

JELENTÉS  
AZ INFLÁCIÓ  
ALAKULÁSÁRÓL

1998.  
november

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

ISSN 1419-2926

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

*A kiadvány első számában az infláció jövőbeli alakulását meghatározó, a központi bank által relevánsnak tartott gazdasági-pénzügyi összefüggéseket részletesen ismertetjük, s nagyobb teret szentelünk az elemzési módszerek és az elmúlt évek inflációs folyamatai bemutatásának. A kiadvány következő számaiban már csak egy adott időszak aktuális eseményeinek bemutatására, elemzésére kerül sor.*



Az inflációs folyamatok 1998-ban kedvezően alakultak: a megelőző tizenkét hónap árnövekedésének mértéke az 1997. decemberi 18,5%-ról szeptemberre 12,3%-ra csökkent. Az inflációcsökkenés mértéke meghaladta az MNB 1997. év végén készített prognózisát, amely szerint az infláció 1998-ban 13,5–14%-ra mérséklődik. Az inflációs folyamatra ható reálgazdasági és pénzügyi tényezők a korábbi elképzeléseknek megfelelően alakultak, a vártnál kedvezőbb eredmény a világpiaci árváltozásoknak köszönhető.

A Magyar Nemzeti Bank az infláció alakulását alapvetően három tényezőre vezeti vissza. A fenntartható inflációcsökkentés szempontjából a gazdaság aggregált keresleti és kínálati viszonyainak alakulása a legfontosabb tényező. Mind az árképzésben, mind a nominális béralakulás meghatározásában jelentős szerepet játszanak az inflációs várakozások. A harmadik komponens az importált infláció, mely a forint árfolyamváltozásának és a külföldi infláció összegeként határozható meg. E tényezők határozzák meg az inflációs folyamat trendjét. Emellett az infláció alakulását egyedi hatások is befolyásolják, mint az árszint egyszeri megváltozását okozó adóváltoztatások, kínálati sokkok. A Magyar Nemzeti Bank megítélése szerint az infláció alakulását korábban nagymértékben meghatározó gyors relatív árváltozások és strukturális kiigazítások jelentősége a piacgazdálkodásra való áttérés lezárulásával csökkent.

A fenntartható dezinflációs pálya megvalósulását a fiskális és monetáris politika együttműködése segíti elő. Az előre bejelentett csúszó leértékelésre épülő árfolyampálya fenntartása befolyásolja a piaci szereplők árazási magatartását és a jövőbeli áralakulásra vonatkozó várakozásait, a leértékelési ütem fokozatos csökkenése megerősíti a hatóságok inflációs prognózisának hitelességét. A jegybank az aggregált kereslet alakulására is hatással van, a belföldi monetáris kondíciók változtatásával igyekszik megakadályozni az aggregált keresletnek a kínálat bővülésétől elszakadó növekedését. Bár a tőkeáramlás nagyfokú liberalizálása mellett a kamat- és árfolyampolitikai lépések egymástól nem függetleníthetők, az MNB a nominális árfolyam és a belföldi kamatláb meghatározásával olyan monetáris kondíciókat igyekszik kialakítani és fenntartani, amelyek sem a versenyképesség, sem a megtakarítási-beruházási mérleg oldaláról nem veszélyeztetik a külső egyensúlyt. A jegybanki lépések csak közvetett módon és időben késleltetve képesek hatást gyakorolni az aggregált keresletre, és a fennálló monetáris rendszerben a nemzetközi tőkepiaci folyamatok is korlátozzák a jegybank lehetőségeit a belföldi kamatalakulás befolyásolásában. Ezért az aggregált kereslet hatékony szabályozása csak a monetáris és fiskális politika kooperációja révén valósítható meg.

1998-ban az inflációs várakozások alakulása kedvezően befolyásolta a dezinflációs folyamatot. Az elmúlt években az inflációs várakozások és a ténylegesen bekövetkezett infláció is közeledett a gazdaságpolitika inflációs prognózisához. Az idei évben bekövetkezett vártnál nagyobb inflációcsökkenés a gazdaságban meglévő – számos esetben csak implicit –

visszatekintő indexálás miatt a következő évek inflációs inerciáját is mérséklí. Az inflációs várakozások kedvező változását tükrözi, hogy az elmúlt évek stabil 20–21% körüli bérnövekedési üteme is mérséklődött, különösen a feldolgozóiparban és a kereskedelem területén (17, illetve 16,4% a II. negyedévben).

Az importált infláció az elmúlt időszakban kedvezően befolyásolta a belföldi árszint változását. Legfontosabb kereskedelmi partnereinknél az áremelkedés üteme mérséklődött, az élelmiszer, az energia és egyes nyersanyagok világpiaci ára jelentősen csökkent. Mindezen hatások összességében a hazai árnövekedés ütemének körülbelül 2 százalékpontos mérséklődését eredményezték. A belföldi árképzésben csak részben érvényesült az importált inflációból eredő költségcsökkenés hatása. Úgy tűnik, a gazdaság szereplői költségeik átmenetinek tekintett változását nem építik be teljes mértékben áraikba, aktuális profitrátájuk terhére simítják mind a pozitív, mind a negatív változásokat. Ezért a világpiaci ártendenciák esetleges visszajára fordulása esetén sem várható a belföldi infláció felpörgése. Ezen felül az importált infláció fennmaradó költséginflációs hatását is mérsékelni fogja más költségelemek növekedésének, pl. a munkabéreknek és kamatköltségeknek az inflációs inercia gyengüléséből eredő mérséklődése.

1998 első háromnegyed évében az egyedi hatásoknak összességében nem volt jelentős befolyása a belföldi áralakulásra. Ezt tükrözi, hogy a maginfláció a fogyasztói árindex változásával közel azonos ütemben, 18,2%-ról 12,5%-ra csökkent 1997 decembere és 1998 szeptembere között.

1998-ban a korábbi években végrehajtott beruházások termelésbe állításának köszönhetően a potenciális GDP növekedése felgyorsult. Ez lehetővé tette, hogy a dinamikus növekvő kereslet mellett az infláció jelentősen csökkenjen. Az elmúlt időszakban bekövetkezett jelentős kínálatbővülés ellenére jelenleg a magyar gazdaságban nincsenek számottevő szabad kapacitások, amelyek a belső kereslet növekedése esetén inflációs nyomás nélkül bekapcsolódhatnának a termelésbe. A feldolgozóiparban az átlagos kapacitáskihasználtság kilenc év óta nem látott szinten van, miközben a kapacitáshiánnyal küszködők aránya is az elmúlt évek csúcspontja közelében alakul. A munkanélküliség jóval az európai átlag alá csökkent, az első félévben átlagosan már csak 7,9% volt, az ország egyes területein és egyes ágazatokban munkaerőhiány jellemző. A munkaerő oldaláról jelentkező szűk keresztmetszetek kialakulásának valószínűségét tovább növeli, hogy a munkanélküliek kétharmada tartós munkanélküli vagy alacsony képzettségű, akik még a különösen kedvező gazdasági fellendülés idején is kis valószínűséggel találnának állást. Ezért a kormánynak aktív foglalkoztatáspolitikai eszközökkel kell elősegítenie e rétegek mobilizálását.

A termelési kapacitások magas szintű kihasználtsága mellett az aggregált kereslet valamennyi komponense dinamikus növekedett az elmúlt időszakban. A kereslet összetevői közül a legjelentősebb tételt kitevő fogyasztási kiadások az 1997. évi 2,6%-os növekedés után 1998 első félévében 3,5%-kal emelkedtek. A fogyasztás követte a reáljövedelmek gyorsabb növekedését, miközben a háztartások megtakarításai továbbra sem csökkentek, az inflációsúrt pénzmegtakarítási ráta az 1995 eleje óta jellemző szinten stabilizálódott.

Az állóeszköz-felhalmozás esetében nemcsak a jelentősen megugró, az első félévi 13,3%-os reálnövekedés érdemel figyelmet, hanem a növekedés szétterülése ágazatonként és vállalat típusonként is. A beruházások tekintélyes hányada a szolgáltatási szférában valósult meg, amely az erősödő versenyen és a növekvő termelékenységen keresztül jelentős mértékben korlátozta az árnövekedési tendenciákat ezekben a szektorokban. Ugyanakkor

azt is előre vetíti, hogy az exportnövekedés – korábban az új exportkapacitások belépésének köszönhető, kiugróan magas – dinamizmusa valamelyest mérséklődni fog.

Az ázsiai és oroszországi válság ellenére a magyar exportcikkek iránti kereslet a várakozásoknál is erőteljesebben növekedett az év első félévében, a GDP szerkezetű kivitel reálértéke 23,6%-kal volt magasabb, mint az előző év azonos időszakában. A kieső oroszországi export egyes ágazatokat érzékenyen érint, és egyes termékkörök esetében érezhetővé vált a leértékelések miatt versenyképesebbé vált ázsiai vállalatok kompetitív nyomása is.

A várható GDP-növekedés ütemének meghatározása során azt is figyelembe kell venni, hogy a nemzetközi tőkepiaci bizonytalanság és a világgazdaság növekedési kilátásainak kedvezőtlenebbé válása a hazai kereslet növekedését is mérsékelheti. Ugyanakkor a nemzetközi környezet megváltozása a folyó fizetési mérleg alakulásával szemben is szigorúbb követelményeket támaszt. Elsősorban azért, mert a folyó fizetési mérleg a nemzetközi befektetők számára a gazdaság egészséges fejlődésének egyik legfontosabb indikátora, így az ország kedvező megítélésének megőrzésével a hosszú távú növekedést segíti elő. Emellett az sem elhanyagolható, hogy a nemzetközi tőkepiacon megfigyelhető likviditásszűkösség miatt a folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozása is megdrágult.

A kereslet és kínálat várható alakulása alapján az MNB úgy ítéli meg, hogy a gazdasági stabilitás fenntartása érdekében az infláció további csökkentéséhez a monetáris és fiskális politika részéről összehangolt keresletszabályozó lépésekre van szükség, amelyek biztosítják, hogy a GDP növekedése a hosszú távú trend közelében alakuljon, és a keresletnövekedés összetételében is fennmaradjon az elmúlt évekre jellemző, a belső felhasználás mérsékeltbb bővülésével jellemezhető, a külső egyensúlyi pozíciót megőrző szerkezet. Bár a vártnál lassabb növekedés legfontosabb forrása a hazai termékek iránti külső kereslet csökkenése, a belföldi kereslet fiskális vagy monetáris eszközökkel történő élénkítése ilyenkor csak kellő óvatossággal alkalmazható, mivel a külföldi és belföldi kereslet szerkezete eltér. A magasabb belföldi kereslet csak részben szívna fel az exportálók kieső termelését, viszont feltehetően további importkeresletet generálna, és így növelné a külkereskedelmi mérleg hiányát. Ez különösen igaz a korábban Oroszországba szállított termékekre, ha nem vagy csak nagyon rossz áron értékesíthetők más piacokon, akkor ezt szektorális kínálati sokknak kell tekintenünk, amit ennek megfelelően struktúrapolitikai eszközökkel kell kezelni. Mindezen tényezők figyelembe vételével az MNB szerint a belföldi inflációs nyomás enyhülése esetén sem kívánatos a makrogazdasági keresletnek a fiskális, illetve monetáris politikán keresztül történő élénkítése.

A fizetésimérleg-megfontolások és a továbbra a dinamikus növekvő belföldi kereslet okozta potenciális inflációs nyomás miatt a jegybank megtakarításokat ösztönző kamatpolitikát folytat. A nemzetközi tőkepiaci bizonytalanság hatására a forintban denominált instrumentumok kamatprémiuma jelentősen emelkedett, ezért az előre meghirdetett árfolyampálya fenntartása is magasabb reálkamatok fenntartását teszi szükségessé. A csúszó leértékeléses árfolyamrendszer bevezetése óta eltelt időszakhoz hasonlóan az árfolyam-alakulásnak az MNB a jövőben sem szán agresszív dezinflációs szerepet, az árfolyampálya meghirdetésére az inflációs differencia és a várható termelékenységi ütemkülönbség figyelembe vételével kerül sor. Az árfolyampálya meghirdetésének jelentősége abban áll, hogy a gazdaság szereplői hitelesnek és fenntarthatónak ítélik meg, így az árfolyam várható változása beépül az árazási magatartásba. Ezáltal mérsékli az inflációs várakozások inerciáját, lehetővé teszi alacsonyabb inflációs prognózis kitűzését.

A jövőbeli áralakulást befolyásolhatja, hogy a nemzetközi pénzpiacokon felerősödő bizonytalanság hatására a forint a kijelölt intervenciós sávon belül átmenetileg meggyengült. Miközben a forint elhúzódó gyengesége kétségkívül beépülne az árakba, az elmúlt években megváltozott árazási magatartás következtében az árfolyam nagyobb mozgékonyságának várhatóan nem lesz számottevő árnövelő hatása. Az elmúlt két év tapasztalata azt mutatja, hogy az átmenetinek tekintett és/vagy lefedezhető valutakockázatok hatása nem jelent meg az árakban a múltban sem.

A magyar pénzügyi intézményrendszer és a gazdasági szereplők tranzakciós és megtakarítási viselkedése olyan ütemben modernizálódik, hogy a forgási sebesség (melynek stabilitása még az érett gazdaságokban is vitatott) változása nehezen jelezhető előre, emiatt a pénzmennyiséget a jegybank nem használja közbülső célként a monetáris politika alakításában. Ugyanakkor a pénzmennyiség változásának a kereslet várható jövőbeli alakulása szempontjából fontos információtartalma lehet, ezért az MNB figyelemmel kíséri a monetáris és hitelaggregátumok alakulását. Az elmúlt évben a szűkebb értelemben vett pénzmennyiség növekedése felgyorsult, szeptemberben az M1 reálértéke 8%-kal haladta meg az egy évvel korábbi szintet. Ebben részben az is szerepet játszott, hogy az alacsonyabb infláció miatt csökkent az elsősorban tranzakciós funkciót betöltő M1 tartásának használdozata, de a tranzakciós pénzmennyiség gyors növekedése mindenképpen óvatosságra intő jel a monetáris politika számára.

A jelentés első részében ismertetjük az infláció idejének alakulásának legfontosabb jellemzőit. A második fejezetben a monetáris folyamatokat és a monetáris politika jelentősebb lépéseit mutatjuk be. Ezután a harmadik részben rátérünk azoknak a keresleti- kínálati és egyensúlyi tényezőknél a vizsgálatára, melyek meghatározóak az infláció alakulásának és a monetáris politika alakításának szempontjából. A jelentés végén részletes elemzés olvasható a legfontosabb tőkepiaci folyamatokról. Jelentésünk döntően az év első nyolc hónapjának adataira épült, ezért az augusztus végén kirobbant nemzetközi pénzügyi válság következményeit nem elemzi részletesen, csak utalásokat tartalmaz, ha ennek hatására a folyamatokban jelentős eltérések következtek be.

Főbb makrogazdasági mutatók	1996				1997				1998	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
<i>Növekedési ütem (változatlan áron), előző év azonos időszaka = 100</i>										
GDP	0,7	0,5	1,1	2,8	1,8	4,4	5,3	5,3	4,9	5,3
ebből: belföldi felhasználás	-4,8	-2,7	2,3	6,6	3,3	4,8	3,5	4,8	4,4	8,1
– végső fogyasztás	-4,2	-2,7	-1,7	-3,0	0,6	2,2	3,0	3,3	2,6	4,0
= lakossági fogyasztás	-3,6	-2,7	-1,9	-2,5	0,6	2,5	3,4	3,3	2,7	4,2
– felhalmozás	-7,8	-2,6	14,7	30,7	16,0	13,9	4,8	7,7	12,0	21,0
= állóeszköz-felhalmozás	0,5	-4,8	4,7	16,6	5,5	15,3	14,2	6,0	7,6	13,3
export (GDP)	14,8	14,2	4,4	2,0	20,5	24,4	29,0	29,0	28,3	19,4
import (GDP)	-2,4	5,0	7,8	12,2	23,4	25,5	25,4	26,7	25,5	24,9
<b>Reál effektív árfolyamindex*</b>										
Termelői ár	1,0	-5,0	-4,4	-6,0	-8,2	-5,5	-4,6	-2,0	0,6	2,5
Fajlagos munkaköltség alapú (GDP alapon)	19,3	11,5	6,4	4,7	-2,9	-0,4	2,6	-0,9	1,1	2,5
Fajlagos munkaköltség alapú (bruttó alapon)	15,7	8,9	4,9	6,0	-0,2	2,7	6,8	4,3	7,4	10,0
<b>Hiány és adósság</b>										
<i>GDP %-ában</i>										
Államháztartás egyenlege (pénzforg. szeml.)	-3,0	-6,1	-0,2	-3,4	-5,8	-3,7	-4,7	-5,1	-9,8	-0,5
Államháztartás elsődleges egyenlege	3,6	2,8	4,8	5,1	4,1	3,2	1,4	3,7	-0,2	4,4
<i>Milliárd USD</i>										
Folyó fizetési mérleg	-0,8	-0,1	-0,2	-0,6	-0,5	-0,3	0,1	-0,3	-0,4	-0,5
Külföldi működőtőke-befektetés	0,5	0,3	0,6	0,6	0,5	0,3	0,3	0,6	0,3	0,5
Megtakarítási ráta** (%)	10,8	11,3	11,7	11,9	9,5	10,2	11,4	13,6	9,2	9,7
Munkanélküliségi ráta *** (%)	10,3	10,1	10,1	9,8	9,4	9,1	8,7	8,3	8,3	8,0
Egy főre jutó bruttó átlagkereset **** (előző év azonos időszaka = 100 %)	18,1	21,7	18,7	22,1	25,7	21,1	19,5	20,5	21,2	19,2
Egy főre jutó nettó átlagkereset reálértéken **** (előző év azonos időszaka = 100 %)	-8,6	-3,9	-4,7	-1,6	7,2	5,5	3,2	4,2	3,2	3,3

\* Előző év azonos időszaka = 100, magasabb, mint 100=reál leértékelődés; nominális árfolyamindexek 1995-től piaci árfolyammal számítva; a deflátorok a feldolgozóiparra vonatkoznak.  
 \*\* A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása az összes lakossági jövedelem %-ában. (A nettó pénzmegtakarításba beleértve a devizabetétek árfolyam-különbözetét.)  
 \*\*\* KSH munkaerő-piaci felmérése alapján, a nemzetközi (ILO) gyakorlat fogalmi rendszere szerint, munkanélküliek az aktív népesség %-ában, szezonálisan igazított adatok.  
 \*\*\*\* A költségvetési szervenknél és a 10 főnél többet foglalkoztató vállalkozásoknál teljes munkaidőben foglalkoztatottak.

Főbb monetáris mutatók	1996				1997				1998		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
<b>Infláció, fogyasztói árindex*</b> (előző év azonos n.év = 100%)	25,6	23,6	22,2	19,8	18,8	18,7	18,0	18,4	16,4	14,2	12,5
<b>infláció, termelői ár*</b> (előző év azonos n.év = 100%)	23,2	21,5	20,4	20,1	21,8	19,4	19,7	19,5	13,5	11,6	10,4
<i>Monetáris aggregátumok növekedése (előző év azonos negyedév vége=100%)*</i>											
M0	13,2	10,8	12,6	14,6	16,7	17,3	18,6	15,8	17,9	17,5	15,7
M3	21,6	23,6	23,0	22,5	18,5	17,5	18,1	19,1	19,1	18,8	17,5
M4	25,2	26,8	27,1	26,5	26,9	26,3	26,4	26,3	27,3	24,6	22,6
<i>Pénzügyi hitelek állományának növekedése (előző év azonos negyedév=100%)</i>											
Vállalati külföld+belföld (reál)	-4,3	-4,2	-2,8	6,3	7,9	12,5	14,7	7,3	8,6	6,8	7,4
Vállalati belföldi (reál)	-15,3	-13,4	-8,4	7,9	20,5	30,5	28,8	20,5	13,9	12,1	13,3
Lakossági (reál)	-28,5	-26,6	-25,3	-24,0	-23,9	-20,9	-14,7	-14,1	-7,3	-1,7	6,7
<i>Kamatok (%)*</i>											
Passzív repo 1 hónapos	25,0	24,0	23,25	22,25	21,5	20,75	20,25	19,75	18,875	18,0	18,0
90 napos diszkont kincstárjegy	24,1	23,9	22,7	22,2	20,8	20,0	19,4	19,4	18,7	17,3	19,1
12 hónapos diszkont kincstárjegy	24,5	25,0	22,9	21,5	20,1	19,8	19,7	19,2	18,7	17,3	19,0
3 éves államkötvény	-	25,4	22,9	21,5	16,7	17,4	18,1	17,9	18,4	16,6	16,2
BUX	2,447	3,288	3,572	4,134	5,414	6,795	7,693	7,999	8,656	7,805	4,571
Kamatprémium (bsp)*	450	440	340	360	376	338	257	459	363	363	674
<i>Konverziós forintkereslet</i>											
Konverzió, millió USD	1,271	545	1,423	852	471	1,235	1,427	294	2,448	929	.
Hitelintézetek nettó külföldi ** forrásbevonása, millió USD	-24	-1,092	291	75	186	50	7	57	929	253	.
Vállalati szektor nettó, *** millió USD	5	78	164	453	-60	5	210	215	-56	87	.

\* Az időszak végén.  
 \*\* Privatizációnak minősülő bevételek nélkül.  
 \*\*\* Tulajdonosi hitelekkel együtt.

# I. Az infláció alakulása

Az éves inflációs ráta 1998 első nyolc hónapjában 18,4%-ról 13,5%-ra mérséklődött. A fogyasztói árindex csökkenése az árnövekedést mérséklő és növelő hatások eredőjeként alakult ki. Az elmúlt időszakban a belső gazdasági folyamatoktól független tényezőknek is pozitív hatása volt a belföldi árak alakulására.

A Magyar Nemzeti Bank a kormánnyal egyetértésben – szem előtt tartva a makrogazdasági mutatókat és a pénzüpiaci fejleményeket – több lépésben módosította a forint havi csúszó leértékelésének mértékét. Míg tavaly a forint 14,7%-kal értékelődött le a valutakosárral szemben, ez év augusztusában az éves leértékelődés mértéke már csak 12,8% volt. Az árfolyampálya módosítását a gazdaság szereplői hitelesnek és fenntarthatónak ítélték meg, így árai kialakítása során figyelembe vették a leértékelési ütem, illetve ezáltal az importált infláció mérséklődését. A keresztárfolyamok változása miatt a külkereskedelmi forgalom szerkezetével súlyozott árfolyam éves leértékelődése augusztusban nagyobb volt, mint a múlt év decemberében, tehát az *effektív importköltségek az árfolyampálya változása miatt az év első nyolc hónapjában nem mérséklődtek*. De a gazdaság szereplői a keresztárfolyam változásából eredő hatásokat ideiglenesen tekintették, így az előző évhez hasonlóan a keresztárfolyam-változás hatása nem épült be a belföldi áralakulásba. *A monetáris politika az árfolyam-alakulás hosszabb távú trendjének, és az inflációs várakozások befolyásolásán keresztül mérsékelte a belföldi árak növekedését.*

Az áralakulást befolyásoló **belföldi tényezők** között a megélénkülő kereslet potenciális inflációnövelő tényezőként jelentkezett. Mind a magánszektor, mind az államháztartás növelte fogyasztását, és a beruházási tevékenység is jelentősen bővült. Ennek árnövelő hatását azonban mérsékelte, hogy a kereslet növekedése részben a külkereskedelmi forgalomban lévő termékek körében jelentkezett, ahol az importverseny miatt az árnövelés lehetősége korlátozott volt, a fogyasztásicikk- és beruházásigép-import viszont nőtt. A kereskedelmi forgalomba nem kerülő termékeknél a kapacitások folyamatos bővülése mérsékelte ugyan az árnövekedést, a piaci szolgáltatások árának emelkedése mégis 4,4 százalékponttal meghaladta a külkereskedelemmel versengő termékek árnövekedését.

A kormányzat keresleti hatásán túl a szabályozott árú termékeken keresztül közvetlenül is befolyásolja a fogyasztói árindex alakulását. Idén a **szabályozott árak** növekedése meghaladta mind a külkereskedelmi forgalommal versengő termékek, mind a piaci szolgáltatások árának alakulását, de az előző évhez képest az árnövekedési ütemek közötti különbség több mint 5%-kal mérséklődött, ami önmagában 1%-kal csökkentette az inflációs rátát, és a termelési költségek mérséklésén keresztül

más termékcsoportoknál is hozzájárult az alacsonyabb árnövekedési ütem kialakulásához. A moderált **költségoldali inflációs nyomás** ellentétes folyamatok eredményeként alakult ki. A nemzetgazdaság egészében a reálberek átlagosan 5%-kal növekedtek. A kereskedelem nélküli szolgáltató szektorokban volt a legmagasabb a bérinfláció (közel 22%), ami az átlagosnál gyorsabb árnövekedésben is tükröződött. A feldolgozóiparban és a kereskedelemben a bérinfláció az elmúlt évhez viszonyítva jelentősen mérséklődött. A reálbér-növekedés jövedelmezőségre gyakorolt hatását részben a korábbi évek beruházásai hatására hatékonyabbá váló munkaerő-felhasználás mérsékelte. A költségoldali inflációs nyomást tovább csökkentette az élelmiszer, az energia és a különböző nyersanyagok világpiaci árának mérséklődése. Mindezen tényezők eredményeként az árnövekedés üteme azon termékek esetében is jelentősen csökkent, amelyeket közvetlenül nem fegyelmez a nominális árfolyam.

Az elmúlt időszakban több átmenetinek tekinthető változás is hozzájárult az infláció mérséklődéséhez, amelyek elsősorban a relatív árakat és a belföldi árszintet, nem az árnövekedés dinamikáját befolyásolják. Az MNB az infláció gyors csökkenése ellenére sem lazított a belföldi monetáris kondíciókon, annak érdekében hogy a világpiaci ártendenciák visszájára fordulása esetén megakadályozza egy ellentétes irányú költség-ár spirál kialakulását. A magyarországi inflációs folyamat további sajátossága, hogy – részben intézményi, részben magatartásbeli tényezőknek köszönhetően – az áralakulásban jelentős mértékű tehetetlenség van. Az inflációcsökkenés exogén okból eredő felgyorsulása az áralakulásban lévő tehetetlenség csökkenését eredményezheti, és így a fogyasztói árindex vártnál gyorsabb idei mérséklődése a várakozásokon keresztül hosszabb távon is gyorsabb ütemű inflációcsökkentést eredményezhet.

## 1. A fogyasztói árak változásának összetevői

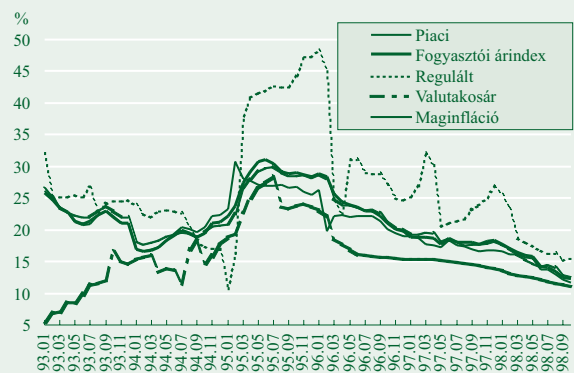
Az MNB közbülső célja, a nominális árfolyampálya meghirdetése révén befolyásolja legközvetlenebb módon a belföldi árak alakulását, a leértékelési ütem fokozatos csökkentése biztosítja a belföldi árnövekedés mértékének konvergenciáját kereskedelmi partnereink inflációjához. Az árfolyampálya árnövekedést fegyelmező hatása a különböző termékcsoportoknál eltérő mértékben érvényesül, attól függően, hogy milyen mértékben kell az adott termék piacán a külkereskedelem versenyével számolni. A nominális árfolyam antiinflációs hatékonyságának szemléltetése érdekében az alábbiakban a fogyasztói kosár összetevőinek áralakulását felbontjuk az árfolyampálya megváltozásából eredő és az azon felüli komponensekre. Az árfolyampályát akkor tekinthetjük a fenntartható dezinflációt hatékonyan támogató eszköznek, ha az egyes termékcsoportokban az áralakulás nem szakad el a nominális árfolyampályától olyan

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

Az árnövekedés üteme az előző év azonos hónapjához viszonyítva

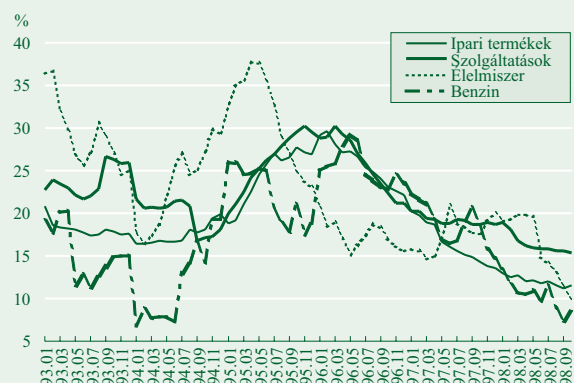
	Súly a fogyasztói árindexben	1997. december	1998. október
Fogyasztói árindex	100,0	18,4	12,3
Ipari termékek élelmiszer és benzin nélkül	33,3	13,7	11,6
Élelmiszerek	27,6	20,0	9,7
Szabályozott árak	16,5	26,8	15,5
Piaci szolgáltatások	17,7	18,7	15,4
Benzin	4,9	14,7	8,4
Maginfláció <sup>1</sup>	91,0	18,2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

A fogyasztói árindex piaci és szabályozott komponensének alakulása\*



\* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva. Piaci árak: a ipari termékek és a piaci szolgáltatások árának változása valutakosár: a forint piaci árfolyamának változása a valutakosárral szemben.

A nem szabályozott árak alakulása\*



\* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

mértékben, amely a forint reálleértékelődése miatt a jövőben az árfolyampálya módosítását tenné szükségessé.

A hazai áralakulást befolyásolhatják olyan egyszeri tényezők, amelyekre a monetáris politikának nincs befolyása, ilyenek pl. a vámpótlék bevezetése, illetve eltörlése, az adókulcsok megváltoztatása. E hatások kiszűrése érdekében az egyes termékcsoportokban az áralakulást a leértékelési ütem mellett a külkereskedelmi forgalomban részt vevő termékek árának alakulásával is összehasonlítjuk.

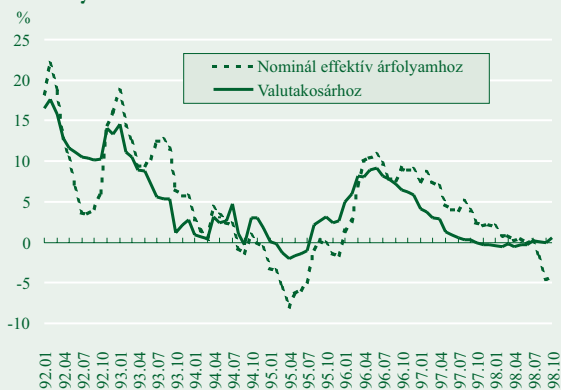
### 1.1 A külkereskedelmi forgalomban részt vevő termékek

A monetáris politika közbülső céljának választott nominális árfolyam legközvetlenebbül a külkereskedelmi forgalomban részt vevő termékek árát befolyásolja. Ebbe a kategóriába az ipari eredetű fogyasztási cikkek tartoznak (az élelmiszerek áralakulását külön tárgyaljuk), melyeket az egyszerűség kedvéért ipari termékeknek fogunk nevezni. Ezekről azt feltételezzük, hogy kínálatuk gyakorlatilag végtelenül rugalmas, tehát keresletük növekedése legfeljebb a piacra árazási hatásokon keresztül vezet árnövekedéshez. Az áralakulást azonban az is befolyásolja, hogy ezen áruk fogyasztói ára szolgáltatásokat is tartalmaz, melyek árazása – azaz a kereskedelmi árrés – a kereskedelmi szolgáltatások keresleti és kínálati viszonyainak függvénye. E termékkör a fogyasztói árindex alapjául szolgáló kosár 38,2%-át adja. Ebből 4,9%-ot képvisel a benzin, melynek ára 1998-ban a többi terméktől eltérően alakult, ezért az alábbiakban a benzin nélküli termékkört vizsgáljuk.

Amint a grafikon is mutatja, az éves árnövekedési ütemek és a nominális árfolyam alakulása között időről időre változik a kapcsolat. A kiigazítható rögzített árfolyamos rendszerben, 1995 márciusáig, a leértékelési várakozások folyamatosan erodálták az árfolyam nominális horgony szerepét. Az 1995. márciusi inflációs sokk lecsengéséhez mintegy 1–1,5 év kellett, majd 1996 végétől szorosan együtt mozog a külkereskedelmi forgalomba kerülő termékek ára és a nominális árfolyam. Ettől az időszaktól kezdve a nominális árfolyamot az ipari termékek alakulását hatékonyan fegyelmező nominális horgonynak tekinthetjük. **1997-ben és 1998 eddig eltelt időszakában az ipari termékek ára követte a nominális árfolyamot.** Legfontosabb kereskedelmi partnereink csökkenő árszintje miatt 1998-ban az importált infláció valójában a leértékelési ütemnél kisebb mértékben emelkedett, ami tükröződik az ipari termékek árának a forint leértékelésénél kisebb növekedésében is.

