányt jelentő vállalatok száma is emelkedett.

A költségvetési tervezet szerint az államháztartás az év egészét tekintve a GDP 0,1%-ával fogja csökkenteni az aggregált kereslet növekedését. Az első két negyedévben az SNA megközelítésű elsődleges egyenleg ennél nagyobb mértékben javult (a GDP 2,5%-ával), de e keresletszűkítő hatás számottevő része nem tartós, csak a kiadások változó szezonálisából ered. Az eredeti tervhez képest az átmeneti tényezők kiszűrése után is kedvezőbbnek tűnik a fiskális pozíció, becsléseink szerint éves szinten a GDP 0,6%-ával szűkíti a keresletet. A tervezettnél kedvezőbb pozíció automatikus stabilizátor hatása, a tervezettnél gyorsabb növekedés és magasabb infláció növeli a költségvetés bevételeit, miközben kiadásai nominálisan rögzítettek. A rendkívüli termé-

szeti katasztrófák miatt keletkezett, előre nem tervezett költségeit is a kiadások átcsoportosításával finanszírozta a költségvetés.

Amint azt az alacsony beruházási aktivitás is mutatja, a gyorsuló ütemű növekedés mindeddig nem ütközött kapacitáskorlátba. A potenciális munkaerőforrás kihasználtsága azonban tovább emelkedett, **a munkanélküliségi ráta 6,5% alá csökkent.** A munkaerőpiaci adatok alakulása alapján úgy látjuk, hogy lezárult a kilencvenes évek elején bekövetkezett nagy negatív munkapiaci sokk utáni „helyreállítási periódus”, a gazdasági fellendülés valószínűleg felszívta már a munkanélküliek és inaktívak állományából a könnyebben foglalkoztatható csoportokat. Ezért a foglalkoztatottság bővülése, a munkanélküliség és az inaktivitás csökkenése, valamint ezek eredőjeként az aktivitás emelkedése ugyan folyamatos, de már nem olyan erőteljes, mint azt 1998-99 során tapasztalhattuk. A foglalkoztatottsági ráta az 55–59 évesek körében nőtt csak számottevően, regionális bontásban pedig már nem Nyugat-Dunántúl, hanem a korábban krónikus munkanélküliséggel küzdött Észak-Magyarország foglalkoztatottsága bővült dinamikusán.

Az MNB által számolt **bérinfláció** üteme a második negyedévben megemelkedett. A **13,3%-os** nemzetgazdasági átlag különösen magas, **15,1%-os** versenyszférabeli és mérsékeltőbb, **9,2%-os** közösségi szektorbeli bérinflációt takar. A versenyszféra különböző területein szinte teljeskörű béremelkedésnek többféle magyarázata lehet. Valószínűnek tartjuk, hogy a vártnál magasabb inflációs pálya miatt egy visszamenőleges bérkorrekcióra is sor került, amire fedezetet biztosított a termelékenység gyors növekedése. Ezért úgy látjuk, hogy az első két negyedév együttes bérinflációjának vizsgálata megbízhatóbb információval szolgálhat. A féléves adatok is jelzik, hogy a nominális bérek növekedési üteme az előző évhez képest alig lassult, ami bizonyos mértékű *nominális tehetetlenség (inercia)* jelenlétére utal. Munkaerőpiaci szűk keresztmetszetek kialakulása is a magasabb bérnövekedési ütem irányába hat, elsősorban a 16%-ot meghaladó bérinflációjú *gépipar* és a *fémalapanyag-gyártás* valamint a 20% feletti szellemi bérinflációval jellemezhető szállítás, raktározás, posta és távközlés ágazatokban. Hangsúlyozzuk azonban, hogy a versenyszektor egészét jellemző gyorsabb bérnövekedést elsősorban az inflációs várakozásokkal hozzuk összefüggésbe, a szűk keresztmetszetek lokálisan, egyes képzettségi körökben jelentkeznek, így az adott ágazatban okoznak az átlagnál magasabb bérinflációt. E területeken a ledolgozott órák számának növekedése is jelzi a munkakínálat szűköségét.

A gazdaság külső finanszírozási igénye kis mértékben nőtt a második negyedévben. A fizetésimérleg statisztika ennél kedvezőbb képet mutat: a GDP arányos folyómérleg hiány nem romlott az előző negyedévben kialakult 3,5%-os szinthez képest. A növekvő forrásigény csak részben tulajdonítható a gazdaság kedvező ciklikus pozíciójával természetesen együttjáró finanszírozási igény növekedésnek, mivel a gyors exportbővülés mellett mérsékelt maradt a belföldi felhasználás növekedése. A nagyobb nettó pozíció kialakulásáért egyrészt a cserearány romlás okolható, másrészt egyszeri tényezők magyarázzák. Az első negyedévben ugyanis nem volt nettó transzfer kifizetés, amit a második negyedévben egy magasabb külföldi transzfer követett, ami a GDP 1%-ával emelte meg a nettó finanszírozási igényt. Ha a második negyedévi magasabb értéket az első negyedév egyszeri korrekciójának tekintjük, akkor éves szinten a jelenleginél 0,6%-kal kisebb finanszírozási igényre számíthatunk.

A nettó finanszírozási igény összetétele jelentősen módosult az előző évhez viszonyítva. A magánszektor növekvő forrásigényét ellensúlyozta az állam finanszírozási szükségletének mérséklődése. A korábbi negyedévekhez hasonlóan tovább romlott a lakosság megtakarítói pozíciója, 2000. második negyedévében már csak a GDP 1,7%-át érte el. A gyors romláshoz egyaránt hozzájárult a megtakarítási ráta további mérséklődése (a rendelkezésre álló jövedelem 2,5%-ára) és a lakossági jövedelem GDP-beli arányának közel 2 százalékpontos csökkenése. Ez utóbbi tényezőben várunk némi korrekciót a negyedik negyedévi visszamenőleges nyugdíjrendezés miatt, a megtakarítási ráta csökkenése háttérben azonban strukturális hatások állnak, így inkább további romlásra, mint javulásra számíthatunk. Ha a vállalatok finanszírozási igényét be-

folyásoló egyedi hatásokat kiszűrjük (I. V.1 fejezet), akkor azt mondhatjuk, hogy a jövedelmezőség növekedése fedezetet teremtett a beruházási kiadások emelésére, tehát a gyors növekedés ellenére eddig nem nőtt a külső finanszírozási igény. A beruházási aktivitás várható megélénkülése azonban növelni fogja a vállalkozások finanszírozási szükségletét. A háztartások romló nettó megtakarítói pozíciója az év eddig eltelt részében nem okozott problémát, mivel a költségvetés nettó megtakarítói pozíciójának alakulása az év első felében ellensúlyozta ezt a kedvezőtlen tendenciát. Aggodalomra adna okot azonban, ha a költségvetés megtakarítói pozíciója az év hátralévő részében oly mértékben romlana, hogy a lakossági pozíció várhatóan továbbra is kedvezőtlen alakulását már nem fedezné. Mivel a következő évre vonatkozóan mind a lakosság, mind a vállalkozások esetében valószínű a megtakarítói pozíciók további romlása, és a jelenlegi költségvetési irányszámok szerint jövőre az államháztartás finanszírozási igénye sem csökken, jövő évre a fizetési mérleg pozíció romlását várjuk az ideai kedvező pozícióhoz képest.

A dezinflációs folyamat lelassulása a monetáris kondíciók szigorítását teszi szükségessé. A nemzetközi tőkepiaci folyamatok és belföldi infláció vártnál lassabb csökkenése azonban a monetáris kondíciók két komponensének ellentétes irányú változását idézték elő. Az ECB két alkalommal, április óta összesen 75 bázisponttal emelte irányadó kamatait, az importált monetáris politika tehát az indokolt irányba változott. A forinttól elvárt kockázati prémium csökkenése azonban ellensúlyozta ezt a hatást, így a nominális kamatok az MNB kötvény márciusi bevezetésétől a május végéig tartó emelkedés után június elejétől minden lejáraton csökkentek. A kormány és az MNB a leértékelési ütem ez évben történő további csökkentésére sem látott lehetőséget, mivel mindenképpen el akarta kerülni negatív visszatekintő reálkamatok kialakulását. A változatlan leértékelési ütem azonban vártnál magasabb infláció miatt a monetáris kondíciók szigorítása irányába hatott. Mindemellett az MNB a három hónapos kötvény aukcionálásával igyekezett gátat vetni a hozamok megalapozatlan csökkenésének.

A forint iránti keresletet ellentétes hatások alakították. A második negyedévben, a globális tőkepiaci bizonytalanság növekedése, valamint belföldi események (a kormány és a Mol közötti üzemanyagár-vita) idején portfólió tőke kivonás történt és a kamatérzékeny tételeket is nettó kiáramlás jellemezte. Ennek hatását azonban ellensúlyozta a magas FDI és a kedvező folyó fizetési mérleg pozíció, így a forint árfolyama mindvégig az erős sávszél közelében ingadozott. A nemzetközi tőkepiacok hangulatának változása nyomán újból felélénkült a kamatérzékeny tőkebeáramlás, és augusztus elejétől az MNB többször is intervencióra kényszerült az erős sávszélen. A tőkebeáramlásra a kamatprémium további csökkenése mellett került sor, melynek nagysága átmenetileg 200 bázispont alá süllyedt. A külföldiek kezében levő állampapír-állomány átlagos lejáratára is rövidült, ami felértékelési várakozások kialakulását is valószínűvé teszi. A belföldi szereplők szintén növelték forint melletti pozíciójukat, amit az is tükröz, hogy az elmúlt időszakban megemelkedett a vállalkozások devizahitel felvétele.

Főbb makrogazdasági mutatók

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

* Részben 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, munkanélüliek az aktív népesség százalékában, szezonálisan igazított adatok.

** Az MNB saját bérinflációs mutatója, lásd 2000. júniusi Jelentésünket. Az 1999. előtti időszakra a mutató nem számítható a későbbivel konzisztens módszertannal, így a korábbi évekre nem közlünk adatokat.

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

Főbb monetáris mutatók

	1998				1999				2000	
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év
	<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>									
Infláció (fogyasztói árindex)**	16,4	14,2	12,5	10,3	9,3	9,1	10,9	11,2	9,6	9,1
Ipari termelői árindex**	13,5	11,6	10,4	7,1	4,9	4,5	4,8	8,2	9,9	11,6
Forint középárfolyamának nominális leértékelése	12,9	12,2	11,4	10,3	9,4	8,4	7,5	6,5	5,9	5,0
	<i>Monetáris aggregátumok reálnövekedése*</i>									
	<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>									
M0	1,7	3,3	3,7	5,8	8,5	7,9	3,9	11,5	6,2	5,1
M1	6,7	9,1	7,9	6,1	7,1	6,3	5,6	6,8	6,9	7,6
M3	2,3	4,0	4,6	4,4	8,0	7,1	5,0	4,3	5,0	4,2
M4	10,0	9,8	9,4	9,4	9,1	9,0	7,7	6,9	6,6	6,5
	<i>Pénzüneti hitelek állományának reálnövekedése*</i>									
	<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>									
Vállalati külföld+belföld*	13,1	14,5	16,4	11,2	13,4	10,8	7,0	13,4	17,3	22,6
Vállalati belföldi	14,5	15,5	15,6	9,9	11,0	7,2	3,5	11,3	15,7	20,7
Lakossági	-11,4	-2,4	2,4	0,8	11,6	14,0	17,8	20,4	28,0	30,6
	<i>Kamatok (%)**</i>									
Passzív repó/depo 1 hónapos***	18,75	18,00	18,00	16,75	16,00	15,25	14,75	14,25	11,25	11,00
3 hónapos diszkontkincstárjegy	18,65	17,33	19,06	16,10	15,68	14,74	14,07	12,44	10,63	10,50
12 hónapos diszkontkincstárjegy	18,70	17,32	18,96	15,88	15,61	14,77	14,17	12,33	10,42	10,42
3 éves államkötvény	17,42	16,31	18,00	14,18	14,01	14,03	13,45	10,75	9,09	9,43
BUX	8656	7806	4571	6308	5490	6486	6747	8819	10 000	8318
Kamatprémium (bsp)****	364	363	674	533	531	551	551	426	309	227
	<i>Konverziós forintkereslet</i>									
Konverzió, milliárd euró*	2253	850	-1996	-175	313	239	1211	1043	1 466	79
Hitelintézetek nettó külföldi forrásbevonása,* milliárd euró*	854	231	-617	-158	7	-173	151	312	707	8
Vállalati szektor nettó hitelfelvétele,** milliárd euró*	384	-24	209	579	109	753	390	316	-199	-271

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

** Az időszak végén, állampapírok esetében ÁKK referenciahozamai.

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

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

* Privatizációnak minősülő bevételek nélkül.

** Tulajdonosi hitelekkel együtt.

I. Az infláció alakulása

Az infláció korábban tapasztalt egyértelmű csökkenése 2000 második negyedéve után megtorpant. A tizenkét havi *feldolgozott élelmiszerárindex* a júniusi 9,1% után július hónapban 9,6%-ra, az éves *maginflációs* mutató az előző hónaphoz képest 0,4 százalékkal, 7,4 százalékra emelkedett. Ez mind a két indikátor esetében a március-áprilisban mért értékre való visszatérést jelentette. Az *élelmiszerek* éves árindexe a tavaly március óta tartó emelkedés eredményeként júliusban 11,8%-ra nőtt. Az inflációs folyamat elemzésében központi jelentőségű *piaci szolgáltatások* éves árindexe az első negyedévi stagnálást követően a második negyedévben enyhe emelkedésnek indult. Ezzel szemben a monetáris politika által az árfolyampálya alakításán keresztül közvetlenül befolyásolt *iparcikkek* csoportjának áremelkedési üteme nem emelkedett, bár a korábban folyamatos defláció e körben is megállt, s az éves index 4,8 százalékon stabilizálódott. (Lásd I-1. ábra.)

Az euró-övezet az elmúlt időszakban a hazaival közös inflációs sokk érte. Ez az EMU-ban az infláció tizenkét havi ütemének hozzávetőlegesen 0,5 százalékos növekedését eredményezte áprilistól júliusig.

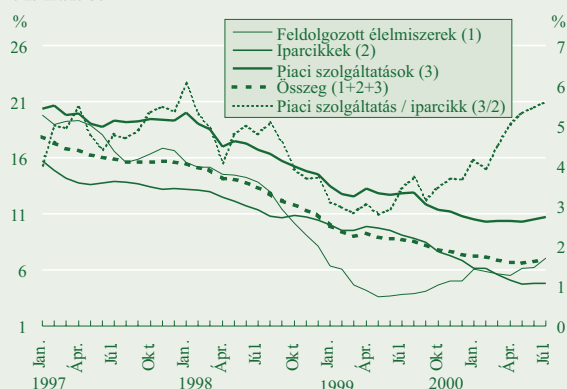
A magyar gazdaságra is hasonlóképpen ható tényezők (magas olajárak, gyenge euró) nálunk a nyers élelmiszerárak július havi sokkjával kiegészülve a defláció folyamatának megtorpanásához vezettek. A két hatás eredőjeként az – euróövezet harmonizált árindexével (MUICP) összehasonlítható hazai mutató segítségével mért – inflációs konvergencia megállt. (Lásd I-2. ábra.)

A hazai inflációs folyamatra az elmúlt időszakban kedvezőtlen befolyást gyakorolt a nyers élelmiszerárak – különösen a tavaly tapasztalt áreséssel összevetve – igen jelentős áremelkedése (az éves index júliusban csaknem 24% volt) és a forintban számított világpiaci kőolajár elmúlt évi megháromszorozódása. E két jelenség jellegénél fogva az érintett csoportok árszintjének egyszeri emelkedését eredményezi, s minthogy megismétlődésük nem valószínű – sőt akár az esetleges korrekció lehetősége is felmerül – az árindexekre gyakorolt hatásuk reményeink szerint átmenetinek tekinthető.

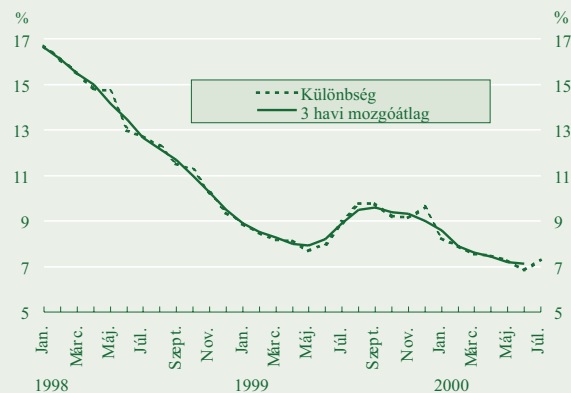
Ezzel szemben aggodalomra adhat okot, hogy a versenyszektorbéli nominális bérinflációban megmutatkozó inercia a további deflációt veszélyeztetheti.

Miközben az iparcikkek áralakulását az árfolyampálya jól kontrollálja, addig a piaci szolgáltatások árnövekedését az esetlegesen magas szinten rögzülő bérinfláció tartósan magas szinten tarthatja, ami visszavetheti a teljes árindex szintjén érvényesülő deflációt.

I-1. ábra A fontosabb aggregátumok inflációjának alakulása



I-2. ábra Inflációs konvergencia: Magyarország és az euróövezet harmonizált árindexeinek különbsége*



* A KSH által publikált harmonizált árindexszel konzisztens mutatóval; MNB saját számítás.

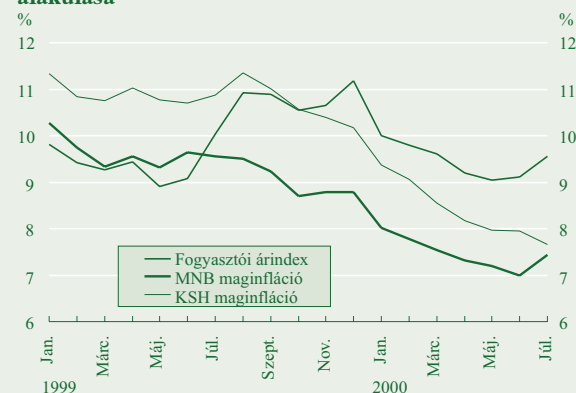
I-1. táblázat Az árnövekedés üteme a különböző termék- és szolgáltatáscsoportokban

(az előző év azonos hónapjához viszonyítva)

	Súly a fogyasztói árindexben	1999. dec.	2000						
			jan.	febr.	márc.	ápr.	máj.	jún.	júl.
Fogyasztói árindex	100,0	11,2	10,0	9,8	9,6	9,2	9,1	9,1	9,6
Ebből:									
Ipari termékek, élelmiszer, alkohol, dohány és benzin nélkül	29,6	6,9	6,1	6,1	5,6	5,1	4,7	4,8	4,8
Benzin	4,9	37,8	30,7	32,4	36,7	29,7	29,6	33,4	27,9
Szabadidő háztartási energia	1,3	16,5	13,4	12,1	12,7	17,3	17,9	17,6	21,5
Élelmiszerek	19,1	5,4	5,7	5,4	5,6	6,3	6,8	6,4	11,8
Szabályozott árak	18,0	17,6	13,9	12,6	10,9	10,2	9,3	9,4	7,2
Ebből: energia	7,3	6,2	6,2	6,1	5,1	5,3	5,3	5,5	4,8
szolgáltatások	9,0	18,7	11,7	9,3	8,8	7,4	5,7	5,6	5,5
Piaci szolgáltatások	17,6	11,0	10,8	10,3	10,3	10,4	10,3	10,5	10,7
Szeszes ital, dohányárú	9,4	10,6	10,9	11,9	11,7	11,5	11,2	10,5	9,9
Maginfláció	89,9	8,8	8,0	7,8	7,5	7,3	7,2	7,0	7,4
Nominál effektív árfolyam leértékelődése		2,7	4,2	5,0	4,1	5,4	6,8	6,2	6,0
A forint bejelentett nominális leértékelése		6,7	6,4	6,2	6,0	5,7	5,4	5,1	4,8

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

I-3. ábra A maginfláció és a fogyasztói árindex alakulása



I-2. táblázat Az MNB maginfláció és a fogyasztói árindex különbségének tényezői

	Május/május	Június/június	Július/július
Nyers élelmiszerek	-0,11	-0,01	0,66
Háztartási energia + jármű üzemanyag	1,23	1,41	1,11
Gyógyszer	0,73	0,73	0,35
Összesen	1,85	2,13	2,12
CPI	109,0	109,1	109,6
MNB maginfláció	107,2	107,0	107,4

I-3. táblázat A KSH és az MNB által számított maginflációs mutatók közötti eltérés összetevői

	CPI súly	Május/május	Június/június	Július/július
Gyógyszer	1,7	0,83	0,83	0,41
Energia	7,8	0,09	0,07	0,08
Nyers élelmiszer	3,1	-0,15	0,07	-0,27
Összesen		0,76	0,97	0,22
KSH maginfláció	80,5	108,0	108,0	107,7
MNB maginfláció	89,7	107,2	107,0	107,4

Az előbbi negatív fejlemények mellett az inflációs folyamat szempontjából kedvező hatása volt a forint leértékelés havi ütemének előre bejelentett módon történt áprilisi 0,1 százalékpontos, 0,3 százalékra történő mérséklése. Mivel a deklarált árfolyampálya és az iparcikkek árindexe közötti szoros kapcsolat továbbra is fennáll, ezért e termékkör dezinflációjának utóbbi hónapokban tapasztalt lassulását nem tartjuk aggasztó jelenségnek. Mivel az egyedi sokkoknak erősen kitett körben (energia- és élelmiszerárak) az elmúlt időszakban – különösen a tavalyi kedvező folyamatokhoz képest – az infláció szempontjából negatív tendenciák uralkodtak, így a teljes fogyasztói termékkör dezinflációja megtorpant. Bár a kormányzat a rendelkezésére álló eszközökkel (a regulált körbe tartozó árak és a közületi szektor béreinek szigorú kontrolljával) ezt a kedvezőtlen fordulatot igyekezett tompítani, az inputárak, illetőleg – a mezőgazdaság esetében – az export keresleti ársokk hatásait közömbösíteni nem sikerült. Mindez beépülhet az inflációs várakozásokba, s ami valószínűleg már tükröződik a külső tényezők és az árfolyampolitika által kevésbé befolyásolt szolgáltatások inflációs rátájának stagnálásában. (Lásd I-1. táblázat.)

Az MNB, amint az 1999. decemberi inflációs jelentésben részletesen kifejtésre került, az inflációs folyamat számára releváns tényezőinek tömör, közérthető és transzparens jellemzésére saját szempontjai szerint összeállított *maginflációs mutatót* publikál. A maginfláció és a teljes fogyasztói árindex közötti eltéréseket az I-2. táblázatban foglaljuk össze. A maginflációs index a júniusi 7% után júliusban évi 7,4 százalékos áremelkedést mutatott, a nyers élelmiszerárak egyszeri megugrásának köszönhetően. (Lásd I-3. ábra.) A rendelkezésre álló információk alapján még nem ítéltethető meg, hogy ezt a hatást átmenetinek tekintjük-e, vagy a maginfláció emelkedését az infláció tendenciájában bekövetkezett trendfordulóként értékeljük.

A KSH – a fogyasztói árindex mellett – maga is publikál egy maginflációs indexet. Mint azt az 1999. decemberi inflációs jelentésben részletesen leírtuk, a KSH által számított maginflációs mutató nem tartalmazza a feldolgozatlan élelmiszereket, míg az MNB által számított maginfláció csupán a statisztikai szempontból különösen problematikus, instabil szezonális tételek árváltozásának hatását szűri ki. Az MNB és a KSH éves mutatói közötti különbség július hónapban erőteljesen csökkent, amiben két hatás játszott közel azonos jelentőségű szerepet: az MNB által kihagyott gyógyszerárak a magas tavalyi bázis révén csökkentették, míg egyes, az MNB által figyelembe vett, a KSH által azonban kihagyott nyers élelmiszerek pedig nem növelték a KSH maginflációját, amelynek értéke így július hónapban 7,7%-ra mérséklődött. (Lásd I-3. táblázat.)

1. Importált infláció

Ez év második negyedében az energiahordozók nélkül számított alapanyagok dollárban mért ára – az 1999 második felétől megfigyelhető emelkedést követően – 3%-kal csökkent. A fémek és az italok árai estek a legnagyobb, 5–7% körüli mértékben, míg az élelmiszer árak az előző negyedévi szinten stabilizálódtak. Az olajárak a négy negyedéven át tartó, több mint 200%-os emelkedést követően az OPEC március végi – kínálat-

korlátozást enyhítő döntése ellenére – nem csökkentek. (Lásd I-4. táblázat.)

Az import-egységértékindex 2000 második negyedévében az előző negyedév 10,9%-os mutatója után 13,9%-kal emelkedett. Ez a forint előre meghirdetett leértékelésének üteménél 8,7%-kal volt magasabb. Az import-egységértékindexet a nominál-effektív árfolyamindexszel összehasonlítva, alapvetően a keresztárfolyam változások miatt ennél némileg kisebb – 7,8%-os – különbséget lehetett kimutatni. Az importált inflációs folyamat erősödésére utal az is, hogy az effektív külföldi árakkal számított mutató¹ is emelkedett, 10%-kal volt magasabb az előző év azonos negyedévéénél. Ez azt mutatja, hogy az importált infláció a legfontosabb külkereskedelmi partnereink inflációs folyamataival is kapcsolatba hozható, amely nem kis részben a nemzetközi keresztárfolyam-változások hatásaival függ össze. (Lásd I-4. ábra.)

A fejlett országokból származó gépek importára, szemben a korábbi időszakokban megfigyelt jelenséggel, amikor az importált inflációra mérséklő hatást fejtett ki, a második negyedévben magasabb növekedést mutatott, mint a forint előre bejelentett leértékelési üteme. Ez utóbbi termékkörben az előző év azonos időszakához képest 5,8%-os árnövekedést tapasztalhattunk. Nem történt változás az előző negyedéves folyamatokhoz képest a tekintetben, hogy az energiahordozók árnövekedése miatt a Közép- és Kelet Európából származó import ára emelkedett rendkívüli ütemben: ebben a relációban 41%-os importár emelkedésnek lehettünk tanúi.

Termékcsoport szinten vizsgálva az látható, hogy az energiahordozók importára az előző év azonos negyedévéhez képest 87,5%-kal emelkedett. Az élelmiszerek, italok, dohánytermékek termékcsoportban az importárak növekedése szintén gyorsulást mutatott (8,9%). A gépek, gépi berendezések korábbi időszakban megfigyelt 5%-ot enyhén meghaladó importár növekedése 7,4%-os ütemre gyorsult fel. A feldolgozott termékek és a nyersanyagok importára 12,7% illetve 19%-kal emelkedett. Az importált inflációs folyamatok erősödése tehát egyszerre magyarázható az energiahordozó- és nyersanyagárak hatásával és főbb külkereskedelmi partnereink általános áremelkedési trendjeivel, valamint a keresztárfolyam hatásokkal.

A második negyedévben az első negyedévhez képest stabil, de a korábbi évhez képest magas világgpiaci energiaárak és a gyenge euró eredményeként a legfontosabb kereskedelmi partnerünket jelentő euró régió fogyasztói árai tovább emelkedtek: a 12 havi infláció az áprilisi 1,9%-ról júliusban 2,4%-ra nőtt. Júliusban a fogyasztói árnövekedés Németországban, Franciaországban és Ausztriában elérte, a többi tagországban pedig meghaladta az Európai Központi Bank által megszabott 2%-os felső határt. A legmagasabb, 5,9%-os áremelkedés a kiemelkedően gyorsan növekvő Írországot jellemezte.

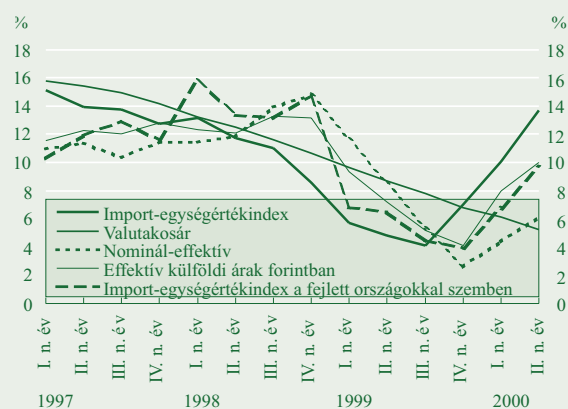
Az Egyesült Államokban a 12 havi infláció júniusban ismét elérte a márciusi, sokéves csúcstól jelentő 3,7%-ot. A viszonylag gyors áremelkedés hátterében elsősorban az olajárak előző évinél magasabb szintje állt. A 2,6%-os maginfláció ugyanakkor – tekintetbe véve a gyors gazdasági növekedést – mérsékeltnak ne-

I-4. táblázat A világgpiaci árszintek 1999–2000-ben* (1995 átlagához viszonyítva)

	1999				2000	
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év
Alapanyagok						
energiahordozók nélkül	75,7	74,5	75,1	78,1	79,3	77,0
Élelmiszerek	78,9	73,9	72,0	72,3	74,4	74,0
Italok	79,0	73,4	65,3	74,9	68,1	63,2
Mezőgazdasági						
nyersanyagok	75,6	75,7	77,1	80,8	80,6	78,7
fémek	68,2	72,0	78,5	82,0	87,2	82,5
Nyersolaj	68,5	95,1	120,1	138,0	154,6	155,8

Forrás: IMF IFS.
* Világgpiaci árak dollárban.

