



JELENTÉS AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSÁRÓL

2000.
december

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

ISSN 1419-2926

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

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



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

Tartalomjegyzék

ÖSSZEFOGLALÓ	9
I. AZ INFLÁCIÓ ALAKULÁSA	15
1. Az inflációs konvergencia	15
2. Importált infláció	16
3. A fogyasztói árak változásának összetevői	18
4. A maginfláció	24
II. MONETÁRIS FOLYAMATOK	26
1. A monetáris kondíciók, kamat- és árfolyamalakulás	26
1.1 A monetáris bázis és összetevői	29
1.2 A konverziós forintkereslet és összetevői	30
2. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások	32
3. A kereskedelmi banki kamatok	35
4. Monetáris aggregátumok	36
5. Nem pénzügyi vállalati szektor hitelkereslete	37
III. KERESLETI TÉNYEZŐK	38
1. Lakossági fogyasztás	39
2. Beruházás	41
3. Az államháztartás keresleti hatása	42
4. Külső kereslet	43
IV. KÍNÁLATI TÉNYEZŐK	49
1. A munkaerő-piaci folyamatok alakulása	49
1.1 A munkaerő-felhasználás alakulása	49
1.2 A munkaerő-tartalékok szintje és a szűk keresztmetszetek lehetősége	51
1.3 Bérinfláció	54
2. Kapacitáskihasználtság	56
3. Versenyképesség	56
V. A KÜLSŐ EGYENSÚLY	59
1. A nettó megtakarítói pozíció	59
2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása	62
3. A nemzetközi befektetési pozíció	65

Jelentés az infláció alakulásáról

című kiadvány keretes írásai

1998

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

1999. március

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

1999. június

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

1999. szeptember

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

1999. december

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

2000. március

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

2000. június

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

2000. szeptember

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

2000. december

Az iparcikkek és a piaci árazású szolgáltatások besorolásával kapcsolatos módszertani változás	25
A reálkamat különféle számítási módjairól	27
A jegybanki eszköztár változásai	28
A bankrendszer devizapiaci tevékenysége 2000. szeptember–novemberi időszakban	31
A hazai feldolgozóipari óraszámok nemzetközi összehasonlításban	53
Összetételhatás a feldolgozóipariár-alapú reálárfolyamban	57

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

Az infláció alakulását a harmadik negyedévben is a kedvezőtlen sokkok dominálták, emellett azonban egyre nagyobb mértékben érvényesültek inerciális hatások is. Az infláció megugrásának tényezői között első helyen említendő a nyár végén lezajlott, regionális kínálati sokkra visszavezethető jelentős (nyers-) élelmiszerár-emelkedés. A kedvezőtlen folyamatok másik oka az, hogy az importált energiahordozók árának immár másfél éve tartó gyors emelkedése megfelelő késleltetésekkel beépül a fogyasztói árakba. E hatások eredőjeként a 12 havi *fogyasztó árindex* szeptemberben ismét két számjegyre, októberre 10,4%-ra emelkedett. Bár a fogyasztói árindex növekedését elsősorban egyszeri, a monetáris politika számára exogén tényezők okozták, a július óta tartó árindex-emelkedés mögött részben az infláció trendjét jelző maginfláció emelkedése állt. Az MNB által számított maginflációs mutató kiszűri az idényjellegű élelmiszerek, a benzin és egyes energia-, illetve regulált árak inflációra gyakorolt hatását, s ezzel próbálja közelíteni az inflációt hosszabb távon befolyásoló komponensek alakulását. E maginflációs mutató a júniusi 7%-os mélypont után októberre 9,6%-ra emelkedett.

Tekintettel arra, hogy a vártnál magasabb inflációt kiváltó kedvezőtlen külső tényezők (energia- és élelmiszerár-sokk, az euró gyengülése) tekintetében a nemzetközi előrejelzések szerint jövőre nem várhatók az ideihez hasonló mértékű inflációt gerjesztő sokkok, az infláció jelenlegi emelkedése feltehetően átmeneti jelenségnek bizonyul.