Az árazási magatartásról további információkat nyújtanak az 1997-es év folyamatai. Ebben az évben az ipari termékek árának alakulása sokkal szorosabban követte a bejelentett leértékelési ütemet, mint a nominál effektív árfolyamot, azaz a külkereskedelem devizaszerkezetében betöltött magas súlya ellenére a márka gyengülése – és ezáltal a forintban számított importköltségek mérséklődése – nem befolyásolta az ipari termékek árának alakulását. 1998-ban e folyamat megfordult, és a márka dollárhoz viszonyított erősödése sem jelentett árnövelő tényezőt. Ez valószínűvé teszi, hogy a **gazdaság szereplői a bejelentett leértékelési ütemhez áraznak, a keresztárfolyam-várakozásokat átmenetinek tekintik, és így nem építik be áraikba.** Ez az árazási

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



\* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

magatartás konzisztens azzal, hogy az árak változtatására viszonylag ritkán, évente egyszer-kétszer kerül sor, így ezen az időtávon a bejelentett leértékelés a legjobb igazodási pont. Ráadásul az egyedi valuták kosárhoz viszonyított elmozdulása kis költséggel fedezhető is. A jelenséget az is magyarázhatja, hogy a hazai forgalmazók – a piaci tökéletlenségeket kihasználva – piacra árazták termékeiket.

## 1.2 Élelmiszerárak

Az élelmiszerek a fogyasztói kosár 27,6%-át adják. E termékkör nagy része még mindig jelentős vámvédelmet élvez, ennek ellenére a világpiacon kialakuló kereslet-kínálati viszonyok az exportáron keresztül befolyásolják számos élelmiszer-ipari nyersanyag hazai értékesítési árát is. Az idényjellegű termékek árát főként a belföldi kínálat határozza meg. Mivel az élelmiszerárak volatilitását elsősorban kínálati sokkoknak tulajdonítjuk, az árak gyakran térnek el mind a nominális árfolyamtól, mind az ipari termékek árának alakulásától is.

Az első negyedévben az élelmiszerárak mozgásiránya fékezte az infláció mérséklődését, a második negyedévben viszont mind a világpiaci élelmiszerárak, mind az idénycikkek áralakulása hozzájárult a fogyasztói árindex csökkenéséhez, s azt közvetlenül mintegy 1,5%-kal csökkentette.

## 1.3 Szabályozott áras termékek

A fogyasztói kosárban jelentős, 16,5 %-os részt képviselnek az úgynevezett szabályozott áras termékek. Ezek körében a kereslet változásai nem jelentenek inflációs nyomást, más, elsősorban költségalapú megfontolások érvényesülnek az árak alakításában.

A szabályozott áras termékek árnövekedése 1997-hez viszonyítva jelentős mértékben csökkent: míg 1997-ben a hatósági árak növekedése több mint 13%-kal haladta meg a leértékelési ütemet, 1998-ban ez a rés 5%-ra zsugorodott.

Az árnövekedési ütem mérséklődése elsősorban az energiaárak alacsonyabb növekedésének köszönhető. A világpiaci energiaárak jelentős csökkenése miatt a két egymást követő negyedéves felülvizsgálati időpontban is változatlanul hagyott energiaárak ellenére a földgázszolgáltatók jövedelmezősége nem romlott. A villamosenergia esetében más a helyzet, mivel itt az árképlet a belföldi termelés átlagköltségéhez kapcsolódik. A termelési kapacitásoknak azonban csak negyedét adják a szénhidrogén alapú erőművek. Ezzel szemben a Nukleáris Pénzügyi Alap bevételeinek megteremtése miatt az atomenergia drágább lett. Ezért ezen a területen a harmadik negyedévben 8%-kal emelni kellett az árakat, ennek hatása szeptembertől jelentkezik majd az inflációs mutatókban.

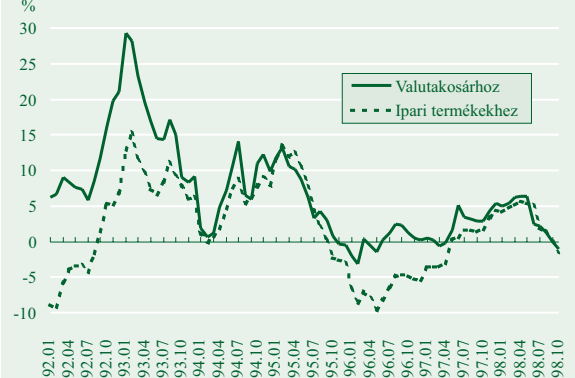
Az elmúlt években a szabályozott árak emelkedése rendre meghaladta a többi termékcsoportban mért árnövekedési ütemet. A tartósan magasabb árnövekedési ütem nemcsak a folyó költségek növekedését tükrözte, hanem egy árkorrekcióra is sor került, amire elsősorban azért volt szükség, mert e szolgáltatások árai többnyire nem fedezték az előállításukhoz szükséges tőke költségeit. E korrekciós periódus lezárultával a jövőben sokkal

### Ipari termelői árak éves növekedése\*

	Német-ország	Ausztria	Francia-ország	Nagy-Britannia	USA
1996. december	-0,3	1,1	-3,1	1,6	2,5
1997. december	1,1	0,6	0,7	1,0	-1,6
1998. június	-0,1	0,0	-0,7	1,0	-1,9

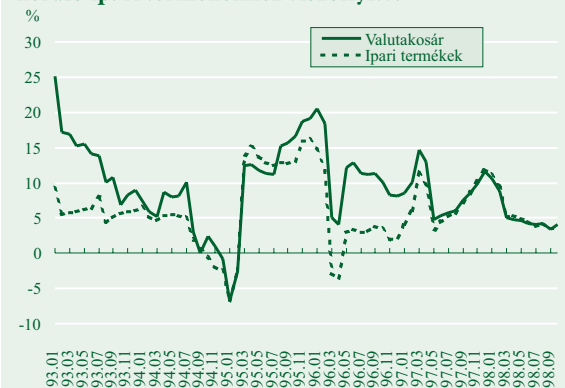
\* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva (%).

### Az élelmiszerek éves árnövekedése a forint leértékeléséhez és a külkereskedelmi forgalomba kerülő ipari termékekhez viszonyítva\*



\* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

### A regulált áras termékek éves árnövekedése a forint leértékeléséhez és a külkereskedelmi forgalomba kerülő ipari termékekhez viszonyítva\*



\* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

szorosabb együttmozgást várunk a szabályozott és az egyéb termékek áralakulása között.

#### 1.4 Piaci szolgáltatások

A fogyasztás negyedik komponensét (17,7%) adják a piaci szolgáltatások, amelyek nem vesznek részt a nemzetközi kereskedelemben. Ezek többségénél a külföldi termelők közvetlen versenye nem fegyelmezi az áralakulást, a kereslet növekedése ár-emelkedéshez vezethet.

A kialakuló magasabb profitabilitás mindaddig fennmaradhat, amíg a kiépülő új kapacitások nem növelik a szolgáltatás kínálatát. Mivel a kínálat árrugalmassága sokkal alacsonyabb, mint az ipari termékeknél, a bérköltségek növekedését gyorsabban követi az árak emelkedése.

Az 1995 előtti időszakban a piaci szolgáltatások árának növekedése mind az árfolyam leértékelődését, mind a ipari termékek árának változását meghaladta. 1995 elejétől kezdve két és fél éven át közel azonos ütemben változtak a piaci szolgáltatások és a ipari termékek árai.

**A belföldi kereslet növekedésének megindulása óta a külkereskedelmi forgalomba kerülő áruk és a szolgáltatások árnövekedési üteme közötti különbség újra megnőtt, az elmúlt 1 év során átlagosan 4 százalékpont körül alakult.**

A gazdasági felzárkózás folyamata során hosszú távon arra számítunk, hogy a hazai külkereskedelemmel versenyző szektorban a termelékenység gyorsabban fog nőni, mint a piaci szolgáltatások területén.

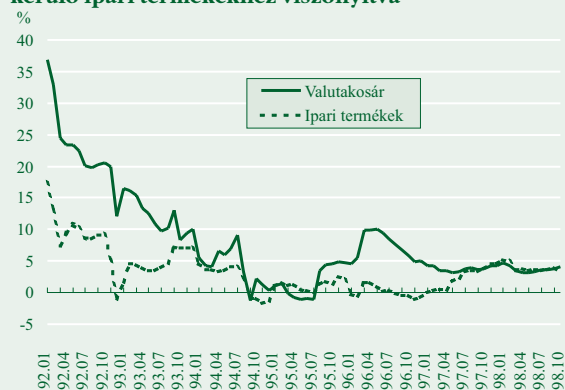
E termelékenység-növekedési különbség hatására a piaci szolgáltatások fajlagos munkaköltsége fokozatosan növekedni fog az ipari termékekhez képest. Mivel hosszú távon a két szektor jövedelmezősége között nem lehet tartós eltérés, a bérek növekedése a piaci szolgáltatások körében nagyobb ár-emelkedést eredményez.

Az elmúlt két évben a piaci szolgáltatások és az ipari termékek árnövekedése közötti ütemkülönbség a termelékenység növekedési üteme által magyarázottnál feltehetően kismértékben meghaladta, ezt a belföldi kereslet hatásának tulajdoníthatjuk.

A fogyasztói kosár komponensei áralakulásának vizsgálata azt mutatja, hogy a csúszó árfolyamrendszer **az elmúlt időszakban hatékony antiinflációs eszköznél bizonyult.** Az árfolyampálya fokozatos csökkentése hiteles volt, beépült a gazdaság szereplőinek árképzésébe.

A piaci alapon meghatározott árak termékcsoportok közötti eltérése nem tért el jelentősen a termelékenységkülönbség által indokolttól. Amint jelentésünk hátralévő részében részletesen is bemutatjuk, a *leértékelési ütem csökkentése mellett az egységnyi bérköltségen alapuló reálárfolyam-index mindvégig stabil maradt.* Az árfolyam árnövekedést fegyelmező erejének további bizonyítéka, hogy a korábban 20–21 % körüli nominális bérnövekedési ütem is megtörni látszik a feldolgozóiparban, a vállalkozások tulajdonosai nem engedtek teret a termelékenység-növekedéssel megalapozottnál nagyobb, jövedelmezőségüket és versenyképességüket rontó béremelkedésnek.

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



\* Növekedési ütemkülönbség az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

## 2. Alternatív árindexek

### 2.1 A feldolgozóipar belföldi és export értékesítési árai

A feldolgozóipari belföldi értékesítési árok éves növekedési üteme 1998 júliusában 8,3%, a forint hasonló időszakban bekövetkezett leértékelődésénél kisebb volt.

1993–94-ben a belföldi értékesítési árok és a nominál effektív árfolyamindex, illetve a valutakosárral szembeni árfolyamindex szinte azonos ütemben nőttek. Az 1995. márciusi leértékelés után a nominál árfolyamok jobban emelkedtek, mint a feldolgozóipari árok, a feldolgozóipari értékesítési árakkal számított reálárfolyam leértékelődött. Ezt részben az árazás rugalmatlanságának, részben a csökkenő belföldi kereslet által kiváltott piacra árazási hatásnak tulajdoníthatjuk. 1996 elejétől fordított jelenség játszódtott le: az árok gyorsabban nőttek, mint az árfolyam, amelynek hatására az átmenetileg leértékelt reálárfolyam korrigálódott. Az 1996–97-ben jelentkező diszkrépancia másik oka a nagymértékű energia-áremelés és a vámpótlék lehetett.

A feldolgozóipar exportértékesítési árai 1998. júliusában 10,9%-kal emelkedtek 1997 azonos hónapjához viszonyítva.

Megfigyelhető, hogy 1993 és 1994 elejéig az exportárak dinamikája több mint 10%-kal magasabb volt, mint a nominál effektív árfolyamindexé, és csak 1994 második és 1995 első felében volt jellemző, hogy az exportárak és a nominálárfolyam közel azonos ütemben emelkedtek. Az exportértékesítési ár növekedése 1995 második felétől ismét meghaladta a forint leértékelődésének mértékét, az utolsó negyedévben azonban ez az eltérés ismét megszűnni látszik.

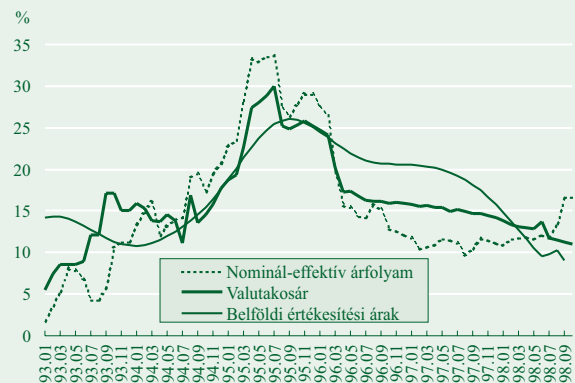
A belföldi és exportárindexek eltérését nagymértékben magyarázhatja az összetételhatás. Mivel az iparstatistika a két évvel korábbi exportsúlyok segítségével számítja ki az exportárindexeket, ezért minden olyan időszakban, amikor jelentős strukturális változás megy végbe az exportszektoron belül, az exportárindex a termékszerkezet megváltozásának hatásait is tükrözi. 1997-ben a gépipari kivitel felfejlődése egy ilyen jellegű strukturális változást jelentett.

Az említett statisztikai torzítások miatt informatívabb az exportárak és a belföldi értékesítési árok hányadosát elemezni. Azonos termékeket vizsgálva a két árindex tökéletesen kompetitív piacokon nem térhet el egymástól. Ha azonban az árváltoztatásnak vannak pótlólagos tranzakciós költségei és/vagy ha az exportörök piacra áraznak, akkor már meg lehet figyelni eltérést.

Mivel termékszintű árindexek nem állnak rendelkezésre, kérdéses, hogy az ágazati szintű belföldi és exportárindexek mennyiben tükröznek azonos termékösszetételt. A mellékelt ábrán látható egy egyértelmű trend az 1995 előtti időszakban. Mivel nemigen hihető, hogy az exportárak azonos termékek esetében 1995-ig stabilan, mintegy 20%-kal jobban nőttek, mint a belföldi értékesítési árok (mindez komoly különbséget jelentett volna az export és a belföldi értékesítés profitabilitása szempontjából), a jelenség feltehetően annak tudható be, hogy eltérő termékeket értékesítettek, tehát az eltérő minőség és termékösszetétel hatását tükrözheti.

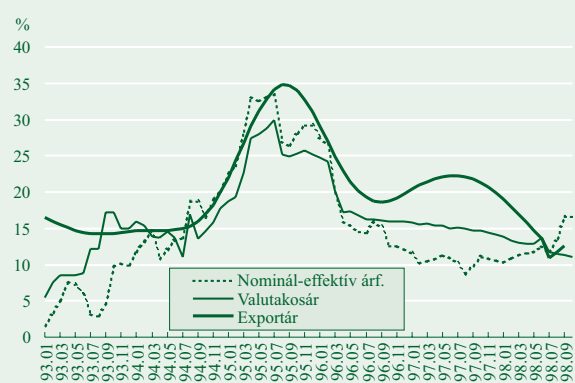
Az 1995-ben bevezetett árfolyamrendszer óta azonban a trend megtört. A jelenlegi árfolyamrendszer – amennyiben hiteles -, ex

**Az ipar belföldi értékesítési árai és az árfolyammutató alakulása\***



\* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

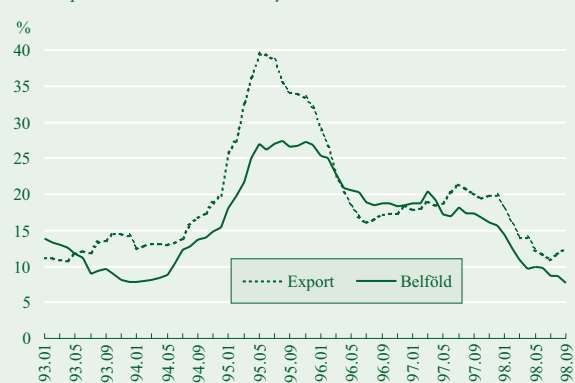
**Export egységértékindexek és a forint árfolyamának változása\***



\* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

**A feldolgozóipar belföldi és külföldi értékesítési árindexének alakulása\***

(az export szerkezetével súlyozva)



\* Növekedési ütem az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

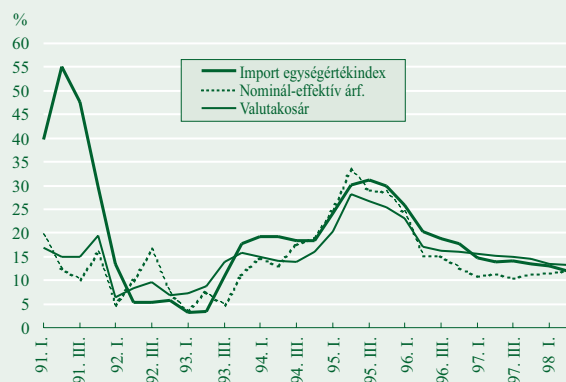
ante tradable árversenyképesség-semleges, tehát a tradable szektorban termelők azonos árnövekedést kalkulálnak belföldre és külföldre. Ez persze nem jelent ex post árversenyképesség-semlegességet, a várthoz képest eltérő árfolyamváltozás eltérően alakíthatja a belföldi és exportértékesítési árakat. Nem várt árfolyamhatásokkal azonban nehezen magyarázhatjuk az 1996 óta újra kibontakozni látszó növekvő export/belföldi ár trendet.<sup>2</sup> Lehetséges, hogy az eltérő termékszerkezet hatása továbbra is releváns.

## 2.2 Importárak

Az importárak (a külkereskedelmi statisztika szerinti úgynevezett import-egységértékindeks) és a nominál-effektív árfolyamindex és a valutakosárral szembeni árfolyamindex kapcsolatát bemutató ábra alapján megfigyelhető, hogy az importárak az 1995. évi stabilizáció óta szorosan együtt mozogtak a különböző árfolyamindexekkel. Ez a kapcsolat 1993-tól kezdve a csúszó leértékeléses rendszer előtt is alapvetően stabil volt. Ezt megelőzően azonban az együttmozgás jóval kevésbé egyértelmű, ami egyrészt a rendszerváltozás utáni gyors árliberalizáció, a minőség, illetve az importszerkezet változásának,<sup>3</sup> valamint az importtermékek iránt jelentkező megnövekedett kereslet hatásának tulajdonítható. 1996 előtt az importárak inkább a nominál-effektív árfolyam változásához konvergáltak, de az ábra tanúsága szerint 1996-ban feltehetően változás következett be az importörök árazási magatartása tekintetében, az importárak a valutakosárral szembeni indexszel mutatnak szorosabb korrelációt. A csúszó leértékeléses árfolyamrendszer konszolidálódásával, hitelesebbé válásával, az importörök a crawl mértékének megfelelően, előretekintően áraznak.

1995-től 1998-ig az importár-változás némileg meghaladta a nominál-árfolyam és a valutakosárral szembeni árfolyam változását, de amint az ábrán látható, az eltérés 1995 óta egyszer sem lépte túl az 5%-ot. A szezonálisan igazított import egységértékindeks 1998. első negyedévében 13,8%-kal, a bilaterális importsúlyokkal számított nominál-effektív árfolyamindex 11,5%-kal emelkedett 1997. első negyedévéhez viszonyítva, miközben a forint a valutakosárhoz képest 13,4%-kal értékelődött le. A fentiekből arra következtethetünk, hogy az importárak és a nominál-effektív árfolyam között elég erőteljes a kapcsolat, az importált infláció viszonylag rövid idő alatt érezteti hatását.<sup>4</sup>

**Az importár és az árfolyammutatók alakulása\***



\* Növekedési ütem az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva.

<sup>2</sup> Az adatokban újra kibontakozóban lévő trend ellenére a belföldi és exportár-változás csak egyidejűleg korrelál, ami az előretekintő árazási hipotézisünket támasztja alá.

<sup>3</sup> Az import-egységértékindeks – mivel nem árat, hanem valamilyen összevont termékegységre jutó értéket mérnek – igen könnyen torzulhatnak a változó áruösszetétel és minőség következtében.

<sup>4</sup> Becsléseink szerint a nominál-effektív árfolyam megváltozásának hatása az importárakban 3–4 negyedév után már nem játszik szerepet, az árfolyam importárakba történő átgyűrűződése meglehetősen rövid. A becsléseket a valutakosárral szembeni indexre elvégezve is hasonló eredményeket kaptunk.

## II. Monetáris politika

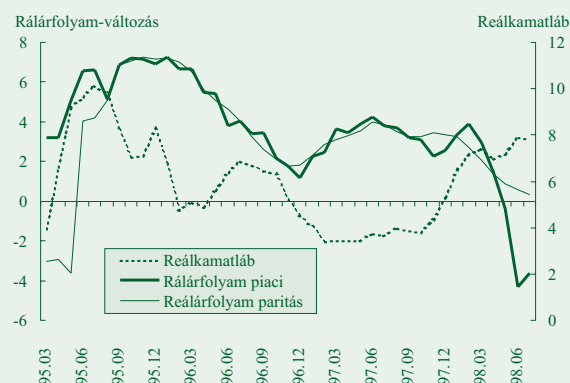
Az 1998. év első nyolc hónapjában a monetáris politika vitelét döntően befolyásolta, hogy a gazdasági növekedéssel és a belföldi kereslet felgyorsulásával párhuzamosan érzékelhetően nőtt a kapacitáskihasználtság, a munkaerőpiac egyes szegmenseiben erőforráskorlátok mutatkoznak, vagyis a potenciális belföldi inflációs nyomás felerősödött. Ennek ellenére a fogyasztói árak inflációja jelentős mértékben csökkent, de ez részben a világpiacon áralakulásból adódó hatásokból, részben a szabályozott árak alacsonyabb növekedéséből származott. A belföldi inflációs nyomás fékezése érdekében az MNB óvatos kamatpolitikát folytatott, **a hitelkiáramlás és a megtakarítások szempontjából releváns 3 hónapos lejáraton a reálkamatlábak 6 százalékpont fölé emelkedtek.** Az óvatos kamatpolitika keretében az MNB az irányadó kamatait csak a már bekövetkezett inflációcsökkenés ütemében mérsékelte.

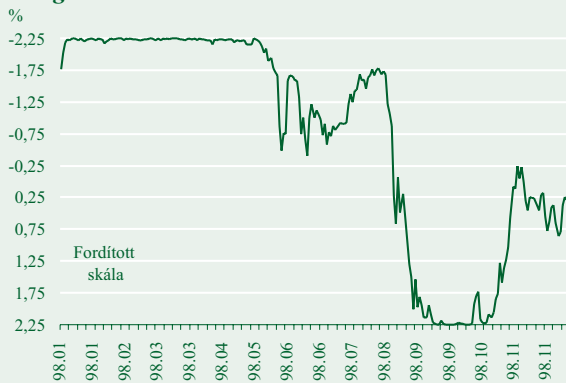
A reálkamatlábát a 3 hónapos diszkontkincstárjegy és a 3 hónapos trendinfláció alapján évesítve számoltuk. A reálárfolyamot a kosárszerkezetű nominális árfolyam és a trendinfláció hányadosaként számítottuk, ebből kalkuláltuk a 3 hónapos évesített reálfelértékelést. Az ábrán a reálárfolyam pozitív értékei felértékelődést jelentenek. A reálárfolyamot kétféleképpen is kiszámítottunk, az elsőt a tényleges piaci árfolyammal, a másodikat a sávközépi árfolyammal számoltunk. Ezek a mutatók nem egyeznek meg a versenyképesség részben közölt reálárfolyamokkal, mivel rövid bázisúak, és figyelmen kívül hagyják a külföldi infláció és a keresztárfolyam-változások hatását.

A monetáris kondíciók alakulása szempontjából a reálkamat mellett a reálárfolyam alakulásának van kiemelt jelentősége, hiszen ez alapján becsülhető az, hogy az árfolyam milyen mértékben járul hozzá a deflációhoz. *1998 eddig eltelt időszakában kétszer került sor az árfolyampálya módosítására.* Június 15-étől az MNB a kormánnyal egyetértésben havi 0,8%-ra csökkentette a leértékelés ütemét, majd augusztus végén újabb ütemcsökkentésről született döntés, október 1-i hatállyal havi 0,7%-ra. Az előző év szeptemberéhez viszonyítva a 30%-ban dollárt és 70%-ban német márkát tartalmazó valutakosárral szemben a forint középárfolyama 11,3%-kal volt leértékeltebb, mint a tavalyi év hasonló időszakában. A piaci árfolyamokból számított valutakosárral szembeni leértékelődés ebben az időszakban 15,8%-ot tett ki. A nominál-effektív árfolyamindex ugyanezen időszak alatt 16,6%-os leértékelődést mutatott.

**A kétszeri leértékelési ütemcsökkentés ellenére a fogyasztói árindexek alapján számított éves reálfelértékelődés márciustól kezdődően fokozatosan csökkent.** Mindez azt jelzi, hogy míg az év első hónapjaiban mind a kamatpolitika, mind az árfolyam alakulása erőteljesen a defláció irányában hatott, addig áprilistól kezdve a gyakorlatilag szinten maradt reálkamatlábak mellett az árfolyam aktív deflációs szerepe méréselődött. Az árfolyam sávon belüli változását figyelmen kívül

**A monetáris kondíció változása**  
(reálárfolyam változása – rövid lejáratú reálkamatláb)



**A forint árfolyamának intervenció sávon belüli mozgása****Az MNB kamatlépcsői**

Érvényes	Aktív repo kamatláb		Passzív oldali betét			Keretkiegészítő repo kamatlába
	0/N	1 hét	0/N	1 hét	1 hónap	0/N
1998.01.01.	25,250	25,250	14,50	19,250	19,750	35,00
1998.02.06.	25,000	25,000		19,000	19,500	
1998.03.02.	24,750	24,750		18,750	19,250	
1998.03.23.	24,375	24,375		18,375	18,875	
1998.04.14.	24,125	24,125		18,125	18,625	
1998.05.25.	23,875	23,875		17,875	18,375	
1998.06.15.	23,500	23,500		17,500	18,000	
1998.07.10.	23,000	23,000				
1998.08.03.	22,500	22,500		16,500	17,000	
1998.08.15.	20,500		13,50			
1998.09.22.	21,500		14,50		18,000	28,00
1998.11.11.	21,000				17,750	
1998.11.24.	20,750		14,25		17,500	

hagyó sávközép árfolyammal számított reálárfolyam-mutató a reálfelértékelődés jelentős csökkenését, a piaci árfolyam alapú mutató pedig a reálárfolyam leértékelődését jelzi.

A dezinflációs pálya fenntartásával konzisztens belföldi monetáris kondíciók – a külföldi kamatlábak és a kockázati primum változásainak hatására – az év során különböző devizapiaci helyzetekkel párosultak:

1. Január – április között jelentős mennyiségű tőke áramlott az országba, s az MNB aktívan interveniált az erős sávszélen.

2. Május–június hónapokban a választásokkal kapcsolatos bizonytalanság a forint átmeneti gyengülését okozta, de az árfolyam mindvégig erősebb volt, mint az intervenció sávközép.

3. Júliustól a feltörekvő országok általános megítélésének romlása miatt a forint jelentősen leértékelődött, megközelítette, és rövidebb időszakokra elérte a gyenge intervenció sávhatárt.

Az MNB sterilizációs politikája eredményeként a konverziós forint-kereslet ingadozásai nem befolyásolták a monetáris bázis alakulását, tartósan 18–20%-os éves ütemben bővül tovább a jegybankpénz mennyisége.

**Az MNB eszköztárának változása**

Az MNB eszköztárában 1998 első kilenc hónapjában több lényeges változás történt, melyek eredményeképpen az tovább közelített a fejlett nyugat-európai országok jegybankjainak gyakorlatához.

1998 áprilisában az MNB az egyéves lejáraton megszüntette kamattjegyzését, s április 24-étől kezdve kéthetente mennyiségi aukció keretében bocsátja ki az MNB-kötvényeket. Áprilist megelőzően a jegybank két lejáraton is adott kamatt mellett állt rendelkezésre, ami azt eredményezte, hogy a két kamatláb egymáshoz való viszonya az 1 hónapos betéti kamatláb jövőbeli várható alakulásáról is informálta a piaci szereplőket. A két lejáraton történő hozamjegyzés miatt a jegybank nehezen tudott kamatpolitikájával egyértelmű üzeneteket küldeni a piacnak, ezért döntött az MNB úgy, hogy az egyéves lejáraton mennyiségi aukcionálásra tér át. A döntés következtében a fejlett országok jegybanki gyakorlatának megfelelően egyértelműen egy rövid hozam – az 1 hónapos betéti konstrukció hozama – lett az MNB irányadó kamatlába.

Az 1 hetes betéti konstrukció augusztus 15-i hatállyal történő megszüntetése is az MNB azon szándékával áll összhangban, hogy kevesebb instrumentum esetén egyértelműbb jelzéseket lehet küldeni a piaci szereplőknek, s így a transzmissziós mechanizmus hatékonysága fokozható. Ezzel párhuzamosan a kihasználatlan 1 hetes aktív repo is megszűnt.

A jegybank 1998 augusztusi döntése alapján ez év szeptemberétől nem két hét, hanem egy hónap átlagában kell a hitelintézeteknek megfelelniük a tartalékolási követelménynek. A hosszabb tartalékolási periódus következtében a kereskedelmi bankok egyfelől nagyobb mértékben reagálhatnak a rövid kamatok mozgásaira, másfelől az adóbefizetések likviditási hatását könnyebben menedzselhetik.



## A forint iránti kereslet komponensei\*

	Milliárd Ft				
	1997	1998. I. n. év	1998. II. n. év	1998. VII-VIII	1998. I-VIII
<b>A) Konverzió</b>	<b>877,6</b>	<b>540,4</b>	<b>204,1</b>	<b>-17,4</b>	<b>744,5</b>
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	642,0	511,2	196,4	-17,4	707,6
b) MNB-vásárlások az államháztartástól	235,6	29,2	7,7	0,0	36,9
A konverzió forrásai (I...VIII)	877,6	540,4	204,1	-17,4	744,5
I. Az MNB nettó külföldi kamattérítései korrigált folyó fizetési mérleg (1 + 2)	-40,8	-24,8	-90,5	-1,5	-148,7
1. Folyó fizetési mérleg	-177,9	-79,4	-112,8	-11,7	-228,5
2. MNB nettó külföldi kamattérítései	137,0	54,6	22,3	10,2	79,8
II. Működőtőke-beáramlás	308,8	68,4	114,5	26,0	213,8
III. Bankok konverziós hatása	-5,9	-3,5	-9,6	-22,8	-28,6
IV. Derivatívok hatása	160,6	200,7	87,5	-61,0	160
V. Belföldi devizabetétek konverziós hatása	10,0	12,9	11,4	7,2	16,3
VI. Nettó portfólió - befektetések (1 + 2)	334,9	280,8	95,7	-6,9	491,3
1. Állampapír	22,7	129,8	121,9	-77,2	308,3
2. Részvény*	312,2	151,0	-26,1	70,3	182,9
VII. Vállalati devizahitel (1 + 2) = (a + b)	87,8	-2,9	-18,0	33,4	12,6
1. Belföldi	37,1	12,7	41,5	24,5	62,7
2. Külföldi	50,7	-15,6	-59,5	8,9	-50,1
a) Egy évnél rövidebb	-12,5	-11,6	2,5	2,1	5,4
b) Éven túli	100,3	8,7	-20,5	31,3	7,2
VIII. Tőketranszferek	22,1	8,9	13,0	8,2	27,9
<b>B) Kamatérzékeny (III+IV+V+VI/1+VII)</b>	<b>275,2</b>	<b>337,0</b>	<b>193,2</b>	<b>-120,4</b>	<b>486,6</b>
<b>C) Spekulatív (B-V-VII/b)</b>	<b>165,0</b>	<b>315,4</b>	<b>202,3</b>	<b>-158,8</b>	<b>445,1</b>

\* A táblának a módszertana az 1997/3 MNB Füzetekben olvasható.

zispontos esését eredményezte. Az árfolyam változására spekulálók extraprofit-lehetőségét az is csökkentette, hogy az MNB fel függesztette az éves kötvény kamattérítését, és mennyiségi aukcionálására tért át.

**A májusi választásokkor kezdődő második időszakot** a forintbefektetésektől elvárt prémium jelentős emelkedése és a forint sávon belüli tartós gyengülése jellemezte. Ebben az időszakban az elvárt prémium növekedése jórészt a választásokkal magyarázható, a devizapiaci intervenció megszűnése és a tőzsde számottevő májusi zuhanása is azt jelezte, hogy Magyarország kockázati megítélése a hasonló befektetési kategóriába tartozó országokhoz képest romlott. De a forint devizában számított hozamának emelkedése lépést tartott a befektetők által elvárt kockázati prémium emelkedésével, így májusban és júniusban a devizapiaci intervenció hiánya ellenére kamatérzékeny tőke nem áramlott ki az országból.