I-4. ábra Az importárak és különböző árfolyam-mutatók alakulása



¹ Az effektív külföldi árakkal számított importált inflációs mutató képzésekor főbb külkereskedelmi partnereink termelői árindexeinek súlyozott átlagát megszorozzuk a nominál-effektív árfolyamindexszel.

I-5. táblázat Nemzetközi inflációs adatok, 1999–2000
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	1999. december		2000. március		2000. június	
	ipari termelői	fogyasztói	ipari termelői	fogyasztói	ipari termelői	fogyasztói
	%					
Egyesült Államok	3,0	2,7	4,5	3,7	4,8	3,7
Japán	-1,5	-1,1	n/a	-0,6	n/a	-0,7
Németország	1,0	1,2	2,1	2,1	2,9	1,9
Csehország	3,2	2,5	5,1	3,8	5,0	4,1
Lengyelország	7,1	9,8	7,3	10,3	8,7	10,2
Magyarország	6,9	11,2	9,9	9,6	12,0	9,1
EU-11	4,0	1,7	6,2	2,1	5,6	2,4
EU-15	n/a	1,7	n/a	1,9	n/a	2,1

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

vezhető és nem utal az inflációs nyomás növekedésére. Júliusban a 12 havi áremelkedés 3,5%-ra mérséklődött.

Csehországban a 12 havi fogyasztói árnövekedés a márciusi 3,8%-ról júniusban 4,1%-ra gyorsult. A várakozásokhoz képest magas árnövekedést mindenekelőtt a nyersolaj világpiaci ár-emelkedésének tulajdonítják és nem tartanak attól, hogy az 1997-1999 évi recesszió elmúltával, a gazdaság élénkülésével az inflációs nyomás számottevő mértékben erősödik. Lengyelországban az első félévben lényegében stagnált, valamivel 10% felett volt a 12 havi fogyasztói árnövekedés. (Lásd I-5. táblázat.) Az 1999 áprilisi, 6% alatti mélyponthoz képest bekövetkezett infláció-növekedést nagyrészt az igen változékony élelmiszer- és energiaárak magyarázzák. Az élelmiszer- és energiaárak emelkedése áll a júliusi, a vártnál lényegesen magasabb 11,6%-os árnövekedés hátterében is.

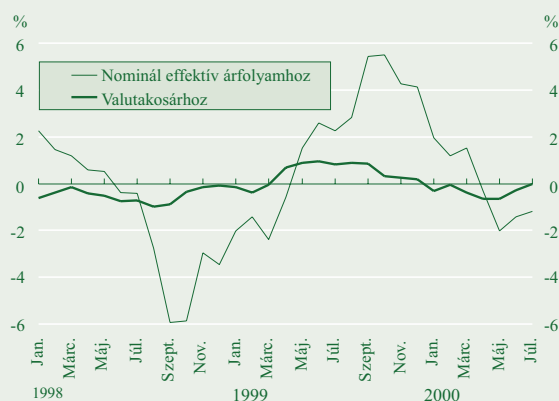
2. A fogyasztói árak változásának tényezői

A monetáris politika szempontjából kiemelkedő fontosságú *A iparcikkek* körében – ezek fogyasztói kosárra vonatkozó súlya 29,2% – a július havi éves infláció 4,8% volt. Ez azt jelenti, hogy e kör árindexe 2000 második negyedévében stagnált, szemben a megelőző egy év folyamatos deflációjával. Ezt az elmúlt negyedév során tapasztalt megtorpanást azonban a korábban megfigyeltékhez hasonló rövid távú jelenségek tartjuk. Az iparcikkek – a forint árfolyamának leértékelődési üteméhez vett – relatív (éves) inflációs üteme ugyanis továbbra is a hosszú idő óta jellemző ± 1 százalékos sávon belül mozog, ami arra utal, hogy az előre meghirdetett árfolyampálya továbbra is betölti a nominális horgony szerepét. (Lásd I-5. ábra.)

Ebben a körben az árak alakulását alapvetően az árfolyam pályája, és a kereskedelmi partnerek inflációja határozza meg. Bár az euró zóna inflációja az utóbbi időben az ECB által megcélzott szint fölé emelkedett, az infláció meglodulásában ott is az energiaárak és a szolgáltatások árának emelkedése játszott a fő szerepet. A hazai iparcikkakkal versenyző (energia nélkül vett) termékek árváltozása az euró-övezetben stabilan évi 0,6% körül alakul. Ez közvetve arra utal, hogy az olajár-sokk e termékkör esetében rövid távon nem épül be az árakba, ami nem mond ellent a hazai tapasztalatnak.

Az inflációs folyamat másik, kiemelkedő fontosságú barométere a *piaci szolgáltatások* – a fogyasztói kosár 16,4 százalékát reprezentáló – csoportja. Ezek árának alakulását – az iparcikkékével ellentétben – a monetáris politika közvetlenül nem képes befolyásolni. Ebben a körben a deflációs folyamat egyértelmű megtorpanásáról beszélhetünk, az index az első negyedévi stagnálást követően ugyanis a drágulás ütemének enyhe emelkedését mutatja. Az úgynevezett belső reálárfolyam² éves szinten tehát 5,6%-kal értékelődött fel, mivel a piaci szolgáltatások és a ke-

I-5. ábra Az iparcikkek 12 havi relatív inflációs üteme



² A belső reálárfolyam tulajdonképpen csak elnevezésében – s bizonyos értelemben közgazdasági tartalmában – rokonítható a nemzeti valuta tényleges nominális árfolyamával, hiszen ez a mutató a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő szolgáltatások és a nemzetközi versenynek kitett iparcikkek árindexeinek a hányadosaként a két csoport *relatív* árszintjének változását méri, s így az árfolyam közvetlen módon nem is szerepel benne. A belső reálárfolyammal kapcsolatban az MNB Füzetek közül lásd Kovács-Simon (1998/3), Ferenci-Valkovszky-Vincze (2000/5).

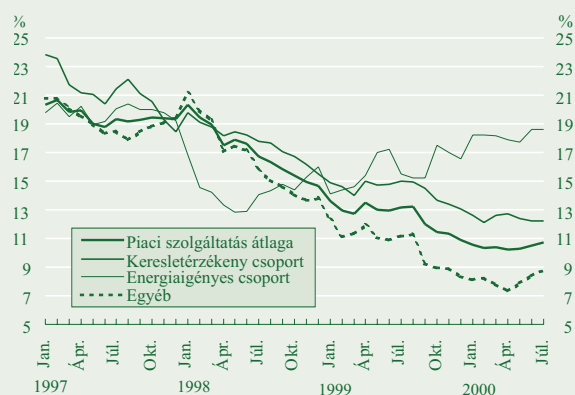
reszkedelmi forgalomba kerülő iparcikkek áralakulásának eltérése júliusban éves szinten ilyen mértékben emelkedett. Az iparcikkek és a piaci árazású szolgáltatások árindexének tartós eltérését az úgynevezett Balassa–Samuelson hatás magyarázza, vagyis az a tény, hogy a feldolgozóipar termelékenysége gyorsabb ütemben növekszik, mint a szolgáltatási szektoré. Ez a jelenség a fejlett országokban is megfigyelhető – az euró zónában az elmúlt 5 évben a szolgáltatások ára évi 0,9–2,3 százalékkal nagyobb ütemben nőtt, mint az energiaárak nélkül vett iparcikkek árszintjének változása – egy fejlődő (felzárkózó) gazdaság esetében azonban ez a hatás sokkal jelentősebb. Meggyőződésünk, hogy a hazai feldolgozóipar termelékenységének jelentős növekedése mellett évi 4–6 százalékos inflációs differencia hosszabb távon is fennmaradhat, illetőleg fenntartható, s az előző évi alacsonyabb – 1999 második negyedévében éves szinten csupán 3 százalékos – mérték csupán átmeneti jelenségek következményeként állt elő. (Lásd I-1. ábra.)

A piaci szolgáltatásokat az 1999. decemberi inflációs jelentésben bevezetett módon ismét felbontottuk *kereslet érzékeny* (ennek súlya 8,1%), *energia érzékeny* (0,3%), illetve *egyéb piaci szolgáltatás* (7,9%) alkategóriákra. Ezek vizsgálatával megállapítható, hogy bár a szolgáltatások árnövekedésén belül továbbra is magas a keresletre érzékeny csoport áremelkedése (évi 12,2%), e termékek indexe az elmúlt negyedévben stabil ütemű áremelkedést mutatott, így a jelek szerint az első negyedévben lezajlott gyorsulás – amelyre az előző inflációs jelentésben felhívtuk a figyelmet – csupán átmenetinek bizonyult, tehát ezek az adatok továbbra sem utalnak inflatorikus keresleti nyomásra. Az egyéb piaci szolgáltatások csoportja az előző negyedévinél magasabb ütemben, júliusban évi 8,8 százalékkal, míg az energiaérzékeny csoport árszintje a kőolaj forintárának megugrása következtében júliusban 18,6 százalékkal emelkedett. (Lásd I-6. ábra.)

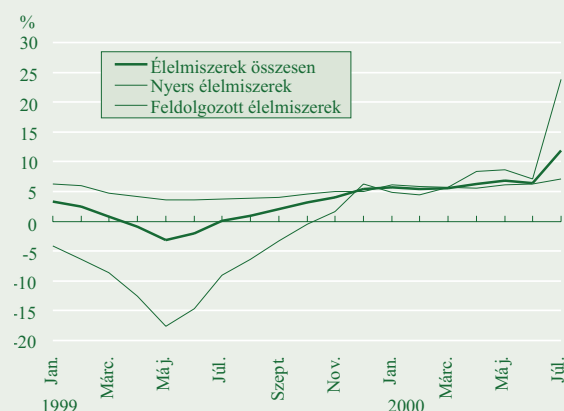
Az élelmiszerek kategóriáján belül az idősorok statisztikai viselkedése szempontjából jól elkülönül a *feldolgozatlan* és a *feldolgozott élelmiszerek* csoportja. (Lásd I-7. ábra.) Az előbbi a fogyasztói kosár 5,4 százalékát, míg az utóbbi 13,8 százalékát reprezentálja. A hazai feldolgozatlan élelmiszer árak alakulását a közelmúltban alapvetően befolyásolta a közép-kelet európai régió piacát ért korábbi keresleti és ideai kínálati sokkok kombinációja. 1998–99 folyamán az orosz válság erőteljesen visszavetette a térség agrárexportjával szemben megnyilvánuló keresletet, ami az árak jelentős csökkenését vonta maga után. Az alacsony bázis a korrekció révén 2000-ben már önmagában is magas éves árindexeket okoz. Ezt a hatást még tovább erősítette a térség fő élelmiszer exportőreit szimmetrikusan érintő negatív kínálati (időjárási) sokk.

Az egyéb energiahordozók körében mind élesebben eltávolodik a központi árszabályozás alá eső, illetőleg a szabad, piaci áralakulású termékek indexe. A *központilag regulált energiaárak* – súlyuk 7,2% – a kormányzat éles konfliktusokat is felvállaló politikájának következményeként igen visszafogott mértékben, éves szinten a *meghirdetett* 6% körüli mértékben emelkednek, gyakorlatilag az éve eleje óta. A *piaci árazású energiahordozók* – ezek súlya 1,5% – indexe azonban arra enged következtetni, hogy az infláció az e téren megnyilvánuló kormányzati represszióval hosszabb távon csak jelentős feszültségek árán korlátozható. (Lásd I-8. ábra.)

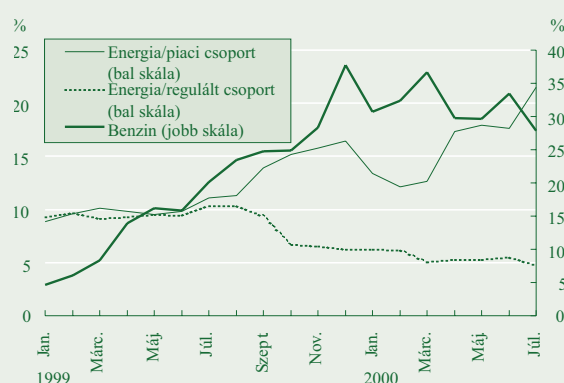
I-6. ábra A piaci szolgáltatások csoportjának felbontása



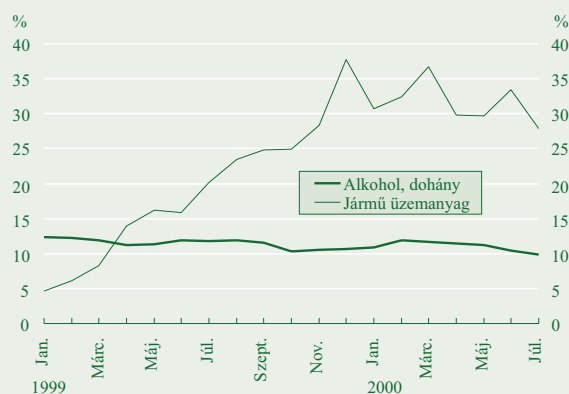
I-7. ábra Élelmiszerek inflációja



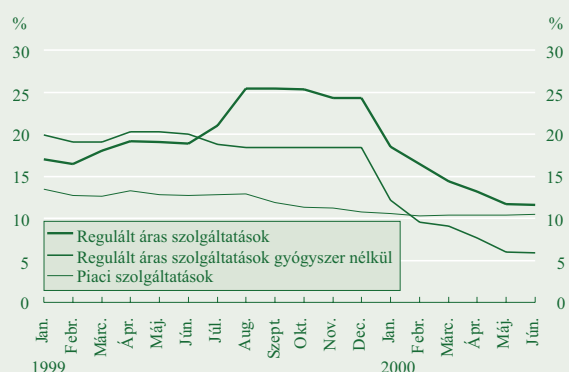
I-8. ábra Energiaárak alakulása



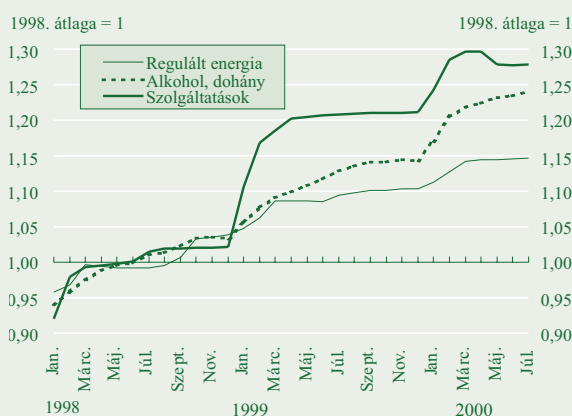
I-9. ábra A jövedéki termékek áralakulása



I-10. ábra Szolgáltatások inflációja



I-11. ábra A szabályozott áras energia termékek és szolgáltatások árszintjének alakulása (1998. év = 1)



Az összességében 14,1% súlyú *jövedéki termékek* körében a korábbi tendenciák folytatódtak. Az *alkohol- és dohánytermékek* – a fogyasztói kosárban ezek súlya 9,1% – éves áremelkedése, bár még mindig meghaladja a teljes fogyasztói árindexet, a mérsékelt jövedéki adó emelésnek köszönhetően az idei évben folyamatosan csökkent. E csoport inflációja júliusban évi 9,9% volt. Ezzel szemben a *benzin* ára a rendkívül magas világpiaci (dollárban számított) olajár és az euró – s a hozzá kötődő forint – dollárral szembeni nyomott árfolyama következtében az elmúlt 12 hónap folyamán kiugróan magas, közel 28 százalékos emelkedésen ment keresztül. (Lásd I-9. ábra.) Ez a benzin 4,9 százalékos súlya révén hozzávetőleg egy százalék „nem várt” inflációs többletet eredményezett az elmúlt 12 hónap folyamán.

A regulált körben a szigorú központi árpolitika inflációmérseklő hatása volt. A *regulált szolgáltatások* – ezek súlya a fogyasztói kosárban 11,4%, amiből a gyógyszerek 1,75 százalékot reprezentálnak – éves árindexe (8,7%) jóval alacsonyabb, mint a piaci szolgáltatásoké (10,7%). (Lásd I-10. ábra.) A különbség még karakterisztikusabb, amennyiben a regulált szolgáltatások tételei közül elhagyjuk a gyógyszerárak torzítást eredményező tételét,³ hiszen az így kapott index az utolsó negyedévben már csupán stabil, 5,9 százalékos éves áremelkedést jelez.

A központi árszabályozás alá eső kör másik – a fogyasztói kosárban 7,2% súllyal szereplő – komponense a *regulált energia-hordozók* ára, a már említett szigorú központi árintézkedések eredményeként, júliusra éves szinten csupán 4,8 százalékkal emelkedett. A teljes regulált kör tizenkét havi árnövekedése átlagosan 7,2%-ot tett ki, ami azonban teljes mértékben a tavalyi illetve az idei év eleji áremelések hatását tükrözi, minthogy április óta gyakorlatilag nem változott a regulált árak átlagos szintje. A júliusi adatok alapján elmondható, hogy az egy évvel korábbihoz képest 10 százalékpontos inflációs ütemcsökkenés zajlott le a regulált termékek és szolgáltatások csoportjában. Ez fél százalékponttal mérsékelte a teljes infláció ütemét. (Lásd I-11. ábra.)

Éppen ezért, annak érzékeltetésére, hogy ebben az évben a tavalyihoz képest mennyivel visszafogottabb árnövekedés valósult meg a szabályozott áras körben, a 12 havi árszintváltozás helyett az adott évben „belépő” árnövekedés mutatója a megfelelőbb.⁴ Ez ugyanis nem tartalmazza a tavaly május–december időszakban megtett árintézkedések árszínvonal-emelő hatását (az előző évről áthúzódó hatásban például nagy szerepe van még az elmúlt évi gyógyszeráremelésnek). Az idén belépő árváltozások hatására a január–júliusi időszakban 4,5%-kal emelkedtek a szabályozott árak, ami – amint az a táblázat utolsó két oszlopából kitűnik – teljes mértékben az év első hónapjaiban történt árintézkedéseknek tulajdonítható. Előző *Jelentésünk* óta eltelt időszakban, azaz a május–július hónapokban a regulált árszintek stagnáltak, vagy – a többnyire az év elejére koncentrálódó díjváltozások miatt – az év elejéhez képest alig emelkedtek. A nagy súlyú telefonszolgáltatásban például a díjkedvezmények, akciók miatt

³ Mint azt az 1999. szeptemberi inflációs jelentésünkben részletesen elemeztük, a KSH által használt metódus a tényleges gyógyszerfogyasztás áralakulásának mérésével kapcsolatban torzításhoz vezethet. Mivel az áralakulás nagyobb részben augusztus hónapra esik, ezért a bázishatás révén ez a (feltele történet) torzítás még a 2000. júliusi éves indexben is megjelenik. Természetesen a gyógyszerek csoportjának elhagyása is torzít, azonban az adott helyzetben ez utóbbi torzítás vélhetőleg sokkal kisebb jelentőségű.

⁴ Lásd az I-6. táblázat utolsó három oszlopát.

I-6. táblázat A szabályozott vagy államilag befolyásolt körbe tartozó árak*
(12 havi, illetve héthavi [2000. évben megvalósult] növekedése)**

	Súly 2000-ben	1999. december	Tizenkét havi árindekek				Héthavi árindekek		Eltérés százalék- pont 1999–2000	Április–júliusi árnövekedés	Május–júliusi árnövekedés
			2000				1999	2000			
			április	május	június	július					
Regulált kör	17,99	17,6	10,2	9,3	9,4	7,2	14,6	4,5	-10,1	-0,5	-0,6
Termékek	8,99	16,4	13,4	13,5	13,7	9,0	10,8	3,7	-7,1	0,4	0,2
ebből:											
Háztartási energia	7,29	6,2	5,3	5,3	5,5	4,8	5,3	3,9	-1,5	0,4	0,2
Központi- és távfűtés	1,84	6,0	6,3	6,1	6,3	6,6	3,3	4,0	0,7	1,5	0,7
Elektromos energia	3,29	10,1	7,4	7,6	7,8	7,7	8,7	6,3	-2,3	0,0	0,0
Vezetékes gáz	2,16	1,1	1,1	1,1	1,4	-1,2	2,3	0,0	-2,3	0,0	0,0
Gyógyszer, gyógyáru	1,70	56,9	43,4	43,5	43,5	22,0	32,7	3,2	-29,5	0,4	0,1
Szolgáltatások	9,00	18,7	7,4	5,7	5,6	5,5	18,4	5,3	-13,1	-1,3	-1,4
ebből :											
Lakásszolgáltatás	2,48	15,3	12,9	12,7	12,3	12,3	14,3	11,4	-3,0	1,3	0,7
Közlekedési szolgáltatás	1,89	13,4	6,1	6,1	6,1	6,1	13,4	6,1	-7,3	0,1	0,0
Hírközlési szolgáltatás	3,78	25,3	6,1	2,2	2,1	2,1	25,3	2,1	-23,2	-4,2	-3,8

* A fogyasztói árindekből 0,66%-os súllyal szereplő TV-előfizetés tételt államilag regulált részre (0,31%) és piaci előfizetési díj részre (0,36%) bontottuk. A regulált árak közé csak az előbbi komponenszt soroltuk, melynek havi ára 2000-ben megegyezik a tavalyival.

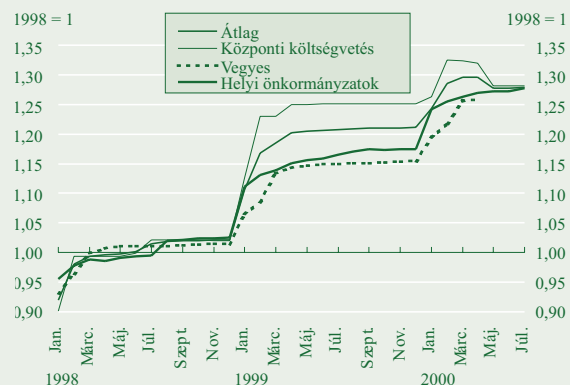
** Kerekítés miatt a részoszlopok nem feltétlenül adódnak pontosan össze.

egyenesen csökkentek az árak, ami önmagában a regulált kör egészében átlagosan 0,8%-os ármérséklődést okozott. (Lásd I-6. táblázat.)

Megjegyezzük ugyanakkor, hogy az árszínvonal-változás még nem tartalmazza a júliusi 12%-os földgázár emelkedést, mivel a háztartási kiadásokban az ténylegesen csak 1–2 hónap késéssel jelenik meg. Ez, valamint az év hátralévő részében a jelenleg érvényben lévő tervezett ármódosítás (távhőszolgáltatás díjának októberi növekedése) az év végéig mintegy 7%-os 12 havi inflációt eredményez a regulált körben.

Érdeemes szabályozó hatóság szerinti bontásban is nyomon követni a *regulált szolgáltatás árak* alakulását – ez lehetőséget kínál a kormány antiinflációs programja tényleges hatásainak megítélésére, hiszen a nem központi szabályozású árakra a kormánynak csak igen közvetett ráhatása van. A szolgáltatásokon belül a *központi kormány* hatáskörébe tartozó szabályozott árképzés területén (telefon, postai szolgáltatás, szerencsejáték, televízió üzemeltetési díja) nem volt árnövekedés, sőt, amint már jeleztük, a telefon miatt árszint-csökkenést tapasztaltunk; így a 12 havi inflációs ütem csupán 2,5% volt. A *vegyesszabályozású* területeken is csak minimálisan emelkedtek az utóbbi hónapokban az árak. Kiemelendő, hogy a *közlekedési szolgáltatásokban* az előre egyeztetett díjnövekedés szerint április óta nem volt árváltozás, noha az üzemanyag drágulás magasabb lett a vártnál. Az *önkormányzati* szabályozású árak esetében azonban a többelköltségek elismerésre kerültek a fogyasztói árakban, ezt mutatja a lakásszolgáltatás (lakbér, víz-, csatornaszolgáltatás és szemétszállítás) április óta összesen 1,3%-os áremelkedése. (Lásd I-12. ábra.)

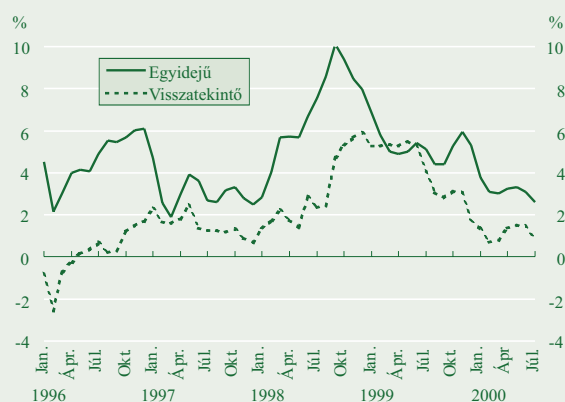
I-12. ábra Regulált árak szintje szabályozó szerinti bontásban



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

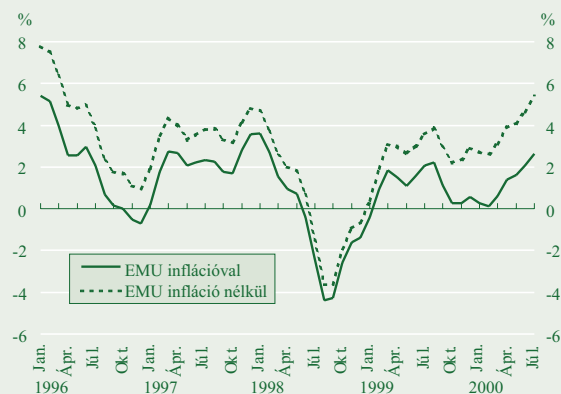
II. Monetáris folyamatok

II-1. ábra A monetáris kondíciók alakulása*



* A monetáris kondíciók számítási módjáról lásd: A monetáris kondíciók számításának háttérre című keretes írásunkat ebben a számban.

II-2. ábra A monetáris kondíciós reálárfolyam mutatók: régi és új



1. Monetáris kondíciók, kamat- és árfolyamalakulás

A magyar gazdaságot 2000 második negyedévében 5,9%-os gazdasági növekedés jellemezte. A növekedés motorja továbbra is az exportértékesítés volt, a belföldi felhasználás csak visszafogott ütemben emelkedett, így a gyors növekedés kedvező külső egyensúlyi pozícióval párosult. Az infláció korábban tapasztalt csökkenése 2000 második negyedévében megállt, és a maginflációs mutató is a dezinflációs folyamat lelassulására utal. Az áralakulást érintő sokkok hasonlóan érintették fő kereskedelmi partnereinket is. Az euróövezet inflációja emelkedett, azonban a hazai inflációnál kisebb mértékben, így júliusra a már hosszú ideje megfigyelhető inflációs konvergencia megállt. Fennáll a veszélye, hogy az inflációt érő sokk hatására az inflációs várakozások a jelenlegi szinten stabilizálódnak, és megerősödnek az infláció inerciális komponensei.

A makrogazdasági folyamatok továbbra is szigorú monetáris politika vitelét teszik indokolttá. 2000 második negyedévében a monetáris kondíciók két komponense ellentétes irányban változott. (Lásd II-1. ábra.) A vártnál magasabb infláció hatására az áprilistól változatlan ütemű forint leértékelés mellett is nőtt a reál felértékelődés mértéke. Ezzel szemben a reálkamatok 2% alá csökkentek. Ezentúl új monetáris kondíciós indexet vezetünk be, amelyben a reálárfolyam számítása során figyelembe vesszük, hogy az infláció az euró övezetben is változik. A korábbiakban, mivel a magyar infláció varianciája nagyságrendileg meghaladta az euró övezetét, ez utóbbi tényezőről azt feltételeztük, hogy konstans. A magyar fogyasztói árindex jelenlegi egy számjegyre tartományában azonban az európai infláció ingadozásai már számottevő változásokat eredményezhetnek a reálárfolyam pályájában, ezért ezentúl az inflációs differencia alapján számított reálárfolyam mutatót elemezzük a monetáris kondíciós index értelmezését a *Box-2* című keretes írásunkban mutatjuk be részletesen. Az új módszerrel számított mutató hasonló változást jelez a reálárfolyam alakulásában, mint a régi, tehát az elmúlt időszakban a reálárfolyam alakulása a monetáris kondíciók szigorítása irányába hatott, de a kimutatott felértékelődés mértéke kisebb. (Lásd II-2. ábra.)