A kedvezőtlen inflációs tendenciák alakulásához hozzájárult a harmadik negyedévben emelkedő importált infláció is, melyet az import-egységértékindeks 15%-os növekedése tükröz. Ebben továbbra is szerepet játszott az energiahordozók árának emelkedése, de a legfontosabb külkereskedelmi partnerországokban jelentkező inflációs nyomás is számottevő mértékben erősödött. Kereskedelmi partnereink inflációja azonban a magyarénál kisebb mértékben emelkedett, így az eurórégióhoz viszonyított inflációs differencia 7,8 százalékponton emelkedett. E kedvezőtlen fordulat elsősorban annak tulajdonítható, hogy az eurórégió országaiban az élelmiszerárak emelkedése csak a szabályozás által tompítva érvényesül, de szerepet játszik az is, hogy a magyar fogyasztói kosárban magasabb az energia súlya.

Az árfolyampálya által közvetlenül fegyelmezett termékek (iparcikkek) körében az inflációs differencia az előző negyedévre jellemző szinten maradt.

A szabályozott árak alakulása – az előző évtől eltérően – támogatta az infláció mérséklődését. A fogyasztói kosár 9%-át kitevő regulált szolgáltatói körben az éves árnövekedés mértéke októberben 7,2% volt, jóval alacsonyabb, mint a piaci szolgáltatásoké (11,9%). Ugyanakkor az importált energiaárak belföldi fogyasztói árakra gyakorolt közvetlen hatását is jelentős mértékben tompította a gazdaságpolitika: a vezetékes gáz és a tömegközlekedés árának hatósági megállapításakor az input-költségek növekedésének csak egy kis részét engedte a lakossági árakban érvényesíteni. Az árszint így történő „lefojtása”, illetőleg az olajár-robbanás közvetett, hosszabb késleltetéssel jelentkező költségnövelő hatása a jövőre nézve jelentős inflatorikus tényezőt jelenthet.

Az infláció alakulásában egyre nagyobb mértékben érvényesülnek az inerciális hatások. Ezt tükrözi a versenyszektor béreinek dinamikája. A korábbi időszakhoz képest nem csökkenő dinamikájú bérnövekedés dezinflációt fékező hatása tetten érhető a szolgáltatások áralakulásában is. Emellett, a szolgáltatói körben az inputárak növekedésének hatása is gyorsabban érvényesül, mint a gyorsabb termelékenységnövekedést realizáló és az árfolyam által közvetlenül fegyelmezett ipari termelőknél. Mivel az árnövekedésnek keresleti oldalon sem volt akadály, a bér- és az egyéb költségek emelkedése beépült a szolgáltatási árak növekedésébe, amely októberben megközelítette a 12%-ot. A piaci szolgáltatások és az iparcikkek ára közötti rés 7,2%-ra nőtt.

A GDP növekedése 2000 harmadik negyedévében tovább mérséklődött, az előzetes adatok szerint 4,6%-ot ért el. A keresletbővülés ütemét elsősorban a nettó exportdinamika mérséklődése eredményezte. Közel változatlan exportbővülés mellett (a GDP szerinti exportnövekedés: 20,6%) az import növekedési üteme 4 százalékponttal emelkedett az előző negyedévhez viszonyítva (a GDP szerinti importnövekedés: 2000. II. negyedévben 16,4%, III. negyedévben 20,2%). A jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján pontosan nem tudjuk meghatározni, hogy a magasabb importigény háttérben mennyiben áll a belföldi kereslet és mennyiben az export növekedése. Ennek oka, hogy az importnövekedés jórészt a mindkét területen felhasználható intermedier termékek körében volt jelentős. A végső fogyasztás az előző negyedévhez hasonló ütemben, 3,3%-kal nőtt, a beruházások növekedési üteme pedig 2,2%-ra mérséklődött. A GDP növekedéséhez 1,7 százalékponttal járult hozzá a készletek bővülése, amely magába foglalja a mérési hibákat is.

A külső konjunktúra ez év harmadik negyedévben is kedvezően alakult. A bizalmi indexek és az előrejelző indikátorok azt mutatják, hogy legfontosabb kereskedelmi partnereink aggregált keresletének növekedése valószínűleg ebben a negyedévben érte el csúcspontját. A CEFTA-térségbe irányuló kivitel 37%-kal emelkedett, meghaladva mind a fejlett országokba (31%), mind az EU-országokban (29%) irányuló export növekedési ütemét. A FÁK-országokba irányuló kivitel továbbra is stagnál. Az energiahordozók, valamint a nyersanyagok világpiaci árának emelkedése miatt bekövetkezett 3,1%-os külkereskedelmi cserearányromlás miatt az euróban számított külkereskedelmi forgalom alakulása a volumenadatoknál kedvezőtlenebb képet mutat. A vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg szezonális hatásoktól megtisztított hiányának növekedése a harmadik negyedévben is folytatódott.