1998 júliusának végétől azonban egészen más okai voltak a forint sávon belüli gyengülésének. Az Oroszországból átgyűrűző bizalmi válság és a nemzetközi tőkepiacokon megfigyelhető likviditás szűkülése miatt tőkekiáramlás indult meg, amely több alkalommal is jegybanki intervenciót tett szükségessé az árfolyam védelme érdekében. Sem a kamat- és árfolyamérzékeny tételek kiáramlását, sem a tőzsdei árfolyamok zuhanását nem támasztották alá Magyarország gazdasági fundamentumai, a gazdaság kiegyensúlyozott növekedésével párhuzamosan jelentősen mérséklődött az infláció, az államháztartás és a folyó fizetési mérleg alakulása sem tette indokolttá a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium növekedését, erre csak a külföldi befektetők dominanciája és a nagy intézményi befektetők magatartása ad magyarázatot.

A korábbi időszakban folytatott sterilizációs politikának köszönhetően az ország magas tartalékszintje lehetővé tette, hogy az oroszországi válságot követően az árfolyamrendszer hitelességének veszélyeztetése nélkül nettó devizakiáramlás következzen be. Mivel a válság e kezdeti szakaszában a tőke kivonást elsősorban a nemzetközi befektetők likviditási kényszere okozta, ebben az időszakban csak rendkívül magas kamatfelár mellett lehetett volna tőkét vonzani az országba, ami kedvezőtlenül érintette volna a belföldi gazdasági folyamatokat. Ezért az MNB a tartalékszint átmeneti csökkenése mellett döntött. A forint iránti kereslet stabilizálása érdekében az MNB a leértékelési ütem mérséklésével növelte a forintbefektetések devizában számított hozamát, majd szeptember 22-én az irányadó kamatok 100 bázispontos emelésére is sor került. Az árfolyampálya módosítása összhangban állt az infláció csökkenésével, a kamatszint megemelkedése mérsékelte a forint sávon belüli leértékelődéséből származó potenciális árnyelési nyomást.

A kamat- és árfolyamérzékeny tételek augusztusi alakulása az előzetes számok alapján az árfolyamrendszer szempontjából kedvező következtetésekre szolgáltat bizonyítékokat. 1998 augusztusában a külföldiek 137,9 milliárd forinttal csökkentették állampapír-állományukat, azonban a teljes kamat- és árfolyamérzékeny devizakiáramlás ennél lényegesen alacsonyabb volt. A júliusi visszaesés után ugyanis újraindult az a folyamat, amelynek során a kereskedelmi bankok mérleg szerinti hosszú forint pozíciójukat növelték, s ugyanekkor határidős forinteladásokat eszközöltek. Mindez azt jelenti, hogy augusztusban is voltak olyan szereplők, nevezetesen a határidős piacokon forintot

## A monetáris bázis alakulása\*

	Milliárd Ft				
	1997. IV. n. év	1998. I. n. év	1998. II. n. év	1998. III. n. év	Változás. 1998
<b>I. Monetáris bázis (II + V)</b>	<b>992,0</b>	<b>995,3</b>	<b>1052,9</b>	<b>1115,5</b>	<b>123,5</b>
Készpénz	621,3	601,0	643,3	706,1	84,8
Tartalék	370,7	394,3	409,6	409,4	38,7
<b>II. Nettó forint eszközök (b + c + d - a)</b>	<b>400,5</b>	<b>-83,9</b>	<b>-258,5</b>	<b>244,0</b>	<b>-156,5</b>
a) Sterilizációs instrumentumok	540,1	1083,1	1070,1	572	31,9
b) Pénzüntéti hitelek	180,6	167,0	154,7	186,5	5,9
c) Kormánnyal szembeni nettó követelések	639,0	660,7	525,8	576,8	-62,2
Ebből KESZ (-)	119,5	63,8	200,4	122,5	3,0
állampapír (+)	464,8	445,3	441,3	440,8	-24,0
egyéb (+)	293,7	279,2	284,9	258,5	-35,2
d) Egyéb	121,0	171,5	131,1	52,7	-68,3
<b>III. Nettó devizaeszközök</b>	<b>591,5</b>	<b>1079,2</b>	<b>1311,4</b>	<b>871,5</b>	<b>280,0</b>
Nettó külföld	-62,0	-357,5	-238,9	-540,3	121,7
Tartalékok	2166,5	2472,2	2315,5	2147,2	-19,3
Külföldi adósság	2828,5	2829,7	2554,4	2687,5	-141,0
Nettó belföld	1253,5	1436,7	1550,3	1411,8	158,3
Hitel	1915,6	1951,8	2027,4	2137,9	222,3
Betét	662,1	515,1	477,1	726,1	64,0

\* Az időszak végén.

vásárlók, akik több tíz milliárd forint értékben is hajlandóak voltak a korábbiakkal gyakorlatilag azonos implicit kamattartalom mellett a határidős piacon forintot vásárolni. Az augusztusi adatok alapján tehát valószínűsíthető, hogy a piacon vannak olyan szereplők, akik a gyenge sávszél közelében a forint erősödésében bíznak, s viselkedésük korlátozza a forint további gyengülését.

**Az MNB sterilizációs politikájának eredményeként sem a konverziós forintkereslet első négy hónapjában tapasztalt gyors növekedése, sem a májustól tapasztalható csökkenés nem befolyásolta a monetáris bázis alakulását.** Az elmúlt három évben a jegybank sikeresen akadályozta meg, hogy a tőkebeáramlás a pénzmennyiség gyors növekedésében csapódjon le. A beáramló pénz csak korlátozott mértékben vett részt a gazdaság finanszírozásában, a tőke nagyobbik hányada a jegybank sterilizációs instrumentumainak növekedésében csapódott le. A sterilizációs instrumentumok állományának növekedése 1998 májusában megállt, az augusztusi–szeptemberi devizakiáramlás időszakában pedig a sterilizációs instrumentumok állományának számottevő csökkenését figyelhettük meg. Ennek következtében a jegybanki devizaeladás nem okozott likviditáscsökkenést a gazdaságban, a kiáramló likviditást a jegybanknál levő követeléseik leépítésével pótolták a kereskedelmi bankok, legfeljebb a lejáratok egybe nem esése okozott átmeneti forrászűkítést, ami az overnight bankközi kamatok volatilitásának meg növekedésében is tükröződött.

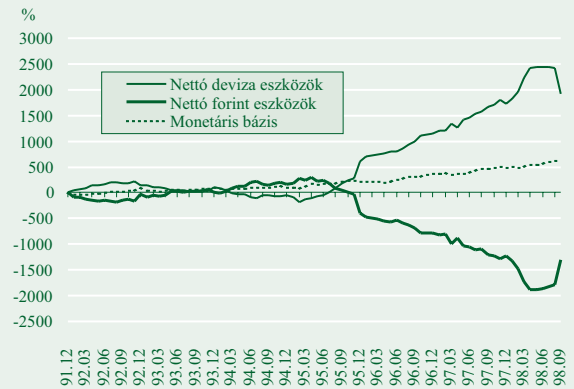
## 2. Kamattranzmisszió és inflációs várakozások

### 2.1 Pénzpiaci és kereskedelmi banki kamatok

A belföldi kamatszint befolyásolja a gazdasági szereplők fogyasztási és beruházási döntéseit, ezért a kamatra gyakorolt hatásán keresztül az MNB-nek lehetősége van az aggregált kereslet alakulásának befolyásolására. A jegybanknak csak a pénzpiaci kamatokra van közvetlen befolyása, és ott sem minden lejáraton jegyez kamatot. A hosszabb kamatok alakulására az MNB által közvetlenül nem befolyásolható tényezők gyakorolnak hatást, mint például a gazdaságpolitika iránti általános bizalom, a forint árfolyamával kapcsolatos várakozások és a nemzetközi tőkepiaci események is. A reálgazdasági döntések szempontjából releváns kamatok általában a kereskedelmi bankok által kínált betéti és hitelkamatok. A magyar pénzügyi piacok sajátossága, hogy főként a várható infláció bizonytalansága miatt a pénzügyi megtakarítások és hitelek meghatározó része rövid lejáratú, vagy rövid lejáratú kamatokhoz kötött változó kamatozású. Így ezek árának alakulását a kereskedelmi bankok számára a marginális befektetési és forrásköltséget jelentő rövid pénzpiaci kamatok alakulása befolyásolja. Ezen felül a hitelkockázat vagy a kereskedelmi bankok közötti verseny is hatással van a reálgazdasági szereplők döntéseit meghatározó kamatok alakulására.

1998 március végéig az MNB éves és 1 hónapos lejáraton jegyzett kamatot, ezzel meghatározta a pénzpiaci hozamgörbe éven belüli szakaszának meredekségét. A másodpiaci állampapírhozámok és a bankközi pénzpiaci kamatok az 1 hónapos és az éves

### A monetáris bázis és összetevőinek alakulása\*



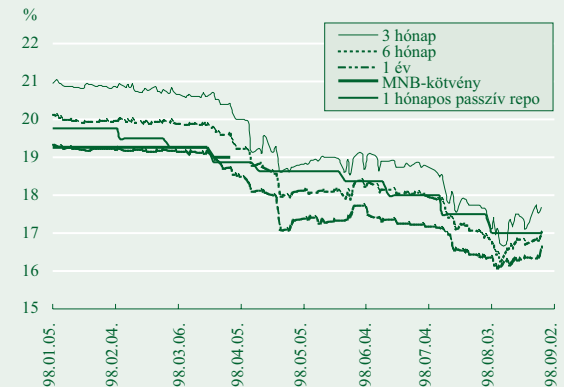
\* Az ábra kumulált értékeket tartalmaz, 1991 december – 100.

### Belföldi kamatalakulás 1998-ban\*

	1997	Q1	Q2	Q3
3 hónapos DKJ	19,36	18,65	17,33	19,06
12 hónapos DKJ	19,20	18,70	17,32	18,96
Éven belüli vállalati hitelkamat	20,800	20,30	18,80	18,10
Éven túli vállalati hitelkamat	21,70	21,30	19,40	20,30
Éven belüli lakossági betéti kamat	16,20	15,80	15,00	14,50
Éven túli lakossági betéti kamat	16,60	15,70	14,70	14,30

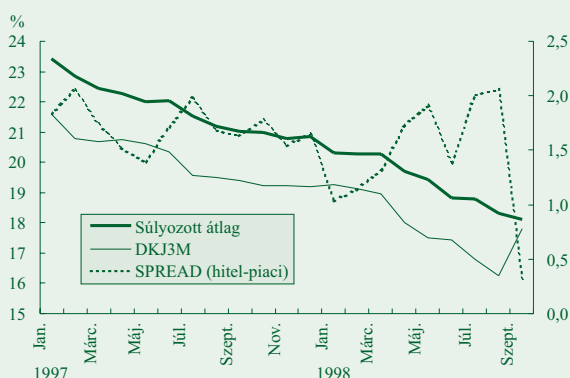
\* Az időszak végén.

### Rövid hozamok: becsült zéró-kupon hozamok negyedéves, féléves és éves lejáratokon 1998. 01. 05–1998. 08. 27.\*



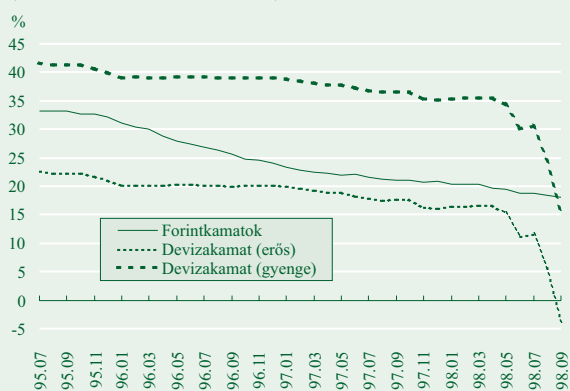
\* Minden lejáratra az éves hozam kamatos kamattal számolva.

### Az éven belüli hitelkamatok, a háromhónapos diszkontkincstárjegy hozama és a közöttük lévő eltérés



### Vállalkozói hitelkamatok forintban és devizában

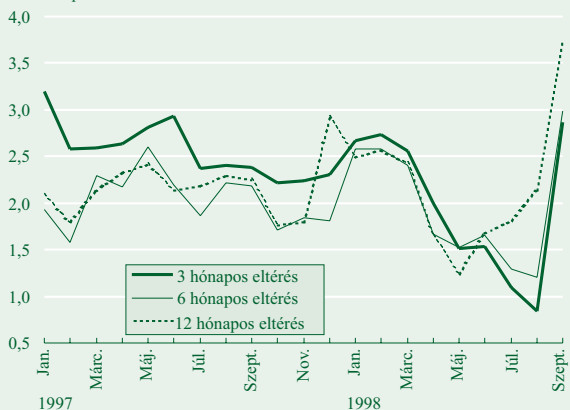
(kosár szerinti összetételben)\*



\* A devizakamatok forintértékei a mindenkori kosár szerinti összetételben lettek kiszámítva (LIBOR+100 bázispont). A deviza kamat ábrán feltüntetett sávjá azt mutatja, hogy mekkora lenne forintban a kamat, ha az árfolyam a 4,5%-os sáv erős, illetve gyenge széléig mozdulna el a futamidő végére.

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

Százalékpont



lejáratokon követték az MNB irányadó kamatait, az éven belüli lejáratokon pedig az 1 hónapos betéti kamatok csökkentésére vonatkozó várakozásoknak megfelelően lassan mérséklődtek.

Az éves kamatjegyzés felfüggesztése után a hozamgörbe éven belüli szakasza meredekebbé vált, a pénzpiaci szereplők gyorsabb jegybanki kamatcsökkentésre számítottak. Júniustól egy korrekciós folyamat indult meg, a bankok módosították korábbi, túlzott kamatcsökkenési várakozásait. Ebben az időszakban a jegybank több lépésben csökkentette az 1 hónapos betét kamatait, de a hosszabb lejáratokon ezt gyakorlatilag nem követte a hozamok változása. Változást csak a július 10-ei és augusztus 3-ai 50–50 bázispontos kamatcsökkentés hozott, amely meglepetésként érte a piaci szereplőket, az éven belüli kamatok esése a kamatcsökkenési várakozások újbóli felerősödését mutatta.

Az elmúlt két évben az éven belüli hitelkamatok változása meglehetősen gyorsan, 0–2 hónapos késéssel követte a piaci kamatok változását, az infláció csökkenésével párhuzamosan a hitelkamatok és a 3 hónapos diszkontkincstárjegy-kamatok közötti százalékpontos eltérés gyakorlatilag folyamatos csökkenését figyelhettük meg. 1998 eddig eltelt időszakában azonban a vállalati hitelkamatok a megfelelő lejáratú piaci hozamoknál valamivel kisebb mértékben csökkentek, jól láthatóan megtört a kamatkülönbség addigi trendje. A kamatrés növekedését főként a visszamenetelési kockázat növekedésének tulajdoníthatjuk. A visszamenetelési kockázat az üzleti ciklussal általában ellentétesen mozog, a kockázat növekedése tehát nem a konjunkturális helyzettel van összefüggésben. Inkább annak köszönhető, hogy a legjobb ügyfelek piacának felosztása után a kereskedelmi bankok újabb vállalkozói köröket – elsősorban a korábban túlzottan kockázatosnak számító kis- és középvállalkozásokat – vonnak be a hitelezésbe.

A kereskedelmi bankok hitelei iránti keresletet, és így a forint-hitelek árát jelentős mértékben befolyásolják az alternatív finanszírozási források árai. A következő grafikon a kosárszerkezetben felvett 3 hónapos devizahitelekre fizetendő, a bejelentett árfolyamsáv keretei között lehetséges minimális és maximális forintban mért kamatokot és az aktuális forint hitelkamatokat hasonlítja össze. A legkedvezőbb esetben, amikor a hitel visszafizetésének időpontjában a forint az árfolyamsáv erős szélén van, a vállalatoknak a minimális kamatot kell fizetniük, míg a maximális kamatfizetés akkor következik be, ha a forint a sáv gyenge szélén van. Az ábra alapján jól látható, hogy 1995 elejétől a forint-hitelek kamatprémiuma igen jelentős volt a devizahitelek legkedvezőbb árához képest. Mivel a forint az esetek döntő többségében az intervenció sáv erős szélén volt, a prémium fokozottabb devizahitel-felvételre ösztönözte a vállalatokat. 1997-re a prémium jelentősen lecsökkent, és erőteljesen nőtt annak a valószínűsége, hogy a forint-hitel-felvétel ex post olcsóbbnak bizonyul. Az 1997-ben és 1998 első felében kialakult kamatkülönbség már nem ösztönözte a vállalkozások devizában történő eladósodását. Ennek megfelelően az elmúlt két évet a vállalkozások külföldi hiteleinek visszafizetése és nettó forinttartozásaik növekedése jellemezte. A forintban történő nettó forrásbevonás 1998 első felében a forintban denominált követelések számottevő csökkenését jelentette, és nem gyors hitelexpanzió formájában valósult meg. A forint árfolyamának 1998. őszi alakulása azt jelzi, hogy a magyar vállalati szektor jól mérte fel a devizában történő eladósodás várható hozamát és kockázatát.

1998 első felében a lakossági betétek kamatainak csökkenése kisebb volt, mint a piaci kamatoké. A kereskedelmi bankok a március–május periódusban nem követték betéti kamataikkal a piaci hozamok számottevő csökkenését. Ennek oka részben a kereskedelmi bankok kamatokat simító magatartása lehet. De a lakossági piacon éleződő verseny is fontos szerepet játszhatott a *kamatrés csökkenésében*.

## 2.2 Hozamgörbe és inflációs várakozások

1998. augusztus végéig a zéró-kupon hozamgörbe a meredekség jelentős változása nélkül 400 bázisponttal lejjebb toldott az év elejéhez viszonyítva. Ez a szintkülönbség körülbelül megegyezik az infláció év eleje óta bekövetkezett csökkenésével. A hozamgörbe eltolódása – a hozamok kisebb változásai mellett – két nagy lépésben történt. Március elejétől április közepéig a hozamok minden lejáraton 180–200 bázisponttal csökkentek, azaz a teljes hozamgörbe lefelé toldott. Ezt egy – április végétől július elejéig tartó – viszonylag nyugodt szakasz követte, majd július elejétől augusztus elejéig egy újabb 100–180 bázispontos lefelé toldódás zajlott le, melynek során a hosszabb hozamok a rövideknél kevesebbet estek, azaz a hozamgörbe meredeksége (abszolút értékben) csökkent. Augusztus közepétől minden lejáraton átmeneti hozamemelkedést figyelhetünk meg, mely közvetlen kapcsolatban állt az oroszországi válság hatására megnövekedett pénz- és tőkepiaci bizonytalansággal.

A hosszabb lejáratú pénz- és tőkepiaci hozamok alakulásából a jegybank jövőbeli politikájára vonatkozó várakozásokra lehet következtetni,<sup>1</sup> amelyek alapján a reálkamatok alakulására vonatkozó megszorító feltételezések mellett a pénzpiaci szereplők hosszabb távú inflációs várakozásairól alkothatunk képet. 1998-ban a hozamgörbe változásainak értelmezése ennél összetettebb feladat, mivel a magyar állampapírpiacon az év első hónapjaiban nagymértékben megnőtt a külföldi befektetők súlya.<sup>2</sup> A külföldiek az állampapírokat más változókra vonatkozó várakozások alapján árazzák, mint a hazai befektetők: a külföldiek számára a saját devizájukban elvárt reálhozamon felül a forint várt nominális leértékelődése, a várt külföldi infláció és a sávon belüli elmozdulás bizonytalansága miatti kockázati prémium a mérvadó, míg a hazaiak a forintban elvárt reálhozam és a várt hazai infláció alapján áraznak. Reálleértékelődési várakozások esetén a külföldiek várható reálhozama nagyobb, mint a hazai befektetőké, így a külföldiek a belföldiekénél magasabb árat hajlandóak fizetni az állampapírokért.<sup>3</sup>

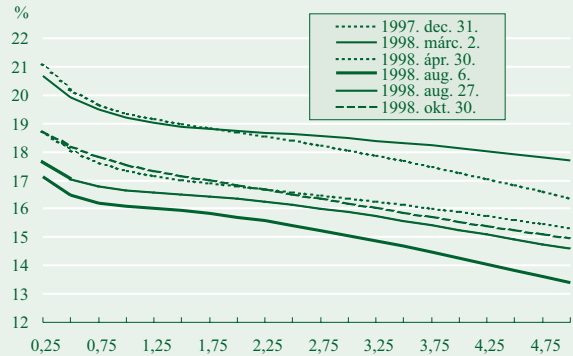
Egy ilyen helyzetben azonban nehéz eldönteni, hogy a (hosszú lejáratú) állampapír-piaci hozamok változása az inflációs várakozások, vagy a nominál-leértékelődési (és külföldi inflá-

<sup>1</sup> Az implikált forward kamatok szintjei nem feltétlenül egyeznek meg a piac által várt jövőbeli kamatok szintjeivel (csak abban az esetben, ha az úgynevezett várakozási hipotézis teljesül), a változásaikból azonban enyhébb feltételezések mellett is következtethetünk a piaci kamatvárakozások változásaira.

<sup>2</sup> A külföldiek tulajdonában lévő KELER által regisztrált államkötvény-állomány 1998. április végére elérte a 350 Md Ft-ot, ami a kinnlévő nyílt kibocsátású államkötvények állományának kb. 35 %-a.

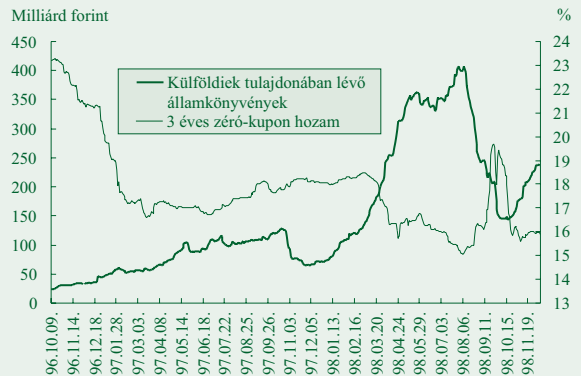
<sup>3</sup> Feltételezve, hogy a külföldiek által elvárt kockázati prémium kisebb, mint a várt reálleértékelődés.

Zéró-kupon hozamgörbék\*

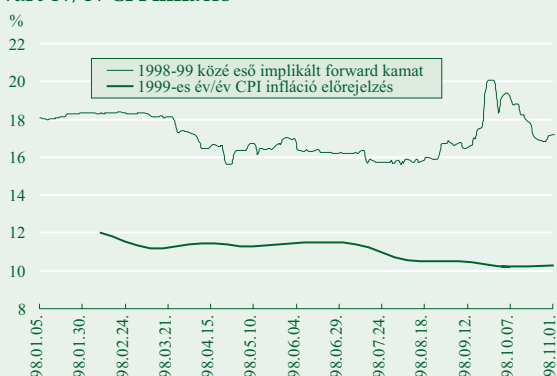


\* Az ábrázolt hozamok éven belül is kamatos kamatozással számítottak.

Registered T-bond holdings of non-residents and the 3-year zero-coupon rate



**Az 1998 elején kezdődő 1 éves implikált forward kamat és az 1999 végére előrejelzői konszenzussal várt év/év CPI infláció**



ciós) várakozások megváltozásának hatására következett-e be. Ennek megítéléséhez némi segítséget nyújthat a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány alakulása. Erről korlátozottan áll rendelkezésünkre adat: csak a KELER-nek jelentett, közvetlen külföldi tulajdonban lévő államkötvény-állomány napi alakulását tudjuk nyomon követni, melynél a valós (közvetett, például hazai leánybankon keresztül tulajdonolt) állomány valószínűleg nagyobb. Az állomány változását a következő egyszerű módon használjuk a hozamgörbe-változások értelmezésében: amennyiben a (hosszú lejáratú) hozamok változása egybeesett a külföldi tulajdonú állomány jelentős ellenkező irányú változásával, akkor a hozamgörbe változását elsősorban a külföldiek hozamelvárásában meghatározó tényezőknek (a nominál-leértékelődési várakozásoknak, az elvárt prémiumnak, a várt külföldi inflációnak) tulajdoníthatjuk. Ellenkező esetben pedig (változatlan forint-reáلكamatot feltételezve) a hazai inflációs várakozások változása magyarázza a hozamok alakulását.

*A hozamgörbe első, március-áprilisi lefelé toródása a külföldiek állampapír-keresletének erőteljes növekedésével járt együtt, ami megerősíti, hogy az árfolyam felértékelődésére vonatkozó várakozások és nem egy kedvezőbb inflációs pálya indokolta a hozamok esését.*

A várt forintfelértékelődés ugyan nem következett be, de a hozamok április végéig tartó esésével az állampapírokból korábban bevásárló külföldiek jelentős tőkenyereségre tettek szert, és a hozamcsökkenés folytatódását várták, így május-június során az állomány nem épült le. *Ezzel szemben a hozamgörbe második (július-augusztusi) lefelé toródásában már komoly szerepet játszott a hazai befektetők inflációs várakozásainak csökkenése.* Ebben az időszakban csak kisebb mértékben nőtt a külföldiek államkötvény-állománya, és felértékelési spekuláció sem volt jellemző.

A piaci elemzők inflációs és kamatelőrejelzéseinek változása<sup>4</sup> is alátámasztja, hogy a március-áprilisi folyamán lezajlott nagymértékű hozamcsökkenés elsősorban árfolyam- és nem inflációs várakozásokkal hozható összefüggésbe, július-augusztusban viszont a forint inflációs várakozások csökkenése már nagyobb mértékben magyarázza a hozamgörbe lefelé toródását. Az inflációs várakozások alakulása azt is mutatja, hogy a hozamok augusztus közepétől kezdődő emelkedése<sup>5</sup> a külföldi befektetők kockázati prémiumának, a forint árfolyamsávon belüli várhatóan nagyobb változékonyságának, és a jövőbeli árfolyamsávra vonatkozó várakozások nagyobb bizonytalanságának köszönhető.

Az inflációs várakozások csökkenését magyarázhatja, hogy a júniusi és júliusi inflációs ráta a vártnál kedvezőbben alakult. A jegybank ezen időszakban meghozott kamatlépései is befolyásolhatták a piaci kamatok elmozdulását. Korábban a jegybank a piaci kamatmozgásokat követő magatartást folytatott, és ezért kamatlépéseinek nem volt szignifikáns hatása a másodpiaci rö-

<sup>4</sup> Előrejelzői konszenzusnak a „Reuters poll of forecasters” felmérésben résztvevő elemzők által közölt becsléseknek a legmagasabb és legalacsonyabb érték nélkül számított átlagát tekintettük.

<sup>5</sup> Az inflációs előrejelzéseket augusztus 19-i dátummal tette közzé a Reuters, a külföldiek állampapír-állománya viszont már augusztus 10-én csökkenni kezdett, illetve a hozamemelkedés is ebben az időpontban kezdődött.

vid hozamokra. A július 10-ei, majd az augusztus 3-ai lépés a piacok számára a váratlan mértékű repokamat-csökkentés váltást jelentett, melyekkel a jegybank aktívan befolyásolta a rövid állampapírhozamokat. A piac arra következtetett, hogy a jegybank optimistábban ítéli meg az infláció alakulását a hosszabb, 2–3 éves horizontokon, mint azt a piac korábban tette. A jegybanki üzenetet hitelesnek ítélve, a piac lefelé módosította hosszabb távú inflációs várakozásait, illetve ennek megfelelően a rövid kamatok várt pályáját.

Augusztus közepétől a hozamok minden lejáraton emelkedni kezdtek. A külföldiek kezében lévő állampapír-állomány ezen időszak alatt lezajló drasztikus csökkenése (augusztus 11–31 között a külföldiek tulajdonában lévő államkötvény-állomány 134 milliárd forinttal csökkent) a fentiek alapján azt sugallja, hogy a hozamgörbe ezen felfelé tolódása nem állt összefüggésben az inflációs várakozások megváltozásával.

### 3. A monetáris aggregátumok alakulása

**M**ind a szűkebb, mind a szélesebb monetáris aggregátumok reálértéke növekedett 1998 első kilenc hónapjában. A készpénzt, folyó számlákat és a látra szóló betéteket tartalmazó M1 éves növekedési üteme szeptember végén 7 százalékponttal meghaladta az inflációs rátát. Az M1 aggregátum a gazdaság tranzakciós pénzkeresletének alakulását tükrözi, és gyors növekedési üteme a belföldi kereslet és fogyasztás további, az első félévhez viszonyítva kissé magasabb növekedését valószínűsíti. A legdinamikusabban bővülő komponens a lakossági betétek állománya, amely 1996 tavasza óta, tartósan, reálértelemben évi 10 százaléktól meghaladó ütemben nő.

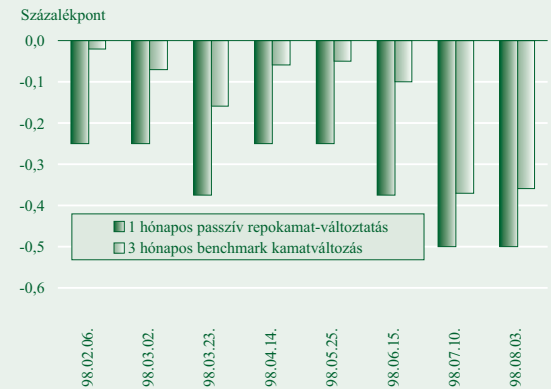
Az M3 és M4 monetáris aggregátumoknál a növekedési ütem lassú csökkenését figyelhetjük meg. E bővebb pénzaggregátumok elsősorban a megtakarítások alakulásáról informálnak, a növekedési ütem mérséklődése összhangban van az infláció és a hozamok csökkenésével. Másképpen fogalmazva a növekedési ütemek csökkenése mögött nem a megtakarítási viselkedésben bekövetkezett változás áll, hanem az, hogy a korábbi állományok hozammal megnövelt értékének "továbbgörgetése" a kamatlábak csökkenése miatt kisebb növekedési ütemet eredményez.

A nem a bankrendszerhez köthető megtakarítási elemek továbbra is vonzóak, így az M4 és az M3 növekedési üteme közötti eltérés változatlanul fennmaradt. A bankrendszeren kívüli, az M4-be tartozó értékpapírok tulajdonosi szerkezete időközben jelentősen átalakult.

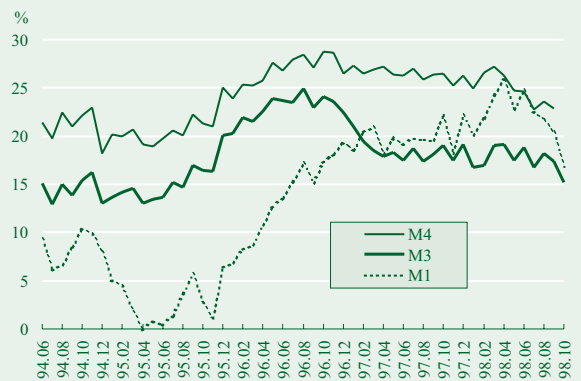
A befektetési alapok állampapír-állománya mintegy 50 milliárd forinttal bővült, a biztosítók állammal szembeni követelése nominálisan szinten maradtak. A lakosság kezében lévő állampapírok állománya továbbra is évi 40%-ot meghaladó ütemben bővült. A vállalati szektor állampapír-felvásárlása változatlanul dinamikus, bár a növekedés üteme a tavalyi 60%-ot meghaladó szint után jelentősen mérséklődött.

1998 első felében viszonylagos stabilitás jellemezte az M1/M0 és az M3/M0 pénzmultiplikátorokat. A bankrendszer pénzteremtését tükröző M3/M0 multiplikátor – ha a szezonális ingadozást

#### 1 hónapos passzív repokamat-változtatás és a 3 hónapos bechmark kamat teljes változása a jegybanki kamatváltoztatás napján és az azt követő két napon

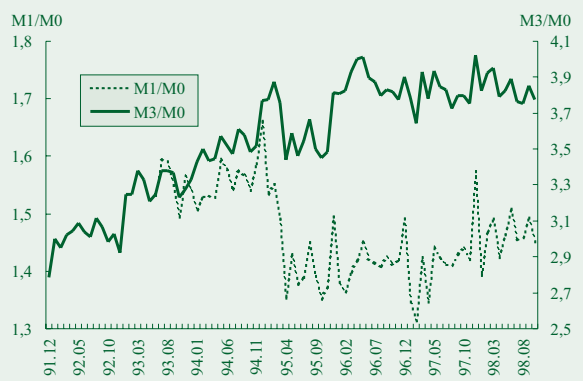


#### A monetáris aggregátumok növekedési üteme\*

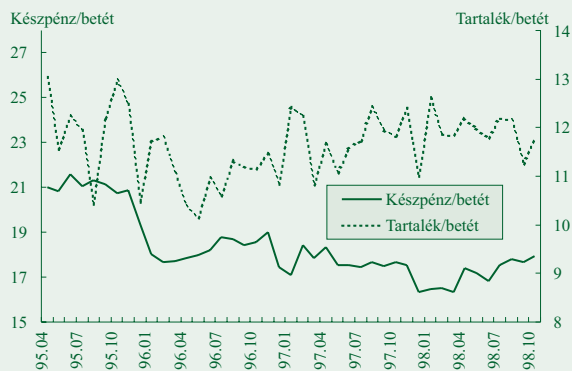


\* Az előző év azonos hónapjához viszonyítva.