A reálkamatok esetét az MNB a márciusban bevezetett, irányadónak tekintett 3-hónapos MNB-kötvény segítségével sikeresen fékezte. A jelenlegi monetáris rezsimben a forint reálkamatok nagysága az euró reálkamatok, a forint euróval szembeni reál felértékelődése és a befektetők által elvárt kockázati prémium összegeként adódik. Az elmúlt időszak alacsony forint reálkama-

Box II-1. A monetáris kondíciók számításának háttere

A monetáris politika mérhető megítélése érdekében számos ország számít úgynevezett monetáris kondíciók indexet, amely egy számba próbálja sűríteni a monetáris politika jellegét. Mivel a monetáris kondíciók indexek két komponense a reálkamat és a reálárfolyam relatív súlya általában modell alapon van meghatározva, a rendelkezésre álló adatok mennyisége miatt a magyar esetben jelenleg még nem vállalkozhatunk egy ilyen index megbízható számítására, de mindenképpen érdemes vizsgálni a monetáris kondíciókat meghatározó két komponens alakulását.

Az Inflációs Jelentésben publikált reálkamat és reálárfolyam mutatóval a monetáris kondíciók rövid távú alakulásának bemutatása a célunk, ezért olyan számítási módszereket alkalmazunk, amelyek minimalizálják a vizsgált perióduson kívül történt események hatását a mutatóinkra. E bázishatás mérséklése érdekében nem a szokásos 12 havi inflációs indexet használjuk, hanem a havi inflációból indulunk ki. E mutató azonban elég zajos, és jelentős szezonális ingadozást is mutat, ezért kiszűrjük e tényezők hatását. A szezonális igazítás során az árszínvonalat igazítjuk, a szezonálisan igazított árszínvonalból számítjuk vissza a havi, immár szezonálisan igazított inflációs rátát. A „zaj” csökkentése érdekében a havi inflációk visszaszámolásánál a szezonális igazítás során kapott trend árszínvonalból indulunk ki, másrészt mindig az elmúlt 3 hónap alatt bekövetkezett – szezonalitástól megtisztított – inflációt vizsgáljuk.

Jelöljük $P(t)$ -vel a magyar, $P^*(t)$ -vel az euró zóna szezonálisan igazított árszínvonal trendjét a t -edik időpontban, ekkor ha $R(t)$ a t -edik időponti 3 hónapos magyar kincstárjegy kamat, és $E(t)$ a t -edik időponti nominális árfolyamindex, akkor a monetáris kondíciók során a t -edik időponti reálkamat $r(t)$ és reálárfolyam változás $ed(t)$ a következő:

$$r(t) = ((1 + R(t)/400) / (P(t)/P(t-3)) - 1) * 400$$

$$ed(t) = (((P(t)/(P^*(t)E(t)))/(P(t-3)/(P^*(t-3)E(t-3))))^4 - 1) * 100$$

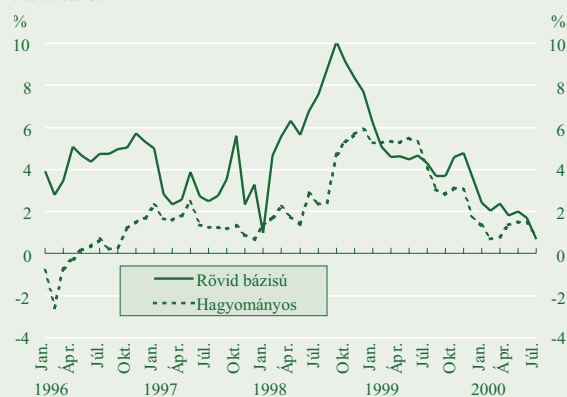
Az árfolyamindex, azaz $E(t)$ esetében 1995 április előtt a nominál effektív árfolyamindex van, ez után a bejelentett leértékelésnek megfelelően van az árfolyamindex továbbvezetve napjainkig.

A II-3 ábrán azt illusztráljuk, hogy az infláció egyidejű mérése hogyan változtatja meg a számított reálkamatok alakulását. A hagyományos reálkamat számítás során az elmúlt tizenkét hónap inflációját szokták figyelembe venni. Csökkenő inflációs ráta esetén azonban a 12 hónapra visszatekintő infláció figyelembe vétele rendre alacsonyabb reálkamatokat eredményez, a tényleges reálhozamokat vagy terhek alakulását sokkal kisebb torzítással méri az egyidejű index.

E jelentéstől kezdve a monetáris kondíciók vizsgálatára használt reálárfolyam mutató számítási módjában változtatást hajtottunk végre. A változtatást azt tette szükségessé, hogy az eddig használt mutatónk azzal az egyszerűsítő feltevéssel élt, hogy a forint hivatalos centrumárfolyamát meghatározó valutaövezetek inflációja praktikusán változatlan, illetve az ebből eredő variancia minimális a magyar inflációs varianciához képest. Az elmúlt időszak inflációs tendenciái az euró zónában azonban ennek az egyszerűsítő feltevésnek a feladására késztettek bennünket, ezentúl a hazai fogyasztói kosár árának alakulását az euró zóna fogyasztói kosarának forintban mért árának alakulásával hasonlítjuk össze.

A forintban számított külföldi árak számítása során eltekintünk a forint árfolyamsávon belüli ingadozásaitól, mivel elsősorban a leértékelési ütem és az infláció relatív alakulása tükrözi a monetáris politika irányultságát. A mutató csak akkor értelmezhető, ha hasonló hazai és külföldi fogyasztói kosarak relatív áralakulását veti össze. Ezért e mutatót az inflációs konvergencia számításánál is használt ún. harmonizált fogyasztói árindex alapján számoljuk ki, a fent bemutatott technikával megtisztítva.

II-3. ábra A reálkamatok két mutatójának alakulása

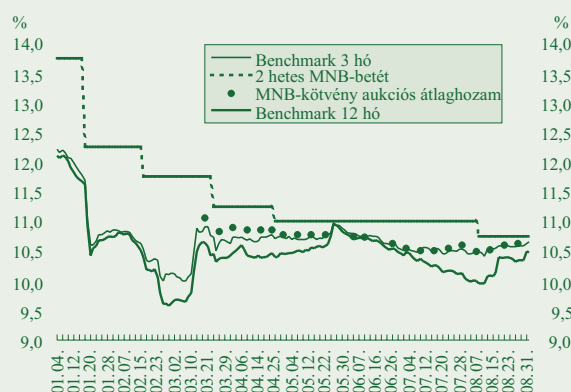


tainak háttérben mindenekelőtt az alacsony kockázati prémium, valamint a sorozatos ECB kamatemelések ellenére mérsékelt euró reálkamatok állnak. A június 8-i 50 bázispontos ECB kamatemelés a magyar reálkamatok szigorodása irányába hatott, ezt azonban ellensúlyozta az elvárt kockázati prémium további csökkenése.

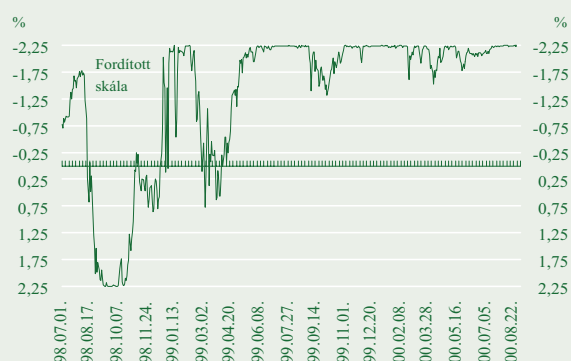
II-4. ábra A 3-hónapos kamatprémium



II-5. ábra Jegybanki kamatok és a piaci rövid hozamok



II-6. ábra A forint sávon belüli helyzete



Míg a nominális kamatok alakulásában a márciustól májusig tartó időszakban a nemzetközi tőkepiacok eseményei és a külföldi jegybankok kamatemelései játszották a főszerepet, addig a kamatprémium és a forinthozamok júniusban újra megindult csökkenéséhez a feltörekvő országok általános megítélésének javulása és országspecifikus tényezők is hozzájárultak. A feltörekvő országok kockázati megítélését mutató EMBI index orosz válság óta legalacsonyabb értékei, valamint a június és augusztus közötti időszakban napvilágra került kedvező magyar makrogazdasági adatok azt eredményezték, hogy a három hónapos kamatprémium rövid időre 200 bázispont alá csökkent. A feltörekvő országok befektetéseinek vonzerejéhez hozzájárult, hogy a Fed május 16-i 50 bázispontos kamatemelését követően az amerikai kamatok emelésére vonatkozó várakozások elültek. A kamatprémium csökkenéséhez az is hozzájárulhatott, hogy a piacon a leértékelési ütem októberi csökkentésére vonatkozó várakozások terjedtek el. Amikor nyilvánvalóvá vált, hogy e várakozások tévesek voltak, mintegy 20 bázispontos korrekció következett be a 3 hónapos kamatprémium szintjében. (Lásd II-4. ábra.)

A piaci hozamok júniustól augusztus elejéig folyamatosan csökkentek, majd augusztustól újra hozamemelkedést figyelhetünk meg. Bár ebben az időszakban az Európai Unióból importált monetáris politika a belföldi kamatszint növelése irányába hatott, a prémium csökkenése ellensúlyozta ezt a hatást. Ezért a jegybank irányadónak tekintett 3-hónapos aukciós kamataival fékezte a hozamok mérséklődését. A sterilizációs eszköztár másik elemének, a kéthetes betétnek csökkentette a kamatát a jegybank (augusztus 7-én 25 bázisponttal), de e lépés célja az MNB-kötvény és a kéthetes betét relatív hozamainak a megváltoztatása volt abból a célból, hogy a jegybank a kéthetes betétből a 3-hónapos instrumentumba terelje át a sterilizációs állomány egy részét. (Lásd II-5. ábra.)

Augusztus közepétől a nominális kamatok szintje emelkedni kezdett. A kedvezőtlen júliusi inflációs adat hatására a hazai befektetők felfelé módosították inflációs várakozásaikat. A nominális kamatok emelkedése ellenére a kamatprémium tovább csökkent, ami jelzi, hogy az euró piacon az ECB további szigorítására vonatkozó várakozások alakultak ki (augusztus 31-én az ECB további 25 bázisponttal emelte irányadó kamatait). A csökkenő prémium ellenére megélenkült a külföldi befektetők érdeklődése a forintbefektetések iránt, ami újra konverzióhoz vezetett. Ebben az időszakban meredeken emelkedett a külföldiek kezében lévő állampapír állomány, és átlagos lejáratára rövidült is, ami forint felértékelődésére vonatkozó várakozásokra utal.

A márciustól július közepéig tartó időszakban a forint árfolyama az erős sáv szél közelében tartózkodott. A július második felében meginduló konverziós forintkereslet hatására – amely a külföldi befektetők megújult érdeklődésével volt kapcsolatban – az árfolyam visszatért a sáv szélére, és augusztus folyamán néhány naptól eltekintve folyamatosan ott tartózkodott. (Lásd II-6. ábra.)

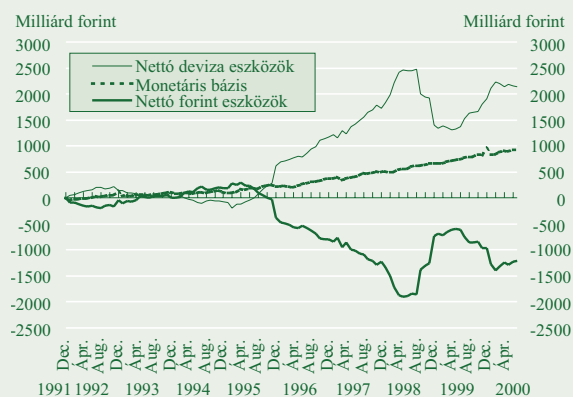
A monetáris aggregátumok alakulása tükrözi a lakossági és vállalkozói szektor megtakarítási pozíciójának eltérő tendenciáit. A monetáris aggregátumok reál növekedési üteme az első negyedévhez hasonlóan tovább csökkent, ami a lakossági komponens lassuló és a vállalkozói szektor bankrendszeri eszközeinek tartósan magas növekedése eredőjeként adódott. A lakossági fo-

gyasztás növekedése továbbra is meghaladta a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének növekedését, amit a lakossági hitelállomány dinamikus növekedése is tükröz. A lakossági hitelezésnek újabb lökést adhat, hogy megállt a fogyasztási hitelek és betétek közötti marz, illetve a lakossági hitelek reálkamatának növekedése. A második negyedévtől szignifikáns csökkenés figyelhető meg az építési és ingatlanvásárlási hitelek kamataiban, ami hozzájárul ezen hitelek várható erőteljes növekedéséhez. A vállalkozói szektor hitelkereslete a második negyedében is mérsékelt volt a jó vállalati jövedelmezőségnek és az aggregált szinten visszafogott beruházási hajlandóságnak köszönhetően. A vállalati szektor finanszírozásában a korábban tapasztaltnál is dinamikusabban nőtt a devizahitelek aránya, az árfolyamkockázat azonban továbbra is mérsékeltnek tekinthető, mivel ezen hitelek nagy részét olyan – többnyire exportáló – vállalatok veszik fel, melyek bevételei döntően devizában jelentkeznek. Az árfolyamkockázat mérséklése szempontjából a devizahitelezés a kereskedelmi bankok számára is célszerű, hiszen így eszközeik devizaszerkezetét jobban közelíthetik forrásstruktúrájukhoz a határidős piacok jelenlegi, alacsony likviditással jellemzett helyzetében.

1.1 A monetáris bázis és a konverziós forintkereslet

A legszűkebb pénzaggregátum növekedése a második negyedévtől 2000 első negyedévéhez képest lelassult, és az első három hónap 15,3 százalékos átlagos növekedési ütemét követően júliusban már csak 11,5 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi értéket. A monetáris bázis növekedési ütemének lassulása egyértelműen a tartalékok csökkenő ütemű bővülésével van összefüggésben, ami összhangban áll az M3 monetáris aggregátum növekedési ütemének lassulásával. A tartalékszabályozás július elsejével életbe lépett változása – amely tartalékköteles körbe vonta a külföldről származó éven belüli források 50%-át, és amely szerint a bankok házipénztár állományának csak 50%-a vehető figyelembe a tartalék teljesítésénél – előreláthatólag nem befolyásolja érdemben a monetáris bázis keresletének alakulását, mivel az effektív tartalékráta változatlan maradt. (Lásd II-1. táblázat, II-7. ábra.)

II-7. ábra A monetáris bázis és összetevői, az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991=0



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

	2000					
	nyitó	március	április	május	június	július
I. Monetáris bázis (II+III)	1439,0	1373,5	1398,5	1383,7	1420,6	1417,4
Bankrendszeren kívüli készpénz	846,2	762,9	785,1	784,3	809,6	819,0
Egyéb készpénz	109,7	73,4	75,2	71,0	79,5	76,4
Tartalék	483,1	537,2	538,2	528,4	531,5	522,07
II. Nettó forint eszközök (b+c+d-a)	101,1	-248,6	-171,8	-225,7	-159,2	-142,88
a) Sterilizációs instrumentumok	619,3	884,2	868,0	846,8	805,7	825,9
ebből MNB-kötvény	0,0	96,8	204,6	285,5	235,3	270,4
b) Pénzügyi hitelek	120,3	117,1	112,5	109,4	104,5	103,8
c) Kormányal szembeni nettó követelések	517,9	443,3	470,5	432,3	454,9	507,1
ebből KESZ (-)	193,4	267,5	246,8	301,9	250,1	198,0
állampapír (+)	401,2	393,4	393,5	389,8	378,8	378,8
egyéb (+)	310,1	317,4	323,9	344,4	326,2	326,2
d) Egyéb	82,2	75,2	113,2	79,4	87,0	72,2
III. Nettó deviza eszközök	1337,9	1622,1	1570,3	1609,4	1579,8	1560,29
Nettó külföld	504,4	700,7	777,6	777,8	736,9	748,8
Követelések	3269,1	3476,6	3592,3	3607,5	3435,6	3503,0
Tartozások	2764,7	2775,9	2814,7	2829,7	2698,7	2754,2
Nettó belföld	833,4	921,4	792,7	831,6	842,9	811,4
Követelések	1550,4	1569,9	1440,1	1454,4	1452,4	1443,0
Tartozások	717,0	648,5	647,4	622,8	609,5	631,5

A gazdasági szereplők készpénz iránti keresletének pontosabb nyomon követése céljából a táblázatban különválasztottuk az ezt tükröző bankrendszeren kívüli készpénz állományt és az egyéb készpénz állományt, amely a bankrendszer házipénztár-állománya. A bankrendszeren kívüli készpénzállomány bővülése az év első félévben a tartalékoknál stabilabban alakult, de az első és második negyedévre jellemző 14,5 százalékos növekedési ütem júliusra e komponens esetében is 12,7 százalékra esett.

Áprilistól júliusig alacsony konverziós forintkereslet jellemezte a devizapiacokat, a második negyedévben mindössze 22,6 milliárd forintot tett ki a konverzió. A sterilizációs instrumentumok állománya csekély mértékben csökkent, összetételük azonban jelentősen változott, ugyanis az elmúlt időszak folyamán a jegybank sikerrel terelte át a kéthetes betétállomány egy részét a márciusban bevezetett 3-hónapos MNB kötvénybe, s így az MNB kötvény állománya júliusban 270 milliárd forintot ért el.

1.2 A konverziós forintkereslet és összetevői

A második negyedévben igen alacsony volt a konverziós forintkereslet, júliusra a konverzió meg is szűnt. A korrigált folyó fizetési mérleg a szóban forgó időszakban is kedvezően alakult, a folyó fizetési mérleg hiányát az első negyedévinél magasabb működőtőke beáramlás bőven fedezte. Az alacsony konverziós kereslet elsősorban annak köszönhető, hogy a portfólió befektetéseknel tőkekiáramlást tapasztalhattunk a negyedév során, amelyre az elmúlt másfél év egyik negyedévében sem volt példa. (Lásd II. 2. táblázat.) Ez a tőkekiáramlás valószínűleg a NASDAQ jelentős visszaesését követő nemzetközi tőkepiaci bizonytalanság mellett a kormányzat és a jegybank között ismét kiújuló vitákkal, valamint a tőzsdei vállalatok eredményességét negatívan érintő szabályozási döntésekkel is összefüggésbe hozható. A nettó portfólió befektetések komponensei közül a részvényekből való kiáramlás volt a jelentősebb, ami 86,2 milliárd forintot tett ki, de április és május folyamán a nettó állampapír befekteté-

II-2. táblázat A konverziós forintkereslet komponensei

	1999 összesen	2000				
		I. n. év	április	május	június	II. n. év
A. Konverzió	807,6	374,0	12,0	10,6	0,0	22,6
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	708,4	374,2	9,8	10,6	0,0	20,4
b) MNB-vásárlások az államháztartástól	99,2	-0,2	2,2	0,0	0,0	2,2
A konverzió forrásai (I.+...+ VIII.)	807,6	374,0	12,0	10,6	0,0	22,6
I. Az MNB nettó külföldi kamatfizetéseivel korrigált folyó fizetési mérleg (1.+2.)	-398,5	-75,2	20,8	-29,9	-98,1	-107,3
1. Folyó fizetési mérleg	-497,8	-96,9	7,2	-20,9	-111,5	-125,2
2. MNB nettó külföldi kamatfizetése [*]	99,3	21,7	13,6	-9,0	13,4	17,9
II. Működőtőke-beáramlás	407,5	63,6	60,0	41,9	68,4	170,4
III. Bankok konverziós hatása ^{**}	-11,5	33,0	-5,0	-3,3	-7,3	-15,6
IV. Derivatívek hatása ^{***}	-58,2	75,1	-19,9	-1,7	-20,0	-41,5
V. Belföldi devizabetétek konverziós hatása	-1,6	-7,4	-4,6	-10,3	4,2	-10,8
VI. Nettó portfólióbefektetések ¹ (1.+2.)	303,6	154,0	-34,5	-57,0	11,6	-79,8
1. Állampapír	152,3	142,9	-10,6	-20,6	37,7	6,4
2. Részvény ¹	151,3	11,1	-23,8	-36,4	-26,0	-86,2
VII. Vállalati devizahitel (1.+2.) = (a+b)	237,1	11,0	15,6	40,3	32,3	88,2
1. Belföldi	154,3	77,0	39,0	43,5	38,3	120,8
2. Külföldi	82,7	-66,0	-23,5	-3,2	-6,0	-32,6
a) Egy évnél rövidebb	-73,6	-32,8	-31,4	2,0	19,2	-10,2
b) Éven túli	310,7	43,7	47,0	38,3	13,1	98,4
VIII. Tőketranszferok	8,2	3,8	5,0	5,5	4,0	14,5
IX. Egyéb	321,0	116,1	-25,4	25,1	4,7	4,4
B. Kamatérzékeny (III.+IV.+V.+VI/1.+VII.)	318,1	254,5	-24,6	4,5	46,9	26,8
C. Spekulatív	9,0	218,2	-67,0	-23,5	29,6	-60,9

¹E sor adatai az előző Jelentéstől eltérően megegyeznek a fizetési mérleg adataival. Az eltéréseket az Egyéb kategória tartalmazza.

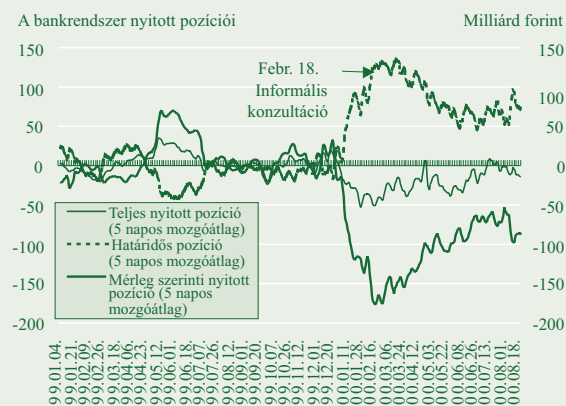
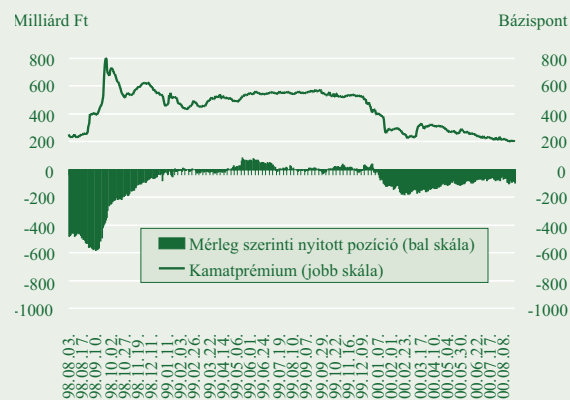
^{*} Korrigálva az államháztartás nettó külföldi kamatfizetésével

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

^{***} A határidős kontraktusok változásának konverziós hatása. E két tétel esetében a negatív előjel a korábban felépült hosszú forint pozíciók leépülését mutatja.

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

A harmadik negyedévben július közepéig az előző negyedév tendenciái folytatódtak. A bankok fokozatosan csökkentették a mérleg szerinti deviza nyitott pozíciójukat, és július közepére a teljes nyitott pozíciójuk is bezárult. Ez lehetővé tette, hogy csökkentsék a határidős pozíciójukat. Július közepétől némiképp megváltozott a bankok magatartása, ismét növelni kezdték nyitott pozíciójukat, először határidős pozíciókkal teljesen fedezve, majd augusztus elejétől mind a mérleg szerinti, mind pedig a teljes nyitott pozíciójuk nőtt. A mérleg szerinti nyitott pozíció ismételt megnövekedése augusztusban annak ellenére következett be, hogy július 1-től mérleg szerinti nyitott pozíció szabályozás lépett életbe (lásd az előző negyedévi Jelentés 23. o. Box II-1.), amely cca. 70 bázisponttal drágítja a forint melletti spekulációt a bankok számára. A nyitott pozíció kinyílására csökkenő kamatprémium mellett került sor. (Lásd II-8, II-9. ábra.)

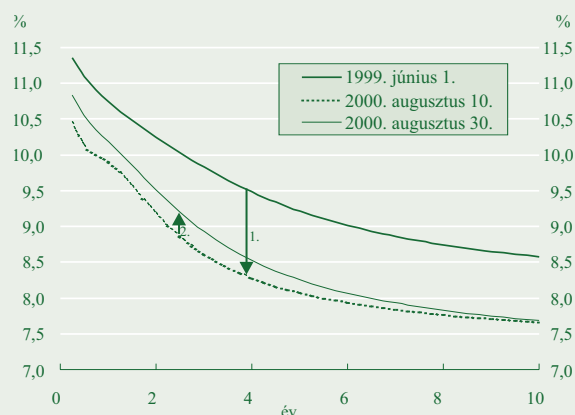
II-8. ábra**II-9. ábra**

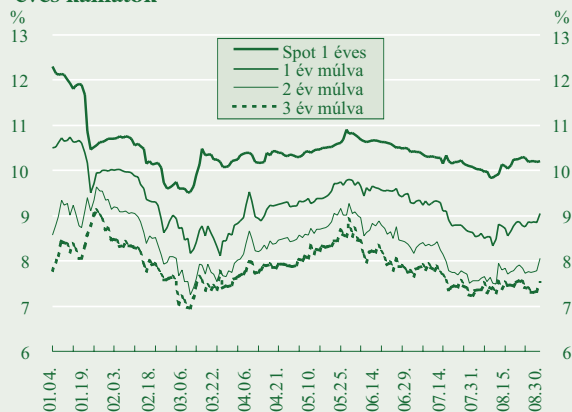
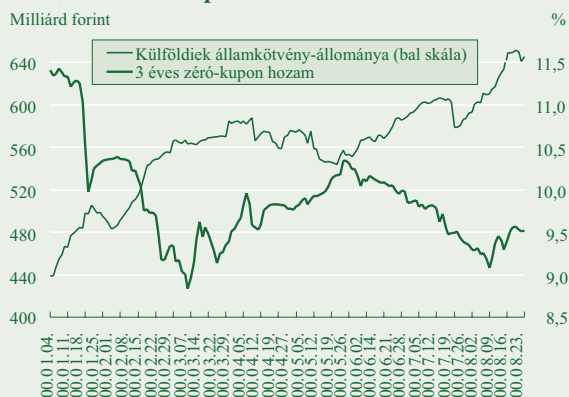
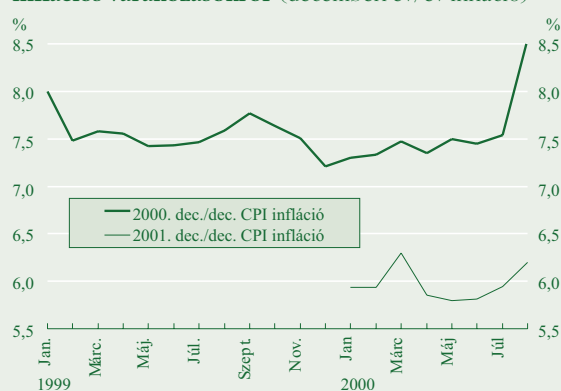
sek is csökkentek. Az első negyedévvel ellentétben a bankok teljes nyitott pozíciójának változása, valamint derivatív ügyletek egyaránt csökkentették a forint konverziós keresletét 2000 második negyedévében. (Lásd Box II-2.) A vállalati devizahitelek körében 2000 eddig eltelt időszakában tovább erősödött az a folyamat, hogy a vállalkozói szektor elsősorban a hazai bankszektortól veszi fel devizahiteleit, és a külföldi komponens csökken. A devizahitelek lejáratú kompozícióját tekintve is folytatódott a korábbi folyamat, azaz e hitelek túlnyomó része éven túli lejáratú.

2. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások

Előző Jelentésünkben május végéig követtük nyomon az állampapírpiazi hozamok alakulását és a piaci várakozások ebből kiolvasható változásait. Az azóta eltelt negyedév markánsan két részre osztható: június elejétől augusztus 10-ig a hozamgörbe folyamatosan lefelé toldott, a zéró-kupon hozamok lejáratától függően 60–110 bázisponttal estek. A júliusi inflációs adat publikációja (augusztus 11.) után azonban ez a csökkenés megállt, sőt augusztus végére a hozamgörbe 3 éves lejáratig tartó szakasza enyhén (30–40 bázisponttal) felfelé toldott. (Lásd II-10. ábra.)

Előző Jelentésünkben részletesen elemeztük a forinthozamok március elejétől május végéig tartó folyamatos emelkedését. Megállapítottuk, hogy a hazai reálkamatszint stabilizálására irányuló jegybanki törekvés (mely részben az új, 3 hónapos MNB-kötvény bevezetésében nyilvánult meg) sikeréhez ebben

II-10. ábra Zéró-kupon hozamgörbék

II-11. ábra A spot 1 éves kamat és a származtatott 1 éves kamatok**II-12. ábra** A külföldiek tulajdonában lévő államkötvények KELER által regisztrált állománya és a 3 éves zéró-kupon hozam**II-13. ábra** A Reuters felmérése a makroelemzői inflációs várakozásokról (decemberi év/év infláció)

az időszakban nagyban hozzájárultak külső tényezők is. Ezek között az euró- és dollár rövid kamatok emelkedése valamint az USA tőkepiacainak márciusi megingása nyomán a feltörekvő piacokra is átgyűrűző megnövekedett bizonytalanság (emelkedő elvárt kockázati prémium) volt említendő.