A belföldi kereslet komponensei közül a lakossági fogyasztás dinamikája változatlanul elmaradt a tavalyi évitől (3,6%), de továbbra is meghaladta a jövedelem növekedésének ütemét (az operacionális jövedelem éves növekedése a III. negyedévben 2,3%). A csökkenő fogyasztási dinamikát feltehetően a pénzbeni társadalmi juttatások alacsonyabb növekedése eredményezte, a nettó munkajövedelmek közel 4%-os ütemben emelkedtek. Ebben a negyedévben nem nőtt tovább a hitelből finanszírozott fogyasztás. A jövedelmek és a fogyasztás növekedési üteme közötti rés összeszűkülésének eredményeként a bruttó megtakarítási ráta 10,7%-ra emelkedett, ami 0,8 százalékponttal magasabb volt, mint az előző negyedévre jellemző érték. Emellett a bruttó megtakarítás összetétele is változott. Az inflációsúrt pénzügyi megtakarítási ráta 4,9%-os értéke mind az egy évvel korábbi (3,3%), mind a 2000. második negyedévi értéket (3,1%) meghaladta. Ezzel szemben a felhalmozási ráta 6,4%-os értéke az előző év azonos negyedévével 1,3 százalékponttal elmaradt, annak ellenére, hogy az építési és ingatlanvásárlási hitelek gyors ütemben nőnek. A pénzügyi megtakarítások váratlan növekedése elsősorban egyszeri bérkiáramlásokkal, valamint az inflációs ráta vártnál nagyobb értékéből fakadó óvatossággal magyarázható.

A nemzetgazdasági beruházások a várakozásoktól és a korábbi negyedévek teljesítményétől is elmaradva, 2,2%-kal bővültek az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva. A beruházási dinamika lassulása azokban az ágazatokban volt a legerőteljesebb, amelyeket hagyományosan erős beruházási aktivitás jellemez (feldolgozóipar, szállítás, távközlés). A mérsékelt beruházásbővülést sem az ipari termelés, sem a kapacitáskihasználtság alakulása nem vetítette előre, egyedül a beruházási célú import visszafogottabb növekedése utalhatott erre.

Az SNA megközelítésű elsődleges egyenleg 1999 III. negyedévéhez mérten a GDP 1,0%-ával javult, az államháztartás tehát ennyivel szűkítette a keresletet. Bár e keresletszűkítő hatás számottevő része nem tartós, csak a kiadások változó szezonálisból ered, várhatóan az év egészét tekintve is keresletszűkítő lesz a fiskális politika. A tervezettnél kedvezőbb pozíció az automatikus stabilizátor

hatásnak köszönhető, mivel a tervezettnél gyorsabb növekedés és magasabb infláció növeli a költségvetés bevételeit, miközben kiadásai nominálisan rögzítettek. A transzferek közel 70%-át kitevő nyugdíjkiadások esetében azonban a negyedik negyedévben sor kerül az inflációs értékvesztés korrekciójára. Amint azt az alacsony beruházási aktivitás is mutatja, a gyorsuló ütemű növekedés mind- eddig nem ütközött kapacitáskorlátba, de a feldolgozóiparban a kapacitáskihasználtság tovább növekedve meghaladta a 81%-ot, ezzel egyidejűleg a közeljövőben várható rendelésekhez képest kapacitáshiányt jelző vállalkozások aránya 10% fölé emelkedett. A potenciális munkaerőforrás kihasználtsága is tovább emelkedett. A versenyszférabeli foglalkoztatás 1,3%-os bővülése nyomán 50% fölé emelkedő foglalkoztatási ráta, a munkaóratömeg ezzel párhuzamos emelkedése a gazdaság munkaerő-felhasználása extenzív növekedésének folyamatosságára utal. A 6%-ra süllyedő munkanélküliségi ráta az utóbbi évek legalacsonyabb csoportos elbocsátások rátája, illetve – különösen a feldolgozóiparban – az emelkedő átlagos munkaóraszám a munkaerő-tartalékok szűkösségére hívja fel a figyelmet. A szűkös munkaerőpiac a versenyszektorban magas nominális bérnövekedéssel párosult. A versenyszféra bérinflációja ugyan mérséklődött az elmúlt negyedévi értékekhez képest, a 13,2%-os harmadik negyedéves index azonban a korábban vártnál magasabb inflációs pályához való nominális alkalmazkodás jeleként értékelhető. A feldolgozóiparban a növekvő termelékenység, a szolgáltatói körben pedig a magasabb árnövekedési ütem teremtette meg a magasabb bérszámla fedezetét. Az állami szektor 11,9%-os bérindexe némileg magasabb ugyan a meghirdetett ütemnél, ez azonban nagyrészt az államháztartási intézmények saját forrásaiból megvalósított béremeléseinek, illetve az egészségügyi területen júliusban egyszeri jelleggel kifizetett többletbérek tulajdonítható.