#### Pénzmultiplikátorok



## A pénzmultiplikátorra ható tényezők



## A jövedelemtulajdonosok bankrendszerrel szembeni nettó pozícióváltozása, változások az év elejétől

	1997					1998			
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I.-IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	I.-III. n. év
<b>Állami szektor, nettó*</b>	13,4	56,1	-29,0	-87,3	-46,8	26,0	44,3	-278,2	-207,9
<b>Vállalati szektor, nettó</b>	-182,8	-44,0	-45,6	-10,9	-283,4	-142,6	-64,1	-115,2	-321,9
Hitel	-90,7	-112,4	-110,7	-161,7	-475,5	-53,4	-127,6	-114,2	-295,2
Betét+kézpénz+érték-papír**	-92,1	68,4	65,1	150,7	192,1	-89,2	63,5	-1,0	-26,7
<b>Háztartások, nettó***</b>	64,8	81,1	122,3	137,1	405,3	58,7	78,6	170,8	308,1
Hitel	11,5	-4,1	-8,7	-8,3	-9,6	9,5	-22,8	-16,4	-29,7
Betét+kézpénz+érték-papír	53,3	85,2	131,0	145,4	414,9	49,2	101,4	187,2	337,8
<b>Külföld, nettó*</b>	149,1	-98,1	-124,1	-147,2	-220,3	-120,3	-74,0	141,3	-53,0
<b>Egyéb tételek, nettó</b>	-44,5	5,0	76,4	108,4	145,2	178,2	15,2	81,2	274,7

\* ÁPV Rt. /ÁV Rt. nettó betétével együtt. Változásból kiszűrjük az ÁPV Rt. betétéből 1996. áprilisában a kamatmentes államadósság törlesztésére és az államadóssági kötvény visszavásárlására fordított összegnek, valamint a kamatmentes államadósság állampapírosításának (nettó hitel-növelő) hatását.

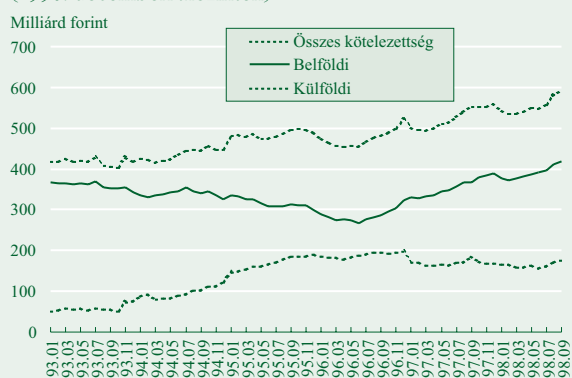
\*\* Csökkentve a Magyar Posta technikai jellegű kézpénzállományával.

\*\*\* Becsült lakossági kamatokkal 1994. januárjától.

\* Folyó árfolyamon.

Megjegyzés: a deviza adatok folyó árfolyamon forintra átszámított összegekkel szerepelnek, így a pozícióváltozások a volumen- és az árfolyamváltozásokat együttesen mutatják.

## A vállalatok hiteleinek reálértéke (1990. decemberi árszinten)



soktól eltekintünk – 1996 második feléve óta csak kis mértékben változott.

A bankrendszer innovációját tükrözi, hogy a likvid betétek részaránya erőteljesen nő a kézpénzállomány rovására. Ezzel szemben a kevésbé likvid banki instrumentumok reálértéke csökken. Ezért részben a pénzügyi rendszer institutionális és szabályozási jellemzői is okolhatók.

Bár a kereskedelmi bankok egyre nagyobb mértékben próbálják jövedelmezőségüket díjbevételekből biztosítani, a magas tartalékráta (és a fiókhálózatok bővítéséből eredően magas operatív költségek) miatt a vállalati hitel- és betéti kamatok közötti marzs a hitelek prudens kockázatértékelése mellett már nem mérsékelhető sokkal tovább. A bankrendszer pénzteremtő képességét tovább csökkenti, hogy a nem banki befektetések adóhitelein keresztül az adószabályozás is a dezintermediációra ösztönöz.

*Összességében a pénzügyi innováció multiplikátort növelő és a dezintermediáció multiplikátort csökkentő hatása kioltják egymást, a kézpénz/betét arány az elmúlt időszakban nem növekedett.* A pénzmultiplikátorra ható másik tényező, a tartalék/betét ráta a változatlan tartalékolási szabályozás következtében 12% körüli szinten stabilizálódott.

A bankrendszer mérlegének eszközoldalát a magánszektor hitelállományának bővülése jellemzi, miközben a bankok állammal szembeni követeléseinek állománya 1998 augusztusáig folyamatosan csökkent. A magánszektor hitelállományának bővülése a vállalati kör hitelkeresletének növekedéséből adódott. A lakossági hitelezés területén a lakáshitel-állomány csökkenése és a fogyasztói hitelállomány bővülése kiegyenlítette egymást.

A belföldi vállalati hitelezés gyors növekedése két tényezőre vezethető vissza. Egyrészt a vállalkozások nettó hitelkereslete konjunkturális tényezők miatt emelkedik. Ugyanakkor 1997 eleje óta a hitelállományon belül egy átstrukturálódási folyamat figyelhető meg, amelyben a vállalkozások külföldi közvetlen hitelek visszafizetésével párhuzamosan külső forrásigényüket a magyar bankrendszeri hitelekkel finanszírozták. Júliusban a vállalkozások kötelezettsége reálértékének éves növekedési üteme 7% volt. Ugyanezen időszak alatt a bankrendszerrel szembeni követelések reálértéke gyakorlatilag nem változott. A vállalatok teljes nettó pozíciója azonban nem romlott annyival, mint a kötelezettségállomány növekedése, mivel a vállalkozások állampapír-állománya az év eleje óta kb. 80 milliárd forinttal emelkedett.

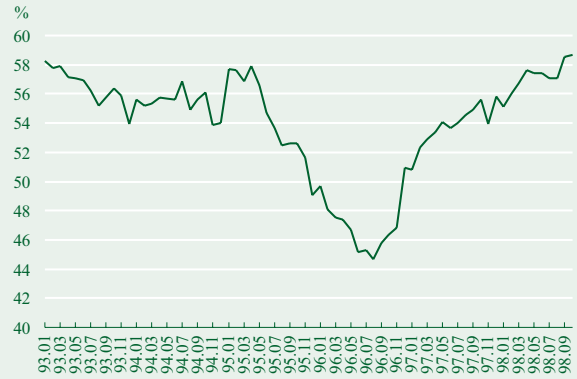
Az első félévben a külföldi kötelezettségek csökkenésével párhuzamosan a belföldi bankrendszer által nyújtott hitelek reálértéke 12%-kal bővült. A belföldi hitelkihelyezésben újra nőtt a devizahitelek aránya. A vállalkozói szektor külföldi és belföldi hitelállományát együttesen tekintve azonban továbbra is nőtt a forintdenomináció súlya a hitelportfólióban.

A pénzügyi liberalizációt megvalósító országokhoz hasonlóan a magyar pénzügyi rendszer fejlődésének is jellemzője, hogy a magánszektor bankrendszeri hitelállományának növekedése gyorsabb, mint az M3-é.

A bankrendszer a magánszektor növekvő finanszírozási szükségletét alapvetően az állammal szembeni követeléseik leépítéséből elégítették ki, a rezidenseknek (magánszektor+nettó állam, MNB nélkül) nyújtott hitelek belföldi forrásokhoz viszonyított aránya ugyanis nem változott jelentős mértékben az elmúlt

időszak alatt. A kereskedelmi bankok a külfölddel szembeni nettó tartozásaikat is növelték, de ebből az MNB-vel szembeni követelések növekedését finanszírozták. A külföldi források bevonása a források lejárat szerkezetének javításával ösztönözte a vállalati hitelezés növekedését.

**A magánszektor bankrendszeri hiteleinek és megtakarításainak aránya**



## III. Keresleti tényezők

A GDP és komponenseinek éves növekedési üteme\*

	1997	1998. I. n. év	1998. II. n. év	1998. II. n. év**	1998. I. félév
GDP	4,4	4,9	5,3	5,3	5,1
Végső fogyasztás	2,4	2,6	4,0	4,0	3,3
Lakossági fogyasztás	2,6	2,7	4,2	4,2	3,5
Közösségi fogyasztás	1,1	1,6	3,0	3,0	2,3
Bruttó felhalmozás	9,1	12,0	21,0	14,2	13,3
Állóeszköz-felhalmozás	9,7	7,6	13,3	13,3	11,2
Belföldi felhasználás összesen	4,2	4,4	8,1	6,5	5,5
Export	26,8	28,3	19,4	22,6	25,3
Import	25,9	25,5	24,9	24,9	25,2

\* Az anyagban felhasznált GDP-számítások MNB-bebecslések, amelyek eltérhetnek a KSH hivatalosan publikált adataitól. Negyedéves GDP-számítások Magyarországon még nem túl hosszú ideje készülnek, na gy bizonytalanságokat hordoznak magukban, a módszertan folyamatosan változó, fejlődő. A KSH adatok relatíve későn állnak rendelkezésre, ezért az MNB jelenleg saját becsléseit használja a negyedévekre, amelyek konzisztensek az MNB egyes jövedelemtulajdonosok jövedelemhelyeztető bemutató elemzéseivel.

\*\* Feltételezve, hogy a készletállomány növekménye valójában csak ideiglenesen vissza maradt exportárualap.

Az 1997. év azonos időszakával összehasonlítva a GDP reálértéke 1998. második negyedévben 5,3%-kal növekedett. Az első negyedévben a növekedési ütem kissé csökkent, de ez csak átmenetinek bizonyult: a második negyedévben a GDP bővülése felgyorsult.

*A kereslet szerkezetében 1998. I. félévében jelentős módosulások történtek. A korábbiaktól eltérő folyamatot jelzi, hogy a belföldi felhasználás bővülésének üteme a félév egészében meghaladta a GDP növekedésének mértékét.*

A gazdaság készletállománya a második negyedévben jelentősen megugrott, ami a belföldi felhasználás növekedéséhez 1,6%-kal járult hozzá.<sup>1</sup> Ha azt feltételezzük, hogy a készletállománynak ez a növekedése csak időleges és a készletek rövid időn belül exportra kerülnek, a GDP növekedése és a belföldi felhasználás alakulása közelebb kerül egymáshoz, de a belföldi felhasználás továbbra is valamivel gyorsabb növekedést mutat.

Az aggregált kereslet minden belföldi komponensénél a növekedés gyorsulását figyelhetjük meg a második negyedévben. Leggyorsabban az **állóeszköz-felhalmozásra** fordított kiadások bővülnek. A nemzetgazdasági készletek állománya – az átmenetinek tekinthető tételektől megtisztítva – szintén jelentősen emelkedett az előző év azonos időszakával összehasonlítva. Részletes adatok csak az első negyedévre állnak rendelkezésre, amelyek azt mutatják, hogy a készletnövekedés döntő mértékben a késztermék felhalmozódásából adódott. A készlet szint nem szándékolta emelkedése hosszabb távon a növekedés lassulását vetítheti előre. A külkereskedelmi folyamatok alakulásában is változás mutatkozott. **Az aggregált kereslet legdinamikusabb bővülő komponense továbbra is az export, bár az 1997. évi mutatókkal összehasonlítva a (GDP szerkezetű) kivitel dinamikája a második negyedévben valamelyest csökkent.** Ugyanezen időszakban a belföldi kereslet bővülése következtében a behozatal növekedési üteme kisebb ütemben mérséklődött.

### 1. Lakossági fogyasztás

A lakosság fogyasztási/megtakarítási döntéseit alapvetően meghatározza jövedelmének és vagyonának változása, valamint a jövedelemnek és a vagyonnak jövőbeli alakulására vonat-

<sup>1</sup> Az átmenetinek tekinthető változásoktól megtisztított GDP-alakulás számítása során azt feltételeztük, hogy a készletváltozás reálértékének éves növekedése a II. negyedévben az I. negyedévvel megegyező, 20%-os, a tényadat 70%-os, éves reálnövekedést mutat. A különbözetről azt feltételeztük, hogy exportra került, így az aggregált GDP növekedési üteme nem változott.

kozó várakozásai. Míg a jövedelem átmeneti ingadozásai általában nem hatnak a folyó fogyasztás alakulására, a tartósnak ígérkező változások befolyásolhatják a lakosság fogyasztási hajlandóságát. A lakosság vagyonának alakulása szintén hatással lehet a fogyasztás alakulására. A vagyon értékét nemcsak a folyó megtakarítások befolyásolják, jelentős változásokat idézhet elő például az árfolyamok, a tőzsdei és ingatlanárak alakulása is. Ezek hatására a vagyon/jövedelem arány módosul, és az egyensúlyt a folyó megtakarítások változtatásával lehet helyreállítani.

1998-ban folytatódott a reáljövedelmek 1996 végén megkezdődött növekedése. 1998. I. félévében az előző év azonos félévéhez képest a jövedelem reálértéke 3,7%-kal bővült. A növekedés üteme negyedévről negyedévre gyorsult. A korábbi évekhez képest változott a jövedelemszerkezet, és a juttatásos jövedelmek (ezen belül különösen a pénzbeli társadalmi juttatások, főként a nyugdíj) reálértéke is emelkedett. A jövedelemnövekedés tehát a lakosság széles rétegeit, ezen belül a nagyobb fogyasztási hajlandóságú rétegeket (alacsony jövedelműek, nyugdíjasok) is érintette.

A lakosság vagyonának változása és a pénzügyi rendszer által kínált hitellehetőségek körének bővülése – úgy tűnik – egyelőre nem befolyásolta a lakosság megtakarítási hajlandóságát. Mind **az inflációszűrt folyó megtakarítás, mind a lakosság pénzügyi megtakarítási rátája 1995 eleje óta egy stabil szint körül ingadozik.** Bár a megtakarítási ráta az utolsó két negyedévben csökkenést mutatott, az elmúlt négy évre jellemző értéktől való eltávolodás még nem olyan mértékű, hogy abból magatartás-változásra lehetne következtetni.

A lakosság nettó pénzügyi vagyonának nagysága a trend jövedelemhez viszonyítva folyamatosan emelkedett az elmúlt másfél év során. A növekedést a bruttó pénzügyi vagyon gyorsabb bővülése okozta. A lakosság hiteleinek permanens jövedelemhez viszonyított aránya nem változott, a hitelállomány átmeneti emelkedései a nagy tőzsdei privatizációkhoz kapcsolódó lombardhitelek felvételéből adódtak.

A vagyon reálértékének növekedése döntően a folyó megtakarításokból adódott. Bár a tőzsdei árfolyamok 1998 májusáig jelentősen emelkedtek, és a lakosság pénzügyi vagyonán belül folyamatosan nőtt a részvénytulajdon és az intézményi befektetők szerepe, a reprezentatív lakossági portfólión az augusztusi tőzsdekrach nélkül is legfeljebb 2–3%-os reálhozamot lehetett realizálni.<sup>2</sup> Ezek alapján azt mondhatjuk, hogy a vagyon/jövedelem arány növekedése a lakosság szándékának, egy egyensúlyi helyzet irányába történő elmozdulásnak tekinthető. Ezért nem számítunk a folyó megtakarítások csökkenését eredményező korrekcióra.

Az augusztusi tőzsdekrach a lakosság pénzügyi vagyonát mintegy 150 milliárd forinttal csökkentette, ami megközelíti a bruttó vagyon 3%-át. Bár a tőzsdei boonnak nem volt a lakosság folyó megtakarításában tükröződő vagyonhatása, valószínűleg a vagyon csökkenésére, a visszaesésnek fogyasztást mérséklő hatása lehet.

<sup>2</sup> Ennek kiszámításához a lakossági pénzügyi vagyon alakulásából a nettó megtakarításokat kiszűrtük, majd a lakossági portfólió egységnyi nettó eszközértékének alakulását becsültük, hasonlóan a befektetési alapok hozamértékeléséhez.

**A lakossági jövedelmek és a fogyasztás éves növekedési üteme**

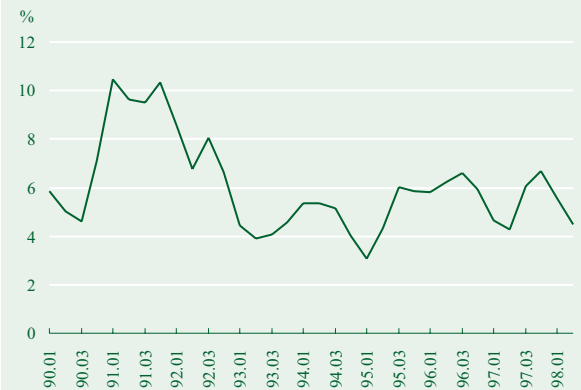
	1997	1998. I. n. év	1998. II. n. év	1998. I. félév
Lakossági jövedelem	2,1	3,3	4,1	3,7
Lakossági fogyasztás	2,6	2,7	4,2	3,5

**A megtakarítási ráták alakulása**

	1995	1996	1997	1998. I. n. év	1998. II. n. év
Pénzmeztakarítási ráta*	8,4	10,6	10,1	9,3	8,9
Bruttó megtakarítási ráta**	13,9	16,6	16,4	16,5	16,0
Inflációszűrt megtakarítási ráta***	4,9	6,6	5,7	5,6	4,8

\* (Pénzügyi megtakarítás - árfolyam-átértékelődés) / összes lakossági jövedelem.  
 \*\* (Pénzügyi megtakarítás+lakossági beruházás-tőkeáttörés) / összes lakossági jövedelem.  
 \*\*\* (Pénzügyi megtakarítás - átértékelődés [deviza+kamat]) / összes lakossági jövedelem-átértékelődés.

**Inflációszűrt lakossági pénzügyi megtakarítási ráta\***

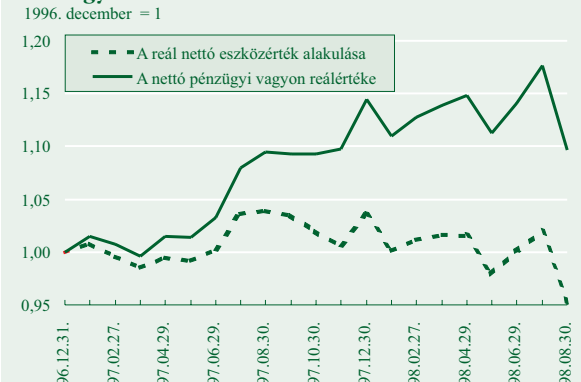


**A pénzügyi vagyon\* alakulása a trend jövedelem\*\* arányában**

	Nettó vagyon/trend jövedelem	Hitelek/trend jövedelem
1996. IV. n. év	48,7	5,9
1997. I. n. év	48,2	5,3
1997. II. n. év	49,5	5,2
1997. III. n. év	51,4	5,3
1997. IV. n. év	53,5	5,9
1998. I. n. év	52,9	5,5
1998. II. n. év	54,0	5,4

\* A részvények átértékelődésének becsült hatását is tartalmazó pénzügyi vagy onkategória.  
 \*\* A szezonálisan igazított évesített negyedéves lakossági jövedelem trendje.

**A háztartások nettó pénzügyi vagyona reálértékének és a vagyon nettó reáleszközértékének alakulása**



**A lakosság pénzügyi vagyonának összetétele a bruttó vagyon százalékában**

	%				
	1995. jan.	1995. dec.	1996. dec.	1997. dec.	1998. szept.
<b>Készpénz</b>	<b>19,0</b>	<b>17,3</b>	<b>15,1</b>	<b>12,9</b>	<b>12,9</b>
Bankbetét és betéti okirat	47,3	44,0	46,3	43,3	42,4
Deviza	16,7	20,0	16,3	13,6	13,6
Pénzintézeti értékpapír	0,9	0,9	0,9	0,9	0,6
<b>Bankrendszer összesen</b>	<b>64,9</b>	<b>64,8</b>	<b>63,6</b>	<b>57,8</b>	<b>56,6</b>
Állampapír	5,5	6,8	6,6	10,6	12,2
Részvény	5,2	4,9	5,3	7,9	6,2
<b>Értékpapír összesen</b>	<b>10,7</b>	<b>11,7</b>	<b>13,0</b>	<b>18,5</b>	<b>18,5</b>
Befektetési Alap	1,8	1,8	2,7	5,4	5,5
Életbiztosítás	2,8	3,2	4,2	4,0	4,0
Önkéntes nyugdíjpénztár	0,6	0,7	0,8	1,4	2,5
<b>Intézményi befektetők összesen</b>	<b>5,2</b>	<b>5,7</b>	<b>7,6</b>	<b>10,8</b>	<b>12,0</b>
Egyéb (lakástakarék és vállalati kötvény)	0,2	0,5	0,7	0,6	0,6
<b>Bruttó vagyon</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Lakossági hitelek	21,7	15,6	10,9	10,0	9,3

**A nemzetgazdasági beruházások gazdasági ágak szerint**

	Megoszlás folyó áron 1997-ben, %	Volumenindex, %	
		1997	1998. I. félév
Mezőgazdaság, vad- és erdőgazdálkodás, halászat	3,7	116,3	98,8
Bányászat	0,3	99,1	97,2
Feldolgozóipar	23,2	108,7	118,0
Villamosenergia-, gáz-, hő- és víz-ellátás	6,4	97,5	132,4
Építőipar	1,7	87,6	113,5
Kereskedelem, közúti jármű és közszükségleti cikk javítása, karbantartása	6,6	90,8	108,8
Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás	0,9	129,2	126,6
Szállítás, raktározás, posta és távközlés	19,1	127,9	114,1
Pénzügyi tevékenység és kiegészítő szolgáltatásai	2,8	90,9	126,6
Ingyenhasználatok, bérbeadás és gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatás és lakásberuházás	23,2	101,9	91,9
Közigazgatás, védelem; kötelező társadalombiztosítás	3,3	118,0	144,9
Oktatás	2,0	100,0	94,1
Egészségügyi és szociális ellátás	2,3	104,7	112,4
Egyéb közösségi, társadalmi és személyi szolgáltatás	4,5	126,7	105,3
<b>Összesen</b>	<b>100,0</b>	<b>108,0</b>	<b>110,6</b>

**Az államháztartás hiányának alakulása**

	Milliárd Ft			
	1997		1998	
	I. félév	Előzetes	I. félév	Előirányzat
<b>1. Központi költségvetés egyenlege</b>	<b>-165,0</b>	<b>-338,4</b>	<b>-195,1</b>	<b>-427,0</b>
Ebből:				
2. Elsődleges egyenleg (MNB nélkül)	149,3	344,9	123,4	197,0
3. Kamategyenleg	-332,1	-660,5	-370,7	-686,0
4. MNB támogatás és befizetés egyenlege	17,8	-22,8	52,2	62,0
5. Előfinanszírt alapok egyenlege	10,6	7,8	17,4	-0,5
6. TB egyenlege	-34,3	-51,0	-53,5	-22,1
7. Önkormányzatok egyenlege	16,7	-25,3	13,7	-14,2
<b>8. Államháztartás egyenlege</b>	<b>-172,0</b>	<b>-406,9</b>	<b>-217,5</b>	<b>-463,8</b>
9. Ebből elsődleges egyenleg (MNB nélkül)	133,5	260,4	98,6	173,8

## 2. Beruházások

Az állóeszköz-felhalmozás 1998. I. félévében gyorsult, volumene a II. negyedévben az előző év II. negyedévéhez viszonyítva 13,3%-kal nőtt.

A jó tőkeemegtérülés, a magas szintű kapacitáskihasználás és a kedvező konjunkturális kilátások továbbra is ösztönzően hatnak a vállalkozások beruházási kedvére. Ezzel szemben a lakossági beruházásokat 1998. I. félévében a visszafogottság jellemezte. A pangó beruházási kedv feltehetően csak átmeneti, a kivárást a lakásépítéshez kapcsolódó ÁFA-visszatérítés 1999-től való újbóli bevezetésének tulajdonítható.

A költségvetési kör beruházásai (elsősorban az infrastruktúra fejlesztéssel összefüggésben) is bővültek az év első felében.

A beruházási aktivitás gazdasági szereplők közötti szétterülését, általánossá válását mutatják az erre vonatkozó empirikus kutatások, konjunktúratesztek is. Folytatódott a feldolgozóipari beruházások bővülése, megkezdődött a villamosenergia ipar rekonstrukciója. 1997-ben a beruházások körülbelül 40%-a szolgálta a piaci szolgáltatói tevékenységek<sup>3</sup> bővülését.

A szolgáltatói területek népszerűségének növekedését figyelhetjük meg a külföldi működőtőkével alapított vállalkozásoknál is. Az alapítói vagyon szerint összehasonlítva a vállalatokat, az újonnan alapított külföldi érdekeltségű vállalatok között 1997-ben 48%, 1998. első félévben 70% volt a piaci szolgáltatások területén tevékenykedők részaránya. A jelentős új investíciók valószínűleg a piaci szolgáltatások körében is jelentősen javították a termelékenységet.

## 3. Az államháztartás keresleti hatása

Az államháztartás keresleti hatása 1997 után 1998-ban is nő. Ez jól nyomon követhető a nagyjából időarányosan alakuló féléves számokban is.

Az elsődleges egyenleg változása, amely általában az államháztartás keresleti hatásának legfontosabb indikátora az 1998-ban indult nyugdíjreform miatt azonban felülbecsüli a makrogazdasági keresleti hatást, mivel a reformból származó költségvetési romlást a magánmegtakarítások ellensúlyozzák. Annak érdekében, hogy ezt a torzítást kiszűrjessük, az elsődleges egyenleg változását korrigálni kell a nyugdíjreform hatásával.

**Az államháztartás pályája, elsődleges pozíciója az államadósság szempontjából fenntarthatónak minősíthető.**

A jelenlegi feltételek mellett az adósságra stabilizálásához a GDP %-ában **1,5%-os** strukturális elsődleges többletre van szükség, az előlotti rész az államadósságot csökkenti. Fenntarthatósági problémák így rövid távon nem érzékelhetők, az államadósság tovább csökken. A problémát az jelenti, hogy a gazdaság jelentős lassulása esetén ciklikus okokból egyidőben jelentkezhet

<sup>3</sup> A beruházások között az ingatlanügyletek ágazatában számolják el a lakásépítést is, amely azonban nem jelenti a termelőkapacitások bővülését. Ettől megtisztítva a beruházások körülbelül 40%-a realizálódott a piaci szolgáltató szektorban. Ez azonban még mindig tartalmazza azokat a költségvetés által finanszírozott infrastrukturális beruházásokat, amelyeket az adott ágazatba tartozó beruházók valósítanak meg.

az elsődleges egyenleg romlása és a gazdasági növekedés GDP arányos államadósságra gyakorolt kedvező hatásának megfordulása, ezért a gyors növekedéssel jellemzett időszakokban az átlagosnál nagyobb elsődleges többletre van szükség.<sup>4</sup>

A teljes államháztartási hiányon belül az egyes alrendszerek pozíciói rendszeresen a tervezettől eltérően alakulnak. A tervezettnél magasabb gazdasági növekedés 1998-ban – akárcsak 1997-ben – lehetővé teszi, hogy a központi költségvetés vártnál kedvezőbb helyzete ellensúlyozza a TB strukturális okokra és a helyi önkormányzatok likviditásbőrségre visszavezethető több-lethiányát.

A részlegesen rendelkezésre álló féléves adatok alapján az elsődleges kiadások és bevételek reálértéke 1998-ban az előző évekkel (és a bevételek esetében az eredeti elképzelésekkel) ellentétben már nem csökken tovább, sőt a kiadásoké kisebb mértékben növekedni kezd. A kiadásokon belül jelentős szerkezeti átrendeződésre is sor kerül. Az elsődleges kiadás a tervek szerint éves szinten mintegy 4%-kal bővült volna reálértékben, ezen belül elsősorban a keresettömeg és a beruházások növekedését irányozták elő.

A beruházásoknál azonban az 1997. évi bázis a vártnál sokkal magasabb lett, így az 1998. évi növekmény – ami a féléves számok alapján szintén túlteljesül – csak mintegy 2%-os reálérték-növekedést jelent. Magasabb lehet ugyanakkor a tervezettnél a keresetszint nominális emelkedése. A 18–19%-os egy főre eső illetménybővülés és – amennyiben megvalósul – a 1,5%-os létszámcsökkenés eredményeképpen a bértömeg 16,5%-os (reál-értékben 1%-kal) bővül. A tervezett létszámcsökkenés a helyi önkormányzatokra összpontosul, míg a kisebb súlyt képviselő központi körben 1%-os létszámnövelést irányoztak elő.

A lakossági transzferek jelentősen (mintegy 7%-kal) növekednek reálértékben. (Ez elsősorban a nyugdíj-megállapítás rendszere miatt következik be, hiszen a csökkenő infláció mellett a nyugdíjak az előző évi magasabb nominális bérkiáramlást követik.) Összességében 1998-ban az előző évvel ellentétes átrendeződés várható az államháztartás kiadásain belül, azaz a lakossági transzferek részaránya növekszik a dologi kiadások és a beruházások rovására.

## A központi költségvetés alakulása

A központi költségvetés deficitje az I. félévben 195,1 milliárd forint volt, miközben elsődleges többlete elérte a 123,4 milliárd forintot. Az első félév alapján az látható, hogy az adóbevételek esetében jelentős többlet várható, míg a központi kiadások közül lényegében csak a fogyasztói árkiegészítésnél valószínűsíthető kisebb többletkifizetés. A költségvetési szervek kiadásainál jelentős túllépés látható, ez azonban a deficitet nem befolyásolja, mert ennek forrása a saját bevételek többlete (részben az államháztartás egyéb alrendszereiből származó transzferekből, részben a

<sup>4</sup> Ez a logika tükröződik az amszterdami Európai Tanács ülésen elfogadott Stabilitási és Növekedési Egyezményben is, amely szerint az Európai Unió tagországai a konjunkturális ciklus mélypontján sem rendelkezhetnek úgynevezett túlzott deficittel. Ennek garanciáját az Egyezmény a hosszú távon kiegyensúlyozott, illetve szufficites költségvetésben látja.

### Az államháztartás hiányának alakulása (a GDP %-ában)

	%			
	I. félév	Előzetes	I. félév	Előirányzat
	1997		1998	
<b>1. Központi költségvetés egyenlege</b>	<b>-2,0</b>	<b>-4,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-4,2</b>
2. Elsődleges egyenleg (MNB nélkül)	1,8	4,1	1,2	1,9
3. Kamategyenleg	-4,0	-7,9	-3,7	-6,8
4. MNB támogatás és befizetés egyenlege	0,2	-0,3	0,5	0,6
5. Elkülönített alapok egyenlege	0,1	0,1	0,2	0,0
6. TB egyenlege	-0,4	-0,6	-0,5	-0,2
7. Önkormányzatok egyenlege	0,2	-0,3	0,1	-0,1
<b>8. Államháztartás egyenlege</b>	<b>-2,0</b>	<b>-4,8</b>	<b>-2,1</b>	<b>-4,6</b>
9. Ebből elsődleges egyenleg (MNB nélkül)	1,6	3,1	1,0	1,7

### Az államháztartás keresleti hatása\* (a GDP %-ában)

	%					
	1995	1996	1997	1998	1998**	1999**
			I. félév	becsült	várható	előirányzat
A nyugdíjreform hatásával korrigált elsődleges egyenleg változása	-4,3	-2,7	1,2	1,2	0,9	-0,5

\* A + előjel növekvő, - előjel csökkenő keresleti hatást jelent.  
\*\* MNB-becsülés.

működés során elért bevételekből). A saját bevételeknél az I. félévben az előző évek szezonálisát alapul véve az előirányzotthoz képest 55–60 milliárd forint többlet jelentkezett, de a következő hónapokban növekedése valamelyest mérséklődik.

A féléves adatok alapján az adóknál az előirányzathoz képest – a szokásos szezonális alapján – már az I. félévben 100 milliárd forintot meghaladó többlet-bevétel látható, ami összhangban van a tervezettnél gyorsabb gazdasági növekedéssel. Az ÁFA-nál ez csaknem 40 milliárd forintot, a fogyasztási adó esetében 16–18 milliárd forintot, az SZJA-nál 20 milliárd forintot, a társasági adónál 10 milliárd forintot, a vámoknál pedig nagyjából 15 milliárd forintot jelent.

## A helyi önkormányzatok féléves helyzete

A helyi önkormányzatok I. félévi gazdálkodásáról csak előzetes információ áll rendelkezésre. Az előzetes adatok alapján az látszik, hogy a helyi önkormányzatok első félévi eredménye privatizáció nélkül kisebb összegű szufficitet mutat, mint a múlt év hasonló időszakában.

A bevételek közül igen dinamikusn nőttek a saját bevételek, amely döntően az önkormányzatokhoz tartozó intézmények működési bevételeinél, valamint a helyi adóknál, illetékeknél jelentkezett.