Felmerül a kérdés, hogy mi okozta a június elején bekövetkező fordulatot, mi állt az ekkor kezdődő folyamatos kamatcsökkenés hátterében. (Lásd II-11. ábra.)

A hozamcsökkenés annak ellenére következett be, hogy az ECB június 8-án 50 bázisponttal emelte irányadó rövid kamatot. Bár a piaci elemzők egyöntetűen emelésre számítottak, ez a mérték még felül is múlta a várakozásokat. A horgonyvaluta kamatszínvonalának emelkedésével ellentétes irányba befolyásolta viszont a hazai kamatszintet az elvárt kockázati prémium valószínűsíthető csökkenése. A feltörekvő piacok globális kockázati megítélésében beállt kedvező változásokra utal dollárkötvény-spread-jeik június elejétől megfigyelhető jelentős csökkenése.

Szintén a forintkamatok csökkenése irányába hatott néhány június elején nyilvánosságra került, kedvező hazai makrogazdasági mutató. A KSH június 1-én publikálta a GDP első negyedéves növekedésére vonatkozó gyors becslését. A gyors, 6,8%-os növekedési ütem jóval meghaladta a piaci várakozásokat. A hír kedvezően hatott a kötvénypiacra, amit részben az is magyarázott, hogy a növekedés hátterében a nettó export dinamikus növekedése állt, így erősödő keresleti inflációs nyomástól nem kellett tartani. Hasonló reakciót váltott ki a június 5-én publikált áprilisi előzetes folyó fizetési mérleg hiány (20 millió euró többlet, szemben a piaci elemzők által várt átlag 112 millió euró deficitel).

A feltörekvő piacok javuló nemzetközi megítélése és a kedvező országspecifikus makromutatók hatására a forinttól elvárt kockázati prémium valószínűleg csökkent, ami több mint ellensúlyozta az eurókamatok emelkedésének hatását, így a forint hozamok csökkentek. Az elvárt kockázati prémium csökkenésének jól érzékelhető jele volt a külföldiek forint állampapír állományának június-augusztusi jelentős (mintegy 100 milliárd forint) növekedése.¹ (Lásd II-12. ábra.)

A júniusban illetve júliusban nyilvánosságra hozott májusi és júniusi CPI infláció megfelelt a várakozásoknak, a piaci szereplők hosszabb távú inflációs várakozásait nem módosították jelentősen, így a hozamcsökkenés hátterében nem ez a tényező állt. Változást hozott azonban a júliusi CPI inflációs adat bejelentése augusztus 11-én. A 9,6%-os árindex jóval meghaladta a piaci elemzők által átlagosan várt értéket (8,7%). A kötvénypiac már a bejelentés napján reagált a kedvezőtlen mutatóra: a benchmark hozamok lejáratától függően 12-36 bázispontot emelkedtek. Ez az emelkedés tartósan bizonyult és leginkább a középtávú inflációs várakozások emelkedésére enged következtetni: augusztus végére a zéró-kupon hozamgörbe 3 éves lejáratig tartó szegmense a bejelentést megelőzőnél 30-40 bázisponttal került magasabb szintre, míg a hosszabb lejáratokon a hozamok csekélyebb mér-

¹ A külföldiek kezében lévő állomány növekedésében átmeneti megtorpanást jelentett a 2000/J jelű államkötvény július 24-i lejárat. Ebből a kötvényből ugyanis jelentős mennyiséget (kb. 32 milliárd forintnyit) birtokoltak a külföldiek. A lejárat összegét azonban körülbelül egy hét alatt újra forintkötvényekbe fektették és az állomány növekedése augusztusban már a korábban megfigyelt ütemben folytatódott.

tékben emelkedtek. A 2000 illetve 2001 végére vonatkozó inflációs várakozások felfelé módosításáról tanúskodik a piaci makroelemzők körében a Reuters által rendszeresen készített felmérés augusztusi eredménye is. Az augusztus 23-án készített felmérés szerint a 2000 végére vonatkozó inflációs várakozásukat a piaci elemzők átlagosan több mint 1 százalékponttal, a júliusi 7,54%-ról 8,55%-ra emelték.² A 2001 végére várt infláció átlagos értéke már csak kisebb mértékben módosult, a júliusi 5,95%-ról 6,20%-ra emelkedett. (Lásd II-13. ábra.)

Azt, hogy az augusztusi hozamemelkedés hátterében a hazai inflációs várakozások felfelé igazítása állt megerősíti az is, hogy a kedvezőtlen adat bejelentése után is töretlen ütemben folytatódott a – forintinflációra kevésbé érzékeny – külföldiek kezében lévő államkötvény-állomány növekedése. A külföldiek birtokában lévő állampapírokkal kapcsolatban további figyelemre méltó tény, hogy június eleje óta nem elhanyagolható mértékben rövidült az állomány átlagos lejáratja. A külföldi befektetők megnövekedett érdeklődése a rövidebb lejáratú papírok iránt arra utalhat, hogy a leértékelési ütem közeljövőben esedékes csökkentésére, esetleg a forint felértékelődésére számítottak.

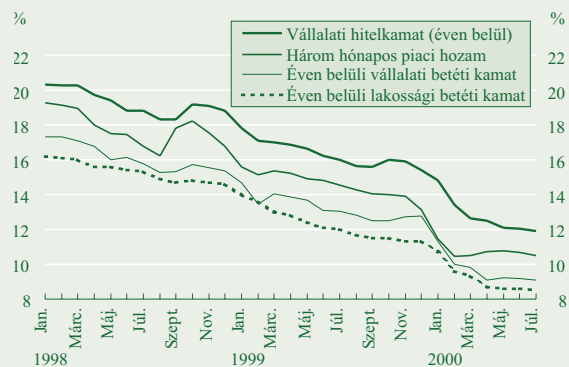
A 3 hónapos MNB-kötvény irányadónak számító kamatával a jegybank igyekezett stabilizálni a rövid piaci hozamokat, így ezen instrumentum kamata a hasonló lejáratú piaci hozamnál jóval szerényebb mértékben csökkent. A májusi aukciókra jellemző stabil 10,78%-os átlaghozam július elejére 10,64%-ra mérséklődött. Ennek megfelelően a 2-hetes betét relatív hozamát előbb-utóbb szintén csökkenteni kellett, hogy a jegybanki instrumentumok állományai közötti arány ne tolódjon el jelentősen a betét javára (július első felében a 2-hetes betét állománya dinamikusan nőtt). A 2-hetes betét kamatának csökkentését – 11%-ról 10,75%-ra – augusztus 7-én jelentette be az MNB. Ugyanezen a napon aukciót is tartottak a 3 hónapos kötvényre, melyen – bár a jegybank minden ajánlatot elfogadva igyekezett a kamatszintet magasan tartani – 10,59%-re csökkent az átlagos hozam. A vártnál kedvezőtlenebb júliusi inflációs adat publikálását követő hozamemelkedésre a 3 hónapos kötvényhozamoknak a piaci reakcióval azonos irányú, de annál jóval szerényebb mértékű emelésével reagált a jegybank. Az utolsó augusztusi aukción 10,68%-ra emelkedett az átlagos hozam.

3. A kereskedelmi bankok kamatpolitikája

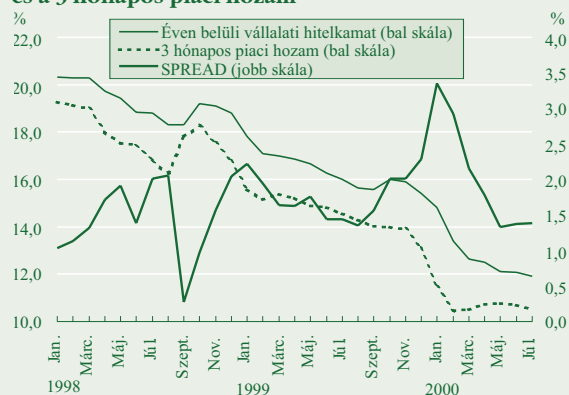
A kereskedelmi bankok betét- és hitelkamatok 2000 második negyedévében csak enyhén csökkentek, ami összhangban áll a piaci hozamok viszonylagos stabilitásával és a bankok kamatsimításra irányuló törekvéseivel. (Lásd II-14. ábra.) A rövidlejáratú piaci hozamok és a vállalati betétek kamata közötti spread, valamint az éven belüli vállalati hitelkamatok és a piaci hozamok közötti spread visszatért az egyensúlyinak tekinthető 1,5 százalékpont körüli szintre, amelyet a kereskedelmi bankok immár három éve tartani igyekeznek. (Lásd II-15, II-16. ábra.) A lakossági hitelezésben folytatódott a korábbi időszak folyama-

² Az átlagos előrejelzés kiszámításakor a legkisebb és a legnagyobb egyedi előrejelzés elhagyásával készült ún. nyesett átlagot használtunk, ami eltérhet a Reuters által publikált átlagos értéktől.

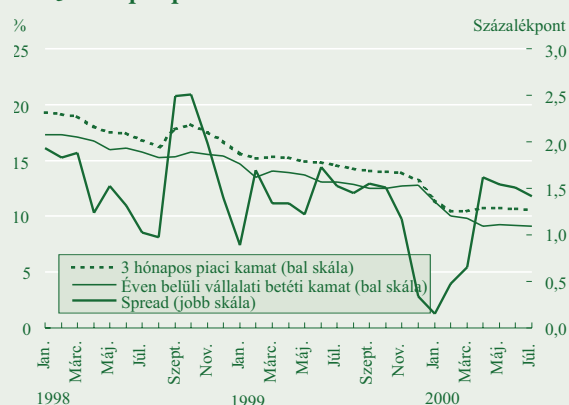
II-14. ábra Kereskedelmi banki kamatok és a piaci hozam



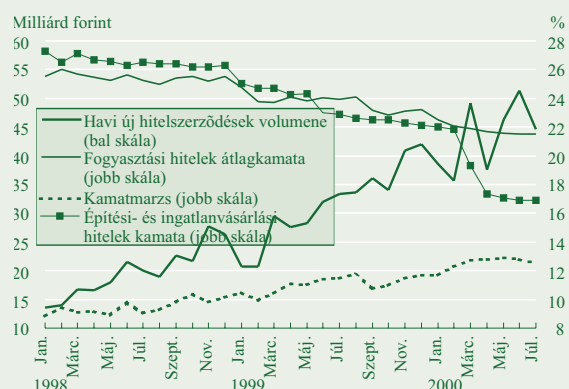
II-15. ábra Éven belüli vállalati hitelkamatok és a 3 hónapos piaci hozam



II-16. ábra Éven belüli vállalati betéti kamatok és a 3-hónapos piaci hozam

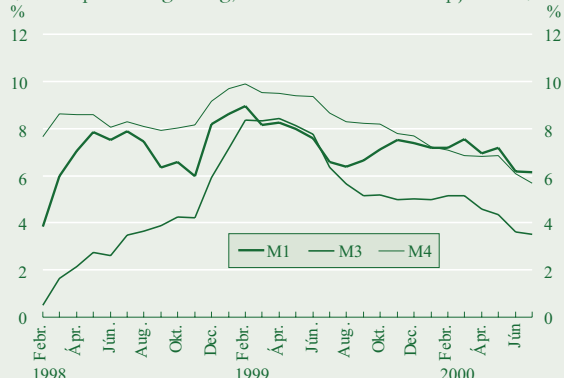


II-17. ábra Lakossági hitelezés

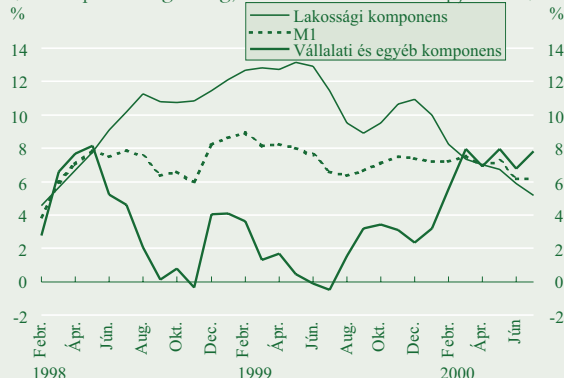


II-18. ábra A monetáris aggregátumok reálértékének növekedése

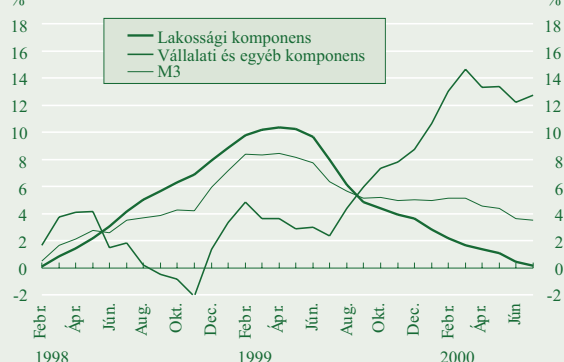
(3 hónapos mozgóátlag, előző év azonos hónapja = 100)

**II-19. ábra Az M1 monetáris aggregátum****komponenseinek reál növekedési üteme**

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

**II-20. ábra Az M3 monetáris aggregátum****komponenseinek reál növekedési üteme**

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

**II-21. ábra A háztartások nettó pénzügyi vagyonának reál növekedési üteme**

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



tai, azaz dinamikus növekedés tapasztalható a fogyasztási hiteleknel, a havi új kihelyezés júniusban elérte az 50 milliárd forintot, amelynek túlnyomó része 6 és 12 hónap közötti, illetve éven túli lejáratú hitel. A megelőző időszakhoz képest új fejlemény, hogy a második negyedévben megállt a fogyasztási hitelek és a betéti kamatok közötti marzs növekedése, és a fogyasztási hitelek reálkamata sem növekszik tovább, bár ezek szintje még mindig igen magas. (Lásd II-17. ábra.) A piaci alapú (nem kedvezményes) építési és ingatlanvásárlási hitelek kamata március és július között közel 5 százalékpontot zuhant. Ez elsősorban annak köszönhető, hogy az államilag támogatott, kedvezményes kamatozású lakáshitelek megjelenése által támasztott verseny kamatcsökkentésre kényszerítette a bankokat.

4. Monetáris aggregátumok

A 2000. év áprilistól júliusig tartó időszakában a monetáris aggregátumok reál növekedési üteme csökkent. (Lásd II-18. ábra.) A csökkenés hátterében az áll, hogy a reál aggregátumok lakossági komponensei a megelőző időszakhoz hasonlóan továbbra is lassuló ütemben növekedtek, míg a vállalatok és egyéb szereplők által tartott komponensek esetében stabilizálódott a megelőző időszakban kialakult gyors növekedési ütem. (Lásd II-19, II-20. ábra.)

A lakosság által tartott komponensek viselkedése a nettó vagyon változásával, illetve a lakosság portfólió választásával magyarázható. Míg az előző negyedévben alapvetően a lakosság portfólió átrendezése dominálta az aggregátumok dinamikáját, a második negyedévben a csökkenő növekedési ütem a lakossági nettó vagyon reálértékének lassúbb növekedésének tulajdonítható, a bankrendszeri eszközök súlya nem változott a nettó vagyonon belül. (Lásd II-21. ábra.)

A nem a lakosság által tartott monetáris aggregátumok között különösen feltűnő az M3 magas reál növekedési üteme. Ezt a vállalati szektor magas jövedelmezőségével és nagy cash-flow-jával magyarázhatjuk. Ugyanakkor a vállalatok pénzbevételeiket nem likvid, hanem lekötött betétekben helyezik el. Ez új jelenség, mivel eddig jellemzően a likvid betéteket preferálták a vállalatok. Ez arra enged következtetni, hogy a bankszféra nem csak a lakosság, hanem a vállalatok részére is új befektetési formákat kínál.

A lakosság tranzakciós pénzkeresletét a forgási sebességgel jellemezzük. Mindkét általunk számolt mutató szerint a forgási sebesség kis mértékben tovább lassult, ami növekvő tranzakciós pénzkeresletet jelent. (Lásd II-22. ábra.)

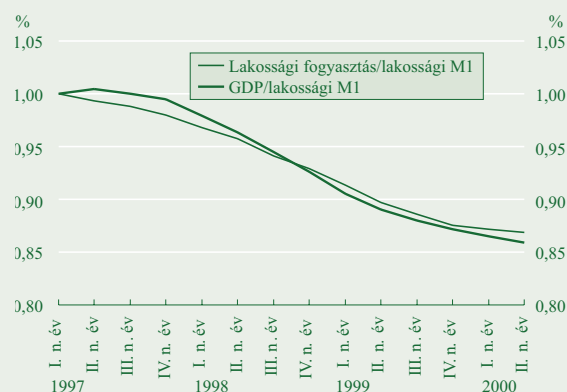
5. A vállalati hitelkereslet alakulása

A vállalati szektor nettó pozíciója a második negyedév folyamán kedvezően alakult, a külső forrásokra való rászorultság mérsékelt maradt, az élénk belső- és exportkereslet miatti jó vállalati jövedelemtermelő képességnek, valamint a teljes vállalati szinten visszafogottnak bizonyuló beruházási hajlandóságnak köszönhetően. Az eszközök és a források párhuzamos gyors növekedése ugyanakkor továbbra is arra utalhat, hogy a beruházások megvalósítása a vállalati szektor egy részére koncentrálódik, míg a vállalatok másik szegmensében továbbra is halmozódik a nem befektetett eszközök állománya.

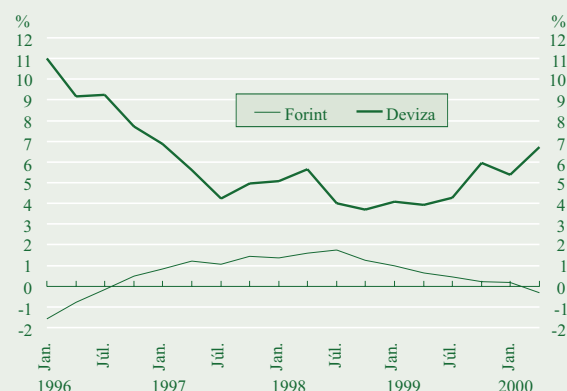
A vállalati forrásszerkezetben jelentős eltolódás volt megfigyelhető, a korábban tapasztaltnál is gyorsabban nőtt a devizafinanszírozás súlya. A vállalatok nettó forintpozíciója kiegyensúlyozottá vált, ugyanis a forintban denominált hiteleket meghaladó mértékben nőtt a vállalatok forintbetét és állampapír-állománya. (Lásd II-23. ábra.) A belföldi forrásbevonás során a devizában, elsősorban az euróban denominált belföldi hitelek felvétele vált jellemzővé, és nőtt a közvetlen külföldi hitelfelvétel súlya is, ezt azonban meghaladta – feltehetően az élénkülő kivitelnek köszönhetően – a külföldi követelésállomány dinamikus növekedése, így a szektor külfölddel szembeni nettó hiteltartozása csökkent. A forint és a devizahitelek lejárat szerkezete ellentétesen változott, míg a forinthiteleknél a rövid, addig a devizában denomináltak esetében az éven túli lejáratok súlya nőtt.

A vállalati hitelszerkezet átstrukturálódásának folyamata eredményezhetné a vállalatok árfolyamkockázatának növekedését. Ezt a hatást azonban jelentősen mérsékeli az, hogy a koncentrált devizahitelek jelentős részét a szektor átlagánál gyorsabban növekvő exportáló vállalatok veszik fel – az elmúlt időszakban a devizahitel állomány elsősorban a feldolgozó- és gépipari vállalatoknál nőtt -, melyeknek bevételei döntően devizában, elsősorban euróban jelentkeznek. Ugyancsak kockázatcsökkentő tényező, hogy a túlnyomórészt devizában denominált ingatlanfejlesztési hitelek esetében a bevétel jelentős részét adó bérleti díjak szintén devizában – német márkában – kerülnek meghatározásra. Ezeknek a vállalatoknak az árfolyamkockázatát pedig mérsékeli a devizában denominált forrásbevonás, ami találkozik a kereskedelmi bankok érdekével is. (Lásd II-25. ábra.) A bankrendszer ugyanis az erősen korlátozott forintforrás-bevonási lehetőségek miatt szintén rákényszerül a devizaforrások igénybevételére, s mivel a határidős piac likviditása 1998 óta alacsony, ezért az árfolyamkockázat mérséklése miatt célszerű a forrás-szerkezethez jobban igazodó eszközstruktúra kialakítása, a devizában denominált hitelkihelyezés. Ez az elmozdulás azonban nem kockázatmentes a bankszektor számára, mivel az árfolyamkockázat kezelése így a vállalati szektorra marad, ami az árfolyamkockázat szempontjából nem fedezett pozícióban lévő vállalkozások esetében a bankok számára hitelkockázatot generál.

II-22. ábra Az M1 forgási sebessége
(1997. I. negyedév = 1)

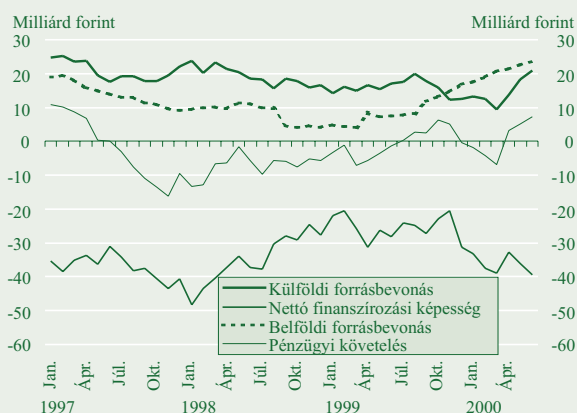


II-23. ábra A vállalatok forint és deviza nettó pozíciójának alakulása a GDP százalékában



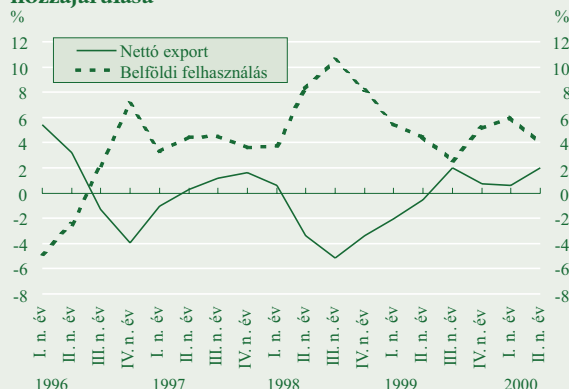
II-24. ábra A nem pénzügyi vállalati szektor operacionális nettó finanszírozási igényének szerkezete

(szezonálisan igazított adatok, 1995-ös átlagáron)



III. Keresleti tényezők

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



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

	1999					2000	
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év össz.	I. n. év	II. n. év
	KSH előzetes tény						MNB becslés
Végző fogyasztás	4,6	4,4	4,3	3,8	4,3	3,0	3,5
Lakossági fogyasztás	4,5	5,0	4,5	4,4	4,6	3,3	3,7
Közösségi fogyasztás	4,6	1,4	2,8	0,1	2,2	0,9	2,6
Bruttó felhalmozás**	7,6	4,0	-1,6	7,6	4,3	12,8	4,5
Állóeszköz-felhalmozás	6,4	6,8	4,2	8,1	6,6	7,0	5,5
Belföldi felhasználás	5,4	4,3	2,4	5,0	4,3	5,7	3,8
Összesen							
Export	9,5	9,8	13,6	18,9	13,2	20,8	20,6
Import	12,9	10,2	9,3	16,6	12,3	18,3	16,2
GDP	3,5	3,9	4,5	5,9	4,5	6,6	5,9

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

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

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

	1999					2000	
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év össz.	I. n. év	II. n. év
	KSH előzetes tény						MNB becslés
Végző fogyasztás	3,4	3,1	3,0	2,7	3,0	2,3	2,5
Lakossági fogyasztás	2,9	3,0	2,7	2,7	2,8	2,2	2,3
Közösségi fogyasztás	0,5	0,1	0,3	0,0	0,2	0,1	0,2
Bruttó felhalmozás*	2,1	1,3	-0,5	2,5	1,4	3,7	1,4
Állóeszköz-felhalmozás	0,9	1,4	1,1	2,8	1,6	1,0	1,2
Belföldi felhasználás	5,5	4,4	2,5	5,2	4,4	6,0	3,9
Összesen							
Export	5,0	5,2	7,3	10,1	7,0	11,4	11,6
Import	-7,0	-5,7	-5,3	-9,4	-6,9	-10,8	-9,6
Nettó export	-2,0	-0,5	2,0	0,7	-0,1	0,6	2,0
GDP	3,5	3,9	4,5	5,9	4,5	6,6	5,9

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

A magyar gazdaság gyors ütemű növekedése 2000 második negyedévében is folytatódott. A GDP az első negyedévi 6,6% után a második negyedévben 5,9%-kal bővült az előző év hasonló időszakához viszonyítva. A GDP növekedésének húzóerejét továbbra is a külső kereslet dinamikus bővülése adta, miközben a belföldi felhasználás növekedési üteme mérséklődött. A belföldi kereslet visszafogottabb emelkedése mérsékelte az import iránti igény növekedését is. A nemzeti számlák szerinti export volumenének növekedési üteme (21%) jelentősen felülmúlta az importét (16%), ami a cserearányok további (közel 3 százalékpontos) romlása mellett következett be. Így a nemzeti számlák szerinti nettó export az előző két negyedévinél nagyobb mértékben (2 százalékponttal) járult hozzá a hozzáadott érték emelkedéséhez, a belföldi felhasználás hozzájárulása ezzel egyidőben mérséklődött. (Lásd III-1. ábra.)

A belföldi felhasználáson belül a fogyasztási kiadások GDP bővülésében játszott szerepe a II. negyedévben enyhén erősödött. A lakossági fogyasztás volumene az I. negyedévben 3,7%-kal haladta meg az egy évvel korábbi szintet, ami a rendelkezésre álló jövedelmek 1,6%-os növekedése mellett valósult meg. (Lásd III-1. táblázat.) A fogyasztás növekedése tehát továbbra is meghaladta az operacionális jövedelem növekedési ütemét, ami a megtakarítási ráta mérséklődésében is tükröződött.

Az előző negyedévhez hasonlóan a beruházások mérsékelt növekedése jellemezte a második negyedévet is, a külpiaci értékesítési lehetőségek kedvező alakulása, a bővülő belső kereslet és a vállalkozások kedvező pénzügyi pozíciója ellenére. A feldolgozóiparban (ahol a beruházások mintegy negyede valósul meg) a beruházási aktivitás kissé erősödött. Ebben az ágazatban az átlagos kapacitáskihasználtság szintje relatíve magas és emelkedik a várható rendelésekhez képest kapacitáshiányt jelző cégek aránya. A szolgáltatási ágazatokban általában gyenge volt a beruházási aktivitás a második negyedévben, kivételt csak az ingatlanügyletek, bérbeadás és gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatások ágazat jelentett (itt jelentős, 18%-os volumennövekedés mutatkozott az egy évvel korábbihoz képest, amit feltehetően a lakásépítési tevékenység élénkülése magyaráz). A nemzetgazdasági állóeszköz felhalmozás összességében 5,5%-kal emelkedett a második negyedévben az előző év hasonló időszakához képest.

A felhalmozás másik tételét jelentő készletfelhalmozás és egyéb nem specifikált felhasználás a második negyedévben az előző negyedévinél jóval kisebb mértékben, de továbbra is pozitívan járult hozzá a GDP növekedéséhez. (Lásd III-2. táblázat.) A készletállomány mintegy negyedét adó ipari saját termelésű

készletek szintjének¹ növekedési üteme az előző negyedévhez képest mérséklődött, azonban az ipar belföldi értékesítésén belül a továbbfeldolgozásra kerülő termékek értékesített volumene még az előző negyedévinél is jobban, 14%-kal növekedett, ami – a termelési dinamika emelkedése mellett – feltehetően a vásárolt készletek szintjének növekedésével is együtt járt. A vásárolt készletek bővülését az intermediér termékek importjának kiemelkedő növekedése is valószínűsíti.

1. Lakossági fogyasztás

A lakossági fogyasztás jövedelemnövekedést meghaladó trendje 2000 második negyedévében is folytatódott, és ennek következtében a megtakarítási ráták csökkentek. Az infláció lassabb mérséklődéséhez a nominális jövedelmek növekedése csak részben igazodott, így az összes reáljövedelem 1,7% körüli ütemben nőtt.² Az összes jövedelem növekedésének hajtóereje továbbra is a nettó munkajövedelmek (2000 második negyedévében 4,3%-os) növekedése volt. A lassabb infláció-csökkenés elsősorban a pénzübeni és természetbeni társadalmi juttatások volumenét módosította, így a pénzübeni juttatások reálértéke közel 1%-kal csökkent, míg a természetbeni társadalmi juttatások volumene 0,5%-kal nőtt az előző negyedévhez képest.

Az összes jövedelem és az operacionális – kamatbevételek inflációt ellentételező részével korrigált – jövedelem növekedési dinamikája közötti különbség 2000 második negyedévében csökkent. (Lásd III-3. táblázat.)