Az előző évinél gyorsabban nőtt a központi költségvetéstől kapott támogatások összege is. Ilyen módon szinte minden kiadásnál a tervezettet meghaladó bővülés vált lehetővé, különösen a felhalmozási, a dologi és bérjellegű kiadásoknál.

A korábbi években kiemelkedően magas, finanszírozási jellegű privatizációs bevételek az idén várhatóan csak kisebb összeget tesznek ki. E jogcímen az első félévben az önkormányzatok csak mintegy felét realizálták az előző félévi bevételeknek. Mindemellett az önkormányzatok betét- és értékpapír-állománya magas maradt, és forrásaikat beruházási hitelek is kiegészítették.

## A Társadalombiztosítási Alapok

Az Országgyűlés által jóváhagyott költségvetés 22,1 milliárd forint Egészségbiztosítási Alap hiányt tartalmazott. A Társadalombiztosítási Alapok I. félévi hiánya 53,5 milliárd forint volt, úgy, hogy a hiányból 26,1 milliárd forint keletkezett az Egészségbiztosítási Alapnál. (Egy évvel korábban az alapok hiánya 33,8 milliárd forint volt.)

Amennyiben a TB számára a magánnyugdíjpénztárakba átlépők miatti járulékkiesést a központi költségvetés nem év végén egyösszegben, hanem a felmerülés pillanatában térítené, akkor június végéig mintegy 8,6 milliárd forintot kellett volna a központi költségvetésnek a Nyugdíjbiztosítási Alap részére átutalni. Ennek figyelembevételével az alapok működési hiánya 44,9 milliárd forint.

**A tervezettnél nagyobb hiány** kialakulását a következők idézték elő:

- A bevételeket meghatározó járulékbételek az időarányostól elmaradóan teljesültek. Ez érinti a munkáltatói járulékokat is azzal az ellentmondással, hogy a keresetek a tervezettet meghaladóan nőttek. Kevesebb lett az egészségügyi és a táppénz-hozzájárulás is. A kintlévőségből befolyt

járadék összege június végéig az év egészére tervezettnek csak a 29%-át tette ki.

- A kiadásoknál az előző évekhez hasonlóan az időarányosnál gyorsabban nőtt a gyógyszer-támogatás, a gyógyászati segédeszközök támogatása, valamint a korhatár alatti rokkantnyugdíj-kifizetés.

### A központi költségvetés adósságának alakulása

A központi költségvetés GDP-hez viszonyított bruttó adóssága jelentősen, az 1996. végi 71,5%-ról 1997 végére 63,5%-ra mérséklődött, elsősorban a költségvetés elsődleges többletének és a privatizációs bevételek adósságtörlesztésre történő felhasználásának következtében.

Az adósságállomány folyó áron 5757,9 milliárd forintot tett ki 1998. június végén, amely összehasonlító – 1997. végi áron – 1,4%-os csökkenésnek felel meg.

A költségvetési szektor nettó finanszírozási igényét a belföldi forint adósságállomány növekedése fedezte, a deviza adósság csökkent.

A nettó állampapír-piaci kibocsátás az egész időszak során egyenletesen növekedett, 1998 első hat hónapjában 339,0 milliárd forintot tett ki. Ez magasabb volt mint a költségvetési szektor 250,2 milliárd forint első félévi nettó finanszírozási igénye. A többletet a költségvetés az MNB-vel szembeni adósság törlesztésére és a MÁV-tól átvállalt 16,3 milliárd forint összegű belföldi hitelintézetekkel szemben fennálló hitel törlesztésére fordította, valamint átmenetileg a KESZ-állomány is megemelkedett.

A központi költségvetés közvetlen devizahitel adósságának összege 1998 júniusáig 36,8 milliárd forinttal csökkent. Ez a csökkenés a félév során végrehajtott nettó hiteltörlesztésből, valamint az árfolyam-leértékelési veszteség és keresztárfolyam változások együttes hatásából adódott. A devizaadósság csökkenéséhez – az MNB-nél elhelyezett devizahitelek egy részének visszafizetése és a bős-nagymarosi beruházással kapcsolatos adósság törlesztése mellett – a világbanki hitelek egy részének előtörlesztése is hozzájárult.

A lejárat előtti világbanki hitelek visszafizetése a különböző világbanki programokhoz (energiaracionalizálás, közlekedés, erőmű-rekonstrukció, távközlés és emberi erőforrások fejlesztése) kapcsolódó kölcsönöket érintette, melyek igénybevétele már befejeződött. Az előtörlesztést az indokolta, hogy a szóban forgó hitelek állományának jelenlegi piaci feltételekkel történő megújítása során a költségvetés jövőbeni kamatkifizetése csökkenthető.

### 4. Külföldi kereslet

Magyarország külkereskedelmének alakulását alapvetően meghatározza az európai integráció folyamata. Intenzívebb termelési kooperáció és munkamegosztás alakul ki Magyarországon és az uniós országok között, új termelőkapacitások épülnek ki, az ország sokkal nyitottabbá válik. Az export és import alakulásának trendszerű komponensét az integrációs folyamatból eredő növekedés adja. Emellett a külkereskedelem ala-

A központi költségvetés bruttó adóssága\* (időszak végén)

	Tény				Előzetes
	1994	1995	1996	1997	1998. I–VI.
Hiányt finanszírozó MNB-hitelek	434,9	422,7	377,6	275,0	253,7
Hiányt finanszírozó államkötvények	465,2	574,1	726,0	1024,0	1230,2
Kincstárjegyek	315,1	417,0	684,4	902,1	1030,7
<b>1. Hiányt finanszírozó adósság a GDP százalékában</b>	<b>1215,2</b>	<b>1413,8</b>	<b>1788,1</b>	<b>2201,1</b>	<b>2514,6</b>
<b>2. Egyéb hitelek</b>	<b>306,9</b>	<b>341,9</b>	<b>252,2</b>	<b>227,7</b>	<b>215,6</b>
Ebből: MNB (ÁFI)	298,5	292,1	233,3	227,7	215,6
<b>3. Egyéb államkötvények</b>	<b>552,9</b>	<b>630,4</b>	<b>1037,3</b>	<b>740,0</b>	<b>735,3</b>
Kincstári államkötvény	76,0	72,4	68,8	65,2	63,5
Lakás Alap Fedezeti Kötvény	19,0	17,1	15,2	13,3	13,3
Rubelkövetelések megvásárlása	48,3	48,3	48,3	39,9	37,7
Hitelkonsolidációs államkötvény	332,7	338,7	347,7	261,8	261,8
Egyéb államkötvény	17,8	22,8	18,9	26,6	25,8
A leértékelési adósság átváltása	59,1	131,1	538,4	333,2	333,2
<b>4. Összes forintadósság (leértékelési adósság nélkül) a GDP százalékában</b>	<b>2075,0</b>	<b>2386,1</b>	<b>3077,6</b>	<b>3168,8</b>	<b>3465,5</b>
<b>5. Forintleértékelés, belföldi devizaadósság a GDP százalékában</b>	<b>1440,0</b>	<b>2023,3</b>	<b>1563,3</b>	<b>1886,7</b>	<b>2010,8</b>
A GDP százalékában	33,0	36,0	22,7	22,3	–
<b>6. Összes belföldi adóssága (4+5) a GDP százalékában</b>	<b>3515,1</b>	<b>4409,4</b>	<b>4640,9</b>	<b>5055,5</b>	<b>5476,3</b>
<b>7. A költségvetés külföldi adóssága a GDP százalékában</b>	<b>236,5</b>	<b>324,1</b>	<b>291,5</b>	<b>315,3</b>	<b>281,6</b>
A GDP százalékában	5,4	5,8	4,2	3,7	–
<b>8. Összes adósság (6+7) a GDP százalékában</b>	<b>3751,6</b>	<b>4733,5</b>	<b>4932,4</b>	<b>5370,8</b>	<b>5757,9</b>
A GDP százalékában	85,9	84,3	71,5	63,5	–
<b>1997. végi változatlan áron</b>	<b>6827,3</b>	<b>6714,1</b>	<b>5840,0</b>	<b>5370,8</b>	<b>5297,1</b>

\* A MÁK Államadósság Kezelő Központjának 1998. második negyedévi jelentése alapján.

## Külkereskedelmi termékgazdálkodás országcsoportonként

	%			
	Export		Import	
	1997	1998*	1997	1998*
<b>Fejlett országok</b>	<b>77,5</b>	<b>78,9</b>	<b>72,7</b>	<b>74,8</b>
EU15	71,2	71,8	62,8	63,8
Németország	37,3	36,6	27,0	27,7
Ausztria	11,4	10,5	10,6	9,7
Olaszország	6,1	5,8	7,3	7,5
<b>Kelet- és közép-európai országok</b>	<b>19,2</b>	<b>17,4</b>	<b>18,6</b>	<b>15,7</b>
Oroszország	5,1	4,0	9,2	7,0
CEEC-4	5,9	5,2	4,6	4,5
<b>Egyéb</b>	<b>3,4</b>	<b>3,7</b>	<b>8,7</b>	<b>9,5</b>
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0

Forrás: Külkereskedelmi termékgazdálkodás, Gazdasági Minisztérium.  
\* Január–augusztus, előzetes adatok.

## Főbb exportpartnereink GDP növekedése alapján várható külpiaci konjunktúra változása 1998–1999-ben

	%	
	1998. tavaszi kilátások alapján	1998. szeptemberi kilátások alapján
1998	2,6	2,1
1999	2,8	2,0

GDP növekedési adatok forrásai:  
1998. tavaszi adatok: IMF World Economic Outlook, 1998. máj. Central European Quarterly, I/98.  
1998. szeptemberi adatok: IMF World Economic Outlook, 1998. szept., Deutsche Bank Research: Economic & Financial Outlook, 1998. szept. adatok: IMF World Economic Outlook, 1998. Szept., Deutsche Bank Research: Economic & Financial Outlook, 1998. szept. 14., Eastern Europe Monitor, monitor, 1998. szept. (Románia adatai), WIIW 1998. jún. (Ukraina adatai)

## A külkereskedelmi forgalom növekedése

	%		
	1998. I. negyedév	1998. II. negyedév	1998. I. félév
GDP szerkezetű export	28,3	19,4	23,6
GDP szerkezetű import	25,5	24,9	25,2
Termékelexport	32,8	26,4	29,5
Termékimport	27,0	26,8	27,4

## Szolgáltatások részletezése

	Millió USD		
	1997. I. félév	1998. I. félév	Változás
Építési-szerelési szolgáltatások, bevétel	19,9	31,1	11,2
Építési-szerelési szolgáltatások, kiadás	30,4	44,9	14,5
Építési-szerelési szolgáltatások, egyenleg	-10,5	-13,8	-3,3
Kereskedelmi szolgáltatások, bevétel	139,8	258,7	118,9
Kereskedelmi szolgáltatások, kiadás	69,0	198,0	129,0
Kereskedelmi szolgáltatások, egyenleg	70,7	60,7	-10,0
Fuvarozás és szállítmányozás, bevétel	243,9	329,8	85,9
Fuvarozás és szállítmányozás, kiadás	225,8	213,4	-12,4
Fuvarozás és szállítmányozás, egyenleg	18,1	116,4	98,2
Idegenforgalom, bevétel	1108,9	1082,3	-26,6
Idegenforgalom, kiadás	558,2	552,4	-5,8
Idegenforgalom, egyenleg	550,7	529,9	-20,8
Üzleti szolgáltatások, bevétel	203,7	90,9	-112,8
Üzleti szolgáltatások, kiadás	196,6	172,8	-23,8
Üzleti szolgáltatások, egyenleg	7,1	-81,9	-89,0
Technikai és kulturális szolgáltatások, bevétel	652,1	452,0	-200,1
Technikai és kulturális szolgáltatások, kiadás	783,6	761,0	-22,6
Technikai és kulturális szolgáltatások, egyenleg	-131,5	-309,0	-177,5
Kormányzati szolgáltatások, bevétel	22,2	19,6	-2,5
Kormányzati szolgáltatások, kiadás	31,3	27,1	-4,2
Kormányzati szolgáltatások, egyenleg	-9,1	-7,4	1,7
<b>Szolgáltatások, bevétel</b>	<b>2390,5</b>	<b>2264,6</b>	<b>-126,0</b>
<b>Szolgáltatások, kiadás</b>	<b>1894,9</b>	<b>1969,6</b>	<b>74,6</b>
<b>Szolgáltatások, egyenleg</b>	<b>495,6</b>	<b>295,0</b>	<b>-200,6</b>

kulását ciklikus tényezők is befolyásolják. Exportlehetőségeinket nagymértékben determinálja legfőbb kereskedelmi partnereink, Németország, Olaszország és Ausztria konjunkturális helyzete. Főbb külkereskedelmi partnereink növekedési potenciálja pedig nem függetleníthető a többi európai ország üzleti ciklusától, hiszen azok külgazdasági kapcsolatai az EU-n belül összpontosulnak. A behozatal a belföldi kereslet alakulásával áll szoros összefüggésben, bár az ország nyitottságának növekedésével a bel- és külföldi kereslet alakulása egyre inkább szinkronba kerül.

Az Európai Unió számos országában – az Egyesült Királyságban, Dániában, Finnországban, Írországban, Hollandiában vagy Norvégiában – erőteljes növekedés következett be. Legfontosabb külkereskedelmi partnereink ugyanakkor az elmúlt időszakban csak mérsékelt növekedést tudtak felmutatni. Németország konjunkturális helyzetét különösen érzékenyen érinti az exportlehetőségek csökkenése, mivel eddig a növekedés motorja elsősorban a külföldi kereslet bővülése volt: a gyorsan növekedő ázsiai export ellensúlyozta a mérsékelt európai eladásokat. A növekedési kilátások kedvezőtlenebbé válását jelzi előre az orosz válság elmélyülése is. Ezért az OECD szeptemberben a legtöbb európai országra 0,5–1%-kal lefelé korrigálta a növekedésre vonatkozó korábbi optimista becsléseit. Az EU-ba irányuló exportlehetőségeinket hátrányosan érinti a harmadik országok megnövekedett versenye, a relatíve olcsóbb ázsiai termékek dömpingje is.

Az integrációs folyamat és a nyugat-európai fellendülés eredményeként az elmúlt két évet exportunk dinamikus növekedése jellemezte. **Az előző évek kiemelkedően magas növekedése után 1998 második negyedévében a GDP szerkezetű export bővülésének üteme mérséklődött, amit a behozatal területén nem követett hasonló jellegű változás.** A GDP szerkezetű export és import növekedési üteme közötti különbség előjelváltása döntően a szolgáltatásexport visszaesésének tulajdonítható, de 1998 második negyedévében a termékelexport növekedési üteme is mérséklődött.

A nettó szolgáltatásexportból származó bevétel a tavalyi év első félévéhez viszonyítva 200 millió dollárral csökkent. Szolgáltatásimportunk a tavalyi évhez hasonlóan alakult: változatlan idegenforgalmi és növekvő fuvarozási bevétel mellett a technikai és kulturális, valamint az üzleti szolgáltatásokból eredő bevétel jelentősen csökkent.

A *termékelexport* növekedésének lendülete az utolsó negyedévben csökkent. A gyengébb teljesítmény részben *az élelmiszer-exportból származó bevételek visszaeséséből* adódott. Az alacsony világpiazi árak következtében elsősorban a dollárban számított bevétel mérséklődött, míg volumenben nem csökkent a kiszállított mennyiség. Az oroszországi válság az élelmiszerexport volumenében is jelentős visszaesést okozhat, ugyanis a teljes élelmiszer-ipari exportból az első félévben 17%, a feldolgozott élelmiszer-ipari termékek exportjából pedig 31% volt Oroszország részesedése.

Az export növekedését a nyers- és alapanyag kivitelének alakulása is visszafogta, ez a termékkör csak 3%-kal részesedik összes exportunkból. Míg korábban az alacsony feldolgozottsági fokú termékek külföldi kereslete mozgott legszorosabban együtt a nyugat-európai konjunktúrával, most az exportoffenzíva a dél-kelet-ázsiai versenytársak olcsó árai miatt elmaradt. Az élel-

miszerexporttal ellentétben itt nem csak a bevétel, hanem a kiszállított volumen is csökkent. A belföldi kereslet növekedése csak egy részét szívta fel az „exportból visszamaradt” alapanyagoknak, e területeken a kivitel csökkenésével párhuzamosan az ipari termelés növekedési üteme is visszaesett (például vegyi alapanyaggyártás).

Az export döntő részét kitevő, magasabb feldolgozottsági fokú cikkek (gépek és feldolgozott termékek) exportja általában termelési kooperáción alapul, e területen legfeljebb az összeurópai fogyasztói kereslet jelentős visszaesése okozhatja visszaesést. A növekedési ütemnek ebben a termékkörben is megfigyelhető csökkenése a korábbi nagyon gyors – robbanásszerű – növekedés miatt természetes jelenségnek tekinthető.

1998. I. félévében a gyors exportnövekedés, az erős beruházási kereslet és a belföldi kereslet növekedése egyaránt a behozatal növekedésének irányába hatott, az előző év azonos időszakához viszonyítva a teljes import volumennövekedése 27,4% volt. Ezen belül a gépipari behozatal és a folyó termeléshez szükséges anyagok importja 26%-kal, a fogyasztási cikkek behozatala 20%-kal nőtt.<sup>5</sup>

Az importot tovább növelő átmeneti tényező volt az olcsó ázsiai alapanyagok, gépek és feldolgozóipari termékek behozatala.

**A kivitel volumenének alakulása**  
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	Élelmiszer, ital, dohány	Nyersanyagok	Energiahordozók	Feldolgozott termékek	Gépek, gépi berendezések	Összesen
1998. I. n. év	26,6	-0,6	-11,1	16,4	55,9	32,8
1998. II. n. év*	5,2	-6,0	7,5	17,4	41,5	26,3
1998. I. félév	15,9	-3,3	-1,8	16,9	48,7	29,5

\* A KSH csak az év elejétől eltelt időszakokra vonatkozó egységértékindeket számol, negyedéves bontásút nem. Ezért a volumen változásokat csak az első negyedévre, illetve félévre tudjuk megadni, a második negyedévi becslés.

**A kivitel dollárértékének alakulása**  
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	Élelmiszer, ital, dohány	Nyersanyagok	Energiahordozók	Feldolgozott termékek	Gépek, gépi berendezések	Összesen	Összesen élelmiszer nélkül
1998. I. n. év	13,8	2,3	-18,9	12,1	53,3	27,9	29,9
1998. II. n. év	-4,2	-5,6	-4,0	11,4	35,2	19,4	22,6
1998. I. félév	4,3	-1,7	-12,1	11,8	43,3	23,4	26,0
Megosztás, 1997	12,9	3,8	2,7	35,5	45,1	100,0	87,1

**A behozatal volumenének alakulása**  
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	Élelmiszer, ital, dohány	Nyersanyagok	Energiahordozók	Feldolgozott termékek	Gépek, gépi berendezések	Összesen
1998. I. n. év	14,5	22,6	8,1	19,4	39,7	27,0
1998. II. n. év*	19,6	22,2	5,6	17,3	41,5	26,8
1998. I. félév	25,9	19,7	-1,1	20,3	43,1	27,4

\* A KSH csak az év elejétől eltelt időszakokra vonatkozó egységértékindeket számol, negyedéves bontásút nem. Ezért a volumen változásokat csak az első negyedévre, illetve félévre tudjuk megadni, a második negyedévi adat becsült.

**A behozatal dollárértékének alakulása**  
(az előző év azonos időszakához viszonyítva)

	Élelmiszer, ital, dohány	Nyersanyagok	Energiahordozók	Feldolgozott termékek	Gépek, gépi berendezések	Total	Összesen, energia nélkül
1998. I. n. év	30,3	17,4	-25,7	17,7	42,0	22,0	28,8
1998. II. n. év	12,6	22,5	-12,5	13,5	34,7	19,9	23,3
1998. I. félév	21,1	19,9	-19,7	15,5	38,0	20,9	25,8
Megosztás, 1997	4,2	3,3	9,7	41,0	41,8	100,0	90,3

**A termékimport növekedése a délkelet-ázsiai országokból**

	Hong-kong	Indonézia	Korea	Malaysia	Fülöp-szigetek	Szingapúr	Thaiföld	Összesen
1997. I. félév	27,5	24,3	85,8	56,1	10,5	63,3	78,0	344,6
1998. I. félév	36,0	35,5	116,1	73,9	24,9	130,1	64,3	480,9
Növekedési ütem (%)	131,1	146,2	136,9	131,7	236,5	205,5	82,4	139,6
- Élelmiszer, ital, dohány	131,1	94,7	4,8	120,0	140,6	12,3	184,1	-
- Nyersanyagok	12,0	152,3	1263,6	103,0	1200,0	96,2	254,3	-
Feldolgozott termékek	113,0	115,1	120,8	125,0	89,1	291,7	98,0	-
- Gépek, berendezések	149,9	331,4	141,8	137,9	261,1	185,2	73,2	-

<sup>5</sup> MNB-becslés.

# IV. Kínálati tényezők

## 1. Munkaerő-piaci folyamatok

A rendelkezésünkre álló adatok alapján a munkaerőpiac legfontosabb fejleménye az első félévben az volt, hogy *megállt az aktivitási ráta évek óta tartó jelentős csökkenése*: az 1997 első félévi 51%-ot 1998 azonos időszakában 50,8%-os érték követte. A gazdaságilag aktívak arányának stabilizálódásán túl öröndetes jelenség, hogy ezen belül nőtt a foglalkoztatottak és csökkent a munkanélküliek aránya is.

### 1.1 A foglalkoztatottság alakulása

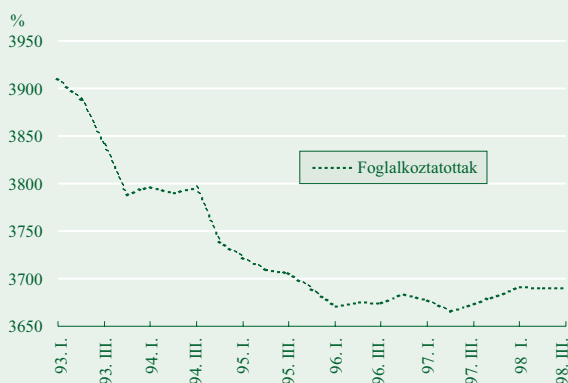
Az év első félévében folytatódott a foglalkoztatottság 1997-ben beindult növekedése, ami így a gazdaság egészét tekintve 0,6%-kal<sup>1</sup> bővült. Az adatokból kitűnik, hogy a tíz fő alatti kisvállalkozásokban 1,7%-os volt a javulás, a 21–50 fő közötti vállalkozásokban pedig a növekedés mértéke elérte a 6%-ot. A foglalkoztatás összességében a tíz fő feletti, illetve a költségvetési szervezetek egészében 0,1%-kal nőtt.

Mivel az összes foglalkoztatott esetében jelentésünk zárásáig a KSH nem hozott nyilvánosságra összehasonlítható ágazati bontású adatokat a módszertani váltás után, az ágazati változásokat csak a tíz fő feletti szervezetek esetében tudjuk nyomon követni. A létszámnövekedés az iparban volt a leggyorsabb (1%), ezen belül is a feldolgozóiparban (2,1%), illetve a gépiparban (7,6%). Növelte létszámát a tágan értelmezett közszolgálati szféra is, itt a létszám 0,9%-kal bővült. A piacnak tekinthető szolgáltatói szektor létszáma összességében csökkent 0,5%-kal, de az alágazatok közötti szóródás jelentős volt.

### 1.2 A munkanélküliség alakulása

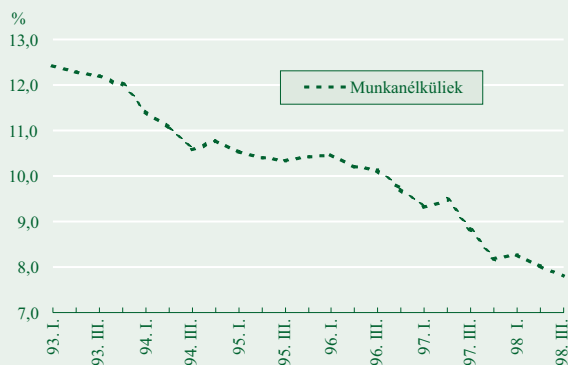
A munkanélküliség 1998. I. félévében 8,1%-ra csökkent. Noha a munkanélküliek összállománya országos szinten még mindig 320 ezer főt tett ki, ennek csak egy részét tekinthetjük potenciális munkaerő-tartaléknak.

A foglalkoztatottak számának alakulása \*



\* Szezonálisan igazított adat a KSH Munkaerő-piaci jellemzők kiadványa alapján, összehasonlítható szerkezetben.

A munkanélküliségi ráta alakulása\*



\* Szezonálisan igazított adat, a munkanélküliség az ILO definíció szerint, összehasonlítható szerkezetben.

<sup>1</sup> A KSH *Főbb munkaügyi folyamatok* c. kiadványa alapján. 1998-tól kezdődően összehasonlítható szerkezetben - módszertani változás miatt - csak a legfontosabb mutatók állnak rendelkezésre.

**Munkanélküliség – inflációnövekedés**

A gazdasági növekedés és az infláció alakulását két csatornán keresztül is befolyásolja a munkaerő-piaci helyzet. A munkanélküli állomány munkaerő-tartalékként szolgál a termelésüket bővítő vállalatok számára, másrészt visszafogja a bérnövekedési tendenciákat.

A második hatás erőssége attól függ, hogy a jelenlegi munkanélkülieket a munkaadók és a már állásban levő munkavállalók a foglalkoztatottak közeli helyettesítőinek tekintik-e. Amennyiben nem, ebben az esetben még a munkanélküliség jelenlegi, „középmagas” szintjének sincs a bérnövekedést fékező hatása. Ennek következtében nem zárható ki annak a veszélye, hogy (1) a nagyobb munkanélküliséggel jellemezhető régiókban, ahol a bérköltségek már így is alacsonyak, mégsem elegendően vonzóak ahhoz, hogy ott gyorsabb gazdasági növekedés induljon be, illetve hogy (2) a fejlett, dinamikus növekvő régiókban a vállalatok, munkaerőhiányba ütközve, lendületes, termelékenyséjavulásukat meghaladó béremelkedést, illetve termelésük növekedésének visszafogását lesznek kénytelenek elszenvedni.

A munkaerő-piaci fejlemények arra utalnak, hogy a munkanélküliek *összességén* belül megkülönböztethetők olyan csoportok, melyek nem tekinthetők a már foglalkoztatottak közeli helyettesítőinek, így jelenlétük ténylegesen nem járul hozzá a releváns munkaerő-tartalékhoz. A munkanélkülieket az állástalanul töltött idő mentén, illetve iskolai végzettségük/szakképzettségük szerint csoportosítva tudjuk megkülönböztetni. A munka nélkül töltött idő szerinti csoportosítást az indokolja, hogy munkapiaci kutatások szerint a tartós munkanélküliek jelenléte gyengíti a helyi munkanélküliségi ráta és a bérek közti negatív kapcsolatot. A tartósan – fél vagy egy éve állástalan egyén – humán tőkéje már feltehetően erodálódott, a munkához jutást elősegítő társadalmi kapcsolatai fellazultak, és munkakeresési intenzitása is csökkent, például a jövedelempótló támogatás lehetősége miatt.

**A legfeljebb 6 hónapja állástalanok esetében 3% alatti szintre csökkent a munkanélküliségi ráta, a legfeljebb 12 hónapja állástalanok esetében pedig 4% körül alakul.**

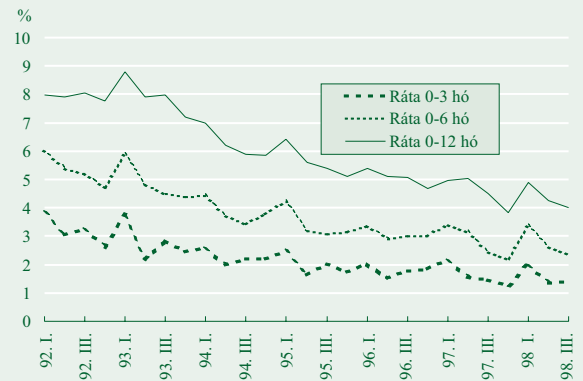
Ez azt jelenti, hogy a munkaerő-tartalék szempontjából effektív munkanélküliségi ráta immár – országos, aggregált szinten is – közel járhat a sűrűlódásos munkanélküliség szintjéhez.

A fejlett régiókban helyi szinten a fellendülés már felszívta a rövid távú munkanélkülieket, rontva a munkanélküliek összetételén, így ott munkaerőhiány kialakulásával számolhatunk.

**A magasabb iskolai végzettségűek körében a munkanélküliségi ráta az érettségizettek és a szakmunkások körében csökken a leggyorsabban.**

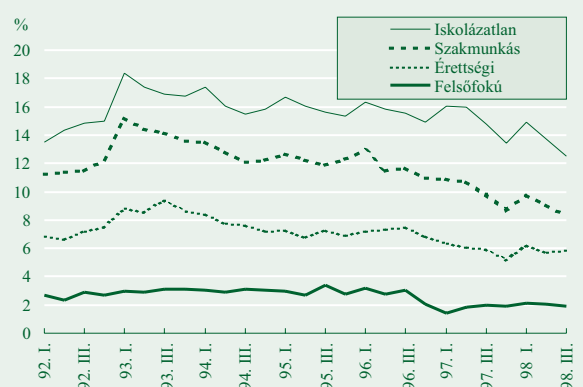
A felsőfokú végzettséggel rendelkezők körében továbbra is 2% körül alakul a munkanélküliségi ráta. Ez azt jelzi, hogy a jövőben a gazdasági növekedést korlátozhatja az iskolázott munkaerő-tartalék hiánya, bérnövekedésekhez, illetve a termelés visszafogásához vezető szűk keresztmetszeteket valószínűsíthetünk.

**Munkanélküliségi ráták a munkanélküliség időtartama szerint\***



\* Szézonálisan nem igazított adatok, 1998-tól közvetlenül nem összevethetők a megelőző időszakokkal. A ráták számítása során mind a munkanélküliek, mind a viszonyítási alapként használt gazdaságilag aktívak kategóriájából *kihagyjuk* a nagyon hosszú ideje állástalanokat.

**Munkanélküliségi ráták képzettség szerint\***



\* Szézonálisan nem igazított adatok, 1998-tól közvetlenül nem összevethetők a megelőző időszakokkal. A ráták számítása során mind a munkanélküliek, mind a viszonyítási alapként használt gazdaságilag aktívak kategóriájából *kihagyjuk* az iskolázatlan/szakképzetlen munkanélkülieket.

## A bérinfláció alakulása nemzetgazdasági szektoronként

	%			
	1997	1998		
	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év
Mezőgazdaság, halászat	20,2	19,9	19,0	13,7
Bányászat	33,6	23,9	9,0	3,8
Feldolgozóipar	22,7	20,5	17,0	16,8
Villamosenergia, gáz-, hő- és vízellátás	19,1	22,5	19,6	18,7
Építőipar	22,0	17,3	16,0	15,8
Kereskedelem, közúti jármű, közszükségleti cikk javítás, karbantartás	18,5	17,9	16,4	15,4
Szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás	16,6	17,2	14,6	11,6
Szállítás, raktározás, posta és távközlés	18,6	18,2	22,7	17,8
Pénzügyi tevékenység és kiegészítő szolgáltatás	27,8	27,0	23,9	26,6
Ingatlanügylek, bérbeadás	21,7	30,6	28,6	27,2
Közigazgatás és kötelező társadalombiztosítás	21,0	14,2	20,2	19,9
Oktatás	19,5	26,0	20,6	21,3
Egészségügyi és szociális ellátás	16,5	23,0	19,5	18,7
Egyéb közösségi, társadalmi és személyi szolg.	13,4	21,9	16,4	19,0
Nemzetgazdaság összesen	20,3	20,7	19,1	18,7

## 1.3 Béralakulás

Az előző év második negyedévéhez viszonyítva a bérjvedelmek átlagosan 19,1%-kal emelkedtek, ami reálértelemben 3,9%-os növekedést jelent. Az összetételhatásoktól megtisztított bérinflációs mutató is ugyanekkora nominális növekedést mutat.

**Bérinfláció – átlagbérnövekedés**

Korábbi elemzéseinktől eltérően a munkaerő-piaci helyzet elemzésének középpontjába az átlagbér változása helyett az úgynevezett bérinflációs mutató került. Az átlagbér által mért bérnövekedés egy része abból ered, hogy a foglalkoztatás eltolódik a magasabb iskolai végzettséggel, szakképzettséggel, illetve termelékenységgel, így magasabb bérezéssel jellemezhető területek irányába.

A bérnövekedésnek ez a komponense valószínűsíthetően termelékenységnövekedéssel „megalapozott” béremelkedést takar, és a piacgazdaságban nagyrészt kívül áll a gazdaságpolitika hatókörén. Ezért – több fejlett ország gyakorlatához hasonlóan – az átlagbér változásából kiszűrjük az összetételváltozás hatását, s az így kapott, bázis időszaki, változó súlyozású láncindexet (Laspeyres-index) nevezzük bérinflációs mutatónak.

Indexünk (negyedév/előző év azonos negyedéve) változatlan állományra vetített bérinflációt számít annyiban, hogy kiszűri egyrészt az ágazatokon belül a fizikai/szellemi munkát végzők aránya változásának, másrészt a foglalkoztatás nemzetgazdasági ágak szerinti megoszlása változásának hatásait.

Nemzetgazdasági szinten a bérinflációs mutató 1996 eleje óta az átlagbérhez hasonló növekedést mutat, ágazati szinten azonban jelentősen eltér. A közszolgálati szektorban és a kereskedelmi kívüli szolgáltató szektorokban a szellemi foglalkozásúak részaránya nő a foglalkoztatottságon belül, a feldolgozóiparban a fizikai foglalkozásúak részaránya emelkedik. Ennek köszönhetően az átlagbér változását mérő mutató a közszolgálati szektorban és a szolgáltató szektorokban magasabb volt a bérinflációnál, a feldolgozóiparban pedig alacsonyabb.

**Bérnövekedés és infláció**

A bérnövekedés alakulása több csatornán keresztül is befolyásolja a gazdaságpolitikai célkitűzések alakulását. A bér a lakossági jövedelem és ezáltal az aggregált kereslet egyik összetevője (az összes jövedelemnek körülbelül fele származik bérjellegű jövedelemből), és a termelési költségeknek is meghatározó komponense. A kínálati versenytől függően a bérköltségek gyorsabb emelkedése a termékek árainak növekedését eredményezheti, vagy a vállalkozás jövedelmezőségét csökkenti. A külkereskedelemmel versengő szektorok esetében a bérnövekedést általában nem követi az árak emelkedése. Amennyiben a magasabb bérköltséget a termelési hatékonyság javításával nem lehet ellensúlyozni, az a hazai termelők versenyképességének romlásához vezet. Ezzel szemben a külkereskedelemmel nem versengő területeken (elsősorban a

piaci szolgáltatásoknál) a bérnövelést általában az árak emelkedése követi, mivel e területen kisebb lehetőség van a munka hatékonyságának növelésére, és általában kisebb a kínálat árrugalmassága is. Vannak olyan területek, ahol a termékárak és a bérek alakulása nincs közvetlen összefüggésben, a szabályozott áras termékkörben az árak nem feltétlen mozognak együtt a termelési költségekkel. E területeken a gyorsabb bérnövekedés elsősorban az államháztartás keresleti hatásának növelésén keresztül fokozza az inflációs nyomást.

A piaci és közszolgálati béralakulás között 1995–96-ban volt jelentős eltérés, a fiskális kiigazítás, majd ennek korrekciója következtében. 1997 elejétől szorosan együtt mozog a két terület bérinflációs mutatója.

1998-ban **a feldolgozóiparban, mely ráadásul a legnagyobb mértékben növelte foglalkoztatottságát, az elmúlt két év 21% körüli nominális bérnövekedési üteme megtörni látszik.** A szolgáltató szektoron belül eltérő béralakulást figyelhetünk meg a kereskedelemben és az egyéb ágazatokban. Míg az egyéb szolgáltató területeken kiugróan magas bérnövekedés tapasztalható, a kereskedelemben az elmúlt időszak jelentős beruházások, az áruházi láncok megjelenése növelte a piaci versenyt, ami hatékonyan korlátozta az ágazaton belüli bérnövekedést. Az új, hatékonyabb vállalkozások piaci részesedésük emelésének érdekében fogták vissza bérnövelésüket. A változatlan technológiájú egységek pedig csak a bérnövekedés alacsony tartásával voltak képesek a költségeiket versenyképesen tartani.

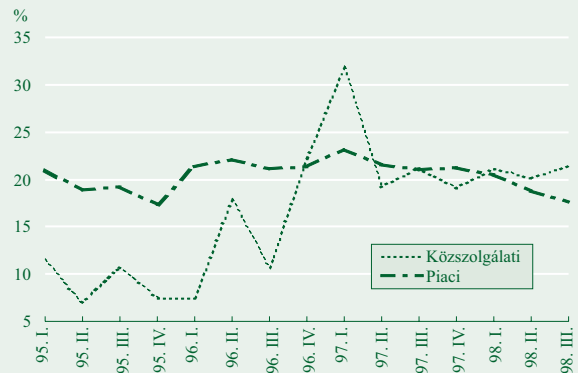
**Összességében az 1998-as év nominális béralakulása alapján nem számítunk a bérinflációs nyomás felerősödésére.** A feldolgozóiparban és a kereskedelemben a bérnövekedés üteme nem szakadt el a termelékenység növekedése által megalapozott mértéktől, a közszolgálati szférában és az egyéb szolgáltatói körben azonban magasabb bérnövekedésre került sor. Ez értelmezhető úgy, hogy **a nominális leértékelési pálya hatékonyan fékezte a feldolgozóipari béralakulást**, a vállalkozások tulajdonosai nem engedtek teret a jövedelmezőségüket és versenyképességüket rontó béremelkedésnek.

A gazdaság egyes ágazataiban a bérinfláció nagysága az elmúlt két évben fokozatosan közelített egymáshoz. Valószínű, hogy a konvergencia úgy valósul meg, hogy az egyéb szolgáltatói körben is mérséklődik a bérek nominális növekedésének üteme. Ezt a mérséklődést akadályozhatja azonban az, hogy az egyéb szolgáltatási szektorban a fizikai foglalkozásuk részaránya lényegesen alacsonyabb, így ennek a szektornak egy lényegesen feszesebb munkaerőpiacról kell kielégítenie munkaerőigényét.

## 2. Kapacitáskihasználtság

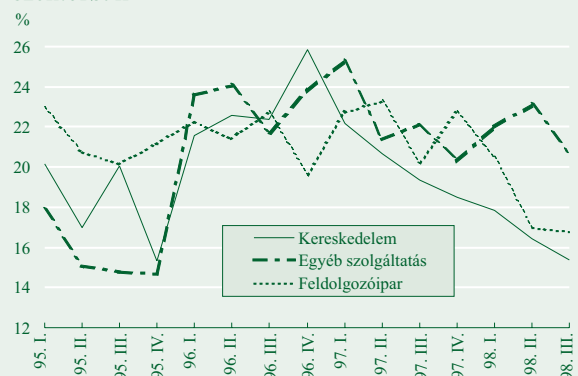
Magyarországon a kapacitások megfigyelése nem tekint vissza hosszú múltra, és a gazdaság gyors szerkezeti átalakulásának időszakában feltehetően a kihasználatlan kapacitások normál (inflációt nem generáló) szintje is magasabb volt. A kapa-

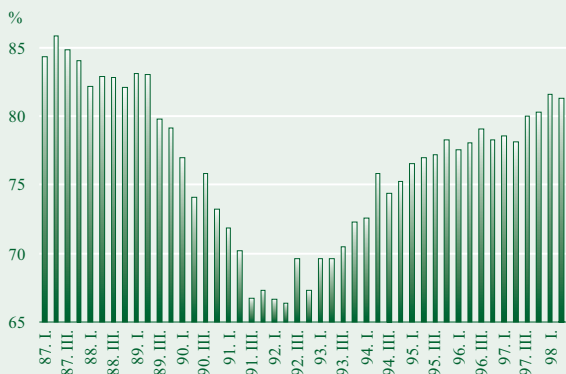
**Bérinfláció a piaci és a közszolgálati szektorban\***



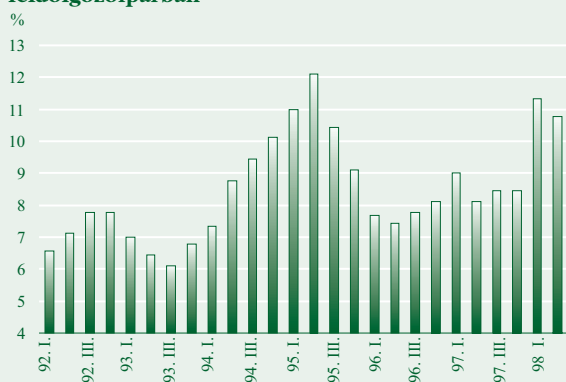
\* Piaci szektoroknak tekintettük az A-K jelű nemzetgazdasági ágakat: mezőgazdaság, halászat; bányászat, feldolgozóipar; villamosenergia, gáz-, hő- és vízellátás; építőipar; kereskedelem, közúti jármű, közlekedéstechnikai javítás, karbantartás; szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás; szállítás, raktározás, posta és távközlés; pénzügyi levékenység és egészségügyi szolgáltatás; ingatlanügylek, bérbeadás. Közszolgálati szektoroknak a közigazgatás és kötelező társadalombiztosítás, oktatás, valamint egészségügy és szociális ellátás területeket (azaz L-N jelű ágakat) tekintettük, ahol a foglalkoztatottak többsége közalkalmazott, illetve köztisztviselő.

**Bérinfláció a feldolgozóiparban, a kereskedelemben és az egyéb szolgáltatói szektorban**



**Átlagos kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban\***

\* Szezonálisan igazítva, az alapadatok forrása Kopint-Datog.

**A kapacitáshiányos vállalkozások aránya a feldolgozóiparban**

Forrás: Kopint-Datog

citás-kihasználtsági mutatók alakulásából nehéz megbízható következtetéseket levonni, hiszen az aggregált szintű mutatók alakulásából nem tudjuk, hogy a fölös kapacitások összetétele milyen mértékben felel meg a kereslet növekedésének. A kapacitáskihasználtság emelkedésével azonban egyre nagyobb a valószínűsége, hogy a kereslet növekedése nem találkozik a fölös kapacitásokkal, szűk keresztmetszetek keletkeznek, amelyek inflációs nyomást jelenthetnek a gazdaságban.

A kapacitások alakulására vonatkozó statisztikák csak a feldolgozóiparra állnak rendelkezésre. Itt azonban a kapacitások hiánya általában nem jelent inflációs nyomást, mivel a szűk keresztmetszetek megjelenése a külkereskedelmi termékforgalom változásában csapódik le.

Közvetlen árfelhajtó tényező a külkereskedelmi forgalomba nem kerülő termékeknél jelentkező kapacitáshiány lenne, ennek alakulásáról azonban nincs információnk. Ez utóbbi területen a szűk keresztmetszetek kialakulásának valószínűségét csökkentik, hogy a 1997-ben a beruházások fele a piaci szolgáltató szektorokban történt.

A Kopint-Datog konjunktúratesztje szerint a feldolgozóipari vállalkozások kapacitásainak kihasználtsága 1998-ban tovább növekedve 80% fölé alakult az elmúlt évek igen aktív beruházási tevékenysége és jelentős létszámbővülése ellenére. Ezzel egyidőben egyre több vállalat jelzi, hogy szűkösek a kapacitásai a várható rendelésállományhoz viszonyítva.

A rendelkezésre álló kapacitás minőségével elsősorban az egyéb ipari, valamint a kohászati és fémfeldolgozó cégek elégedetlenek, de a gépiparban is a vállalatok 10%-a minősíti kapacitáisait korszerűtlennek.

A feldolgozóipari termelőkapacitások (technikai és humán kapacitások) kihasználtságának növekedését mutatja a legnagyobb feldolgozóipari vállalatokra vonatkozó empirikus kutatás is:<sup>2</sup> amely szerint ennek átlagos aránya 1997-ben 78–82% körüli volt, 1998-ban várhatóan 80–84%.

A felmérés eredményeiből megfigyelhető, hogy kiegyenlített a cégek egyes csoportjai között az előző évben még érzékelhető különbség: míg 1997-ben a vegyes és a többségi tulajdonban lévő cégeknél a kapacitások kihasználtsága szignifikánsan magasabb volt, mint a többi cégnél, addig 1998-ban ezek az eltérések csökkentek, illetve eltűntek.

Összességében a kapacitás-kihasználtsági mutatók alapján a feldolgozóipari beruházások és foglalkoztatás további gyors bővülése valószínűsíthető.

A Kopint-Datog konjunktúratesztje szerint az építőipari kapacitások kihasználtsága kedvezőbb, mint a megelőző évek hasonló időszakában.

A vállalkozások közel háromnegyede a következő 12 hónapban várható kereslettel arányos mértékűnek és színvonalúnak tartja saját műszaki adottságait, kapacitásfelesleget 16%-uk (a megelőző két év júliusában 14, illetve 20%), kapacitáshiányt 11%-uk (11, illetve 16%) prognosztizál.

<sup>2</sup> A legnagyobb feldolgozóipari cégek helyzete és kilátásai – 1998 Tárki Konjunktúra Teszt 1998/3.

### 3. Versenyképesség

**A** különféle reálárfolyamok alapján a magyar gazdaság versenyképessége javuló tendenciát mutatott 1998 első félévében, csak a fogyasztói árindex alapú reálárfolyam jelzett még mindig enyhe reálfelértékelődést az előző év azonos időszakához viszonyítva (januártól júliusig körülbelül 2%). Ez feltehetőleg belül van a külkereskedelmi szektor és a szolgáltató szektor közötti termelékenységkülönbség által indokolt határon,<sup>3</sup> és érdemes felfigyelnünk arra is, hogy a dinamika itt is a reálleértékelődés irányába mutat. A feldolgozóipar belföldi értékesítési árindexén alapuló mutató alapján az első félévében 2% reálleértékelődés következett be, s a javuló dinamika egyenlőre gyorsulni látszik.

A reálárfolyamokban tükröződő reálleértékelődés elsődlegesen annak köszönhető, hogy a keresztárfolyam-változások elensúlyozták a leértékelési ütem csökkentésének hatását, és így a külkereskedelem szerkezetével súlyozott nominális árfolyamindex leértékelődése a tavalyi évhez hasonló mértékű volt. Ezzel egyidőben a belföldi árindexek mérséklődése meghaladta legfontosabb kereskedelmi partnereinknél bekövetkezett inflációcsökkenést.

Mivel a bruttó kibocsátás és a hozzáadott érték növekedése becsléseink szerint jelentős, 7%-os különbséget mutat a feldolgozóiparban, óvatossággal kell értékelnünk a bruttó kibocsátással számított **fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam** közel 9%-os reálleértékelődését. Figyelmet érdemel az a tény, hogy a tavalyi év végén romlásnak indult **hozzáadott érték alapú mutató is javul, az első félévében közel 2%-ot.**

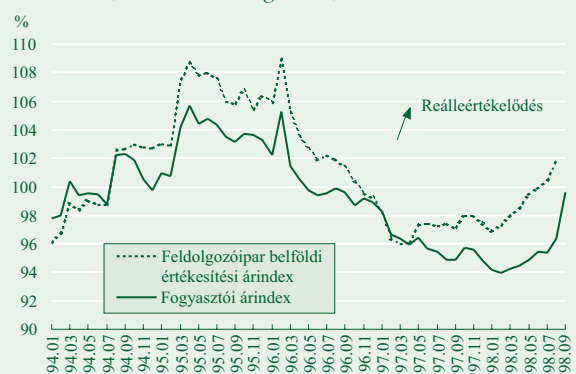
A magyar termelők piaci pozíciójának értékelése során tekintetbe kell vennünk azt is, hogy 1997 őszétől az ázsiai, 1998 augusztus végétől pedig az orosz válság gyakorolt olyan kedvezőtlen hatást a külpiaci folyamatokra, illetőleg a magyar termékek versenyképességére, amelyet a reálárfolyam-mutatók nem tükröznek.

#### 3.1 Az ázsiai válság hatása

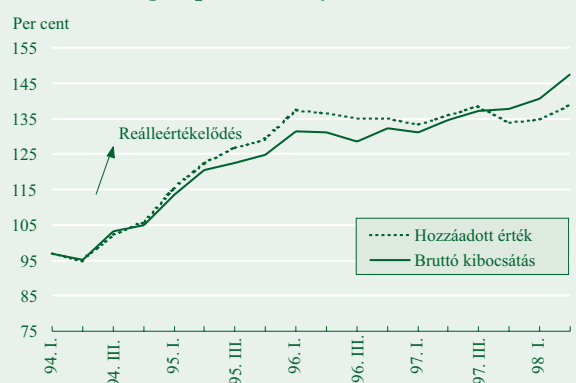
Magyarország közvetlen exportja szempontjából a válságba került régió viszonylag kis szerepet játszik. A fejlettebb dél-kelet ázsiai országok még Kínával együtt is a magyar export kevesebb, mint 1 százalékát jelentik. Az importban ezen országok szerepe már jelentősebb. Csak a krízisbe került gazdaságok a magyar importból 2,5%-kal részesednek, s Kínával, illetve a fejlettebb ázsiai országokkal együtt ez a részarány már közel 6%. Mivel ez a nagy-

<sup>3</sup> A közgazdasági szakirodalomban – nem teljesen precízen fogalmazva – egyensúlyi reálfelértékelődésnek nevezik azt a mértéket, amely mellett a versenyképesség változatlan. Ez a jelenség a fejlődő országoknak a fejlettekhez történő felzárkózása kapcsán ismert és empirikusan is alátámasztott. Lényege, hogy mivel a gazdasági fejlődés nyomán általában gyorsabb a technológiai haladás – termelékenységnövekedés – a külkereskedelmi javakat gyártó szektorban, mint a szolgáltató szektorban, a szolgáltatások árának növekedése a külkereskedelmi javakhoz képest szükségszerű, ha a termelők ott is azonos profitabilitást akarnak. Ez azért van így, mert a bérek ütemkülönbségének eltérése általában nagyságrendileg kisebb, mint amekkora termelékenységkülönbség lehet a két szektor között. A jelenség egyébként Magyarország esetében is relevánsnak tűnik.

**Fogyasztói árindexen és a feldolgozóipar belföldi értékesítési árindexén alapuló reálárfolyam, 1994=100 (szezonálisan kiigazított)**



**Bruttó és nettó kibocsátással számított fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam, 1994=100**



**A fejlettebb ázsiai országok bilaterális kapcsolatai a magyar gazdasággal**

1997-ben száza- lékos részesed- és a magyar	Az 5 krízisbe ke- rült ország*	Kína	Maradék Ázsia**	Összesen
Exportból	0,33	0,08	0,28	0,70
Importból	2,49	1,36	1,98	5,83

Forrás: OECD

\* Korea, Malajzia, Fülöp-szigetek, Thaiföld, Indonézia.

\*\* Kína, Tajvan, Hong Kong, Szingapúr.

**A fejlettebb ázsiai országok részesedése a fejlett országok exportjából**

	Az 5 krízisbe ke- rült ország*	Kína	Maradék Ázsia**	Összesen
EU	6,5	2,3	6,4	15,2
USA	8,4	1,9	7,9	18,2
Japán	19,6	5,3	17,5	42,4

Forrás: OECD

\* Korea, Malajzia, Fülöp-szigetek, Thaiföld, Indonézia.

\*\* Kína, Tajvan, Hong Kong, Szingapúr.

**A fejlettebb ázsiai országok részesedése a fejlett országok importjából**

	Az 5 krízisbe ke- rült ország*	Kína	Maradék Ázsia**	Összesen
EU	6,5	4,5	6,1	17,1
USA	8,6	6,7	7,6	22,9
Japán	16,5	11,6	7,1	35,2

Forrás: OECD

\* Korea, Malajzia, Fülöp-szigetek, Thaiföld, Indonézia.

\*\* Kína, Tajvan, Hong Kong, Szingapúr.

**A külföldi régiók jelentősége Magyarország feldolgozóipari exportpiaci versenyé szempontjából**

Fejlett országok	Ázsia Japán nélkül	Közép-Európa*	Egyéb országok
84,1	7,3	4,9	3,7

\* Csehország, Horvátország, Lengyelország, Szlovákia, Szlovénia.

**Részesedés az EU importjából**

	Oroszország	Oroszország és Ukrajna
1997	1,6	1,7

ságrend sem számottevő, az ázsiai válság közvetlen reálgazdasági hatásai nem túl jelentősek a magyar gazdaságra nézve.

A reálgazdasági folyamatok elemzésénél sem szabad azonban megállnunk a közvetlen hatásoknál. A dél-kelet ázsiai országok jelentős része igen szoros kapcsolatban áll a fejlett országok Magyarországgal szempontjából fontos piacaival. A drasztikus mértékben (30–40%-kal) leértékelődött országok részesedése az EU importból több mint 6%, figyelembe véve Kínát és a többi délkelet-ázsiai országot is pedig közel 20%. Ezek a számítások azt mutatják, hogy bár a bilaterális kapcsolataink ezen országokkal gyengék, a külpiacon versenyen keresztül jelentős versenytársaink, mivel a fejlett országok importjának meghatározó tényezői.

A magyar termékek a világpiacon körülbelül 7%-ban ázsiai termékekkel versenyeznek.<sup>4</sup> Ez a becslés az eddig elemzett ázsiai országok mellett, a Közel-Kelet kivételével, a többi exportáló ázsiai országot is tartalmazza, így némileg torzított lehet. Mivel azonban egyértelműen az előbb vizsgált országok határozzák meg ennek a régióknak a külkereskedelmét, a becsléssel mégsem állunk távol a valóságtól. A fenti számítások tehát azt támasztják alá, hogy érdemes odafigyelnünk ennek a régióknak a fejleményeire. Bár a jelentősen leértékelődött, krízisbe került országok a fenti csoportnak csak egy részét adják, a leértékelés által keletkezett versenyelőnyük<sup>5</sup> mégis számottevő befolyást gyakorolhat a magyar termékek exportértékesítési lehetőségeire. Ennek annál nagyobb a valószínűsége, minél közelebbi helyettesítők a magyar és a délkelet-ázsiai termékek. Mivel a krízisbe került országok alapvetően feldolgozóipari termékeket exportálnak, s a magyar export több mint 80%-át feldolgozott, illetve gépipari termékek teszik ki, a válság versenyképességre gyakorolt hatása nem elhanyagolható.

**3.2 Az orosz válság hatása**

Az orosz válság versenyképességre gyakorolt, esetleges negatív hatása inkább közvetlenül jelentkezik. Az orosz gazdaság, illetőleg tágabb értelemben a FÁK<sup>6</sup> részesedése az EU-importban minimális.

Ez azt jelenti, hogy a magyar termékek a fontos külföldi piacokon csak csekély mértékben versenyeznek orosz termékekkel. Ráadásul a magyar exportcikknek igen tökéletlen helyettesítői az orosz kivitelnek, hiszen ez utóbbit főleg olaj, földgáz és egyéb nyersanyagok jelentik. A bilaterális kapcsolatok súlya az előbbieknél már jóval jelentősebb: az orosz export a magyar behozatal közel 10 %-át teszi ki, az export részaránya viszont ennél számottevően alacsonyabb.

Mivel az Oroszországból származó hazai import körülbelül 75%-a energia, illetve nyersanyag (ami az orosz gazdaság alapvető exportterméke és dollárban árazódik), nem valószínű, hogy az orosz gazdaság vagy valuta helyzete számottevő befolyást

<sup>4</sup> A kalkuláció úgy készült, hogy a magyar exportszerkezettel besúlyoztuk a fenti régiók piacszerkezetét.

<sup>5</sup> A nominális leértékelődés nem jelent azonos mértékű versenyelőnyt, hiszen az árfolyam hatása jelentős mértékben begyűrűzik a belföldi árakba, illetve költségekbe is. Empirikus tapasztalatok szerint minél nagyobb mértékű a nominális árfolyam megváltozása, egy 1%-os árfolyamváltozás annál inkább átgyűrűzik a belföldi árakba.

<sup>6</sup> Oroszországon és Ukrajnán kívül az EU kereskedelmi kapcsolatai a volt FÁK-országokkal minimálisak.

gyakorolna rá. Az oroszországi behozatal további 20%-át kitevő feldolgozott termékek kategória is döntően viszonylag alacsony feldolgozottságú cikkeket, 63%-ban különféle színesfémeket, tartalmaz.

A magyar exportértékesítésében a válság tartós fennmaradása komolyabb gondokat okozhat. Az orosz exporttermékekkel ellentétben, az Oroszországba irányuló magyar kivitel körülbelül 55%-át gépek (járművek: autóbusz, személygépkocsi), illetve feldolgozott termékek (gyógyszeripari, elektromos cikkek) adják, amelyek, lévén túlnyomórészt tartós fogyasztási javak, igen nagy rugalmassággal reagálnak a gazdaság állapotára. Bár az oroszországi magyar export körülbelül harmadát kitevő élelmiszerek jövedelemrugalmassága relatíve jóval alacsonyabb, mint a tartós fogyasztási cikkeké, az orosz pénzügyi rendszer válsága gyakorlatilag bármilyen oda irányuló termékforgalmat jelentősen visszavethet.

Fokozza a problémákat, hogy a magyar exporttermékek hazai hozzáadott értéke feltehetőleg viszonylag jelentős (élelmiszerek, Ikarus buszok), tehát nem pusztán közvetítői kereskedelemről van szó. Ennek következtében az orosz válság elhúzódása közvetlenül is károkat okozhat a magyar gazdaságnak.

#### Oroszország és a FÁK súlya a magyar külkereskedelemben

1997-ben százalékos részesedése a magyar	%	
	FÁK	Oroszország
Exportból	7,2	5,0
Importból	11,3	9,6

#### Termékszerkezet alakulása a magyar külkereskedelemben

	%			
	Importszerkezet		Exportszerkezet	
	1995	1997	1995	1997
Élelmiszerek, ital dohány	0,2	0,2	47,1	36,6
Nyersanyagok	5,9	5,1	3,7	8,6
Energiahordozók	63,6	69,5	0,4	0,3
Feldolgozott termékek	22,3	19,8	23,9	29,9
Gépek	8,1	5,3	24,9	24,6
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0

# V. A külső egyensúly

Megtakarítási és felhalmozási ráták a GDP %-ában  
(folyó áron)

Megnevezés	%			
	1995 I. félév	1996 I. félév	1997 I. félév	1998 I. félév
<b>Bruttó hazai termék</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
+fizetési mérleg nettó jövedelem átutalások	-4,4	-3,8	-3,1	-4,5
+viszonytalan átutalások	2,7	2,3	1,7	2,1
<b>Rendelkezésre álló jövedelem</b>	<b>98,3</b>	<b>98,5</b>	<b>98,6</b>	<b>97,6</b>
-háztartások	83,0	83,1	81,5	81,1
-államháztartás	7,8	9,7	12,0	10,5
-vállalkozások	7,4	5,6	5,0	6,0
<b>Nemzetgazdaság végső fogyasztása</b>	<b>84,1</b>	<b>80,8</b>	<b>79,8</b>	<b>79,0</b>
-háztartások fogyasztása	71,8	69,4	68,4	67,9
-közösségi fogyasztás	12,4	11,5	11,4	11,2
<b>Bruttó megtakarítás</b>	<b>14,1</b>	<b>17,7</b>	<b>18,7</b>	<b>18,5</b>
-háztartások megtakarítása	11,2	13,8	13,1	13,2
-államháztartás megtakarítása	-4,5	-1,7	0,6	-0,7
-vállalati megtakarítás	7,4	5,6	5,0	6,0
<b>Nettó tőketranszfer</b>				
-háztartások	0,7	0,5	0,2	-0,1
-államháztartás	-1,5	-1,2	-1,3	-0,9
-vállalat	0,8	0,6	1,2	1,0
<b>Felhalmozások</b>	<b>21,3</b>	<b>20,6</b>	<b>22,0</b>	<b>23,5</b>
-háztartások beruházása	6,1	5,8	6,1	5,7
-államháztartás beruházása	2,1	2,3	3,0	3,0
-vállalati beruházás és készletfelhalmozás	13,0	12,5	12,9	14,8
<b>Nettó megtakarítás</b>	<b>-7,1</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,3</b>	<b>-5,0</b>
-háztartások megtakarítása	5,8	8,5	7,1	7,4
-államháztartás megtakarítása	-8,2	-5,2	-3,7	-4,6
-vállalati megtakarítás	-4,8	-6,2	-6,7	-7,8

\* A vállalati finanszírozás kapacitásának alakulását a jövedelem elszámolásból maradékelven számítottuk. A szezonális ingadozások miatt a táblázatban megadott számok abszolút nagysága nem értelmezhető, a folyamatokat az előző félévhez viszonyított elmozdulás tükrözi.

## 1. A nettó megtakarítói pozíció

A nettó megtakarítói pozíció a gazdasági növekedés fenntarthatóságának, a makrogazdasági egyensúly alakulásának legfontosabb mutatója.

A nettó megtakarítói pozíciót a GDP-elszámolásokban a folyó fizetési mérleg pozíciónak is nevezik. Felhívjuk a figyelmet, hogy a GDP esetében a külkereskedelem mérése eredményszemléletet közelítő, míg a fizetési mérlegben pénzforgalmi szemléletű adatok jelennek meg. Az adatok statisztikai forrása is részben eltérő, a termékgazdaságra vonatkozóan a GDP-ben vámstatisztikai adatok, a fizetési mérlegben kereskedelmi bankstatisztikai adatok szerepelnek. Ebből eredően a két mutató között – a mérési hibán túl – időbeli eltolódásból és egyéb statisztikai okokból fakadó különbségek lehetnek.

A gazdasági növekedés kiteljesedése és a belföldi felhasználás gyorsabb bővülése a GDP arányos nettó megtakarítói pozíció romlásával járt együtt. Míg a nemzetgazdaság bruttó megtakarításainak GDP-hez viszonyított aránya nem változott az előző év első félévéhez képest, **a növekvő felhalmozási kiadások miatt a reálgazdaság külföldi forrásigénye 1,7%-kal emelkedett.** Mivel a GDP termelése, a jövedelmek és a beruházási kiadások alakulása is jelentős, és egymástól eltérő szezonális ingadozást mutat, az éven belüli GDP arányos mutatószámok nem tükrözik jól az ország nettó finanszírozási kapacitásának alakulását. A szezonális ingadozások figyelembevételével az 1998. első félévi folyó jövedelmek és kiadások alapján mért 5%-os GDP arányos deficit éves szinten – az előző évi 1,5%-ot meghaladó – 3% körüli nettó külföldi forrásigénynek felel meg.

A külföldi forrásigény növekedése három tényezőre vezethető vissza: **a külföldiek profitrepatriálása nőtt, míg mind a vállalkozások, mind az államháztartás nettó megtakarításai csökkentek.**

A GDP arányos rendelkezésre álló jövedelem az előző év azonos időszakához viszonyítva csökkent. Ennek oka a magángazdaság külföldre történő kamatfizetéseinek és a repatriált osztaléknak a növekedése. Az osztalék jellegű jövedelmek kiáramlása lényegesen meghaladta a korábbi időszakot. A jövedelemtranszfer növekedése a magángazdaság külföldi adósságának gyarapodása, illetve a korábbi években megvalósított működőtőkebefektetések eredményeként várt normális folyamat.

A magánszektor és az államháztartás nettó megtakarításainak csökkenése körülbelül egyforma mértékben járult hozzá a folyó fizetési mérleg romlásához.

A magánszektoron belül a háztartások és a vállalkozások eltérő viselkedést mutattak.

A háztartások rendelkezésre álló jövedelme a GDP-nél kisebb mértékben növekedett. A rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyítva a fogyasztás, illetve a bruttó megtakarítás aránya nem

változott. A lakossági beruházások csökkenése miatt a lakossági szféra GDP arányos nettó megtakarítása növekedett, de a lakossági beruházás csökkenése háttérben főként átmeneti tényezők álltak, például a lakásépítésekhez kapcsolódó ÁFA-visszaigénylési lehetőség 1999-től való bevezetése.

**A vállalkozások viselkedése az üzleti ciklusnak megfelelően alakult.** A javuló jövedelmezőség ellenére 1997-ben még némi óvatosság és kivárás volt megfigyelhető a vállalkozásoknál, amelynek hatására csak mérsékelten nőtt a nettó megtakarításuk. 1998-ban a vállalkozások valószínűleg optimistán módosították növekedési várakozásaikat. Mivel a beruházási tevékenységet általában nem a tényleges, sokkal inkább a várható profitkilátások befolyásolják, a gazdasági kilátások javulása felgyorsította a vállalkozások beruházási aktivitását. A vállalatok nettó megtakarításainak nem szándékolt csökkenéséhez az első félévben megnövekedett készlet szint is hozzájárult. **Mivel a felhalmozás megugrását a folyó jövedelmek növekedése nem tudta követni, a vállalatok nettó megtakarítása a GDP 1,1%-ával csökkent.**

**Az államháztartás nettó megtakarítása jelentősen, a GDP 0,9%-ával csökkent.** Figyelembe véve, hogy eközben az államháztartás beruházásai a GDP százalékában nem nőttek és tőketranszferei csökkentek, az államháztartás a fellendülés miatt ciklikusan gyorsuló bevételeinél is nagyobb mértékben növelte folyó kiadásait.

## 2. Külső finanszírozás

A fizetésimérleg-statisztika szerint a folyó fizetési mérleg hiánya az első félévben 192 milliárd forint (905 millió dollár) volt.

**A folyó fizetési mérleg megnövekedett hiányát az első félévben nem fedezte a nem adósságeneráló tőkebeáramlás** (a tulajdonosi hitelek nélkül vett működőtőke-beáramlás és a külföldiek tőzsdéi részvénybefektetései), de ez nem járt együtt a nettó devizaadósság növekedésével, mivel a forint állampapírokba beáramló portfólióbefektetés lényegesen meghaladta a fizetési mérleg hiányának nem adósságeneráló finanszírozás feletti részét.