A fogyasztásnak az operacionális jövedelem növekedését meghaladó bővülése a lakosság fogyasztást simító magatartásával magyarázható. (Lásd III-2. ábra.) A több éve tartó és jelentős gazdasági növekedés által biztosított foglalkoztatottság bővülés és reálkereset növekedés miatt kialakult optimista jövőképhez várhatóan alacsonyabb biztonsági megtakarítás tartozik. Ehhez igazodóan az elkölthető jövedelemből elsősorban a fogyasztásra fordított hányad növekszik, bár a kormányzati intézkedések hatására várhatóan a lakásberuházásokra fordított kiadások is emelkednek.

A második negyedévben a fogyasztás 3,7%-kal, míg az operacionális jövedelem 1,6%-kal növekedett. Mind a fogyasztás, mind az operacionális jövedelem növekedési dinamikája emelkedett 2000 első negyedévéhez képest, azonban 1,3 illetve 2,1 százalékponttal elmaradtak az előző év azonos időszakának ütemétől, így a két növekedési ütem közötti különbség némileg csökkent.

A jövedelmeknél dinamikusabban növekvő fogyasztás következtében a bruttó megtakarítási ráta³ 2000 második negyedévében 9,9%-ra csökkent az előző év azonos időszakának 11,4%-os értékével szemben. Az inflációsúrt pénzügyi megtakarítási ráta 2,5%-os értéke 0,9 százalékponttal volt alacsonyabb az egy évvel korábbi értékénél, míg a 6,9%-os felhalmozási ráta, az előző év

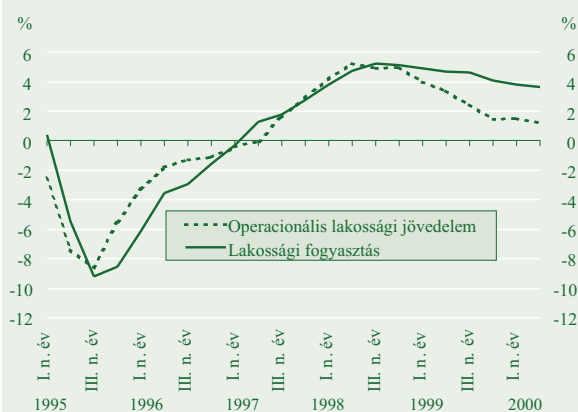
III-3. táblázat A lakossági jövedelem és fogyasztás reálértékének éves növekedési üteme* (százalékos változás az előző év azonos időszakához képest)

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

* A júniusi kiadványunkban szereplő 1999-es jövedelem növekedési ütemek korrekciójának oka, hogy az időközben elkészült költségvetési zárszámadás alapján a társadalombiztosítási járulékok mintegy 25 milliárd forinttal magasabbra, a természetbeni társadalmi juttatások pedig hasonló összegben alacsonyabbra becsülhetők.

III-2. ábra A lakossági fogyasztás és az operacionális jövedelem reálnövekedési üteme

(százalékos változás az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva; 3 tagú mozgóátlag)

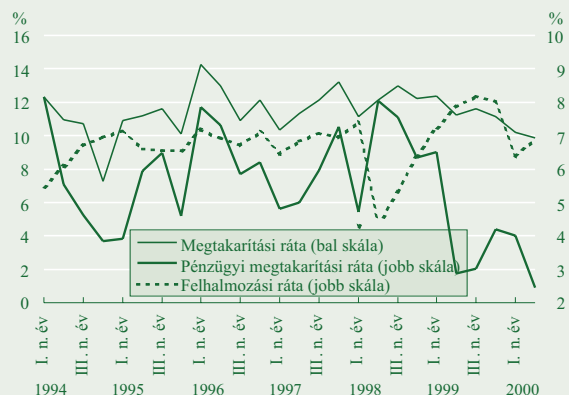


¹ Az iparstatisztikai adatok alapján.

² A jövedelemadatok módosulásának oka, hogy a KSH publikálta az 1998-ra vonatkozó lakossági jövedelem becslését és negyedéves GDP adatait, amelyek átvezetésre kerültek.

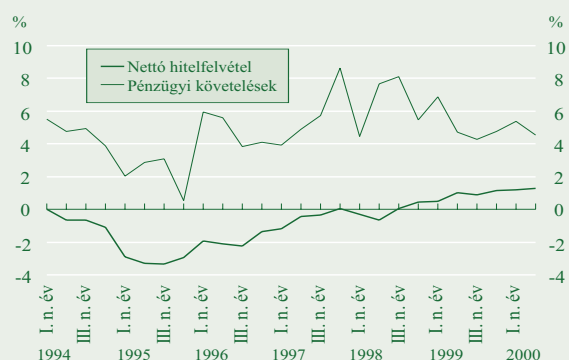
³ Az ebben a részben említésre kerülő megtakarítási ráták mind operacionális kategóriák és szezonálisan igazítottak.

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



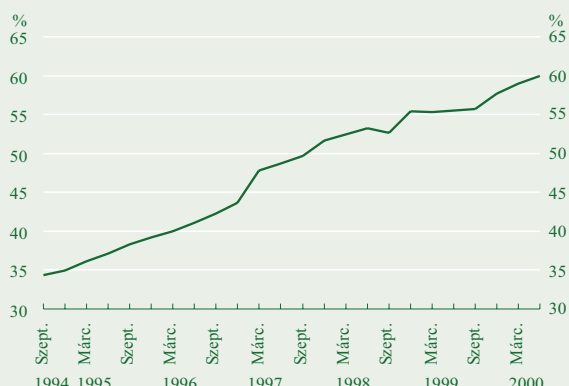
* Szezonálisan igazított adatok az operacionális rendelkezésre álló jövedelem százalékában.

III-4. ábra A háztartások nettó hitelfelvétel és pénzügyi követelése*



* Szezonálisan igazított adatok az operacionális rendelkezésre álló jövedelem százalékában.

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



azonos negyedévtől 0,6 százalékponttal elmaradt. (Lásd III-3. ábra.)

A felhalmozás legjelentősebb eleme a lakásépítés, melyre növelő tényezőként hatottak egyrészt az év folyamán megjelent kedvezményes hitelkonstrukciók, valamint az 1998-ban beigért ÁFA visszatérítések miatt elhalasztott lakásberuházások áthúzódó hatása. Az operacionális jövedelemhez viszonyított lakásberuházások aránya 2000 második negyedévében 5,6%- volt, az előző év azonos időszakának 4,7%-os értékével szemben.

A pénzügyi megtakarításokon belül a bankbetétek az alacsony reálkamat miatt háttérbe szorultak, így a forintbetétek és a banki értékpapírok inflációsűrten közel 28 milliárd forinttal csökkentek. Sem a befektetési jegyek, sem az állampapírok állományának növekedése nem mutatott jelentős növekedést, míg a befektetési jegyek operacionálisan mintegy 3 milliárd forinttal, addig az állampapírok 0,7 milliárd forinttal nőttek. (Lásd III-4. ábra.) A háztartások pénzügyi eszközei között a tőzsdéi részvények 13 milliárd forintos, valamint a nyugdíjpénzári befizetések 24 milliárd forintos inflációsűrten növekedése volt a meghatározó.

A pénzügyi megtakarítási ráta csökkenését a második negyedévben a háztartások inflációsűrten hitelfelvételeinek 24 milliárd forintos növekedése is erősítette. A háztartások fogyasztási és megtakarítási szokásainak változása következtében a megtakarítási ráta csökkenése a kedvező makrogazdasági kilátások mellett természetes jelenségnek tekinthető, egy ilyen jellegű változás azonban szükségessé teszi a gazdaságpolitikai keret újragondolását is. (Lásd III-5. ábra.)

2. Beruházás

A nemzetgazdasági beruházások 2000 II. negyedévében az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva reálértékben 5,5%-kal bővültek, ami az előző negyedévek beruházási aktivitásához képest lassulást jelentett (1999 IV. negyedév: 8,1%; 2000 I. negyedév: 7,0%).

Az előző negyedévhez hasonlóan a II. negyedévben is a kedvező külpiazi konjunktúra és a rendelésállomány növekedése alapján dinamikusabb beruházási aktivitásra lehetett volna számítani. Ugyancsak ezeket a várakozásokat támasztották alá az ipari termelés és a beruházási javak belföldi értékesítésének II. negyedévi adatai is, valamint erre utaltak a vállalati felmérések is.⁴ A kapacitások alakulásának szezonálisan kiigazított adatai is magasabb beruházást indokoltak volna, hiszen a kapacitáskihasználtság szintje magas volt, lényegében megegyezett az 1998. I. félévi, mintegy 80%-os szinttel, és nőtt a kapacitáshiánnyal küzdő cégek száma is. A beruházások kevésbé dinamikus bővülését mutatták viszont a beruházási import alakulása alapján készített előrejelzések.

Ágazati szemszögből értékelve a beruházási tevékenységet, szembevetendő az anyagi termelés ágazatainak alacsony teljesítménye. (Lásd III-4. táblázat.) A feldolgozóipar 6% körüli beruházási dinamikája év/év alapon ugyan mintegy 3,5%-ponttal magasabb volt az előző negyedévinél, de jelentősen elmaradt attól az ütemtől, amelyet – hasonlóan kedvező konjunkturális körülmé-

⁴ Meg kell jegyezni azonban azt, hogy a felmérések általában azt is mutatták, hogy a vállalatok beruházásaikat az év második felére tervezik.

nyek között – a korábbi években produkált. A mezőgazdasági beruházások folyó áron továbbra is lényegében szinten maradtak, és ugyanez a tendencia érvényesült a bányászat esetében is. Az építőipar 6,6%-os teljesítménye is alacsonynak mondható az előző évi mintegy 12%-os teljesítményhez képest, bár itt szerepet játszhatott az előző évi magas bázis hatása is.

Az anyagi szolgáltatások esetében az ingatlanügylet-ágazat kivételével nem mutatkozott erőteljesebb bővülés. Sem a vendéglátás, sem a szállítás ágazat nem ismételte meg az első negyedévi kiugró teljesítményét (3,3, illetve 6% az előző negyedévi 14,6 illetve 36,7%-kal szemben). Ez utóbbi esetében az alacsony dinamika részben annak is tulajdonítható, hogy nem indultak be időben az autópálya-építések, így azok hatása várhatóan csak a II. félévben jelenik meg. Továbbra is alacsony maradt a pénzügyi szolgáltatások beruházási aktivitása, ami azt jelenti, hogy 1999. I. negyedéve óta év/év alapon volumenben folyamatosan visszaesett.

Az ingatlanügyletek ágazat beruházási teljesítményében nagy valószínűséggel már megjelent az erősödő lakásberuházások hatása. Feltételezhető, hogy a kiadott lakásépítési engedélyek számának 1999 elejétől megindult fellendülése következtében 2000 nyarán már jelentős mennyiségű lakás építése volt folyamatban, ami ugyan az átadott lakások számában még nem jelentkezett, de a beruházások között már megjelenik. A II. negyedévi adatok alapján úgy tűnik, hogy a lakásépítési engedélyek száma továbbra is dinamikusán nő, így az ingatlanhitelek felfutásával együtt az ágazat további élénkülése várható.

A nem anyagi szolgáltatások körébe tartozó ágazatok beruházási teljesítménye változatos képet mutatott, de összességében lényegesen elmaradt az előző negyedévi dinamikától (4,5% az előző negyedévi 17%-hoz képest). Volumenében lényegében szinten maradtak az oktatás és az egészségügy beruházásai, ami azt is mutatja, hogy az önkormányzati beruházások ebben a negyedévben – az előző negyedévvel ellentétben – alacsonyak voltak.

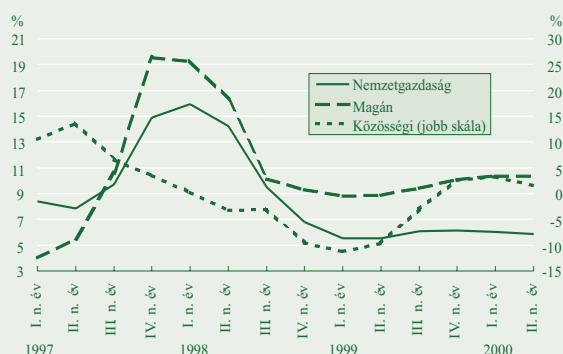
A beruházások anyagi-műszaki összetétele alapján úgy tűnik, hogy továbbra is az a tendencia folytatódik, hogy az építési jellegű beruházások volumenben elmaradnak a gépberuházásoktól (a II. negyedévben 3,8 illetve 8,5%). Ez a folyamat összhangban áll az építőipar nem túl magas termelési és beruházási dinamikájával. Elképzelhető, hogy a lakásépítés felfutásával és az autópálya-építés beindításával ez az arány valamelyest módosul az építési beruházások javára.

A beruházások jövedelem-tulajdonosok szerinti alakulása alapján – az előző negyedévvel ellentétben – az állami beruházások dinamikája rendkívül alacsony volt, ami a szezonálisan kiigazított idősort erőteljesen lefelé mozdította. (Lásd III-6. ábra.) Ezen belül a központi költségvetés beruházásai viszonylag dinamikusán bővültek, az önkormányzatok viszont gyenge beruházási aktivitást mutattak, különösen az előző negyedévhez képest. Továbbra is érvényes azonban az a megállapítás, hogy az állami beruházások alakulása a gazdaságpolitikai döntések következtében éven belül jelentősen ingadozik, így érdemesebb az év egészét vizsgálni. A jelenleg rendelkezésre álló információk szerint az állami beruházások volumene az év egészében várhatóan 10% körül emelkedik, elsősorban az önkormányzatok intenzívebb beruházási tevékenysége révén.

III-4. táblázat A nemzetgazdasági beruházások növekedési ütemei

	1999. évi megoszlás (%)	1999. év	2000	
			I. n. év	II. n. év
Mezőgazdaság, erdőgazdaság, halászat	3,29	-3,3	-15,7	-14,9
Bányászat	0,42	49,6	-17,4	-24,1
Feldolgozóipar	26,08	7,7	2,3	5,9
Villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás	6,95	3,8	-4,7	-9,7
Építőipar	1,95	12,1	5,3	6,6
Anyagi termelés összesen	38,68	6,5	-0,1	1,1
Kereskedelem, közúti jármű és közszükségleti cikk javítása, karbantartása	7,55	13,2	5,2	7,3
Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás	1,08	15,7	14,6	3,3
Szállítás, raktározás, posta és távközlés	17,93	1,9	36,7	6,0
Pénzügyi tevékenység és kiegészítő szolgáltatásai	2,83	-9,5	-7,9	-6,9
Ingatlanügyletek, bérbeadás, gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatás és lakásberuházás	19,16	11,6	-0,8	18,3
Anyagi szolgáltatások összesen	48,55	6,7	12,2	10,0
Anyagi termelés összesen + anyagi szolgáltatások összesen	87,23	6,6	6,2	5,7
Közigazgatás, védelem és kötelező társadalombiztosítás	4,28	27,0	47,9	5,5
Oktatás	2,03	15,9	15,8	2,1
Egészségügyi és szociális ellátás	2,13	-9,9	16,3	-1,0
Egyéb közösségi, társadalmi és személyi szolgáltatás	4,33	-4,3	-11,6	7,1
Nem anyagi szolgáltatások összesen	12,76	6,3	17,6	4,5
Összesen	100,00	6,6	7,0	5,5

III-6. ábra Az állóeszköz-beruházások alakulása (évesített rövidbázisú növekedési ütemek)



A magánberuházások esetében az év/év alapú indexek a második negyedévben az előző negyedévinél dinamikusabb, 8% körüli növekedést mutattak, ami azonban a szezonálisan kiigazított évesített negyedéves növekedési ütemek alapján lényegében szinten maradást jelent. A vállalati beruházások dinamikusabb növekedése mellett a lakosság felhalmozási kiadásai továbbra sem növekedtek.

3. Az államháztartás keresleti hatása

Az SNA megközelítésű elsődleges egyenleg 1999 II. negyed- évéhez mérten a GDP 2,5%-ával javult, az államháztartás tehát ennyivel szűkítette a keresletet. Amennyiben kiszűrjük a kedvezőtlen bázis hatását,⁵ akkor az első féléves kereslet szűkítés mértéke nagyjából a GDP 1,6%-ával lenne egyenlő, amely sokkal kedvezőbb az egész évre várható 0,5%-os mértéknél. (Lásd III-5. táblázat.) Az elsődleges egyenleg 2,5%-os javulása jelentős részben csak átmeneti tényezőkkel magyarázható. Az adóbevételek alakulása inkább a tavalyi évinél kedvezőbb szezonálisítású 1998-as évhez hasonlítható, esetenként pedig még annál is jobb negyedéves teljesülést mutat. Ugyanakkor a kiadások eltérő szezonálisitást mutatnak a tavalyi évhez képest, sőt egyes tételeknél az 1998. évi lefutástól is eltérnek, valamelyest kedvezőbbek annál.

1. A második negyedévben továbbra is alacsony volt a lakástámogatásra fordított kiadások összege, valamint a költségvetési szektor beruházási kiadásait is a visszafogottság jellemezte. A második negyedév során – a megelőző két év azonos időszakától eltérően – az ÁPV Rt. jelentősen mérsékelte kiadásait. Az év második felében a lakástámogatás igénybevételére való jogosultság ez évi kiterjesztésének következtében az erre a célra fordított kiadások növekedése a normál szezonálisitást jelentősen meghaladhatja.

2. Az infláció tervezettnél lassúbb csökkenése javítja az adóbevételeket, elsősorban az ÁFÁ-t, egyenlegrontó hatása viszont csak a negyedik negyedévben, az utólag megemelt nyugdíjkiadásokon keresztül jelentkezik (1998. évhez hasonlóan, amikor utólag került sor a nyugdíjak visszamenőleges kiegészítésére).

3. Az ÁFA bevételek dinamikája látszólag szokatlanul alakult. E mögött egyrészt a rendkívül alacsony 1999. évi viszonyítási alap áll, ami egyszeri jellegű bevételkieséssel magyarázható. Másrészt a bevételek I. és II. negyedév közötti megoszlása is eltérően alakult a korábbi évek megoszlásához képest. E két eltérés

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

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

⁵ 1999. I. félévében az egyenleget rendkívüli tételek rontották, azt eredményezve, hogy az éves hiány aránytalanul nagy része realizálódott az év első félévében. Ezt mutatja, hogy 1999. első félévben az államháztartás a GDP 0,3%-ával növelte az aggregált keresletet, ugyanakkor az év egészében – a második félévben mutatkozó erőteljes kereslet szűkítés hatására – az államháztartás a GDP 0,5%-ával mérsékelte keresletét. Ennek hatását úgy szűrhetjük ki, hogy az 1998. év első félévét tekintjük viszonyítási alapnak, a kiadási és bevételi tételek évközi alakulása ugyanis 2000-ben sokkal inkább 1998-hoz, mint 1999-hez hasonlítható. Így az állapítható meg, hogy az államháztartás a keresletet két év alatt (0,3%-os bővítés után 2,4%-os szűkítéssel) összesen a GDP 2,1%-ával szűkítette. Ebből a teljes 1999 évi fiskális hatást (-0,5%) levonva, 2000. első félévére 1,6%-os keresletszűkítés adódik.

kiszűrhető azáltal, ha a 2000. év I. félévét az 1998. év I. félévével hasonlítjuk össze úgy, hogy átlagos növekedési ütemeket számítottunk 1999 és 2000-re. Az így kapott kép is arra utal, hogy 1999. évi ÁFA egyenleg alakulás komponensei a negyedéves aggregátumok szintjén eltértek a korábbi időszak normális növekedési pályájától. (Lásd III-6. táblázat.) A számítások eredménye szerint 1998. és 2000. első féléve között a nettó ÁFA bevétel átlagos első félévi növekedési indexe a két év átlagában 4,2 %, ezen belül a belföldi ÁFA befizetés indexe 4,8%, az ÁFA visszatérítés 5,5% volt. Az ÁFA befizetések trendje az elmúlt két év makrogazdasági folyamataival összhangban álló ÁFA bevétel alakulást mutat. A belföldi ÁFA befizetések növekedése is követte a belföldi vásárolt fogyasztás növekedési ütemét.

A lakosságnak juttatott pénzbenei transzferek reálértékének csökkenése két tényező következménye. A vártnál lassabban mérséklődő infláció csökkentette a transzferek reálértékét, ezt jól mutatja a nyugdíjak reálértékének változása, az év második negyedévében – amikor az infláció mérséklődése az előző negyedévihez viszonyítva felgyorsult – a nyugdíjak reálérték csökkenése lefékeződött. A nyugdíjtörvény rendelkezése alapján a IV. negyedévben visszamenőleges hatállyal pótlólagos nyugdíjkorrekcióra kerül sor, a svájci indexálás alapján, ezért a nyugdíjak reálérték vesztese csak átmeneti hatást mutat. 1999-ben már az év elején sor került a nyugdíjak korrekciójára, ezért a kifizetések szezonális eltérése a bázisidőszakhoz képest. A helyi önkormányzatok szociális kiadásai nominálisan is csökkentek a bázishoz képest, ez a transzferek reálérték csökkenését jelentősen befolyásolta.

A kiadási szerkezeten belül kedvező változásnak tekinthető beruházások arányának növekedése. (Lásd III-7. táblázat.) Az önkormányzatok beruházási kiadásai az előző évhez képest magasabb szinten stabilizálódhatnak, a folyamat megítélését azonban nehezíti, hogy az 1999. évi bázis index rendkívüli visszaesést mutat. A központi körön belül továbbra is a fejezeti és intézményi beruházásokra fordított kiadások a meghatározóak, az ún. kiemelt beruházásokra fordított kiadások a tavalyi alacsony bázishoz képest is jelentősen visszaestek.

III-6. táblázat Az ÁFA reálértékének változása

(az előző év azonos időszakához képest)

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

* Vámbiztosítékkal korrigált.

** Becsült eredményszámléletű elszámolás alapján.

III-7. táblázat Az államháztartás egyes kiadásainak változása reálértéken

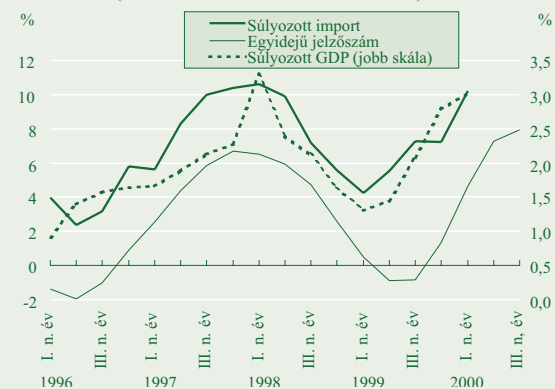
(az előző év azonos időszakához képest)

	1998				1999				2000	
	I. n. év	I. félév	I-III. n. év	év	I. n. év	I. félév	I-III. n. év	előzetes	I. n. év	I. félév
	Nyugdíjak (rokkantnyugdíjjal együtt)	4,7	5,4	8,4	9,2	6,9	6,9	4,3	4,1	-1,6
Táppénz	-4,9	-4,4	-2,0	0,1	1,5	1,7	1,4	2,4	6,1	15,1
Szociális kiadások (központi költségvetés)	-0,8	-1,4	-2,3	-2,8	-15,9	-1,1	-2,6	0,0	11,9	-3,0
Szociális kiadások (helyi önkormányzatok)	26,0	28,9	30,2	26,1	12,5	-0,4	-3,3	-6,0	-11,8	-13,4
Lakossági transzferek összesen	4,1	4,8	6,7	7,0	1,9	4,5	2,2	2,5	0,5	-1,7
Beruházás (központi költségvetés)	-4,5	12,6	0,7	-12,4	-10,4	-12,4	-3,8	6,1	48,1	11,9
Beruházás (helyi önkormányzatok)	35,1	70,9	9,7	10,7	-8,0	-19,6	-15,2	-11,2	-5,7	9,3
Beruházási bruttó kiadás összesen	33,5	40,2	5,7	-1,0	-9,0	-16,5	-10,4	-3,8	15,3	10,6

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

** Beruházásra és fogyasztásra vonatkozó árindexek alapján.

III-7. ábra Főbb exportpiacaink külső keresletének alakulása (előző év azonos időszaka = 100)



III-8. táblázat Az eurórégió főbb makrogazdasági mutatói I.

(változás az előző év azonos időszakához viszonyítva, szezonálisan igazított adatok)

	1998		1999				2000		
	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év		
Reál GDP	2,0	1,8	2,0	2,5	3,1	3,4			
Belföldi felhasználás	3,2	2,8	2,9	2,8	2,8	2,6			
Magánfogyasztás	3,1	2,7	2,4	2,5	2,5	2,4			
Közösségi fogyasztás	1,0	1,4	1,3	1,6	1,6	1,5			
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	3,7	4,0	5,4	4,9	4,8	4,9			
Készletfelhalmozás*	0,3	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1			
Export	2,1	0,6	1,9	5,4	9,0	11,8			
Import	5,8	3,5	4,5	6,6	8,3	9,9			
Nettó export*	-0,8	-0,9	-0,8	-0,2	0,4	0,8			
Újautó-regisztrációk**	6,3	6,7	8,5	6,4	0,1	1,5			0,4
Kiskereskedelmi forgalom**	2,9	2,6	2,2	2,0	2,9	2,4			

Forrás: ECB Monthly Bulletin, 2000. augusztus.

* A reál GDP-hez való hozzájárulás mértéke százalékpontban.

** Szezonálisan nem igazított adatok.

III-9. táblázat Az eurórégió főbb makrogazdasági mutatói II.

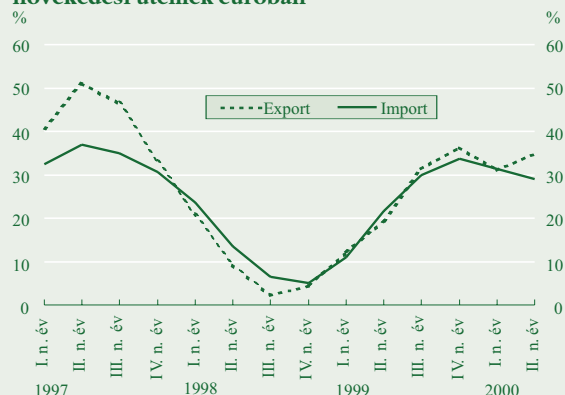
(változás az előző negyedévhez képest; évesített, szezonálisan igazított adatok)

	1999				2000	
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	
Reál GDP	2,8	2,4	4,1	3,6	3,6	
Belföldi felhasználás	3,6	1,6	2,0	3,6	3,2	
Magánfogyasztás	3,2	1,2	3,2	2,0	2,8	
Közösségi fogyasztás	3,6	0,4	1,2	0,8	3,2	
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	7,4	4,1	6,1	2,0	7,8	
Készletfelhalmozás*	-0,4	0,0	-1,2	1,6	-0,8	
Export	0,4	11,7	15,2	9,1	11,2	
Import	4,1	9,5	10,0	10,0	11,2	
Nettó export*	-1,2	0,8	1,6	0,0	0,4	

Forrás: ECB Monthly Bulletin, 2000. augusztus.

* A reál GDP-hez való hozzájárulás mértéke százalékpontban.

III-8. ábra A vámstatisztika szerinti export- és importtrend alakulása, évesített negyedéves növekedési ütemek euróban



4. Külső kereslet

A külső konjunkturális feltételek javulása 2000. második negyedévében folytatódott. Az eurórégióban mért fogyasztói bizalmi index a második negyedévében is az előző negyedévi magas értéken állt, az üzleti bizalmi index értéke pedig emelkedett. A rendelkezésünkre álló adatok szerint az eurórégió GDP-je 2000. I. negyedévében 3,4%-kal bővült az előző év azonos időszakához képest. Az előző negyedévi Jelentésünkben ismertetett módszertan szerint Magyarország külső keresleti környezetét a legfontosabb külkereskedelmi partnereink magyar export-szerkezettel összesúlyozott importjával és GDP-jével mérjük. 2000. I. negyedévében az összesúlyozott GDP 3%-kal, míg az effektív import 10,2%-kal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. 2000. II. és III. negyedévére vonatkozóan még nincsenek birtokunkban a tényadatok, de a rendelkezésre álló információk szerint a külső konjunktúra tovább erősödött, amit az OECD főbb kereskedelmi partnereinkre vonatkozó konjunktúra indikátorai alapján számított ún. egyidejű jelzőszám is tükröz. (Lásd III-7. ábra, III-8, III-9. táblázat.)

A CEFTA-térségre is hatottak az általánosan kedvező konjunkturális feltételek. Ezen országok gazdaságának növekedését az orosz gazdasági növekedés beindulása is segítette. Lengyelországban 6%-os növekedést lehetett regisztrálni, Csehországban és Szlovákiában a recesszióból való kilábalás után megindult az élénkülés, az első negyedévben a cseh GDP bővülése 4,4%-ot tett ki. A FÁK-országok a magas világpiaci energia- és nyersanyagáraknak köszönhetően erős növekedést mutattak (Oroszország GDP-je 7,5%-kal nőtt a második negyedévben).

A nemzetgazdaság összes áru- és szolgáltatásexportjának reálértéke 2000. II. negyedévében 20,6%-kal emelkedett 1999. II. negyedévéhez képest, az áru- és szolgáltatásimport ennél lassabban, 16,2%-kal növekedett. A GDP-szerinti külkereskedelmi egyenleg növekedéshez való hozzájárulása továbbra is pozitív volt. Mint azt később bemutatjuk, az előző negyedévi folyamatokhoz képest elmozdulás történt a tekintetben, hogy ehhez a kedvezőbbé váló egyenleghez mind a szolgáltatások, mind a vámstatisztika szerinti, változatlan árakon számított bruttó külkereskedelmi egyenleg javulása egyaránt hozzájárult.

A vámstatisztika szerinti kivitel 2000. II. negyedévében 7337 millió eurót, a behozatal pedig 8221 millió eurót tett ki. A külkereskedelmi mérleg 884 millió euró hiánnyal zárt, amely 60 millióval volt magasabb az előző év azonos időszakának hiányánál.⁶ A javuló külső kereslet hozzájárult ahhoz, hogy 2000. II. negyedévében az export értékének növekedése felgyorsult, és számottevően meghaladta az importét, amely a második negyedévben inkább némi lassulást mutatott. (Lásd III-8. ábra.) A szezonálisan igazított vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg – az előző negyedévvel ellentétben – a II. negyedévben kisebb hiánnyal zárt. (Lásd III-9. ábra.) E folyamatról azonban még nem állíthatjuk teljes bizonyossággal, hogy tartós, hiszen az igazítatlan adatok szintjén még némi romlást lehet kimutatni.

⁶ A második negyedéves adatok még előzetesek, és a vámáru nyilatkozatok folyamatos feldolgozása miatt kiegészülhetnek, Jelentésünkben a várható kiegészülésekkel korrigált számokat közöljük, a végleges adatok ismeretében a kép még módosulhat.

A volumenadatok szerint azonban az export bővülési üteme továbbra is felülmúlta az importét, sőt a két idősor dinamikája közötti különbség növekedését lehetett tapasztalni. (Lásd III-10. ábra.) A második negyedévben továbbra is jelentkezett a cserearány romlás (2,8%), ezért a volumenadatok nagyobb növekedési ütemkülönbséget mutatnak az export és az import között, mint az értékadatok. A cserearány romlás elsősorban az energiahordozók, valamint a nyersanyagok világpiaci árának emelkedésének tulajdonítható, míg az élelmiszerek, a feldolgozott termékek és a gépek cserearányában ezzel szemben javulás volt tapasztalható. Az áruforgalomban bekövetkező külkereskedelmi cserearányromlás a nominális GDP-t 1,5%-kal rontotta.⁷

A volumenfolyamatoknak az értékadatoknál kedvezőbb alakulása a változatlan árakon számított külkereskedelmi egyenlegben is megmutatkozott, (lásd III-11. ábra) míg az euróban számított hiány az előző negyedévek folyamatos növekedése után nem emelkedett tovább. A változatlan áras külkereskedelmi egyenlegjavulás már negyedik negyedévé tart.

A kivitel ország szerkezeti megoszlása is jól követte a külső kereslet alakulását. A fejlett országokba irányuló export továbbra is dinamikusan növekedett. (Lásd III-12. ábra.) A CEFTA-térségbe irányuló kivitel 1999. I. negyedévével kezdődött bővülése gyorsuló ütemben folytatódott, mutatva ezzel a térség recesszióból való kilábalását, illetve konjunktúrájának egyre nagyobb mértékű élénkülését. (Lásd 38. oldalon a III-13. ábra.) A FÁK-országokba irányuló kivitel euróban számítva jelentősen, – az előző év azonos negyedévéhez képest – mintegy 47%-kal emelkedett a második negyedévben. Mindez egyrészt a keresztárfolyam hatásoknak – az euró/dollárral szembeni gyengülésének – volt tulajdonítható, hiszen a dollárban számított megfelelő érték 29%-os dinamikát mutatott. Másrészt viszont az alacsony tavalyi bázis is jelentős szerepet játszott, mivel az előző negyedévhez képest a szezonálisan igazított adat stagnált. A FÁK-országokba irányuló magyar kivitel a rövidtávú folyamatok szerint továbbra sem tudott alkalmazkodni az ott kialakult kedvező konjunktúrális helyzethez. (Lásd 38. oldalon a III-14. ábra.)

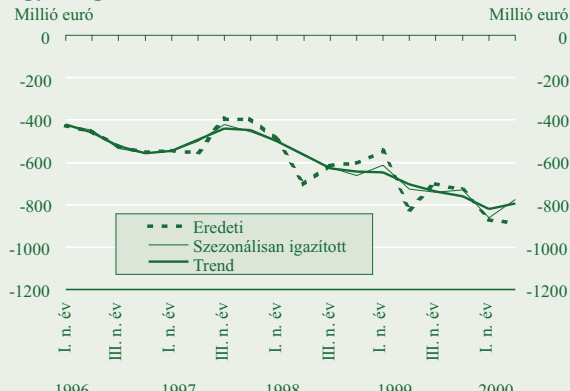
Az export felhasználási célú megbontása szerint a korábbi Jelentésünkben bemutatott tendenciák folytatódtak. A tartós fogyasztási cikkek exportja bővült továbbra is a legmagasabb ütemben (az előző év azonos időszakához képest 50,5%-kal).^{8,9} Új fejlemény azonban, hogy a beruházási jószágok kivitele a második negyedévben már csökkenést mutatott, bár az előző év azonos negyedévéhez képest még mindig jelentős (18,2%-os) mértékben növekedett. Ez ellentmondásban van azzal, miszerint főbb külkereskedelmi partnereinknél éppen ez a termékcsoporthoz az, amelynek termelése a legerőteljesebben növekedett a feldol-

⁷ Ez a szám azonban csak egy közelítő, parciális számításból származik, ami csak az árváltozás hatását szűri ki anélkül, hogy a volumenekre valamit is feltételezne. Ez azonban nyilván pontatlan, hiszen általános egyensúlyi keretben az árváltozás volumenváltozást ill. további ár- és volumenváltozásokat is implikál.

⁸ Itt kell megjegyeznünk, hogy az előző kiadványainkkal ellentétben, a külkereskedelem felhasználási célú megbontásakor az intermedier termékek csoportjából az energiahordozókat kivettük, és külön időszorként ábráztuk annak érdekében, hogy az energiaárak változásának hatásait jobban bemutathassuk.

⁹ Az export felhasználási célú elemzése – adathiány miatt – a legfrissebb korrekciókat nem tartalmazó idősorokra vonatkozik.

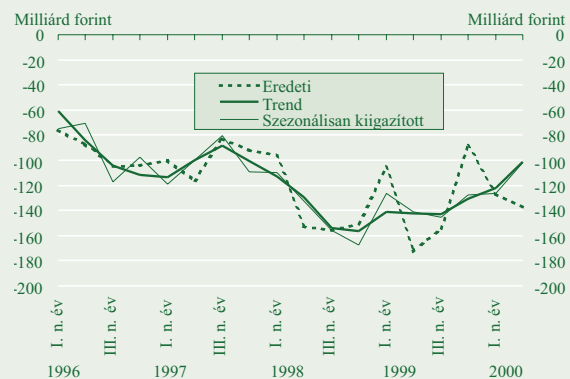
III-9. ábra A vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg alakulása euróban



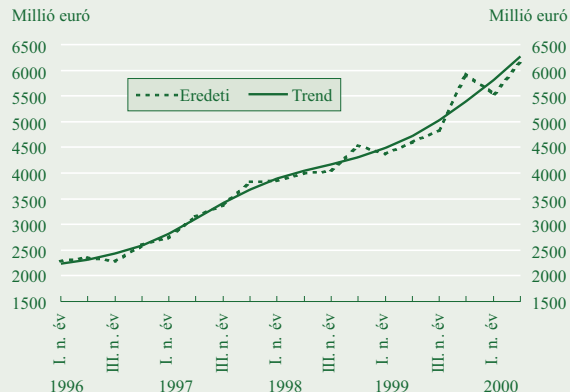
III-10. ábra Export- és importvolumen, évesített negyedéves növekedési ütemek



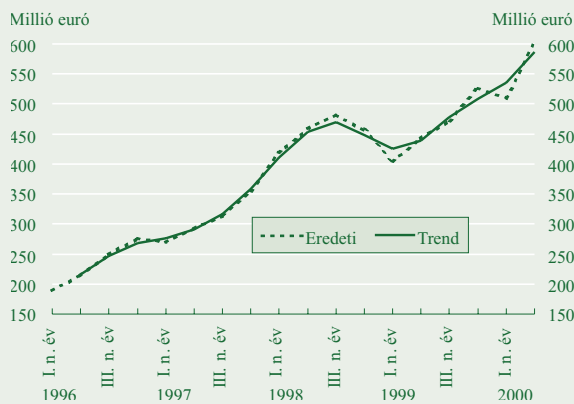
III-11. ábra Vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg alakulása változatlan áron (1996. I. negyedévi forintban)



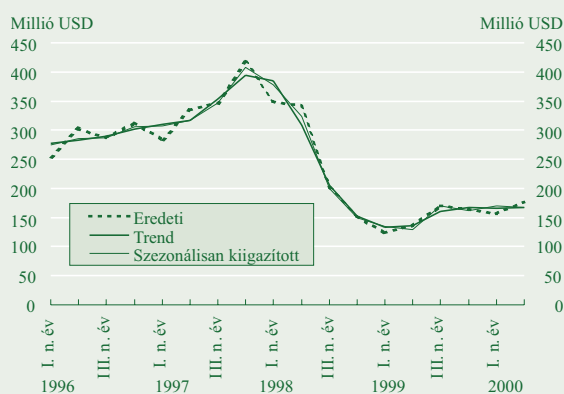
III-12. ábra A fejlett országokba irányuló export alakulása



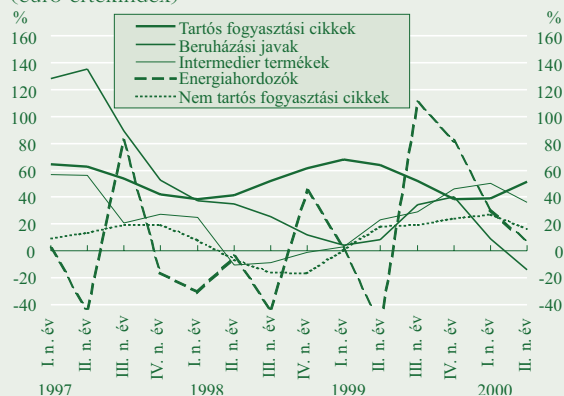
III-13. ábra A CEFTA-országokba irányuló export



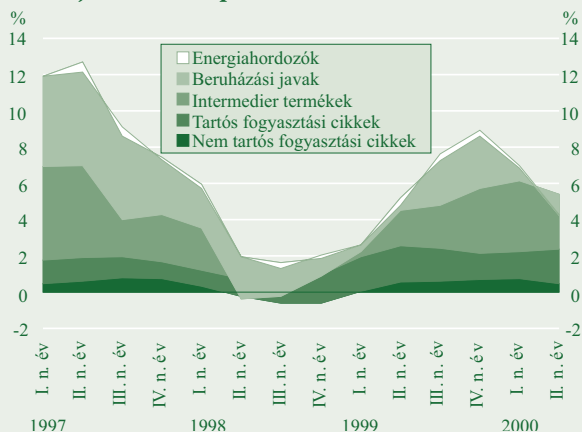
III-14. ábra A FÁK-országokba irányuló export



III-15. ábra Évesített trendnövekedési ütemek az export különböző kategóriáiban (euró-értékindex)



III-16. ábra A különböző termékcsoporthoz hozzájárulása az exporttrend növekedéséhez



gozóiparon belül. Valószínűsíthető, hogy mindez a magas bázis-hatással is magyarázható. A nem-tartós fogyasztási cikkek kivételével az előző negyedévinél némileg lassabb ütemben bővült, az éves növekedési ütem azonban az alacsony bázisnak köszönhetően továbbra is az előző negyedévihez hasonló növekedést mutatott. Mindez összefüggésben van a CEFTA-régióba irányuló magyar export viszonylag magas növekedési ütemével is, hiszen a CEFTA régióba szállított termékek jelentős részben ebből a termékcsoporthoz kerülnek ki. Az energiahordozók nélkül számolt intermediér termékek exportjának némiképpen lassuló, de továbbra is számottevő mértékű (az előző év azonos időszakához képest 38,7%-os) élénkülését a külső kereslet korábbi negyedévhez képestinél is kedvezőbb fejleményei nagyrészt indokolják. (Lásd III-15, III-16. ábra.)

Az export termékszerkezetét SITC-bontásban elemezve az látható (lásd III-17. ábra), hogy az élelmiszerek, ital, dohány termékcsoporthoz a második negyedévben egyértelműen a legdinamikusabban növekvő termékcsoporthoz léptek elő, ez minden bizonnyal a CEFTA-régió megélénkült keresletével van összefüggésben (kivételük az előző év azonos időszakához képest mintegy 31%-kal emelkedett). A gépek, gépi berendezések évesített trend (23,8%) és éves növekedési üteme (37,4%) is magasnak mondható. Mivel ezen termékcsoporthoz főképpen tartós fogyasztási cikkekből és beruházási termékekből áll, ez azt jelenti, hogy a tartós fogyasztási cikkekhez megfigyelt export növekedés túlszárnyalta a beruházási termékekhez jelentkező visszaesést, a gépek, gépi berendezések termékcsoporthoz tehát egyfajta átstrukturálódási folyamat megy végbe. A nyersanyagok és a feldolgozott termékek termékcsoporthoz kivételével stabil növekedést (az előző év azonos negyedévéhez képest 27, illetve 21%-os) mutatott.

Az import felhasználási célú csoportosítása szerint (lásd III-18. ábra) az előző negyedévvel ellentétben a tartós fogyasztási cikkek behozatala nem mutatott további gyorsulást, e körben negyedéves szinten enyhe, évesítve 3%-os csökkenés mutatatható¹⁰ ki. Ez azzal is összefüggésben lehet, hogy a tartós fogyasztási cikkek fogyasztásában a korábbi évek kiugró növekedései után egy konszolidáltabb időszak következik. A beruházási jóságok importjának dinamikája kissé csökkent negyedéves szinten. (Éves összehasonlításban azonban a beruházási termékek importja még mindig viszonylag dinamikus, 12%-kal növekedett.) Ez a dinamika-lassulás azzal is összefüggésben lehet, hogy a gépberuházások a II. negyedévben a korábbi magas növekedési ütemeknél lassabban (bár éves összehasonlításban még így is több, mint 11%-kal) növekedtek. Mindez továbbá azt is előrevetítheti, hogy a III. negyedévben e tendencia alapvetően nem fordul meg. Az intermediér termékek évesített növekedési üteme továbbra is meghaladja a 30%-ot. Mindez az erőteljes ipari termeléssel és az ennek kapcsán jelentkező importkereslettel magyarázható. Eközben a nem-tartós fogyasztási cikk import növekedése a tartós fogyasztási cikkekhez meghaladó mértéken (az előző év azonos időszak-

¹⁰ Az import felhasználási célú elemzése – adathiány miatt – a legfrissebb körkérdéseket nem tartalmazó időszakokra vonatkozik.

hoz képest 26%-os növekedésen) stabilizálódott. Az energiahordozók importjának növekedési üteme negyedéves összehasonlításban a korábbi negyedév növekedési ütemét megközelítő mértékben növekedett. A termékcsoport behozatalának értéke – az energiaárak növekedése miatt – éves összehasonlításban jelentősen, 80%-kal bővült.

A termékcsoportoknak az import növekedéséhez vett hozzájárulásából látható (lásd III-19. ábra), hogy továbbra is az intermedier és a beruházási termékek behozatala adta a növekedés legnagyobb részét, ami a gazdasági növekedés alakulásával hozható összefüggésbe. A beruházási jóságok továbbra is jelentős mértékben járultak hozzá az import növekedéséhez. Új jelenség, hogy a tartós fogyasztási cikkek behozatala, hosszú időszak óta először, kis mértékben ugyan, de csökkentőleg hatott az importra, a tartós fogyasztási cikkek iránti kereslet a nem tartós fogyasztási cikkek felé mozdult el. Az energiahordozók továbbra is számottevően hozzájárultak az importszámla növekedéséhez.

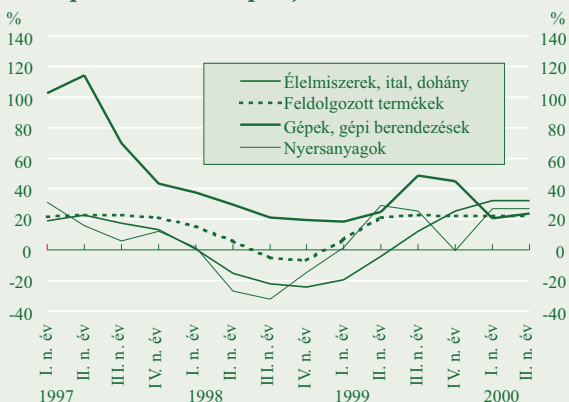
A szolgáltatások teljesítménye a második negyedévben jelentősen hozzájárult a külső egyensúly javulásához. A fizetési mérleg szerinti szolgáltatások egyenlege 532 millió euró volt, 232 millió euróval több, mint 1999 második negyedévében. A szezonálisan igazított egyenleg 60 millió euróval javult az előző negyedévhez képest. Az egyenleg kedvezőbb alakulása ebben a negyedévben meghatározóan az idegenforgalmi többlet növekedése miatt következett be.

Az idegenforgalom 2000 második negyedévi egyenlege 953 millió euró bevétel és 298 millió euró kiadás egyenlegeként 655 millió euró többlettel zárt, ami 149 millió euróval volt nagyobb, mint 1999 második negyedévében. (Lásd III-20. ábra.)

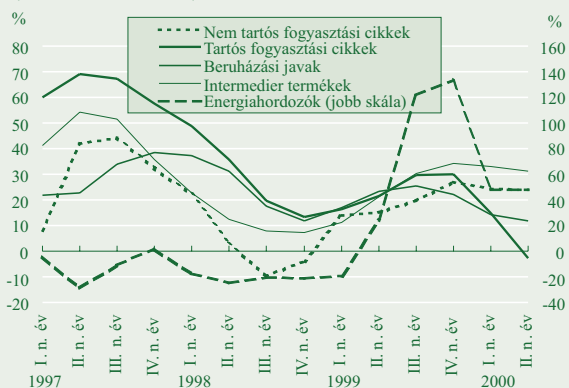
A szezonálisan igazított idegenforgalmi egyenleg növekedése az első negyedév eredményét is felülmúlta. Az egyenleg javulását a bevételeknek az előző év azonos időszakához viszonyított 18%-os, és a kiadások továbbra is mérsékelte, 8%-os emelkedése eredményezte. A turizmusra vonatkozó statisztika alapján a második negyedévben a külföldi látogatók száma évek óta először nőtt, 20%-kal, a szálláshelyek vendégéjszakáinak száma pedig 8%-kal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, a kiutazási kedv ezzel szemben mindössze 4,2%-kal nőtt. (Lásd 40. odalon a III-21. ábra.)

Az idegenforgalmon kívüli egyéb szolgáltatások egyenlege a második negyedévben az elmúlt időszakokhoz viszonyítva kisebb mértékben, de tovább javult. 663 millió euró bevétel és 795 millió euró kiadás mellett 132 millió eurót kitevő deficit alakult ki (lásd 40. odalon a III-22. ábra), szemben az 1999 második negyedévi 216 millió eurós hiánnyal. A javulás a kiadások stagnálása mellett a bevételek növekedésének volt köszönhető. A szolgáltatások részletes elemzése alapján az építési-szerelési és az üzleti szolgáltatások egyenlege mutatott tartós javulást. A szolgáltatások egyenlegének az elmúlt négy negyedévben bekövetkezett javulása egybeesett a külső kereslet és az áruexport élénkülésével. (Lásd 40. odalon a III-23. ábra.)

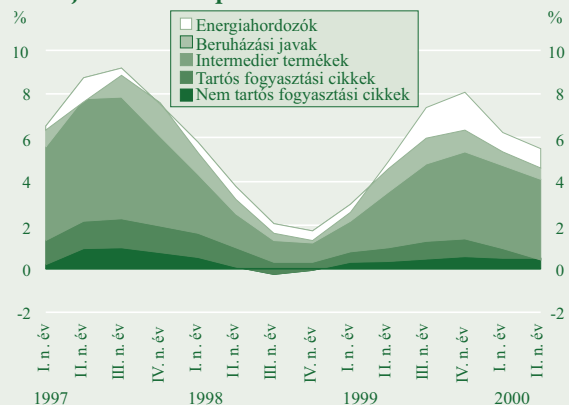
III-17. ábra Évesített trendnövekedési ütemek az export SITC-5 főcsoportjában



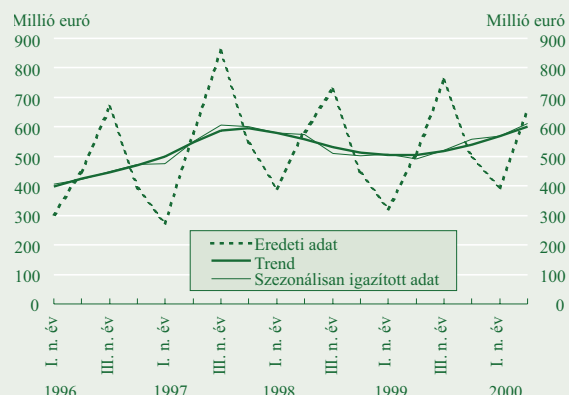
III-18. ábra Évesített trendnövekedési ütemek az import különböző kategóriáiban (euró értékek)



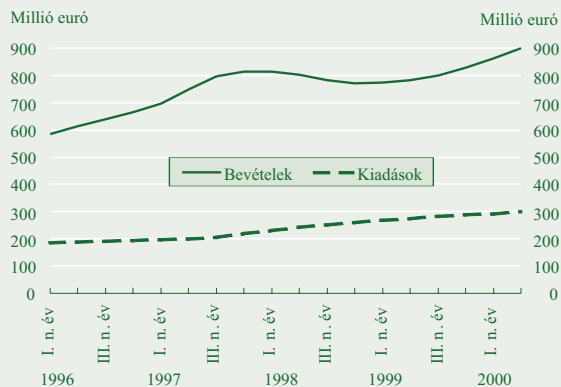
III-19. ábra A különböző termékcsoportok hozzájárulása az importtrend növekedéséhez



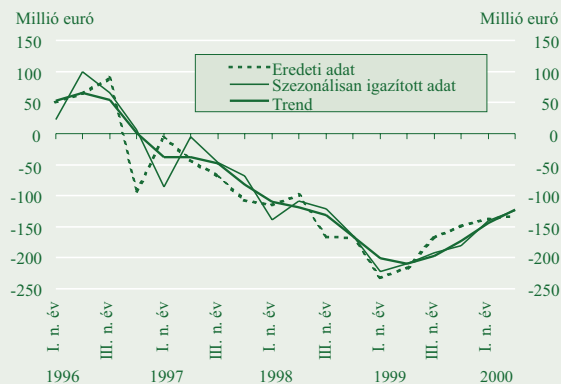
III-20. ábra Az idegenforgalom egyenlege



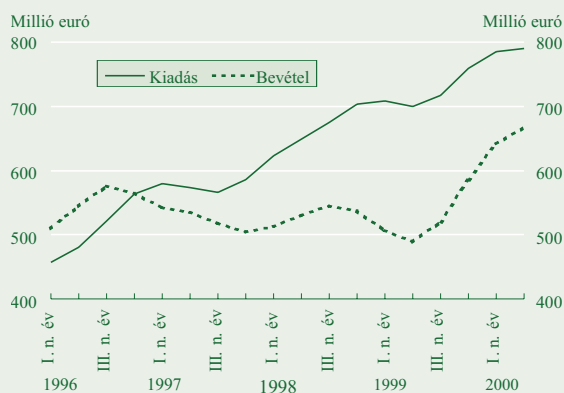
III-21. ábra Az idegenforgalom bevételeinek és kiadásainak trendje



III-22. ábra Az egyéb szolgáltatások egyenlege



III-23. ábra Az egyéb szolgáltatások bevételeinek és kiadásainak trendje



IV. Kínálati tényezők

1. A munkaerő-piaci folyamatok alakulása

A munkaerőpiac idei folyamatait vizsgálva megállapíthatjuk, hogy az előző másfél-két évet jellemző turbulens változások időszaka a végéhez közeledik. A foglalkoztatottság bővülése, a munkanélküliség és az inaktivitás csökkenése, és ezek eredőjeként az aktivitás emelkedése ugyan folyamatos, de már nem olyan erőteljes, mint azt 1998–99 során tapasztalhattuk. A kilencvenes évek elején bekövetkezett nagy negatív munkapiaci sokk utáni „helyreállítási periódus” végén járunk, a gazdasági fellendülés valószínűleg felszívta már a munkanélküliek és inaktív állományából a könnyebben foglalkoztatható csoportokat, ami a tartós munkanélküliek arányának emelkedésében, a teljes munkanélküliségi ráta stagnálásában illetve a foglalkoztatás bővülésének lassulásában mutatkozik meg.

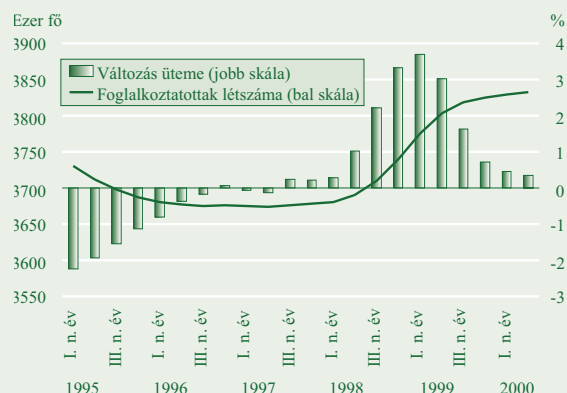
1.1. A foglalkoztatottság alakulása

A KSH háztartási kérdőíves felmérésből származó adatai szerint 2000 második negyedévében is folytatódott a foglalkoztatottság bővülése. Az előző év azonos időszakához képest 0,6%-kal, szezonálisan igazított adataink szerint az előző negyedévhez képest pedig 0,3%-kal növekedett a foglalkoztatottak állománya. Ez utóbbi érték a dinamika lassulását jelzi, ami a *IV-1. ábrán* is megfigyelhető. A foglalkoztatottsági ráta közel 50%-os értéke azt jelzi, hogy a 15–74 éves népesség mintegy fele sorolható a foglalkoztatottak közé, ami már meghaladja az 1993-as átlagos értéket. Az inaktivitás erőteljes visszaszorulásával az *aktivitási ráta* is emelkedett, bár második negyedévi 53,4%-os értéke még alatta van az 1993-as kezdeti értékeknek.

Korcsoportos bontásban azt láthatjuk, hogy bár a foglalkoztatottság bővülése a 25 év feletti korosztályokat tekintve általános volt, az előző év azonos negyedévéhez képest legerőteljesebben ismét az 55–59 évesek foglalkoztatottsági rátája ugrott meg. Regionális bontásban azt láthatjuk, hogy az előző év azonos időszakához képest most, szemben az első negyedévvel, nem a magas foglalkoztatottsági és nagyon alacsony munkanélküliségi rátákkal jellemezhető Nyugat-Dunántúl, hanem a kedvezőtlenebb helyzetű Észak-Magyarország foglalkoztatottsága bővült dinamikusabban. Kérdés persze, hogy ez a gazdasági növekedés általánosabbá válásának vagy annak a fejlett régiókban kínálati korlátokba ütközésének a jele.

A KSH az 5 fő feletti vállalkozások, illetve a költségvetési és nonprofit intézmények lekérdezésére alapozott intézményi

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



* Szezonálisan igazított adatok alapján. Ütem a jobb oldali skálán.

munkaügyi statisztikájából származó adatok az előző negyedévben megismert folyamatok változatlanóságáról tanúskodnak. A teljes nemzetgazdaság szintjén továbbra is mérsékelt, az előző év azonos időszakához viszonyítva mintegy 0,9%-os létszámbővülés 1,6%-kal emelkedő versenyszférabeli és 1,5%-kal csökkenő közösségi szektorbeli foglalkoztatottságát takar. Az előbbit tekintve azt mondhatjuk, hogy a létszámbővülés a feldolgozóipar illetve a piaci szolgáltatások szinte minden szektorára kiterjedt. A korábban látottaknak megfelelően különösen dinamikus volt a fémalapanyag-gyártás (9,1%) és a gépipar (10,6%) fizikai létszámának bővülése, ami a bérekkel és ledolgozott órák alakulásával kapcsolatban alább írottak alapján szűk munkapiaci keresztmetszetek közeledésére figyelmeztet. A *közösségi szektor* visszahúzódása továbbra is a fizikai létszám erőteljes, mintegy 3,3%-os csökkenésén keresztül valósult meg, a szellemi munkaerő szintje gyakorlatilag alig csökkent.