A nem-adósságeneráló tőketételek közül a működőtőke-beáramlás a tavalyival megegyező nagyságrendű volt, miközben nőtt a rezidensek működőtőke-kihelyezése. A részvényekbe történő befektetés növekedése 215 millió dollár volt, amelyből 166 millió dollárt tett ki a privatizációs bevétel. E tételtől eltekintve a külföldiek részvényvásárlása erőteljesen ingadozott: az első négy hónapban tőkebeáramlás, május–júniusban tőkekiáramlás figyelhetünk meg.

Az MNB és a kormányzat a devizában denominált hitelforgalomban együttesen 1,2 milliárd dollár erejéig nettó hiteltörlesztő volt. Ezzel azonos nagyságrendű, tehát 1,2 milliárd dollár forrásbevonás zajlott a forintban denominált állampapírok piacán.

A **magánszektor nettó hitelfelvétele** 850 millió dollárt tett ki. A vállalati szektor 350 millió dollár nagyságrendben nettó kihelyező volt külföld felé. A hitelintézetek 1,2 milliárd dollár forrásbevonása 200 millió dollár külföldi követelés-csökkenésből és 1 milliárd dollár nettó hitelfelvételből adódott. A hitelfelvételből

A folyó fizetési mérleg legfontosabb tételei a fizetési mérleg statisztika alapján

	Millió USD		
	1996. I. félév	1997. I. félév	1998. I. félév
<b>Áruk, egyenleg</b>	<b>-659</b>	<b>-960</b>	<b>-695</b>
Export	7818	9 379	9 784
Import	8477	10 339	10 479
<b>Szolgáltatások</b>	<b>562</b>	<b>492</b>	<b>309</b>
Tőkebefektetések jövedelmei	-816	-645	-959
ebből: adóssághoz kapcsolódó	-697	-483	-541
ebből: nem adóssághoz kapcsolódó	-119	-163	-418
<b>Viszonytalan folyó átutalások</b>	<b>513</b>	<b>350</b>	<b>440</b>
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege</b>	<b>-934</b>	<b>-763</b>	<b>-905</b>

## A folyó fizetési mérleg finanszírozása

	Millió USD		
	1997. jan.–jún.	1998. jan.–jún.	Változás, millió USD
Magyar Nemzeti Bank	-864	-2316	-1452
– Portfólióbefektetések, egyenleg	-909	42	951
– Egyéb befektetések, egyenleg	-692	-933	-240
– Nemzetközi tartalékok változása, egyenleg*	737	-1425	-2163
Kormányzat	331	965	633
– Portfólióbefektetések, egyenleg	335	1199	864
– Egyéb befektetések, egyenleg	-4	-235	-231
Hitelintézetek	236	1183	946
– Portfólióbefektetések, egyenleg	-49	-32	17
– ebből tulajdonv-t megt. ép-k, egyenleg	-1	-10	10
– Egyéb befektetések, egyenleg	285	1214	929
Vállalati szektor	-88	-150	-62
– Portfólióbefektetések, egyenleg	80	203	123
– ebből tulajdonv-t megt. ép-k, egyenleg	164	226	63
– Egyéb befektetések, egyenleg	-168	-353	-185
Közvetlen befektetések, egyenleg	724	860	136
– Magyarországon, egyenleg	832	951	119
– tulajdonviszonyt megt. ép-k, egyenleg	709	694	-14
– tulajdonosi hitelek, egyenleg	123	257	133
– Külföldön, egyenleg	-108	-91	18
– tulajdonviszonyt megt. ép-k, egyenleg	-108	-154	-46
– tulajdonosi hitelek, egyenleg	-1	63	64
Tőke mérleg, egyenleg	41	104	63
<b>Specifikált finanszírozás</b>	<b>381</b>	<b>645</b>	<b>265</b>
Tévedések és kihagyások, egyenleg	382	259	-122
<b>Teljes finanszírozás</b>	<b>763</b>	<b>905</b>	<b>142</b>
<b>Folyó fizetési mérleg hiánya</b>	<b>763</b>	<b>905</b>	<b>142</b>

\*/(+)= csökkenés, (-)= növekedés

## A devizában denominált adósság- és követelésállomány

	Milliárd USD		
	1997	1998. jún.	Változás
<b>Bruttó külső adósság</b>	<b>21,7</b>	<b>21,1</b>	<b>-0,6</b>
Portfóliótartozások	10,0	9,9	-0,1
– Közép- és hosszú lejáratú	9,4	9,2	-0,3
– Rövid lejáratú	0,6	0,8	0,2
Egyéb tartozások	11,7	11,2	-0,5
– Közép- és hosszú lejáratú	8,4	7,1	-1,3
– Rövid lejáratú	3,3	4,1	0,8
<b>Bruttó külső követelések</b>	<b>12,4</b>	<b>13,7</b>	<b>1,3</b>
Nemzetközi tartalékok	8,4	9,6	1,2
Portfóliókövetelések	0,1	0,2	0,0
– Közép- és hosszú lejáratú	0,1	0,1	0,0
– Rövid lejáratú	0,1	0,1	0,0
Egyéb követelések	3,8	3,9	0,1
– Közép- és hosszú lejáratú	1,3	1,4	0,1
– Rövid lejáratú	2,6	2,6	0,0
<b>Nettó külső adósság</b>	<b>9,3</b>	<b>7,3</b>	<b>-1,9</b>

## A külső adósságállomány fő adósk szerint

	1997		1998. jún.		Változás	
	milliárd USD	%	milliárd USD	%	milliárd USD	%
<b>Bruttó adósság*</b>	<b>21,7</b>	<b>100,0</b>	<b>21,1</b>	<b>100,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>-</b>
MNB és kormányzat	13,4	61,9	12,1	57,2	-1,4	-4,7
– MNB	11,8	54,3	10,7	51,0	-1,0	-3,4
– Kormányzat	1,6	7,5	1,3	6,2	-0,3	-1,3
Magánszektor	8,3	38,1	9,0	42,8	0,8	4,7
– Hitelintézetek	4,5	20,9	5,5	26,2	1,0	5,3
– Vállalati szektor	3,7	17,2	3,5	16,6	-0,2	-0,6
<b>Nettó adósság**</b>	<b>9,3</b>	<b>100,0</b>	<b>7,3</b>	<b>100,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-</b>
MNB és kormányzat	4,4	47,1	1,9	25,3	-2,5	-21,7
– MNB	3,3	35,8	1,1	14,6	-2,3	-21,3
– Kormányzat	1,0	11,2	0,8	10,8	-0,3	-0,5
Magánszektor	4,9	52,9	5,5	74,7	0,6	21,7
– Hitelintézetek	2,0	22,0	3,1	41,6	1,0	19,6
– Vállalati szektor	2,9	30,9	2,4	33,1	-0,4	2,1

\* Csak konvertibilis devizákban.

\*\* Devizában denominált, tulajdonosi hitelek nélkül.

800 millió dollár rövid lejáratú forrásbevonás volt. Tovább csökkent a nem specifikált forrásbevonás (NEO) szerepe a finanszírozásban (260 millió dollár).

Mindezek eredményeképpen a nemzetközi tartalékok 1,2 milliárd dollárral nőttek az első félévben.

## A devizában denominált külső adósság alakulása

1998 első felében a korábbi időszakokban megfigyeltnél enyhébb mértékben ugyan, de folytatódott a külfölddel szembeni devizaadósság csökkenése. A bruttó külső devizaadósság 0,6 milliárd dollárral alacsonyabb volt az 1997. év végénél. Mivel a külfölddel szembeni követelésállomány – döntően a nemzetközi tartalékok emelkedése miatt – 1,3 milliárd dollárral nőtt, a nettó külső devizaadósság 1,9 milliárd dollárral mérséklődött, az elmúlt két évtizedben a legalacsonyabb értékét, 7,3 milliárd dollárt tett ki.

1998-ban folytatódott az a tendencia, hogy a külső devizaadósság mind nagyobb hányada terheli a magánszektor. A nettó külső devizaadósság háromnegyede a hitelintézeti, illetve a vállalkozói szektort érinti. (Ez nemcsak a magánszektor megnövekedett külföldi forrásbevonásának, hanem – elsősorban – az MNB és a kormányzat nettó törlesztéseinek, illetve az MNB esetében a nemzetközi tartalékok növelésének is az eredménye). A bruttó külső devizaadósság 57%-a szerepel még az MNB és a kormányzat könyveiben. Figyelemre méltó, hogy valójában csak a hitelintézetek külföldi pozíciója romlik, a vállalkozói szektoré ezzel szemben kifejezetten javuló.

# VI. Tőkepiacok

## 1. Állampapírok kibocsátása és másodpiaci forgalma

### 1.1 Nettó és bruttó állampapír-kibocsátás

A költségvetési szektor nettó finanszírozási igénye 1998 első hat hónapjában 250,2 milliárd forint volt. Ebben az időszakban összesen 768,4 milliárd forint összegű forintpiaci állampapír és hitel törlesztésére került sor, melyből 505,6 milliárd forintot a diszkont kincstárjegyek, 114,1 milliárd forintot a kamatozó kincstárjegyek, 128,5 milliárd forintot az államkötvények, 11,1 milliárd forintot a belföldi hitelek és 5,5 milliárd forintot a devizában fennálló hitelek visszafizetésére fordított az Államadósság Kezelő Központ. Az év első felében a forintpiaci bruttó kibocsátás összege 1087,2 milliárd forintot tett ki, melynek nagyobbik része (553,7 milliárd forint) diszkont kincstárjegyek, 194,6 milliárd forint a kamatozó típusú kincstárjegyek és 338,9 milliárd forint államkötvények értékesítéséből állt. 1998 első felében a nettó állampapír-piaci kibocsátás 339,0 milliárd forintra rúgott, a nettó kibocsátás az egész időszak során egyenletesen növekedett. 1997 azonos időszakához képest a kötvények nettó piaci kibocsátása több mint 59%-kal, a kamatozó típusú kincstárjegyek nettó kibocsátása pedig 71%-kal emelkedett. A diszkont kincstárjegyek nettó kibocsátása az előző év azonos időszakának mennyiségi szintjén maradt, így a folyó deficit finanszírozását az előző két instrumentum teremtette meg. A nettó kötvényeladás emelkedése egyrészt az első félévben lebonyolított államkötvény-visszavásárlások vártnál alacsonyabb mértékének köszönhető, másrészt annak a törekvésnek, hogy az állampapír-piaci hozamok csökkenésével párhuzamosan emelkedjen azon finanszírozási források részaránya, melyek az adósság-állomány átlagos hátralévő futamidejét növelik.

Az 1998 első felében, kizárólag nyilvánosan forgalomba hozott, bruttó 338,9 milliárd forint értékű államkötvény-mennyiség az 1997. második félévinek közel másfélszerese. Így az államkötvények aránya az összes kibocsátott állampapírhoz viszonyítva az 1997 második félévére vonatkozó 24,4%-ról 31,2%-ra nőtt, ezzel együtt még mindig nem érte el az 1997. első félévi arányt. Azaz a dinamikus növekedés valójában csak egy korrekciónak tekinthető az 1997 második félévi – a hosszú hozamok akkori emelkedésével összefüggő – alacsony arányhoz képest.

1998 első felének második felében került sor a Magyarországon még teljesen új konstrukciónak számító tőkeindexált államkötvény kibocsátására. A 7 éves futamidejű, a fogyasztói árindex infláció alakulását ex post indexáló államkötvény iránt még

Piaci értékesítésű bruttó állampapír-kibocsátás félévente

	1997. I. félév		1997. II. félév		1998. I. félév	
	milliárd forint	%	milliárd forint	%	milliárd forint	%
Államkötvény	315,66	33,08	229,55	24,44	338,91	31,17
Diszkont kincstárjegy	528,36	55,36	571,86	60,90	553,65	50,93
Lakossági kincstárjegy	110,35	11,56	137,65	14,66	194,6	17,93
Összesen	954,37	100,00	939,06	100,00	1087,18	100,00

Nettó állampapír-kibocsátás félévente

	1997. I. félév		1997. II. félév		1998. I. félév	
	milliárd forint	%	milliárd forint	%	milliárd forint	%
Államkötvény	131,85	57,97	99,59	50,10	210,42	62,07
Diszkont kincstárjegy	48,32	21,25	30,24	15,22	48,03	14,17
Lakossági kincstárjegy	47,25	20,78	68,95	34,68	80,57	23,77
Összesen	227,42	100,00	198,78	100,00	339,02	100,00

nem számottevő a befektetői érdeklődés, ami elsősorban azzal függ össze, hogy Magyarországon még csak a közelmúltban alakult ki jelentősebb életjáradék-piac, s a biztosítási elven működő befektetői intézmények még a tőkefelhalmozás időszakában tartanak. *A tőkeindexált államkötvény jelentőségét a jegybank azonban látja, hogy a konstrukció hozzájárul az antiinflációs monetáris politika hitelességének növeléséhez* (hiszen a magasabb infláció drágábbá tenné ezt a finanszírozási forrást), illetve a kötvény jövőbeni másodpiaci áralakulása jó jelzéseket adhat a befektetők inflációs várakozásainak mindenkori alakulásáról az adósságkezelő szervezet és a pénzügyi szereplők számára.

Az első félév során kibocsátott államkötvények elsődleges értékesítésének befektetői szektoronkénti megoszlása szerint az elsődleges forgalmazók és a hitelintézetek 72,8%-os, illetve 17,8%-os részesedése volt a meghatározó. Az értékpapír-forgalmazó cégek nagy arányú saját számlás vásárlásai az elsődleges forgalmazókra vonatkozó feltételrendszerből adódnak, mivel a forgalmazói rendszerben való részvételük alapfeltétele a fél-évenkénti 2%-ban előírt vásárlási kötelezettség teljesítése. Az ÁKK a kibocsátott állampapír-állomány egy részét azonban továbbra is saját számláján helyezi el, miáltal a Magyar Államkincstárhoz tartozó állampapír-értékesítési fiókhálózatban a forgalmazás biztosítására, valamint az elsődleges forgalmazói rendszer likviditási igényeinek kiszolgálására törekszik.

Az Államadósság Kezelő Központ az állampapírok másodpiaci likviditásának növelése érdekében 1998 elejétől új emissziós technikát alkalmaz, amelynek lényege a kibocsátott sorozatok növelése. Ennek a kibocsátási stratégiának az lehet a következménye, hogy az államkötvények lejáratkor egyszerre nagy összegű törlesztés lesz esedékes. A nagy lejáratok megújítási kockázatot jelenthetnek, és a pénzügyi likviditásának jelentős ingadozása által fokozhatják a piaci árak változékonyságát. Ezt a hatást mérsékelheti, ha az államadósság kezelő szervezet kialakítja az állampapírok lejárat előtti visszavásárlásának prudenциálisan is szabályozott rendszerét. A visszavásárlások során a kibocsátó a lejárat időpontja előtti hónapokban az adott állampapírt több alkalommal kisebb csomagokban megvásárolja a piaci szereplőktől, oly módon, hogy azok akkor az éppen újonnan kibocsátott állampapírokra átcserélhetők. Így több részletben jár le az eredetileg nagy összegben kibocsátott állampapír, csak kisebb zavart okozva ezzel az állampapírpiacra és mérsékelt kockázatot jelentve mind a befektetőnek, mind a kibocsátónak. A visszavásárlási művelet a lejáratot megelőző 1–5. hónapban történik az elsődleges forgalmazók részvételével. 1998 első hat hónapjában 18,5 milliárd forint értékben került sor még nem lejáratú államkötvény visszavásárlásra. A lejárat előtti eladás eszközével az ÁKK által a vártnál kisebb mértékben éltek a befektetők, ami a nettó állampapír-piaci kibocsátás átmeneti növekedéséhez vezetett. A vártnál alacsonyabb igénybevétel oka az lehet, hogy 1998 júniusáig nem került sor a visszavásárlások feltételrendszerének teljes körű szabályozására.

1998 első félévében 553,7 milliárd forintnyi diszkont kincstárjegyet sikerült értékesíteni, ami nominálisan 4%-os emelkedést mutatott az 1997 azonos időszakában kibocsátott mennyiséghez képest. Az összes állampapír-értékesítés 51%-át tette ki a diszkont kincstárjegyek részaránya. A lejárat szerinti összetétel eltolódása tovább tart a 3 hónapnál hosszabb lejáratú diszkont papírok irányába, melyek a diszkont kincstárjegy összkibocsátás

74%-át is meghaladták. 1998 első hat hónapja során a 3 hónapos papírok részaránya 22% volt, míg a 6 hónapos diszkont kincstárjegyeké közel 36%-ot, a 12 hónaposaké pedig több mint 38%-ot tett ki. 1998. június végétől változott a diszkont kincstárjegyek kibocsátási szerkezete: az 1 hónapos futamidejű diszkont kincstárjegyek utolsó aukciója 1998. június 30-án volt, ekkortól az ÁKK megszüntette a papír értékesítését.

A lakossági értékesítést célzó kincstárjegyek a teljes állampapír-értékesítés összegének 18%-át tették ki, ami az 1997 első félévéhez képest a részesedés közel 7 százalékpontos növekedését jelenti. 1998. június végétől jegyezhető a közvetlenül a lakosságnak értékesített, 3 éves futamidejű állampapír, a Kincstári Takarékkötvény. A hosszabb távú lakossági megtakarítás bevonását célzó konstrukció lépcsős kamatozású, amelynek kifizetése a tőkével egy összegben, a visszaváltáskor esedékes.

## 1.2 Másodpiaci forgalom

A másodpiacon 1998. első félévében is a piac mélységének dinamikus növekedése volt megfigyelhető. A másodpiaci forgalom alakulásáról a BÉT forgalmi adataiból és a KELER OTC-forgalom nyilvántartásából nyerhetünk képet. Az ábra a másodpiaci e két szegmensén zajló forgalom összegének alakulását mutatja (mindkét piacon egyszeres számbavétellel).

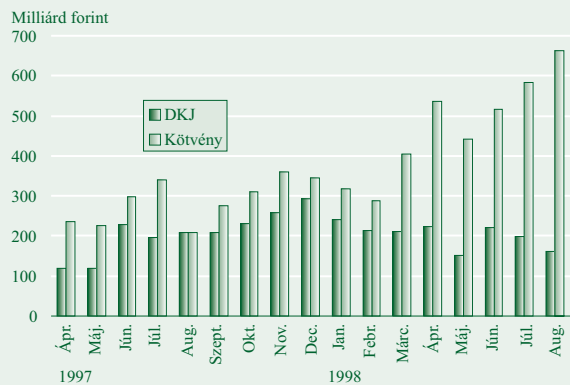
Jól látható, hogy míg a diszkont kincstárjegy forgalom némileg visszaesett, addig a – külföldiek által is vásárolható – államkötvények forgalma rendkívül dinamikusán nőtt. Az első jelentős forgalomművekedés március–áprilisra esett, ami elsősorban a külföldi befektetők megélenkülő vásárlási kedvének volt tulajdonítható. Az augusztusi kiemelkedően magas forgalmat viszont ugyanezen külföldi befektetők – az oroszországi válság, illetve a feltörekvő piacok iránti világméretű bizalomvesztés által kiváltott – eladásai magyarázták.

## 2. Részvénytőkepiac

Az első félévben a BÉT hektikus ingadozásoknak volt tanúja. A BUX index április 23-án 9016 ponttal elérte maximumát, amely január elsejéhez képest 40,7% (dollárban 39%) éves hozamot jelentett. Április utolsó, illetve május első két hetében az index lefelé sodródott, majd egy krachszerű zuhanással május 28-án érte el az első félévi minimumát, 7049 pontot, ami 11,8%-kal (dollárban 16,6%-kal) volt az 1997. évi zárás alatt.

Egyszeres számbavétellel a forgalom 1568 milliárd forint (7,4 milliárd USD) volt az első hat hónap alatt, az átlagos napi részvényforgalom ezen időszak alatt mintegy két és félszeresét érte el az 1997. évi átlagnak. Ez az adat azonban önmagában megtévesztő: a BÉT kapitalizációja az árfolyam-emelkedés, valamint a Matáv-bevezetés miatt drámai mértékben megugrott 1997-ben, azaz a tőzsde likviditásának javulása a forgalomművekedésnél lényegesen kisebb mértékű volt. A BÉT kiemelkedően a leglikvidebb tőkepiac Közép-Kelet Európában, s e tekintetben nem marad le érdemben a legfejlettebb angolszász piacoktól sem. Az első félév során a teljes közép-kelet európai részvényforgalom mintegy 60%-a a BÉT-en zajlott, annak ellenére, hogy a kapitalizációbeli részesedésünk „mindössze” 33%. (Ez utóbbi is

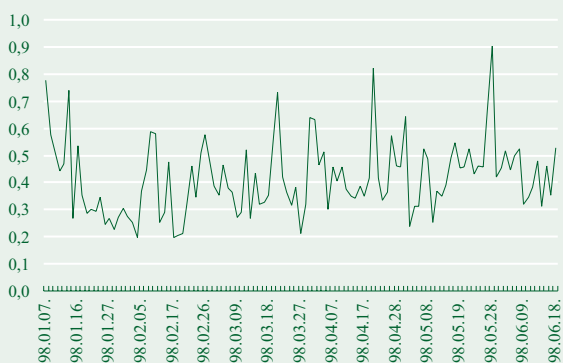
**Állampapírok másodpiaci forgalma, BÉT + KELER OTC**



**A tőkepiaci forgalmi mutatók**

	1995	1996	1997	1998. I. félév
Részvényforgalom, (egyszeresen, milliárd forint)	43,7	245,3	1436,4	1568,0
Részvénypiaci üzletkötések száma	60 851	153 937	478 236	454 490
Átlagos napi kötésszám	244,4	620,7	1936,2	3725,0
Átlagos napi részvényforgalom (millió Ft)	175,3	988,9	515,2	12 852,0
Egy kötésre jutó forgalom (egyszeresen, millió Ft)	0,7	1,6	3,0	3,5
Egy kötésre jutó forgalom (egyszeresen, millió Ft)	249,0	248,0	247,0	122,0
Részvény kapitalizáció az időszak végén, milliárd Ft	327,8	852,5	3 058,4	3 255,1

### Tőzsdei likviditás (napi forgalom a kapitalizáció százalékában)



jóval fölülte van Magyarország közép-kelet európai GDP-ből való részesedésének). Mivel 1998-ban nagyságrendileg kevesebb új bevezetés történt, mint 1997-ben, a kapitalizáció igen jól együtt mozgott a tőzsdei árakkal, s ugyanez mondható el a forintban mért napi forgalomról is, hiszen a likviditás fehér zajnak bizonyult az első félév során. (Az ábrán látható kapitalizációhoz képest kiugróan nagy forgalmú napok jó része egy-egy, többnyire privatizációs blokk kötéshez kapcsolódik.)

1998 első hónapjaiban Lengyelországtól eltérően, a BÉT-en elmaradt a „szokásos” év elejei boom. A január elejéhez viszonyított növekedés azonban megtévesztő: *míg a varsói index két hónap növekedés után is csak márciusra közelítette meg az ázsiai válság előtti szintjét, addig a BUX a november–decemberi portfólióátrendezések következtében december végére már elérte a krach előtti szintet.* A BUX Lengyelországhoz képest relatíve gyengébb első negyedévbéli szereplése tehát nem annak tudható be, hogy Magyarország elvesztette volna a portfólióbefektetők bizalmát, hanem annak, hogy az ázsiai krízis után közvetlen reakcióként oly mértékben megnövekedtek a „biztos menedéknek” számító Magyarország súlyát az abszolút mértékben csökkenő közép-kelet európai portfólióban, hogy az Magyarországot erősen túlsúlyozottá tette a kapitalizációbeli részesedésünkhöz képest.

Lengyelország az elemzők véleménye szerint mintegy egy-két évvel le volt maradva a vállalati átalakulás során, ott 1997/98-ra várták azt a robbanásszerű nyereségességnövekedést, amit a mikroszintű reformok Magyarországon 96/97 során generáltak. Ráadásul Lengyelországban várhatóan 1998-ban sor kerül azokra a blue chip tőzsdei privatizációkra (például telefontársaság), melyek Magyarországon is jelentősen hozzájárultak a tőzsde felpézsdüléséhez. Mindez azt jelenti, hogy a krach után alacsony szinten maradó lengyel részvényeket a várt EPS növekedés alapján alulértékeltnek tekintették. Ezzel szemben szakértői vélemények szerint a magyar vállalatok fundamentumait, illetve az elvárható kockázati prémiumot tekintve a BÉT megfelelően van értékelve, a tőzsdeindex évenkénti megduplázódásának romantikusan vadnyugati időszaka lezárult.

A külföldi és belföldi befektetők passzívabb attitűdje a forgalmi adatokon is tükröződött. Az átlagos napi forgalom január–február során jelentősen alatta volt a decemberinek, amikor a Magyarország javára történő portfólióátrendezés bekövetkezett. A forgalom árfolyamértéke úgy csökkent, hogy az árak valamelyest növekedtek, vagyis a piac likviditása decemberhez képest lényegesen (februárban körülbelül 17%-kal) rosszabb volt.

A második negyedévben az oroszországi krízissel összefüggésben jelentősen romlott a hazai részvénypiac számára releváns nemzetközi környezet, amelyet a továbbra is igen egészséges képet mutató vállalati eredmények sem tudtak kompenzálni. Ez tükröződött a feltörekvő piacok kockázati prémiumában is. A kockázatmentesnek tekintett amerikai államkötvények hozamaival összevetve megállapítható, *hogy április elejétől kezdve a feltörekvő piacok kockázati prémiuma minden bizonnyal az oroszországi krízissel, illetve az elhúzódó ázsiai problémákkal összefüggésben növekedett.*

Ökonometriai tesztekkel is igazolható, hogy a BUX alakulása május közepe és július között drámaian elszakadt a feltörekvő piaci kockázati prémiummal magyarázható tartománytól. A választások miatt ugyanis Magyarország esetében országspecifikus, a

többi feltörekvő piactól független kockázattal is számolni kellett, bár az elemzők rendkívül valószínűtlennek tartották, hogy a választások eredményeképpen olyan kormány alakuljon, amelynek várható tevékenysége következtében a BÉT vállalatának jövőbeli versenyképessége és nyereségessége érdemben romolhatna. Ugyanakkor a befektetők számára releváns kockázati primumot jelentősen emelte, hogy átmeneti aggodalmak merültek fel a leendő kormánykoalíció stabilitásával, illetve a jövőbeli gazdaságpolitika konzisztenciájával kapcsolatban. Sajnálatos módon a magyar dollárkötvények egyikének sincsen olyan transzparens áralakulást biztosító likvid másodpiaca, amelynek segítségével az országspecifikus kockázatot mérni lehetne, de számomra jel mutat arra, hogy ez nem volt elhanyagolható.

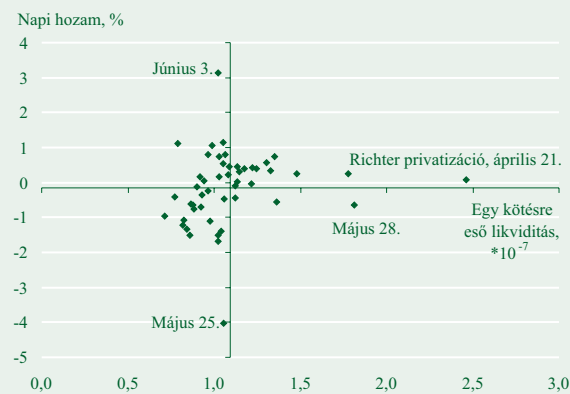
Gyakran felmerült az a kérdés, hogy a külföldi intézményeknek, illetve a hazai kisbefektetőknek milyen részük volt a május végi árfolyam-ingadozásokban. Mivel a forgalom nagyobbik részét a külföldi intézmények generálják, azokon a napokon lehet gyanítani a hazai kisbefektetők relatíve nagyobb szerepét, amikor a likviditás az átlagosnál kisebb, az egy üzletkötésre jutó átlagos kötésmagyság pedig alacsony. Az április 30 – június 15 közötti időszakban az index változása és a forgalom, illetve a likviditás között nem mutatható ki empirikus összefüggés, s az átlagos kötésméretre vonatkozó adatok sem utalnak szignifikáns különbségre a kis- és az intézményi befektetők magatartása között.<sup>1</sup> Az átlagos kötésméretre vonatkozó adatok értelmezésénél ajánlatos némi óvatosság, mivel a brókercégek gyakran egy blokkban, „tömörítve” bonyolítják le a kisbefektetői megbízásokat, ezért e mutatók többnyire felülbecslik a tényleges tranzakciók nagyságát. Ezzel együtt a mutató változásának iránya (feltételezve, hogy e „blokkosítási torzítás” várható értéke állandó) információt szolgáltat a kisbefektetők relatív aktivitásáról.

Augusztus elejétől már teljesen egyértelműen a nemzetközi pénzügyi környezet, elsősorban az oroszországi krízis volt domináns hatással a magyar tőkepiacra. Az orosz jegybanknak ugyan drasztikus intézkedések árán sikerült augusztus közepéig feltartóztatnia a spekulatív támadást, de változatlanok maradtak azok a fundamentális okok, amelyek a támadást kiváltották: nem fenntartható költségvetés, elmaradó strukturális és államháztartási reformok, valamint a fő orosz exportcikknek számító szénhidrogének tartós áresése. Az orosz bankrendszerben – a krízis előtti Dél-Kelet Ázsiához hasonlóan – fedezetlen dollár rövid pozíciók halmozódtak fel, ráadásul a nem kellően szigorú bankfelügyelet, valamint a bankok és nagyvállalatok közti összefonódások miatt a bankrendszer hitelportfóliója is igen rossz minőségű. Emiatt a rubel összeomlása az orosz bankok legnagyobb részét fizetéképtelenséggel határos helyzetbe hozta. Az orosz államháztartás jól láthatóan nem fenntartható pályán mozgott, s amikor a nemzetközi pénzügyi környezet s a bankrendszer összeomlása miatt a belföldi tőkepiac sem tette lehetővé az államadósság újraforgatását, az adósságmoratórium és a részleges nem visszafizetés<sup>2</sup> elkerülhetlenné vált.

<sup>1</sup> Az egy kötésre eső likviditást úgy definiáltuk, a kapitalizáció mekkora hányada cserél gazdát egy átlagos tranzakció során, ez kiszűri az átlagos kötésmagyságból az árváltozás okozta torzítást.

<sup>2</sup> A moratórium kapcsán az orosz államkötvényeket és kincstárjegyeket az eredetnél jóval kisebb piaci értékekre cserélték, azaz az orosz állam a tényleges adósságnak csak a töredékét fizeti vissza. Erre a lépésre a jelentős hitelminősítő intézetek drasztikus besorolásváltozással reagáltak.

### Egy kötésre eső likviditás és napi hozam



Egy pénzügyi krízis áttérjedésének, a fertőzésnek több közvetlen fundamentális csatornája képzelhető el. A hazai helyzetet elemezve mindhárom tekintetében arra a következtetésre juthatunk, hogy a fundamentális csatornák nem indokolnak egy komoly gazdasági visszaesést Magyarországon.

- **Exportpiacok elvesztése**, illetve árverseny harmadik piacokon. Amint azt a külgazdaságról szóló részben részletesen kifejtettük ezek érzékenyen érintenek bizonyos ágazatokat, de egészében véve nem törik meg az export dinamikáját.

**Rendszerkockázat a pénzügyi intézményrendszerben.** Amennyiben a bankok erősen ki vannak téve Oroszországnak, a bankrendszerben felhamozódó veszteségek hiteladagoláson keresztül tovagyűrűzhetnek a hazai pénzügyi piacokra, majd a gazdaság többi szférájába is. Szerencsére a magyar bankrendszer elég tőkeerős ahhoz, hogy ha az egyébként nem jelentős orosz hitelállomány egészét nullára leírjuk, a bankok szavatoló tőkéje még így is megnyugtató mértékű. Az orosz hitelek tekintélyes hányadát vagy az Eximbank, vagy a Mehib garanciájával helyezték ki, emiatt a kockázatot nem a bankok, hanem a költségvetés viseli. Az ebből eredő implicit államadósság-növekedés körülbelül 26 milliárd forint.

- A fundamentális okok elemzésénél figyelembe kell venni a közvetett hatásokat is. A magyar növekedés mozgatórugója az EU-ba irányuló export, amely tekintélyes mértékben igen ciklikus keresletű, tartós fogyasztási cikkekből áll. Ez azt jelenti, hogy amennyiben akár az orosz krízis, akár más tényezők hatására az EU növekedése lelassul, annak Magyarországra kedvezőtlen következményei lennének. A bankrendszerben keletkező veszteségeket leszámítva az EU Oroszországnak való kitétsége minimális. Ugyanakkor a délkelet-ázsiai problémák elhúzódásával, a Japán recesszióval és az amerikai növekedés lendületének megcsappanásával együtt azt jelentette, hogy Európa gazdasági környezete, s így növekedési kilátásai is kedvezőtlenebbé váltak.