1.2. A munkanélküliség alakulása

A munkanélküliségi ráta csökkenése a második negyedévben is folytatódott, noha jóval lassabban, mint a korábbi időszakokban. (Lásd IV-2. ábra.) Ezt nem tartjuk meglepőnek a hazai állástalanság természetének ismeretében: amint a bevezetőben írtuk, a fellendülés már felszívta a munkanélküli állomány könnyebben foglalkoztatható csoportjait, így nem is várjuk, hogy a korábban tapasztalt évi 1–1,5 százalékpontos ütemben csökkenjen a munkanélküliségi ráta értéke. A szezonális hatások kiszűrése után a második negyedévben némileg 6,5% alá süllyedt ráta értéke jóval alacsonyabb, mint több fejlett európai országé. A munkanélküliségi ráta, mint állományi (ún. *stock*) adat azonban monetáris politikai szempontból nem releváns, hiszen a reálbérekre vonatkozó munkaadói illetve munkavállalói elvárásokat, vagy magát a lakossági jólétet nem a munkanélküliség szintje, hanem az állástalanságba beáramlás illetve az abból való kikerülés valószínűsége (az ún. áramlási, vagy *flow* ráták) határozzák meg. Megfelelő áramlási adatok hiányában azonban az állományi adatok állnak a rendszeres elemzés központjában.¹

1.3. Béralakulás

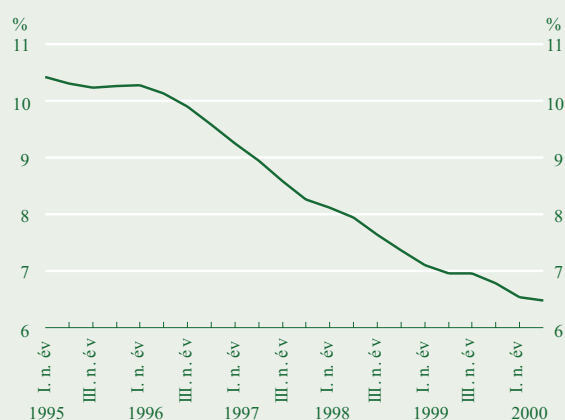
Bérinflációs mutatóink² szerint a második negyedévben megugrott a béremelkedés éves üteme. (Lásd IV-1. táblázat.) A 13,3%-os nemzetgazdasági átlag különösen magas, 15,1%-os versenyszférabeli és mérsékeltőbb, 9,2%-os közösségi szektorbeli bérinflációt takar. A *közösségi szektor*a versenyszférához képest alacsony második negyedéves bérinflációja összhangban áll a kormány meghirdetett antiinflációs programjával. A versenyszférára vonatkozó elemzésünkéből kiderül, hogy miközben sikerült a magas bérinflációs ütemek mögötti tényezők közül többet azonosítani, az adatokkal és értelmezésükkel kapcsolatban igen nagyfokú a bizonytalanság, ami várhatóan csak a következő hónapok inflációs illetve munkapiaci adatai ismeretében csökken.

A második negyedévi *versenyszférabeli* bérinfláció megugrása *általánosnak* nevezhető, a KSH intézményi statisztikája által

¹ Erről a problémáról bővebben ld. az *MNB Füzetek* 1999/5. számában megjelent tanulmányt, amely letölthető az MNB honlapjáról (www.mnb.hu).

² Az MNB saját számítása, amely különbözik a KSH által közölt bruttó bérindektől. A módszertanról lásd 2000. júniusi *Jelentésünket*, 47. o.

IV-2. ábra A munkanélküliségi ráta alakulása*



* Szezonálisan igazított adatok alapján.

IV-1. táblázat A bérinfláció alakulása*
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	1999				1999 I.f.év		2000		2000 I.f.év
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	1999 I.f.év	1999	I. n. év	II. n. év	
Feldolgozóipar	13,7	14,3	14,3	14,4	14,3	14,2	11,5	15,1	13,3
Kereskedelem	13,8	11,9	6,4	18,3	12,4	12,6	15,2	17,5	16,4
Egyéb piaci szolgáltatások	17,7	19,2	18,3	13,3	15,8	17,1	11,1	14,9	13,0
Piac átlaga	14,9	15,6	13,6	13,4	13,5	14,4	11,4	15,1	13,2
Közösségi szektor	16,1	17,7	16,8	17,2	17,0	17,0	12,1	9,2	10,6
Összesen	15,3	16,3	14,5	14,6	14,6	15,2	11,6	13,3	12,4

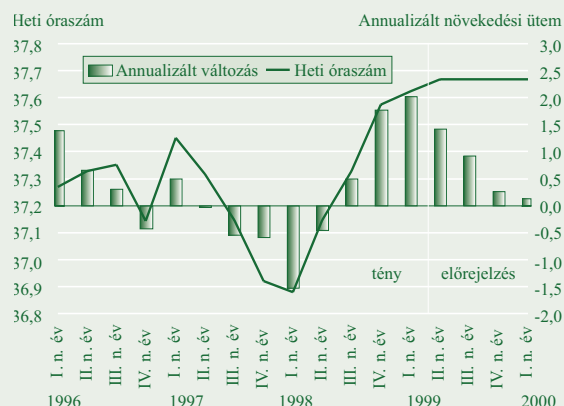
lefedett 5 fő feletti vállalati körben gyakorlatilag minden ágazatra kiterjedt. Az is látható ugyanakkor, hogy – az igen alacsony első negyedéves indexeknek köszönhetően – 2000 *első félévének* átlagos bérinflációs mutatói a legtöbb ágazatban alatta maradnak az 1999 második félévi vagy egész évi átlagos bérinflációnak. A bérinflációs emelkedésének meglepő ágazati „teljeskörűsége”, illetve a két negyedéves adatok viszonya arra utal, hogy a bérinflációs indexek második negyedéves megugrása háttérben technikai tényezők is állhatnak. Nem zárhatjuk azonban ki annak a lehetőségét, hogy a várakozásoknál kedvezőtlenebb inflációs pálya hatására a második negyedévben visszamenőleges korrekció történt. E vélekedésünket alátámasztja, hogy a második negyedévben a tavalyinál magasabb volt a nem rendszeres kifizetések aránya. Ezért úgy véljük, hogy *információtartalma inkább az első félév átlagos értékeinek van*. Ily módon az első félév adataira koncentrálna azt figyelhetjük meg, hogy a feldolgozóipar és a kereskedelem nélkül vett egyéb piaci szolgáltatások bérinflációja mérséklődött, miközben a kereskedelem – javítás ágazatá emelkedett a tavalyi év második feléhez viszonyítva.

A féléves adatok azt tükrözik, hogy a bérinfláció mérséklődése lelassult, ami bizonyos mértékű *nominális tehetetlenség (inercia)* jelenlétére utal, amint azt az I. fejezetben is jeleztük. A bérinflációs kétszámjegyű tartományban ingadozása az elképzelt jövőbeni reálbér-pályára – pontosabban, annak nominális „szárai-ra” – vonatkozó bizonytalanság jeleként is értékelhető. Az is tény ugyanakkor, hogy 2000 első félévében a *feldolgozóiparban* az utóbbi évek egyik legdinamikusabb reál *termelékenység-növekedését* figyelhetjük meg. A hozzáadott-érték alapon 14% körüli, bruttó alapon 20% fölötti egy főre jutó *reál* feldolgozóipari termék növekedés olyan mértékű többlet-profitabilitást eredményezett a vállalatoknál, hogy a munkapiac esetleges – regionális, illetve ágazati – feszességei miatti magas nominális bérnövekedés sem jelenti a feldolgozóipari vállalatok versenyképességének romlását (lásd a IV. 3. fejezetet).

Az első negyedéves alacsony indexek után a versenyszféra második negyedéves bérinflációjának hirtelen emelkedése mögött technikai jellegű tényezők is állhatnak. Ezek egyrészt a bérinflációs mutató – előző *Jelentésünkben* bemutatott (47. o.) – számítási módjával függnek össze. Mivel nem állnak rendelkezésünkre valódi órabér-adatok vagy regressziós alapú korrekciót lehetővé tevő elégségesen hosszú idősorok, a munkanapszám illetve ledolgozott óraszám változásából eredő torzításokat utólagos korrekciók révén mechanikusan szűrjük ki a publikált bruttó béradatokról, ami esetleg „túlkorrigálhatja” a mutatókat. (Lásd IV-3. ábra.) Ez akkor lehetséges, ha a számítás során használt óraszám-adatok erőteljesebb naptári hatásokhoz köthető ingadozással rendelkeznek, mint maguk a béradatok. Az ideikhez képest tavaly az első negyedévben ugyanis sokkal alacsonyabb volt a havi ledolgozott órák száma, ami a következő negyedévben korrigálódott. Ennek bázishatása a 2000 első negyedéves bérinflációs indexeket lefelé (hiszen az órákkal *osztunk*), a második negyedéveseket pedig felfelé torzíthatta.³ Hasonló hatás-

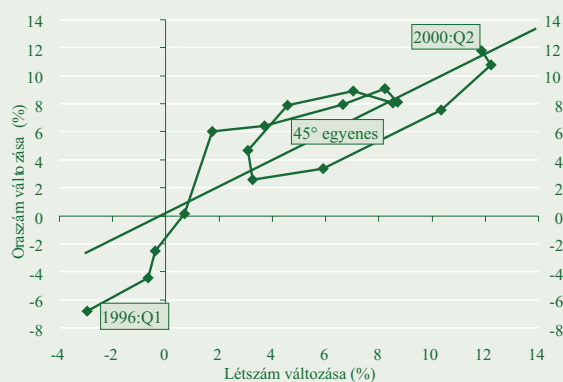
³ Az MNB folyamatosan vizsgálja, hogyan lehet a a bérinflációt legjobban tükröző mutatót előállítani, de ebbéli törekvéseit korlátozza a rendelkezésre álló statisztikák időbeli össze nem vehetősége. Az alternatív óraszám korrekcióval készült mutatók mérséklék ugyan a két negyedév bérdinamikájá közötti különbséget, de a második negyedév magasabb dinamikájá megmarad: csak a rendszeres kifizetésekre korlátozódó korrekcióval az első negyedévben 12,6%, a másodikban 14,9% volt a bérinfláció becsült értéke.

IV-3. ábra Heti átlagos óraszám alakulása a feldolgozóipari fizikai munkaerő esetében és annak éves indexe



IV-4. ábra A fizikai létszám és ledolgozott havi óraszám változása a gépipar és fémfeldolgozás ágazatokban együttesen*

(előző év azonos időszaka = 100)



* Szazonálisan igazított trend-ciklus adatokból számolva. A 45° egyenes mentén a létszám és óraszám-változás üteme egyenlő. Az ábra értelmezéséről ld. 1999. decemberi Jelentésünket (45.o.).

sal volt az óraszámok alakulására az, hogy az 1998.évi orosz váltság nyomán visszaeső átlagos óraszámok 1999–2000 során fokozatosan emelkedtek.

Hasonló, átmenetinek tekinthető problémát okozott a béren belüli *nem rendszeres kifizetések* időben változó eloszlása is. Az ilyen alap- és törzsbéren kívüli elemek (jutalom, prémium, 13. havi fizetés, stb.) *teljes bértömegben* belüli *aránya* ugyanis 1999 első negyedévében megugrott, ami a következő negyedévben lefelé korrigálódott. Ez a tavalyi első negyedéves bérszintet felfelé torzította, így az ideai első negyedéves index alacsonyabb lett; míg a második negyedév esetében az ellenkezője játszódott le. Ily módon a versenyszféra átlagában az ideai első negyedévben 10% alá esett, majd a másodikban 20% fölé ugrott a nem rendszeres bérek éves indexe; ami – szignifikáns, 15–20%-os súlyuk miatt – jelentős zajt vitt a teljes bérek indexeibe.

A bérinfláció ágazatok szerinti alakulását tekintve elsősorban a *feldolgozóipar* érdemel figyelmet. A bérinfláció 16,1%-ra való emelkedésében – az előző időszakokhoz hasonlóan – a termelését az év eddig eltelt időszakában kiugró ütemben növelő két nagy ágazat, a *gépipar* és a *fémalapanyag-gyártás* játszotta a fő szerepet, 16,3%, illetve 17,3%-os bérinflációs indexekkel. A kiugró termelékenységi adatoknak köszönhetően a feldolgozóipari bérinflációs indexek nem jelzik a vállalatok versenyképességének romlását (ld. erről a IV. 3. fejezetet). Így a magas feldolgozóipari bérintékek közvetlen inflációs nyomást sem jelentenek, hiszen nincs szó áremelkedést kiváltó profitabilitás-problémáról; (lásd IV-4. ábra) ráadásul e szektor outputja jellemzően külkereskedelemmel versenyző termék, ahol az áremelésnek a külpiazi verseny korlátot szabna. Nem kerülhetjük meg azonban a szűk munkapiaci keresztmetszetek – előző *Jelentéseinkben* többször is érintett – kérdését. A fent említett két, vertikális kapcsolatokkal összekapcsolódó ágazat esetében a fizikai létszám illetve – párhuzamosan – az átlagosan ledolgozott óraszámok dinamikus emelkedése is megfigyelhető volt. Azt is jeleztük már, hogy ezen ágazatok által dominált Nyugat-Dunántúlon országos összehasonlításban a legalacsonyabb a munkanélküliségi ráta, melynek értéke a második negyedévben 4% közelébe süllyedt. Korábbi *Jelentéseinkben* már jeleztük, hogy ezeket szűk keresztmetszetek jelének tartjuk.

A piaci szolgáltatások körén belül a *kereskedelem-javítás* ágazat az előző negyedévben is magas éves bérintéket (15,2%) produkált, amely a második negyedévben 17,5%-ra ugrott fel. A feldolgozóiparhoz hasonlóan itt is megemlíthető, hogy a második negyedévben folyó áron 11%-os éves ütemben emelkedő kiskereskedelmi forgalom, legalábbis részben, termelékenység-javulásként is értelmezhető, hiszen sem a létszám, sem a munkaórák nem nőttek ilyen ütemben. Valószínűsíthetjük tehát, hogy ebben az esetben sincs szó profitabilitás-problémáról, szűk munkapiaci keresztmetszetek léte azonban nem zárható ki. Az *egyéb piaci szolgáltatások* körében a viszonylag alacsony első negyedéves bérinflációs ütem (11,1%) a második negyedév során 14,9%-ra emelkedett. E körben is a már tárgyalt hatások valamilyen kombinációjáról lehet szó: bizonytalan, nem csökkenő inflációs várakozások az elmúlt időszak dinamikus, feszes munkapiaci helyzetével párosultak. Ez utóbbival kapcsolatban többször jeleztük, hogy a szellemi munkaerő tekintetében szűk keresztmetszetek tapasztalhatók a szállítás, raktározás, posta és távközlés ágazatban (valószínűleg a *távközlés* alágazat dinamikus fejlődése mi-

att). E körben a második negyedéves *szellemi* bérinfláció 20% körülire ugrott fel. Az első féléves 16,4%-os átlag is magasnak tekinthető, de jóval alacsonyabb, mint a tavalyi év második félévének átlaga (21,2%). Így továbbra is tartjuk azt a véleményünket, hogy noha a bérindekszekben még nem egyértelműen látható, a szellemi óraszámok folyamatos emelkedése munkapiaci feszültségekre utal ebben az ágazati körben.

2. Kapacitás-kihasználtság

A feldolgozóiparban 2000 második negyedévében is folytatódott az átlagos kapacitás-kihasználtság⁴ növekedése a szezonálisan igazított és simított adatok szerint. Ennek eredményeként az átlagos kapacitás-kihasználtság szintje ismét elérte az 1997 végi, 1998 eleji kiemelkedően magas értéket. (Lásd IV-5. ábra.) A kapacitás-kihasználtság növekedése a termelés és az export dinamikus bővülése, valamint a feldolgozóipari beruházások korábbiakhoz képest enyhén gyorsuló ütemű emelkedése mellett következett be. A kapacitás-kihasználtság magas szintje és a kedvező értékesítési lehetőségek a beruházási aktivitás további dinamizálódását vetítik előre.

A konjunkturális kilátások javulásának általánossá válását jelzi a gazdaságban, hogy a kapacitás-kihasználtság várható szintjére vonatkozó ágazati vélemények átlagtól való eltérése a korábbiakhoz képest mérséklődött. (Lásd IV-6., IV-7. ábra.)

A vállalkozásoknál a technikai kapacitások feleslege – a következő 12 hónapban várható rendelésekhez viszonyítva – 1999 közepétől csökkenést mutat, a kapacitáshiányt jelző cégek aránya pedig ezzel párhuzamosan emelkedik. Ezek a tendenciák szintén az egyelőre mérsékelt beruházási aktivitás jövőbeli erősödésére utalnak.

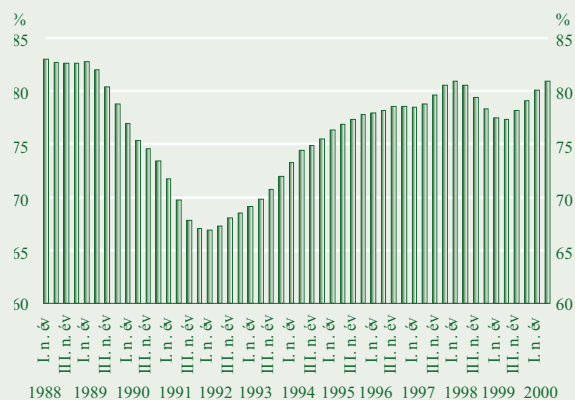
Kihasználatlan kapacitások kevésbé jellemzik az exportorientált vállalkozásokat, az elkövetkező 12 hónapra kapacitás-felesleget jelző cégek inkább a belföldi piacra termelők közül kerültek ki. Figyelemre méltó jelenség ugyanakkor, hogy a gépipari cégek között mind a kereslethez képest alacsony, mind a várható rendelésekhez képest felesleges kapacitással rendelkezők aránya jóval átlag feletti, ami a termelési és a keresleti struktúra jelentős eltéréseire utal. A kapacitások minőségével, korszerűségével is döntően a gépipari, valamint a kohászati és fémfeldolgozó vállalkozások elégedetlenek.

3. Versenyképesség

A forint nominál effektív árfolyamindexe 2000 második negyedévében 6,1%-kal értékelődött le az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ez közel 1%-kal volt magasabb a sávközép hivatalos leértékelésénél. A két index eltérése döntő mértékben a külföldi keresztfolyam-mozgásoknak volt köszönhető, míg a forint sávon belüli ingadozása nem játszott meghatározó szere-

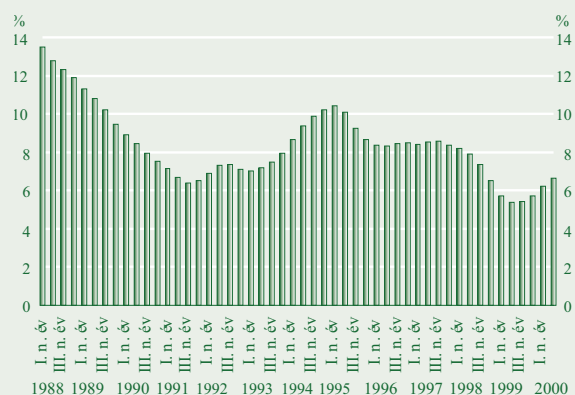
⁴ Az információk forrásául szolgáló felmérésben néhány Magyarországon is termelő nagy multinacionális cég – amelyek árbevételüket tekintve kiemelkedő súlyúak – nem vesz részt. (A feldolgozóipari és az építőipari vállalkozások helyzete és rövid távú kilátásai 2000 júliusában, A Kopint-Datorg negyedéves konjunktúratesztje, 2000. július.)

IV-5. ábra Átlagos kapacitás-kihasználtság a feldolgozóiparban*



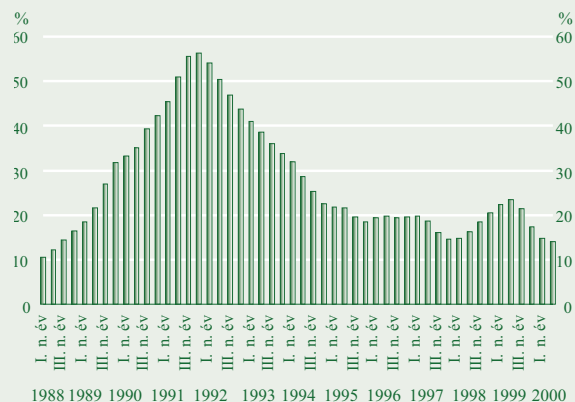
*Szezonálisan igazított és simított adatok, az alapadatok forrása Kopint-Datorg.

IV-6. ábra A várható rendelésekhez képest kapacitáshiányt jelző vállalkozások aránya a feldolgozóiparban*

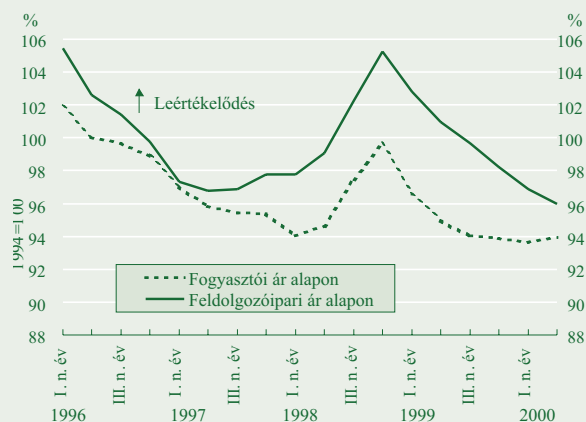


*Szezonálisan igazított és simított adatok, az alapadatok forrása Kopint-Datorg.

IV-7. ábra A várható rendelésekhez képest kapacitás-felesleget jelző cégek aránya a feldolgozóiparban*



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

IV-8. ábra A fogyasztói és a feldolgozóipari árindex alapon számított reálárfolyamok alakulása**IV-9. ábra A hozzáadott értékkel számított feldolgozóipari fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam alakulása**

pet. A második negyedévben tehát a keresztárfolyam-mozgások számottevően hatottak a nominál effektív árfolyamindexre.

A második negyedév folyamán az ár- és bérköltség típusú mutatók alapvetően az elmúlt év második felében illetve ez év első negyedévében megfigyelt tendenciát mutatták, s a versenyképesség szempontjából külső sokként továbbra is az olajár-emelkedése jelentkezett. (Lásd IV-8. ábra.)

A fogyasztói ár alapú reálárfolyam az elmúlt év második feléhez képest viszonylag stabilan alakult. Ha azonban figyelembe vesszük az euró dollárral szembeni – előző évhez viszonyított – számottevő gyengülését, megállapítható, hogy a – keresztárfolyam és a sávon belüli árfolyammozgás hatásaitól megtisztított – trend reálárfolyam már az általunk becslött hosszú távú egyensúlyi felértékelődés irányába mutatott. (Az előző év második negyedévéhez képest a felértékelődés mértéke, kb. 2%-ot tett ki.)

A feldolgozóipari ár alapú reálárfolyam továbbra is folytatta az 1998 végétől tapasztalt stabil felértékelődő trendjét, ami – mint korábbi Jelentéseinkben említettük- kezdetben a forint sávon belüli mozgásának, 1999 második felétől pedig az olajárak hazai értékesítési árakba vett begyűrűzésének volt köszönhető. A második negyedévi, éves szinten közel 6%-os reálfelértékelődési mérték továbbra is magasnak tekinthető, ez azonban – mint a 2000 márciusi Jelentésünkben rámutattunk – döntően a hazai és külföldi árindexek eltérő szerkezetéből fakadó összetételhatást tükrözte. Az is feltételezhető, hogy mivel kereskedelmi partnereink inflációs szintje alacsonyabb, azért ott az átárazás kisebb gyakorisággal történik, aminek következtében az olajáremelkedés begyűrűzése a külföldi effektív termelői árakba csak késleltetve érezheti hatását a hazai feldolgozóipari árindexhez képest. Ez tompíthatja a feldolgozóipari ár alapú reálfelértékelődés dinamikáját a későbbiek folyamán.

A fajlagos munkaköltség alapú mutató a második negyedév folyamán az előző negyedévhez hasonló mértékű, éves szinten 6,2%-os leértékelődési mértéket mutatott. Ez alapvetően a továbbra is folytatódó, kiugró mértékű feldolgozóipari hozzáadott érték növekedésnek volt tulajdonítható, ami a dinamikus exportértékesítés következtében állt elő. Számottevően emelkedtek a feldolgozóipari bérköltségek is (az előző év azonos negyedévéhez képest 14,9%-kal), ezt azonban a termelékenység kiugróan magas növekedése kísérte, tehát a feldolgozóipar jövedelmezősége nem romlott, amit a fajlagos bérköltség alapú reálárfolyam markáns javulása jól tükröz. (Lásd IV-9. ábra.)

V. A külső egyensúly

1. A nettó megtakarítói pozíció

Az évkezdethez hasonlóan a második negyedévben is folytatódott az egyensúlyi szempontból kedvező irányú elmozdulás a gazdaság szerkezetében. A GDP szerkezetű¹ külkereskedelmi egyenleg nominális hiánya a cserearányromlás² ellenére alapvetően nem változott, s ez a GDP arányában 0,3 százalékpontos csökkenést jelentett. A cserearányromlás hatását kiszűrő export és import volumenek alakulása még kedvezőbb volt. A külkereskedelem hiánya jóval kisebb lett annál, mint ami a gyorsabb gazdasági növekedés mellett várható volt. A gazdaság kedvező ciklikus pozíciója általában a külső forrásbevonás erőteljesebb növekedésével jár együtt. A mégis visszafogottan bővülő reálgazdasági forrásbevonás részben annak volt köszönhető, hogy a fogyasztás volumenének növekedése több mint 2 százalékponttal elmaradt a gazdasági növekedéstől és a beruházás bővülése is – ami viszonylag magas importigényű – csak közelítette azt. A közeljövőben a beruházási kiadások valamivel gyorsabb növekedése valószínűsíthető, ami növekvő külföldi forrásigényt vonhat maga után. A jelenlegi tények és a várható, továbbra is erőteljes gazdasági növekedés mellett – amit fő külkereskedelmi partnereinknél a konjunktúra folytatódására utaló jelzések is megerősítenek – azonban jó esély van arra, hogy a belföldi kereslet bővülése miatt megemelkedő importigényt ellensúlyozza a folyó exportbevételek növekedése. Így az év hátralevő részében a külső forrásbevonás – GDP arányosan – a tavalyi év második félévéhez hasonló lehet.

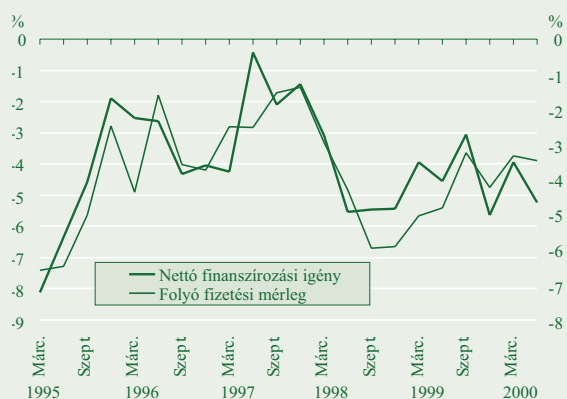
A reálgazdaság kedvező teljesítménye mellett a második negyedévben megnőtt a külföldi folyó pénzügyi transzferek jövedelemkivonó hatása,³ ami az ország nettó finanszírozási igényét a negyedéves GDP mintegy 1% pontjával megemelte. (Lásd V-1. ábra.) Az előző negyedévben azonban a ki- és beáramló transzferek kiegyenlítették egymást, ami az elmúlt öt-nyolc év során nem volt tapasztalható. Így a két negyedév átlagában, azaz a félév egészében a GDP arányos romlás mintegy 0,4 százalékpontot

¹ Nemzeti Számlák szerinti export-import.

² A romlás elsősorban az energiahordozók világgpiaci árának kiemelkedő, az 1999 közepétől számított 1 év alatti 87,5%-os növekedése miatt következett be. A világgpiaci nyersanyagárak cserearányt rontó hatása is kimutatható éves szinten, bár trendje csökkenő, mivel idén a második negyedévben e termékek árai már csökkentek a világgpiacon.

³ A külföldi folyó transzfereken belül az egyensúlyi helyzetet rontó és javító hatások együttesen jelentkeztek. Idén a második negyedévben a jövedelem-transzferek GDP arányos egyenlege meghaladta az elmúlt 5 évben tapasztalt értékeket. A viszonzatlan átutalásokból ugyan forrástöbblet keletkezett, ez azonban nem volt elegendő ahhoz, hogy a jövedelem-transzfereken keletkezett veszteséget semlegesítse.

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



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

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

	1998					1999					2000	
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év	I. n. év	II. n. év
Bruttó hazai termék	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
+fizetési mérleg nettó jövedelemátutalások	-2,9	-5,4	-3,2	-4,3	-4,0	-2,0	-4,0	-2,4	-4,8	-3,4	-2,1	-5,8
+viszonytalan átutalások	1,7	2,2	2,6	2,2	2,2	1,6	1,8	2,3	2,0	1,9	2,1	2,3
Rendelkezésre álló jövedelem	98,8	96,8	99,4	97,8	98,2	99,6	97,8	99,8	97,2	98,6	100	96,5
-háztartások	72,8	69,4	70,9	70,8	70,9	74,9	69,7	70,6	69,6	71,1	73,0	68,3
-vállalkozások	12,7	14,5	14,8	12,4	13,6	13,1	16,5	15,6	12,3	14,4	12,9	14,1
-államháztartás	13,3	12,9	13,7	14,6	13,6	11,5	11,6	13,7	15,3	13,1	14,1	14,0
Nemzetgazdaság végső fogyasztása	75,4	71,6	71,3	71,8	72,4	77,8	73,2	72,6	71,8	73,7	77,2	72,8
-háztartások fogyasztása	64,8	61,4	61,3	61,9	62,3	66,2	62,6	62,6	62,1	63,3	65,9	62,4
-közösségi fogyasztás	10,6	10,2	10,0	9,9	10,2	11,6	10,5	10,0	9,7	10,4	11,3	10,4
Bruttó megtakarítás**	23,4	25,2	28,1	26,0	25,7	21,7	24,7	27,3	25,4	24,9	22,8	23,7
-háztartások megtakarítása	8,0	8,0	9,6	8,9	8,7	9,1	7,5	8,6	8,0	7,8	7,0	5,9
-vállalati megtakarítás	12,7	14,5	14,8	12,4	13,6	12,7	16,1	15,0	11,4	14,4	12,9	14,1
-államháztartás megtakarítása	2,7	2,7	3,7	4,7	3,5	-0,1	1,1	3,7	6,1	2,7	2,9	3,7
Nettó tőketranszfer												
-háztartások	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,4	0,3	0,2	0,1	0,2	0,4	0,3
-vállalat	1,0	1,0	1,2	2,2	1,4	1,0	0,9	1,2	1,1	1,1	0,8	0,7
-államháztartás	-1,4	-1,3	-1,4	-2,3	-1,6	-1,4	-1,2	-1,4	-1,2	-1,3	-1,2	-1,1
Felhalmozások	26,9	30,4	30,4	30,7	29,7	26,5	29,5	27,9	30,9	28,8	27,8	29,6
-háztartások beruházása	5,8	3,1	4,1	3,8	4,2	5,5	5,8	6,4	4,7	5,1	5,1	4,7
-vállalati beruházás és készletfelhalmozás	18,8	23,8	22,6	21,7	21,8	18,6	20,4	19,1	21,0	20,5	20,0	22,0
-államháztartás beruházása	2,2	3,5	3,7	5,2	3,7	2,3	3,3	2,4	5,2	3,2	2,7	2,9
Nettó külföldi finanszírozási igény	-3,5	-5,2	-2,3	-4,6	-3,9	-4,7	-4,8	-0,6	-5,5	-3,9	-4,9	-5,9
Háztartások finanszírozási kapacitása	2,6	5,2	5,7	5,2	4,7	4,0	2,0	2,4	3,5	3,0	2,3	1,6
Vállalatok finanszírozási igénye	-5,1	-8,3	-6,6	-7,0	-6,8	-4,9	-3,3	-2,9	-8,5	-5,1	-6,3	-7,2
Államháztartás finanszírozási igénye	-1,0	-2,1	-1,4	-2,8	-1,9	-3,8	-3,5	-0,1	-0,4	-1,8	-1,0	-0,3

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

* A mutatók eredményszámlát közelítik. A megtakarítások nem tartalmazzák a lakossági betét, és hitelállományokon az árfolyamváltozásból eredő forinthatásokat. Az államháztartás egyenlegében (GFS szemléltető hiány – privatizáció) a kamatkidávások eredményszámlátüek.

** 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 külföldi fel, illetve külföldről Magyarországra irányuló jövedelemtranszferek és viszonytalan átutalások (fizetési mérleg szerinti) egyenlegének összegét.

tett ki, ami a vállalatok kedvező jövedelmezőségi helyzetének és a külföldi tulajdoni részarány folyamatos bővülésének természetes következménye.

A rendelkezésre álló jövedelem belföldi gazdasági szereplők közötti eloszlásában érzékelhető változás történt 1999-hez képest. Ez azonban abból adódik, hogy 1999 első két negyedében az állam bevételei a tervezettől elmaradtak, ugyanakkor rendkívüli kiadások terhelték a költségvetést, ami akkor a privát szektor⁴ jövedelmének átmeneti megemelkedését eredményezte. 2000-ben a jövedelem-eloszlásban visszaállt az 1998 első felét közelítő állapot, tehát nőtt az államháztartás részesedése, amit kamatterheinek csökkenése és az elsődleges egyenleg javulása okozott. (Lásd V-1. táblázat.)

A lakosság rendelkezésre álló jövedelmeinek bővülésénél erőteljesebben növelte fogyasztását és beruházását, így a GDP arányában 1,6%-ra csökkent a lakosság nettó finanszírozási kapacitása. Ez megmutatkozott a lakossági hitelek dinamikus növekedésében is és e folyamatot támogatja, hogy a pénzpiacok fejlődése elősegíti a háztartások pénzügyi eszközeinek átrendeződését egy, a mainál magasabb adósság/jövedelem aránnyal jellemezhető portfólió irányába. Mindez azt valószínűsíti, hogy az elmúlt negyedévek tendenciái alapján a következő időszakokban is számítani lehet a lakosság pénzügyi megtakarításainak mérséklődésére.

A dinamikus növekvő gazdasági környezetben nőtt a vállalatok nyeresége. A rendelkezésre álló adatok ugyan a bérköltség számottevő emelkedésére utalnak, erre azonban a termelékenység növekedése fedezetet teremtett. Mindemellett a felhasználható saját pénzügyi források alakulását több átmenetnek tekinthető és ellentétes hatás is érte, melynek eredményeként a vállala-

⁴ Pénzügyi és nem pénzügyi vállalatok és lakosság együttesen.

tok rendelkezésre álló jövedelme a GDP arányában több mint 2 százalékponttal elmaradt az előző év azonos időszakát jellemző értéktől. A külföldiek folyó transzferei nőttek, ami a megszo- kott aránynál jobban terhelte a vállalati forrásokat, ez azonban nem jelentett mást, mint az első negyedévi teljesítések eltolódá- sát a második negyedévre. A másik jelentős változás az államház- tartás és a vállalatok jövedelem kapcsolatában következett be. A bázisidőszakban, 1999 második negyedévében ugyanis az ál- lamháztartás átmenetileg jövedelmeket hagyott kint a gazdaság- ban. E két átmeneti hatás kiszűrése mellett a vállalatok rendelkez-ésre álló jövedelme 0,5–0,8 százalékponttal növekedett volna 1999 második negyedévéhez képest. Bár a külkereskedelmi for- galomban tapasztalt cserearány-romlás is mérsékelhette a dina- mikus gazdasági növekedésből adódó jövedelem javulást, hatá- sa azonban nem volt meghatározó.

Nőtt a vállalatok finanszírozási igénye, amelyhez a már emlí- tett hatások mellett az is hozzájárult, hogy felhalmozási kiadásaik folyó áron a GDP arányában nőttek. A növekedés háttérében azonban nem a beruházások volumenbővülésének gyorsulása, hanem árszerkezeti változás állt. Míg 1999-ben a felhalmozási ár- index a GDP deflátornál kisebb volt, addig idén a második ne- gyedévben közel 2 százalékponttal meghaladta azt. Az év hátra- levő részében a költségvetés és a vállalatok jövedelemkapcsola- taiban nem várható lényeges változás, de a külföldi transzferek javíthatják a vállalatok GDP arányos rendelkezésre álló jövedel- mét. A beruházások várható gyorsulása a vállalatok növekvő for- rásbevonását valószínűsíti az elkövetkezendő időszakban.

A lakosság romló finanszírozási kapacitása és a vállalatok egyedi és átmeneti hatások miatt megnőtt hiteligénye a magán- szektor finanszírozási igényét növelte, ami minden egyéb körü- lményt változatlanak tekintve mintegy 4 százalékponttal növel- te volna a külső finanszírozási igényt. E külső egyensúlyt rontó hatást azonban az állam csökkenő finanszírozási igénye mérsé- kelte. Az előző év második negyedévéhez képest látványosan, több mint 3 százalékponttal javult az államháztartás pozíciója. Az állam finanszírozási keresletének visszahúzódása igaz akkor is, ha az előző évi rendkívüli tényezők hatását kiszűrjük. Az erőtel- jes gazdasági növekedés, az infláció tervezettnél lassabb csökke- nése kedvezett az államháztartási bevételeknek, miközben a ki- adások a többletbevételek ellenére sem haladták meg az elő- irányzott mértéket, a természeti csapások miatt szükségessé vált többletköltségeket és támogatásokat a költségvetésen belüli át- csoportosítás fedezte. Az államháztartási beruházások növeke- dése is elmaradt a gazdasági növekedéstől. Az államháztartás fi- nanszírozási igénye az 1999 második félévét jellemző alacsony szinthez / a GDP mintegy –0,3%-a / képest nem változott.

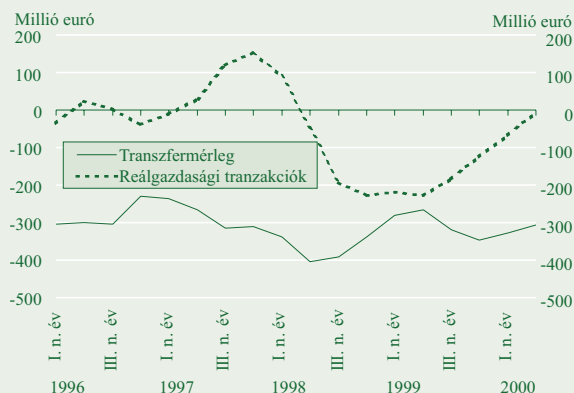
2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása

A folyó fizetési mérleg 2000 második negyedévében 482 millió Euró hiánnyal zárt. (Lásd V-2. táblázat.) Az áruforgalom egyenlegében folytatódott az 1999 elején megkezdődött enyhén javuló trend, és a korábbi negatív tendenciákkal szemben a szol- gáltatás-forgalom egyenlege is javulást mutatott. Így az előző év második negyedévéhez képest a reálgazdasági tranzakciók

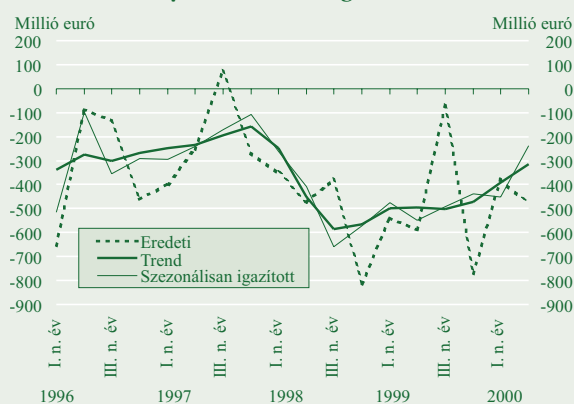
V-2. táblázat A folyó fizetési mérleg alakulása

	Millió euró					
	1999. II. n.év	2000. II. n.év	Változás	1999. I-II.n.év	2000. I-II.n.év	Változás
1. Áruk	-503	-427	76	-970	-938	32
Bevétel (export)	4787	6796	2009	9 431	12 843	3412
Kiadás (import)	5290	7222	1933	10 401	13 781	3379
2. Szolgáltatások	290	523	233	381	777	397
Idegenforgalom, egyenleg	506	655	149	829	1 047	219
Egyéb szolgáltatá- sok, egyenleg	-216	-132	84	-448	-270	178
3. Jövedelmek	-451	-713	-262	-660	-950	-290
Adóssághétképző befekteté- seken, egyenleg	-161	-239	-78	-371	-436	-65
Nem adóssághétképző befektetéseken, egyenleg	-291	-475	-184	-289	-514	-225
4. Folyó átutalások	74	135	61	122	250	128
Folyó fizetési mérleg (1+2+3+4)	-590	-482	108	-1 128	-860	268

V-2. ábra A reálgazdasági tranzakciók és a transzfermérleg trendjének alakulása



V-3. ábra A folyó fizetési mérleg alakulása



V-3. táblázat A folyó fizetési mérleg finanszírozása

	Millió euró					
	1999. I. n. év	2000. I. n. év	Változás	1999. I-II. n. év	2000. I-II. n. év	Változás
(1) Folyó fizetési mérleg hiánya	590	482	-108	1128	860	-268
(2) Összes finanszírozás	859	449	-410	1651	830	-821
– nem adósság jellegű (=2b.1+2c.1)	913	221	-693	1484	501	-983
– adósság jellegű (=2a+2b.2+2c.2)	-54	228	282	168	330	162
(2a) MNB és kormányzat (=2a.1+2a.2)	6	234	228	278	-125	-403
(2a.1) Hitelforgalom	683	71	-612	845	-2	-847
– ebből állampapírok	75	24	-51	138	583	445
(2a.2) Nemzetközi tartalékok	-677	163	839	-568	-123	445
(2b) Magánszektor (=2b.1+2b.2)	575	-443	-1018	828	49	-778
(2b.1) Részvényforgalom	640	-258	-898	806	-209	-1015
– Hitelintézetek	2	67	66	-6	72	77
– Vállalkozói szektor	639	-325	-964	812	-281	-1093
(2b.2) Hitelforgalom	-65	-185	-120	22	259	237
– Hitelintézetek	-174	-59	115	-160	643	803
– Vállalkozói szektor	109	-126	-235	181	-385	-566
(2c) Közvetlen tőkebefektetések (=2c.1+2c.2)	278	658	380	546	906	360
(2c.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	273	478	205	678	710	32
– Magyarországon	346	517	171	774	752	-22
– Külföldön	-73	-39	34	-96	-42	54
(2c.2) Tulajdonosi hitelek	5	179	175	-132	196	327
– Magyarországon	10	187	176	-121	207	328
– Külföldön	-5	-7	-2	-10	-11	-1
(3) Tőkemérleg	-121	69	190	-133	84	217
NEO (=1-2-3)	-148	-36	113	-390	-54	337

összesen 310 millió euróval javították a folyó fizetési mérleg egyenlegét. A transzfermérleg tételeiben azonban a jövedelem soron – mindenekelőtt a nem-adósságképző befektetések utáni jövedelemkiáramlás megnövekedése miatt – a deficit meghaladta a 710 millió eurót, ami több mint 260 millió euróval volt magasabb az 1999 második negyedévinél. Ezt a deficitnövekedést a folyó átutalások többletének növekedése nem volt képes ellensúlyozni. Összességében azonban a folyó fizetési mérleg javuló trendet mutatott. (Lásd V-2, V-3. ábra.)

A folyó fizetési mérleg második negyedévi hiányát közel azonos részben finanszírozta a nem-adósságképző (221 millió euró) illetve az adósságképző (228 millió euró) nettó tőkebeáramlás. (Lásd V-3. táblázat, V-4. ábra.) Az előbbin belül két ellentétes folyamat figyelhető meg. A közvetlen külföldi befektetésekhez kapcsolódó nettó külföldi részvényvásárlás és tulajdonosi részesedés szerzés (az első negyedévhez képest nagyfokú élénkülést mutatva) 478 millió eurót ért el, tehát egymagában is fedezte a folyó fizetési mérleg második negyedévi deficitjét. Másik komponensében, a portfólió befektetéseken belüli nettó külföldi részvényvásárlásban azonban 258 millió euró tőkekiáramlás történt. Ezen a csatornán kiáramlásra már korábban is volt példa, legutóbb 1998 második negyedévében. Igaz, akkor a választásokkal kapcsolatos bizonytalanságokkal lehetett kapcsolatba hozni a külföldiek nettó részvényeladásait. A mostani tőkekiáramlás viszont, főként az 1999 azonos időszakában tapasztalt 640 millió euró nettó beáramlással összevetve, mindenképpen jelentős változás. Ezzel kapcsolatban azonban megjegyzendő, hogy 1999 második negyedévében a portfólió részvénybefektetéseken belül mintegy 260 millió euró privatizációs bevétel jelentkezett, 2000 második negyedévében azonban nem történt külföldi befektetés az ÁPV Rt-n keresztül. Továbbá, míg 1999 hasonló időszakában a rezidensek portfólió célzatú nettó külföldi részvényvásárlása gyakorlatilag zérus volt, addig 2000 második negyedévében közel 60 millió eurót ért el. A külföldiek összességében tehát nettó 200 millió euró magyar kibocsátású részvényt adtak el. Erre olyan környezetben került sor, amikor a magas olajárakkal összefüggésben az európai tőzsdékre általában is gyengélkedés volt jellemző, és erre az időszakra tehető a technológiai részvényekkel világszerte kapcsolatos bizonytalan helyzet is. Mindez nagy valószínűséggel a magyar részvénytőzsdára is rányomta bélyegét.⁵ Likviditási helyzetük, illetve kockázatvállalási képességük ismeretében kevésbé valószínű, hogy a vásárlók a háztartások lettek volna. Feltételezhetően rezidens pénzügyi vállalkozások alkották a vásárlói oldal zömét, ezek közül is inkább olyanok, amelyek többségi külföldi tulajdonban vannak. A többségi belföldi tulajdonú vállalkozások ilyen nagymértékű részvényvásárlása ugyanis nem valószínű. Mindamelllett az árfolyamesést kihasználva néhány ilyen cég kisebb mértékben ugyancsak vásárolhatott.

Az adóssággeneráló tőkeáramlások összetevői közül a magánszektor nettó külföldi forrásbevonása a második negyedévben alapvetően semleges volt: a tulajdonosi hitelek nettó beáramlása azonos mértéket ért el a magánszektor egyéb hitelműveleteiben megfigyelhető forráskiáramlással (mintegy 180 millió

⁵ Emellett nem lehet kizárni azt sem, hogy a MOL (mint az egyik legjelentősebb tőzsdai szereplő) és a kormány közötti, az árképzést érintő ellentétek éleződése is a külföldiek visszavonulása irányába hatott.

euró). Alacsony szintű volt a külföldiek nettó állampapír-vásárlása is (24 millió euró), így az adósság jellegű finanszírozás lényegében az MNB és a kormányzat devizában denominált hitelforgalmának alakulását tükrözte. Ebből a devizatartalékok csökkenése mintegy 160 millió eurót tett ki, a többi az MNB egyéb rövidlejáratú külföldi követeléseinek csökkenéséhez köthető.⁶

A viszonzatlan tőketranszfereket, valamint a nem-termelt és nem-pénzügyi eszközök forgalmát tartalmazó tőkemérleg egyenlege szintén aktívumot (közel 70 millió eurót) mutatott a negyedév folyamán.

3. A nemzetközi befektetési pozíció

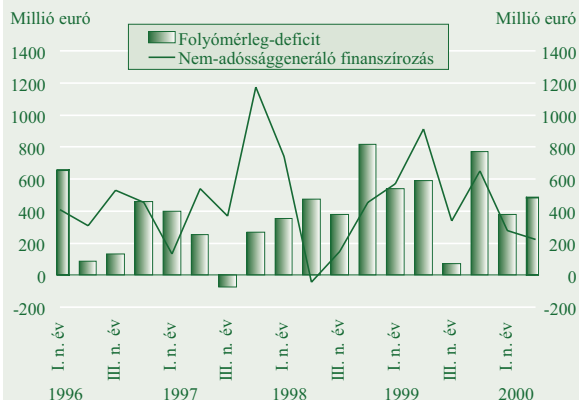
A nettó nemzetközi befektetési pozíció a második negyedév végére 30,9 milliárd euró külföldi tartozást mutatott. (Lásd V-4. táblázat.) A nem adósság elemekben realizált nettó külföldi tartozás főként a külföldiek kezében lévő portfólió befektetésnek minősülő részvényállomány erőteljes csökkenése miatt az előző negyedévi 19,8 milliárd euróval szemben csak 19,2 milliárd euró volt, ugyanakkor az adósság elemekben fennálló nettó külföldi adósság 11,3 milliárd euróról 11,7 milliárd euróra nőtt. A külföldiek által tartott forintban denominált állampapírok és a tulajdonosi hitelek állománya nélkül számolt nettó külföldi adósság a második negyedév végén 6,5 milliárd eurót tett ki. (Lásd V-5. ábra.)

A külfölddel szembeni *nem-adósság* jellegű követelések a negyedév folyamán enyhén emelkedtek: a rezidens vállalatok tulajdonosi hitelek felüli közvetlen külföldi befektetéseinek állománya 1,5 milliárd euróra, a portfólió befektetés célzatú külföldi részvénytartás szintje 150 millióra nőtt, ami 50%-os növekedést jelentett egy negyedév alatt, s ebből a keresztárfolyam-változás hatása elhanyagolható volt. A külföldiek magyarországi közvetlen befektetéseinek tulajdonosi hitelek nélküli állománya 16,4-ről 17 milliárd euróra nőtt, ezt azonban több mint ellensúlyozta a külföldiek által portfólió jelleggel tartott magyar részvények állományának csökkenése, ami az első negyedévi 4,9 milliárd euróról 3,8 milliárd euróra esett vissza. A finanszírozásnál már említésre került, hogy ebből az 1,1 milliárd euró csökkenésből a nettó részvényeladás 0,2 milliárd eurót tett ki. Ha az árfolyamváltozást a tőzsdeindex változásával arányosítjuk,⁷ akkor ez újabb 0,8 milliárd eurót magyaráz meg az állomány csökkenéséből, tekintve, hogy a tőzsdeindex a negyedév folyamán 10000 pontról 8318 pontra esett vissza. A megmagyarázatlanul hagyott mintegy 100 millió euró csökkenés egyrészt arra vezethető vissza, hogy nem csak a tőzsdén forgalmazott részvények voltak érintve, másrészt egyéb átértékelődések történtek és változtak az elszámolási elvek. E folyamatok együttesen a korábban folyamatosan növekvő nettó külföldi nem-adósság jellegű tartozások ál-

⁶ Míg ez az állítás a fizetési mérleg számaival tekintve megfelel a tényeknek, elemzői szemszögből kevés tartalommal bír, mert lényegében az I. negyedévben keletkezett financiai követelések II. negyedévi törlesztése áll mögötte, a két negyedévet együttesen tekintve tehát nem volt rövidlejáratú külföldi követelésnövekedés az MNB-nél.

⁷ Ez mindenképpen tartalmaz pontatlanságot, elvileg ugyanis a fizetési mérleg statisztikában a tőzsdén kívüli részvényforgalom számai is benne foglaltatnak. Hogy ezek körében milyen árfolyameséssel lehet számolni, az az állományukra vonatkozó adatok jóval nagyobb pontatlansága miatt legalábbis kérdéses.

V-4. ábra A folyó fizetési mérleg hiánya és a nem-adósságeneráló finanszírozás

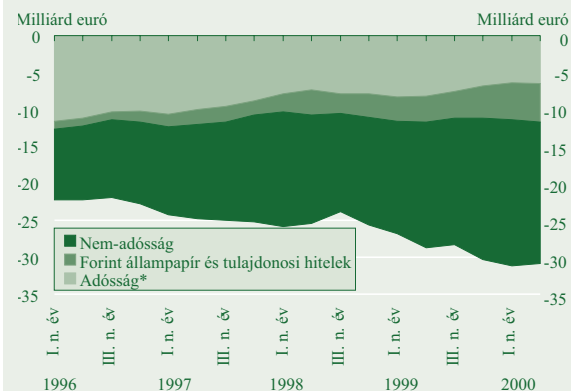


V-4. táblázat Nemzetközi befektetési pozíció

	Milliárd euró		
	1999 dec.	2000 márc.	2000 jún.
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (=1-2)	-30,4	-31,1	-30,9
- nem adósság (=1a.1+1b.1-2a.1-2b.1)	-19,1	-19,8	-19,2
= adósság (=1a.2+1b.2+1c+1d-2a.2-2b.2-2c)	-11,3	-11,3	-11,7
(1) Külfölddel szembeni követelések (=1a.+...+1d)	19,1	20,9	20,7
(1a) Közvetlen befektetések külföldön	1,6	1,7	1,7
(1a.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	1,4	1,4	1,5
(1a.2) Tulajdonosi hitelek	0,2	0,3	0,3
(1b) Portfólióbefektetések	1,2	1,7	1,7
(1b.1) Részvény	0,1	0,1	0,1
(1b.2) Adósság jellegű instrumentumok	1,2	1,6	1,6
(1c) Egyéb befektetések	5,6	6,3	6,2
(1d) Nemzetközi tartalékok	10,8	11,2	11,0
(2) Külfölddel szembeni tartozások (=2a.+...+2c)	49,5	52,1	51,6
(2a) Közvetlen befektetések Magyarországon	19,1	19,5	20,2
(2a.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	16,2	16,4	17,0
(2a.2) Tulajdonosi hitelek	2,9	3,1	3,2
(2b) Portfólióbefektetések	16,9	17,7	16,2
(2b.1) Részvény	4,3	4,9	3,8
(2b.2) Adósság jellegű instrumentumok	12,6	12,9	12,4
(2c) Egvéb befektetések	13,5	14,8	15,2
KIEGÉSZÍTŐ ADATOK			
(M) Külföldiek által tartott állampapírok	1,7	2,3	2,3
Bruttó külföldi adósság* (=2b.2+2c-M)	24,4	25,4	25,3
Nettó külföldi adósság* (=2b.2+2c-M-1b.2-1c-1d)	6,9	6,3	6,5

* Külföldiek által tartott állampapírok és tulajdonosi hitelek nélkül.

V-5. ábra A nettó nemzetközi befektetési pozíció komponensei



* A forintban denominált állampapírok és a tulajdonosi hitelek állománya nélkül.

lományának csökkenését eredményezték, amelyek nagysága a félév végén így 19,2 milliárd eurót tett ki.

Az *adósság*ban megtestesülő nettó befektetési pozíció viszont enyhén a külföldi tartozások növekedése irányába mutatott a korábbi stagnálást követően. A követelések között a nemzetközi tartalékok állománya 11 milliárd euróra csökkent, míg a portfólió- és egyéb követelések állománya lényegében az első negyedévi szintjén (mintegy 8,1 milliárd eurón) változatlan maradt. A tartozások között folytatódott az egyéb befektetések növekedése, a portfólió befektetések állományának csökkenése miatt azonban ez csak szerény tartozásnövekedést eredményezett. Az összes adósságjellegű befektetést illetően tehát a külfölddel szembeni követelések csökkenése okozta az adósságban megtestesülő nettó befektetési pozícióban mutatkozott tartozás-növekedést.

A (forintban denominált) állampapírok és a tulajdonosi hitelek elhagyásával számított adósságjellegű befektetések egyenlege adja meg a nettó külföldi adósságállományt. Az előző negyedév végi 6,3 milliárd euróról ez az állomány 6,5 milliárd euróra nőtt, lényegében az MNB külföldi követeléseinek (köztük a tartalékoknak) a csökkenése miatt. (Lásd V-5. táblázat.) Így a nettó külföldi adósságnak az MNB-re és kormányzatra eső hányada a korábbi alig több mint 5%-ról 10%-ra emelkedett. A bruttó külföldi adósság (25,3 milliárd euró) lényegében nem változott az előző negyedév végéhez képest, ezen belül azonban a magánszektor részesedése nőtt az MNB és a kormányzat rovására. Így a bruttó külföldi adósság nagyjából fele-fele arányban oszlott meg a magánszektor valamint a kormányzat és a jegybank között.

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

	1999. december		2000. március		2000. június	
	milliárd euró	%	milliárd euró	%	milliárd euró	%
(1) Bruttó külföldi adósság (=1a+1b)	24,4	100,0	25,4	100,0	25,3	100,0
(1a) MNB és kormányzat	13,4	54,9	13,6	53,3	13,1	51,7
MNB	9,8	40,0	9,6	37,6	9,2	36,2
Kormányzat	3,7	15,0	4,0	15,7	3,9	15,5
(1b) Magánszektor	11,0	45,1	11,9	46,7	12,2	48,3
Hitelintézetek	5,5	22,6	6,1	23,8	5,9	23,3
Vállalkozói szektor	5,5	22,4	5,8	22,8	6,3	25,0
(2) Nettó külföldi adósság (=2a+2b)	6,9	100,0	6,3	100,0	6,5	100,0
(2a) MNB és kormányzat	1,3	19,3	0,3	5,4	0,7	10,1
MNB	-1,9	-26,8	-3,2	-50,6	-2,8	-43,6
Kormányzat	3,2	46,1	3,6	56,0	3,5	53,7
(2b) Magánszektor	5,6	80,7	6,0	94,6	5,8	89,9
Hitelintézetek	2,0	28,3	2,7	41,8	2,6	39,6
Vállalkozói szektor	3,6	52,4	3,3	52,8	3,3	50,3

* Külföldiek által tartott állampapírok és tulajdonosi hitelek nélkül.