Ezzel együtt kétségtelen, hogy a krach okai részben a befektetői gondolkodásmódban és az intézményi sajátosságokban kereshetők. A fertőzés pszichológiai csatornájára vonatkozóan két általánosan elfogadott magyarázat létezik.

Az első csatorna az, hogy a külföldi befektetők egy kalap alá vették Oroszországot az átmenet jóval előrehaladottabb fázisában lévő közép-európai országokkal. Emiatt **az oroszországi krízis megnövelte Magyarország kockázati primumát**, azaz (a diszkontált cash-flow modell alapján) **csökkentette a részvények egyensúlyi árát**, s növelte az állampapíroktól elvárt hozamszintet. Az Oroszországból átgűrűző bizalmi válság és a nemzetközi tőkepiacokon megfigyelhető likviditásszűkülés miatt tőkekiáramlás indult meg a legfejlettebb közép-európai országokból is, amely a forint árfolyamát a sáv gyenge szélére tapasztotta, s a jegybankot intervencióra kényszerítette.

A másik lehetséges magyarázat figyelembe veszi azt a tényt, hogy a közép európai portfólióbefektetések többnyire nem végső megtakarítók, vagy az ő portfóliójukat kezelő elsődleges intézmények (a nagy angolszász befektetési és nyug-

díjalapok) által, hanem egy Közép-Európa vagy „feltörekvő piacok” specialista intézményrendszer közvetítésében jöttek létre.<sup>3</sup> Az ilyen intézményi környezetben, ha az elsődleges befektetők kockázati preferenciáik vagy a feltörekvő piacokról kialakított képük változása miatt a tőkekivonásról döntenek, a közvetítő intézményeknek likvidálniuk kell portfóliójuk egy részét. Mivel Budapest – mint említettük – a régió leglikvidebb piaca, itt lehetett a legkönnyebben komoly mértékű kényszereladásokat végrehajtani. Moszkvában ezzel szemben az augusztusi nagy krachok elhanyagolható, egy-két millió dolláros napi forgalom, s nem transzparens áralakulás mellett mentek végbe (a BÉT-en ötvenmillió dollár felett van az átlagos napi forgalom). Ez azt jelenti, hogy egy oroszországi részvényportfóliót még tekintélyes árfolyamvesztés mellett is szinte lehetetlen hirtelen likvidálni,<sup>4</sup> azaz az intézmények kénytelenek voltak Közép-Európában eladni, annak ellenére, hogy tisztában voltak a fundamentális különbségekkel.

E két hatás nem csak közvetlenül, hanem a forint árfolyamvárakozásokon keresztül is hatott a tőzsdére. Piaci szereplőktől nyert információink szerint a külföldi portfólióbefektetők túlnyomó része részben az e területen még meglévő szabályozási korlátok miatt fedezetlen forintpozíciókat tart fenn. A tőkeáramlásokra vonatkozó jelenlegi szabályozás ugyanis nem teszi lehetővé azt, hogy külföldiek forinthatáridős pozíciókat nyissanak. Ezt a korlátozást természetesen csak a BÉT-en, illetve a BÁT-on jegyzett futures kontraktusok esetében lehet betartatni, OTC-swapokra, illetve Londonban kötött NDF-kontraktusokra vonatkozóan nem. Mindazonáltal úgy tűnik, hogy a portfólióbefektetők jó része nem fedezte magát a forint árfolyamkockázata ellen.

Ennek fő oka az lehet, hogy a korlátozás kétségkívül emeli a fedezeti műveletek tranzakciós költségeit, s az árfolyamrezsim igen erős hitelessége nem tette indokoltá ezen tranzakciós költségek felvállalását. Amíg általános volt az a várakozás, hogy a forint tartósan a sáv erős szélén mozog majd, ez nem okozott érdemi kockázatonövekedést. Ugyanakkor május óta forint többnyire a sáv belsejében ingadozott, néha meglehetősen volatilisen, augusztus–szeptember során pedig a sáv gyenge szélére tapadt, s többszöri intervencióra volt szükség védelmében.

Amennyiben a befektetők nem teljesen kockázatsemlegesek, a sávon belüli ingadozás ténye még akkor is kockázati prémiumot indokol (azaz csökkenti az egyensúlyi részvényárfolyamot), ha a sávnak nem kérdőjeleződik meg a hitelessége.

<sup>3</sup> A „home bias”, a hazai tőkepiac irracionálisan magas súlya a portfólióban a mai napig erősen jellemző a jelentős angolszász intézményekre, még a többi OECD tőzsdére is csekély mértékben diverzifikálnak. Feltörekvő piaci kitettségük (többnyire 5% alatt) pedig nem teszi kifizetődővé külön elemző és értékelő részlegek fenntartását, ezért indokolt térség-specifikus alapok fenntartása.

<sup>4</sup> A 97-es nagy fellendülés napjaiban jóval magasabb, gyakran 100 millió dollár feletti volt a forgalom Moszkvában. A krach idején azonban az orosz belföldi intézményi és magánbefektetők részben maguk is kimenekítették tőkájüket, részben (főleg a bankok) romló pénzügyi helyzetük miatt nem tudtak belépni a piacra, ami azt jelentette, hogy a kereslet árfolyam-rugalmatlansága olyan mértékben csökkent, hogy gyakorlatilag semmilyen árfolyamon nem lehetett eladni a papírokat.

**Az elemzők túlnyomó részének általunk is osztott véleménye szerint az elmúlt két év fellendülése nem buborék volt, azt a vállalati eredmények és a makrogazdasági környezet javulása indokolta.** Ugyanakkor e mechanizmus visszafelé is működhet. Egy ilyen mértékű tőkepiaci összeomlásnak lehetnek negatív makroökonómiai hatásai, amelyekre a gazdaságpolitikának tekintettel kell lennie:

- A lakosság nettó pénzügyi vagyonának 3–4%-át veszítette el augusztus közepe óta. Ez a vagyonhatáson keresztül a fogyasztási kereslet csökkenéséhez vezethet.
- Rendszerkockázat jelenhet meg a tőkepiacon. Több bróker cég fizetéseképtelenné vált, másoknak megrendült a helyzete, bizonyos esetekben érezhető volt a befektetők bizalmának megingása. Befektetési vállalkozásaik révén a kereskedelmi bankok is érintve lehetnek, ami hitelösszehúzódot válthat ki. Mindez ronthatja a tőkeallokáció hatékonyságát, ami hosszú távon növekedés visszafogó hatású.
- A vállalatok visszarettenhetnek a nyilvános részvénykibocsátásoktól, ami megakadályozhatja őket a kívánatos tőkeáttétel kialakításában.
- Amennyiben a fizetési mérleg hiányának finanszírozásában a portfólióbeáramlás jelentős szerepet játszik, egy ellenséges nemzetközi tőkepiaci környezet a tartalékok apadásához és az árfolyamrendszer hitelességének megkérdőjelezéséhez vezethetnek.
- A növekvő kockázati prémium indukálta hozamemelkedés még a hazai tőkepiacon is megdrágítja az államadósság finanszírozását.

**A rendelkezésre álló információk alapján arra a megállapításra lehet jutni, hogy a krachnak valóban vannak nemkívánatos hatásai a növekedési kilátásokra és az árfolyamrendszer stabilitására, de ezek a problémák prudens konzervatív költségvetés és körültekintő monetáris politika esetén kezelhetőek.**

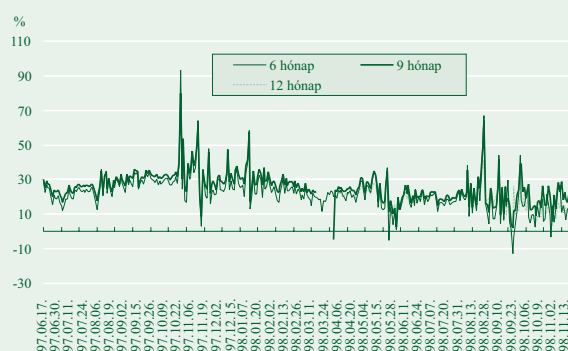
### 3. Derivatív piacok

#### 3.1 A BUX határidős piaca a BÉT-en

A BÉT határidős szekciójában a határidős BUX forgalom 1998. első félévében megőrizte korábbi túlsúlyát. A múlt év utolsó negyedévi 64%-ról az idei első negyedévben 58%-ra, a második negyedévben 73%-ra változott. Az oroszországi válság nyomán kialakult bizonytalanság következtében ezek az arányok augusztusban 44%-ra, szeptemberben pedig 24%-ra csökkentek. A legnépszerűbb lejáratok továbbra is az idei és a jövő év decemberi, amelyek az összes határidős BUX forgalom és kötésállomány gyakran kétharmadát is meghaladó részét teszik ki, a többi lejárat általában nem mondható kielégítő likviditásúnak.

A határidős BUX árfolyamoknak azonnali árfolyamokhoz viszonyított alakulását mutatja az ábra. Látható, hogy a távolabbi határidők a beszámolási időszak nagyobb részében 10 százalékos meghaladó implicit kamatot tartalmaztak az azonnali indexértéken felül, habár a mértékek némileg csökkentek a korábbi időszakhoz képest. Az év eltelt időszakának nagyobb részében a

**A határidős BUX-árfolyamok határidős prémiumainak alakulása az azonnali BUX indexhez viszonyítva**



határidős árfolyamok az azonnalhoz képest kisebb mértékben változtak, így a határidős prémiumok az azonnali piac emelkedésekor csökkentek, süllyedésekor pedig növekedtek. A határidős tőzsdei árfolyamok többnyire szélsőségesen reagáltak, az azonnali piaci reakciót meghaladó áresések gyakran negatív implicit kamatokat eredményeztek.

Az intézményi befektetők körében népszerű határidős arbitrázs pozíciók nyitásához szükséges piaci helyzeteket mutatja az ábra. A kockázatmentes hozamon felüli határidős prémiumok továbbra is gyakran értek el olyan szinteket, amelyeken érdemes volt pozíciókat nyitni.<sup>5</sup>

**Megjegyzés az ábrához:** Mivel a BUX határidős ügyletek – jellegükből adódóan – fix határidőre kötnek, az implicit kamattartalom lejáratára egyre rövidül, ahogy a határidő közeledik. A kamatprémium számításakor tehát egyre rövidebb lejáratú állampapírhozamokhoz kellene hasonlítani a határidős implicit kamattartalmat. Alternatív megoldásként szóba jöhet egy fix lejáratú (például 6 hónapos) „határidős” BUX konstruálása, két, egymást követő határidőre vonatkozó BUX index közötti lineáris interpolációval. A 6 hónapos lejáratú BUX esetén ez a két határidő mindig a jelenleg élő második és harmadik, 9 hónapos esetén a harmadik és a negyedik, és így tovább. Az így konstruált „fix lejáratú határidős” BUX idősorok már összehasonlíthatók a 6 és 9 hónapos állampapír-piaci hozamokkal.

A 6 hónapos „fix lejáratú határidős” BUX konstruálásához használt képlet:

$$BUX(6m) = BUX(T_2) + [BUX(T_3) - BUX(T_2)] \left( \frac{182 - (T_2 - t_0)}{91} \right)$$

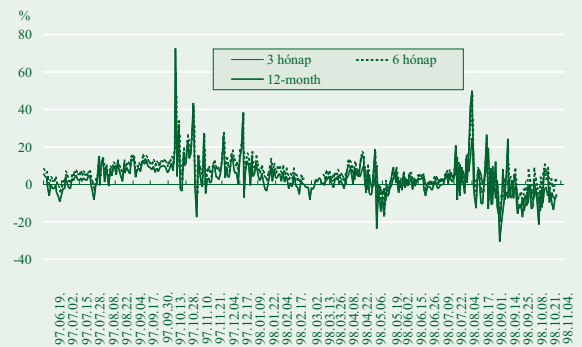
ahol  $t_0$  a mai nap,  $T_i$  a  $t_0$ -kor élő  $i$ -edik határidő dátuma,  $BUX(T_i)$  pedig az ehhez a határidőhöz tartozó határidős BUX index.

A lenti ábra a határidős BUX forgalmát és a nyitott kötésállomány mutatja a volatilitás<sup>6</sup> alakulásával. Látható, hogy továbbra is a december hónap a legforgalmasabb (csakúgy, mint ahogy a decemberi lejáratok a leglikvidebbek), de a többi negyedévet jelző hónapok is kiemelkednek. Azokat a hónapokat is élénkebb forgalmak jellemzik, amelyekben az árfolyamok nagyobb mértékben visszaestek (például májusban vagy tavaly októberben és novemberben). Sem a májusi, sem az augusztusi visszaesés nem

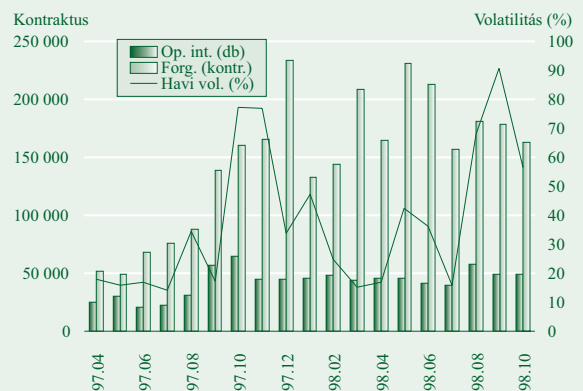
<sup>5</sup> A stratégia lényegét az MNB 1997. évi jelentésében ismertették (66–68. o.)

<sup>6</sup> A volatilitást (az árfolyamok változékonyságát kifejező mutatót) a napi százalékos árfolyamváltozások évesített értéke normál eltéréseként (szórásaként, „standard deviation”) értelmezzük. A definícióból következően a volatilitás nem érzékeny az árfolyammozgások irányára, csak a mértékére. Az árfolyam változékonysága az eszköz kockázatosságát, illetve ezzel szimmetrikusan potenciális nyereségességét mutatja. A nagyobb érték nagyobb kockázatot/potenciális hozamot képvisel a kisebbnél. Mivel a származékos pénzügyi eszközök elsősorban kockázatkezelésre szolgálnak, ezért a piacukat a pénzügyi kockázatokkal együtt célszerű tárgyalni. Ennek legegyszerűbb módja a pénzügyi termékek volatilitásának alapul vétele. Az aggregált szintű kép közvetlenül keveset mond az egyes szereplők szintjén létező kockázatokról, mert ez utóbbi függ az egyedi portfóliók, mérlegek összetételétől is. A derivatívák segítségével a piaci kockázatokat az egyes szereplők a maguk szempontjából csökkenthetik, de növelhetik is.

### A határidős BUX árfolyamokban foglalt implicit kamatfelár az összehasonlítható lejáratú állampapírhozamok felett



### A határidős BUX kontraktusok forgalmának, nyitott kötésállományának és az azonnali BUX volatilitásának alakulása



eredményezte a nyitott kötésállomány nagyobb mértékű csökkenését, ellentétben tavaly novemberrel. 1998 első hét hónapjában a nyitott kötésállomány stabil volt, tehát a forgalom növekedése a múlt évhez képest nem reprezentált sem pozíciózárásokat, sem nettó pozíciónyitást. Az idei évben a volatilitás többnyire magasabb volt a múlt évinél, ami indokolta volna nagyobb nyitott kötésállomány felépülését, különösen azért, mert a részvényekbe és az azokba fektető intézményi befektetőkhez folyamatosan áramlottak a megtakarítások. Lehetséges, hogy az ázsiai, majd augusztustól az orosz válság hatására megnövekedett globális részvénypiaci bizonytalanság miatt a spekulánsok részéről hiányzott a kereslet a határidős piacon. Ezt támasztja alá az a tény, hogy a részvényárfolyamok többszöri korrekciója, augusztusi zuhanásszerű esése sok befektető pénzügyi lehetőségeit kimerítette. Egyes értékpapír-forgalmazókhoz pénzügyi nehézségeik miatt felügyeleti biztost kellett kinevezni, és ez a lépés nemsokára újabbnál is bekövetkezhet. Néhány forgalmazó pedig már csődbe is került, részben azért, mert már a múlt év október–novemberi visszaeséseket is csak nagy nehézségek árán tudták átvészelni.

*A határidős indexkereskedelem aránya a részvénypiac egészéhez képest a fejlett piacokhoz hasonló.* A nyitott pozíciók piaci értékének az azonnali piaci kapitalizációhoz viszonyított aránya a BÉT-en 1997 decemberében 1,5 % volt. Összehasonlításképpen ugyanez az arány a FTSE 100, illetve a Swiss Market Index esetében nem haladta meg az 1%-ot, a DAX esetében pedig a 2,9%-ot.<sup>7</sup> A BÉT esetében ezt magyarázhatja, hogy azok a hazai intézményi befektetők, amelyek számára az arbitrázs gazdaságosan folytatható, a részvényeknek még csak kis hányadát birtokolják a BÉT teljes kapitalizációjából. A részvények nagyobbik hányada a külföldi intézményi befektetők kezében volt egészen az augusztus–szeptemberi visszaesésig, amelyek láthatóan nem éltek a határidős indexpiac kínálta lehetőségekkel.

### **Egyedi határidős részvény kontraktusok a BÉT-en**

A BÉT-en júliusban három részvényre (MOL, MATÁV és TVK) bevezették az egyedi határidős kereskedést, amelyek már az első napokban népszerűekké váltak. Az árfolyamok hamar megközelítették a határidős index piacán kialakult szinteket, ami jól mutatja, hogy a számítottól eltérően nem a kisbefektetők, hanem elsősorban az intézményi befektetők körében váltak népszerűvé. Ez azzal magyarázható, hogy a határidős arbitrázsstratégia megvalósításában olcsóbbnak és rugalmasabbnak bizonyult, ha nem pontosan reprodukálták az azonnali BUX index portfóliót, hanem csak megközelítették azt a legfontosabb papírok kiválogatásával. Ez azt jelenti, hogy a kevésbé likvid indexpapírokat kihagyják a reprezentatív portfólióból, ami csökkenti a stratégia költségeit pénzben és időráfordításban egyaránt, és még így is meglehetősen pontosan követhetik az index alakulását. Noha potenciálisan kockázatot jelent a tökéletlen helyettesítés, ennek mértéke gyakorlatilag elhanyagolható.

<sup>7</sup> Forrás: BÉT Havi Jelentés, 1997. december, és BIS International Banking and Financial Market Developments, Bázeli, 1998, május, 28. o.

### 3.2 A határidős devizatőzsdék: a BÁT és a BÉT

Mindkét tőzsdén a német márka, illetve az USA dollár volt a legnépszerűbb határidős valuta. A BÉT-en a márka nyitott kötésállományának értéke a múlt év végi 31 Md Ft-ról júniusra 87 Md Ft-ra nőtt, majd szeptemberre 14 Md Ft-ra zuhant.

A dolláré 13 Md Ft-ról júniusig 35 Md Ft-ra nőtt, majd 4,8 Md Ft-ra esett. Mindkét valuta esetében a nyitott kötésállomány csökkenése főként szeptemberre esett: az augusztusi állományok még viszonylag közel voltak a félévi értékhez.

A deviza és tőkepiaci bizonytalanság tehát a pozíciók zárására készítette a szereplőket. Az árfolyamértéken számított forgalom az első félévben nem nőtt, sőt a dollár esetében némileg visszaesett.

Ha figyelembe vesszük a forint leértékelődését a két devizához képest, akkor a forgalom árfolyamértéke reálértékben még kevésbe nőtt.

A márka negyedéves forgalma a múlt év végi 122 Md Ft-ról az idei első negyedévre 154 Md Ft-ra, a másodikra 133 Md Ft-ra változott, miközben a dolláré 92 Md Ft, 81 Md Ft és 71 Md Ft volt. A harmadik negyedév azonban mindkét valuta esetében forgalomnövekedést hozott: a márkára 350 Md Ft, a dollárra 171 Md Ft értékben kereskedtek, ami – mint láttuk – nettó értelemben pozíciózárásokat takart. Mindkét valutára igaz, hogy a forgalom különösen szeptemberben növekedett meg.

A márka a BÁT-on a második negyedévben 202 Md Ft, az USA dollár pedig 118 Md Ft értékben forgott, ami a két tőzsde összesített márka, illetve dollár forgalmának mindkét valuta esetében csaknem 60 %-át tette ki.

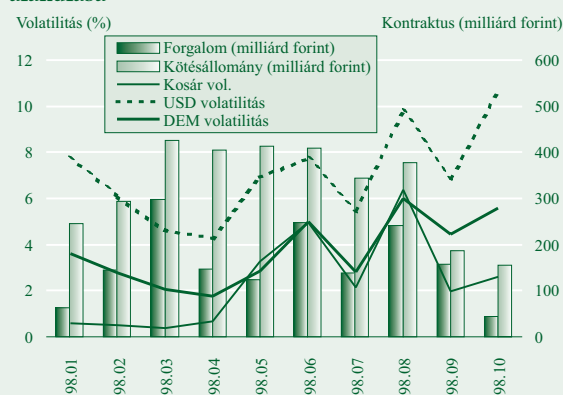
A harmadik negyedévben a forgalom több mint 60 %-át már a BÉT-en regisztrálták. A BÁT forgalma nominális értékben is csökkent a harmadik negyedévre: 185 Md Ft DEM és 98 Md Ft USD kontraktus forgott.

A kötésállományok a BÁT-on is csökkentek a harmadik negyedévben. Ezek az arányok azt jelentik, hogy a BÉT korábbi, a BÁT-énál sokkal kisebb részarányával indulva megelőzte a BÁT-ot.

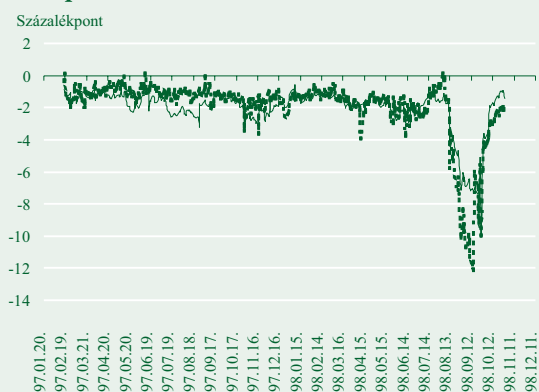
Az ábra azt mutatja, hogy a forgalom és a kötésállomány a negyedév végi hónapokban veszik fel legmagasabb értékeiket. A forint hivatalos devizakosarának volatilitása alacsonyabb volt a vizsgált időszakban, mint az azt alkotó két valutáé külön-külön. A volatilitás mindig megnőtt, amikor a tőzsdén erőteljesebb visszaesés következett be, ami tipikus a feltörekvő piacok tőzsdei árfolyamai és valutaárfolyamai közötti kapcsolatokban. Ugyankor nincs látható egyértelmű kapcsolat a volatilitás és a határidős aktivitás között.

Ezt részben magyarázhatja az is, hogy a devizatőzsdei határidős ügyletek nem egyszerűen fedezeti célú ügyletek, hanem a forint és a külföldi befektetések közötti kamatkülönbség megnyerésére is irányulnak. Ezt pedig befolyásolja a forintban kibocsátott pénzügyi eszközök hozamprémiuma is. További magyarázat lehet az, hogy az árfolyamkockázatot a piaci szereplők egy nagyobb hányada egyszerűen nem fedezi. Az ázsiai válság súlyosságának egyik okaként például az árfolyamkockázat fedezésének elégtelenségét tekintik. Ez is azt mutatja, hogy **a gazdaságpolitika és a piaci szereplők együttesen abban érdekel-**

**A devizakosár, a márka és a dollár volatilitásának, határidős tőzsdei forgalmának és kötésállományának alakulása**

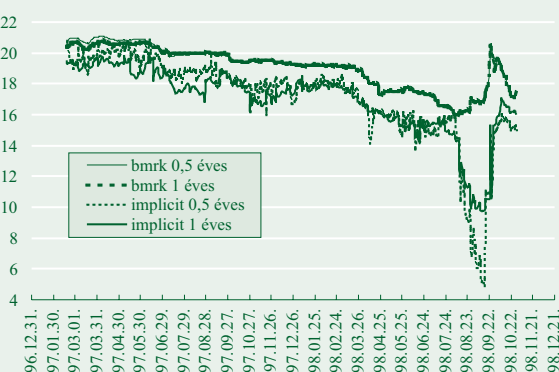


### A BÁT határidős kosárfolyamok eltérése a fedezett kamatparitástól



Megjegyzés: az implicit kamattartalmat mindig az adott (fél éves ill. éves) lejáratúhoz legközelebb eső (de annál kisebb) határidős devizapiai lejárat USD ill. DEM elszámolóárból, a kosárszerkezetnek megfelelően kombinálva számítottuk. Az így kiszámított implicit kamattal kivontuk az aznapi fél éves ill. egy éves lejáratú mérvaadó ("benchmark") hozamokat; az ábra az így kapott különbségeket tartalmazza.

### Implicit kamattartalmak a BÁT határidős devizapiacán és a rövid lejáratú benchmark hozamok



tek, hogy az utóbbiak minél nagyobb arányban éljenek a fedezeti lehetőségekkel. Mivel a csúszó leértékelés bevezetésétől egészen az oroszországi krízisig a forint – rövid periódusokat leszámítva – a sáv erős szélé közelében tartózkodott, egy sávon belüli leértékelődés lehetősége nem épült bele kellőképpen a piaci szereplők várakozásaiba. Egy részük olyan árfolyamon nyitott pozíciót, ami komoly veszteséget jelent akkor, ha a forint árfolyama jelentősebben eltávolodik a gyenge oldal felé, akár még a sávon belül is. A forint sávon belüli leértékelődése nem tükröződött az elszámolóárakban. Ennek oka feltételezhetően az, hogy árfolyam-manipuláció történt a veszteségek realizálásának elkerülése végett. Az ábrákon látható, hogy az árfolyamok eltértek attól az elméletileg várható szinttől, amelynek megfelelően alakultak gyakorlatilag is egészen augusztus második feléig, és amihez szeptember második felében visszatértek.

A határidős árfolyamoknak a szereplők arbitrázstevékenysége miatt az ún. kamatparitás körül kell alakulniuk. Az attól való 1–2%-os eltérés magyarázható a tranzakciós költségekkel. Az ábrán a határidős árfolyamoknak a devizakosárhoz viszonyított eltérése látható kamatparitáson számítva. A másik ábra pedig a kockázatmentes piaci kamatoktól való eltérést mutatja.

A szereplők magatartását az magyarázza, hogy bizonyos esetekben a forgalmazók nem vizsgálták meg kellő gondossággal az ügyfeleik anyagi hátterét, ezért e veszteségek egy része a brókercegeket terheli, növelve a saját számlás ügyleteken elszendvedett veszteségeiket.

A tanulságokat leszűrve mindkét tőzsde elszámolóár-bizottságot alakított, amelyek feladata az áralakulás tisztaságának biztosítása. Részben ennek következtében a határidős árfolyamok visszatértek a kamatparitás által indokolt szinthez, ahogyan mindkét ábrán a szeptember végétől látható.

Végül, de nem utolsósorban a tőzsdén kívüli piac, amelyről a múlt év végi névértékekben rendelkezésre álló állományi adatokon kívül nincs újabb információk, szintén lehetőségeket kínál az árfolyamkockázatok fedezésére. Ezek mellett, hogy nem láthatók a monetáris politika számára, módszertani okok miatt nehezen is értelmezhetőek aggregált kockázati szempontból. Egy részük – amint az ázsiai válság tapasztalataiból már láthatóvá kezd válni – arra irányul, hogy a meglévő prudenciális és tőkeáramlási célú szabályozási előírások ellenére tág befektetési lehetőséget nyújtson a végső befektetők és a pénzügyi intézmények számára. Ezért a jegybank az adatszolgáltatás és a módszertan terén a jövőben további erőfeszítéseket tesz a bankközi derivatív piac elemzésének előmozdítása érdekében. Ennek részeként idén tavasszal és nyáron részt vett a BIS által koordinált felmérésben, amelynek eredményeit a feldolgozás befejeztével hamarosan közzé teszi.

## 4. Intézményi befektetők

A nyíltvégű befektetési alapok dinamikus növekedése 1998-ban folytatódott. Az év első felében tekintélyes tőke áramlott a befektetési alapokba, s növekedett részesedésük a lakosság pénzügyi vagyonából is.<sup>8</sup> Az alapok hozamának értékelé-

<sup>8</sup> Információink szerint igen jelentős (nagyágrendileg 80 milliárd forint) a befektetési alapok által kezelt nem lakossági (önkormányzati, vállalati stb.) vagyon is.

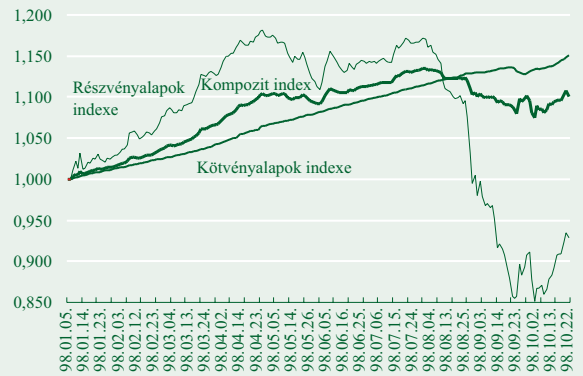
sére még nem alakultak ki általánosan elfogadott benchmarkok, ezért saját használatra konstruáltunk egy kompozit, egy részvény- és egy kötvényalapindexet.<sup>9</sup>

A befektetési alapok teljesítménye értelemszerűen szoros összefüggést mutat az értékpapír-piaci fejleményekkel. Ugyanakkor a professzionális portfóliókezelés és a fedezeti műveletek használatának eredményeképpen a befektetési alapok viszonylag jól átvészelték a nyár végi krízist, az egy jegyre jutó eszközérték várható alakulása lényegesen kedvezőbb volt, mint a BUX illetve MAX releváns kombinációjáé. Ennek köszönhetően a befektetési alapok nem veszítették el befektetőik bizalmát, a krízis ellenére a befektetési jegyek számának csökkenése, azaz a nettó forráskivonás elhanyagolható (4%-nál kisebb mértékű) volt, sőt: augusztus utolsó hetében tőkebeáramlásra is sor került. Megállapítható, hogy mind a hozam-kockázat kombináció, mind a rugalmasság és a tranzakciós költségek szempontjából a befektetési alapok a lakossági portfólió egyik legkorszerűbb elemét jelentik, így még kedvezőtlenebb adózási környezetben is további térnyerésük valószínűsíthető.

Az életbiztosítás egy lényegesen telítettebb piacnak tűnik. A biztosítók portfóliója a befektetési alapoknál jóval kisebb ütemben növekszik, s a biztosítási díjtartalék súlya a lakosság pénzügyi vagyonában lényegében stagnál. Az életbiztosításokhoz kapcsolódó tranzakciós költségek kirívóan magasak, de ezt ellensúlyozza a többi megtakarítási formánál lényegesen kedvezőbb adócsökkentési lehetőség. A biztosítók továbbra is rendkívül konzervatív befektetési politikát folytatnak, portfóliójuk jóval kockázatkerülőbb a törvényes lehetőségeknél. Ennek oka több esetben a külföldi tulajdonos üzletpolitikájában rejlik. Megjegyzést érdemel, hogy az elmúlt másfél évben a biztosítási állomány növekedése nagyrészt a „unit-linked” termékeknek volt köszönhető, melyek közgazdasági tartalmukat tekintve egy kockázati életbiztosítás és egy befektetési alap kombinációi, életbiztosításnak való besorolásuk adóarbitrázszt tesz lehetővé.

A Pénztárfelügyelettől kapott előzetes első negyedévi adatok szerint 27 magánnyugdíjpénztár rendelkezik tevékenységi engedéllyel. A taglétszám június végén mintegy 840 ezer fő volt, a ténylegesen befizetett tagdíj 10,6 milliárd forint. Az átlépők 81%-a 41 év alatti. A befizetett tagdíjban benne vannak azok az összegek is, amit a tagok vagy munkáltatóik tagdíj-kiegészítésként fizetnek, valamint a pótlólagosan befizetett tagdíjak is. Az első negyedévi adatok szerint a befolyt 2,3 milliárd forintból 38 millió forint volt a késedelmesen befizetett tagdíj. 292 millió forint összegű volt az a bevallott tagdíj, amit a munkáltatók nem fizettek be a pénztárakhoz. A Pénztárfelügyeletnek azonban nincs jogi eszköz a kezében, hogy a munkáltatókkal szemben fellépjen a tagdíjfizetés elmulasztása miatt. Jelenleg az adatszolgáltatási rendszerrel még problémák vannak: sem a pénztárak, sem a munkáltatók által közölt adatok nem megbízhatóak.

### Befektetési alapindexek



<sup>9</sup> A mintaösszetétel: OTP Optima, Budapest I., CA Kötvény, Hunnia Kötvény, Postabank Hozamgarancia kötvényalapok, Budapest Növekedési, CA Részvény, OTP Paletta részvényalapok, a kompozit indexben ezek, valamint a Budapest II. és a CA Devizakötvény alap szerepel. Az indexek a napi eszközértékkel súlyozott egy jegyre jutó eszközérték alakulását mutatják.