A harmadik negyedévben a kereslet szerkezete egyensúlyi szempontból kedvező volt, mivel a gyors exportbővülés mellett a belföldi felhasználás mérsékelt maradt. Ez azonban nem volt elegendő ahhoz, hogy a külpiazi energiaárak/kőolajárak tartósan magas szintje miatt elszenvedett árvesztéséget ellentételezze, és nőtt az ország finanszírozási igénye, elérve a GDP 3,4%-át. A növekvő forrásigény azonban csak részben tulajdonítható a cserearányromlás okozta veszteségnek. Idén a harmadik negyedévben a nominálisan romló külkereskedelmi mutató mellett nőtt a külföldi folyó pénzügyi transzferek jövedelemkivonó hatása is. A nagyobb nettó pozíció kialakulását a magánszektor növekvő forrásigénye eredményezte, mivel az államháztartás finanszírozási szükséglete mérséklődött.

A magánszektor nettó finanszírozásiigény-összetétele jelentősen módosult az előző évhez viszonyítva. A lakosság – elsősorban átmeneti tényezőkkel magyarázható – javuló finanszírozási kapacitását a vállalatok megnőtt hiteligénye kísérte. A dinamikusan növekvő gazdasági környezetben ugyan tovább nőtt a vállalatok nyeresége, a növekedés üteme azonban nem érte el a GDP növekedési ütemét, a kedvezőtlen árhatások és a külföldiek jövedelem-hazautalása miatt megnőtt felhalmozási kifizetések rontották a vállalatok pénzügyi pozícióját (a dinamikusan növekvő GDP arányában).

E tényezők eredőjeként a harmadik negyedévben 126 millió euró hiány keletkezett a folyó fizetési mérleg tételeiben. Bár a szolgáltatásforgalom egyenlege tovább javult, az áruforgalom trendjében bekövetkező romlás a reálgazdasági tranzakciók egészének trendjét visszavetette. A transzfermérlegben a nem adósságjellegű befektetések utáni nettó jövedelemkiáramlás szintén növekedett.

A folyó fizetési mérleg finanszírozását a harmadik negyedévben tovább fékeződő adósságot nem generáló nettó tőkebeáramlás (92 millió euró), az adósságjellegű befektetések esetében pedig nettó tőkekiáramlás jellemezte. Az adósságot nem generáló tételeknél a közvetlen külföldi befektetésekhez kapcsolódó nettó részvényvásárlás és tulajdonosirészesedés-szerzés 519 millió euró beáramlás és 199 millió euró kiáramlás mellett 320 millió eurót tett ki, önmagában bőven meghaladva a folyó fizetési mérleg deficitjét. Ezt azonban ellensúlyozta a magyar rezidens vállalkozások csaknem 200 millió euró közvetlen külföldi befektetése, ami azonban egyetlen nagy volumenű tranzakcióra vezethető vissza. A magánszektor a második negyedévi visszavonulást követően a hitelforgalmi csatornákon ismét forrásbevonóvá vált. A hitelintézetek a külföldi devizaforrás-bevonást elsődlegesen a vállalkozói szektornak folyósított finanszírozó kihelyezések növelésére használták fel.

Az infláció inerciális komponenseinek felerősödése, a munkaerő-piaci szűk keresztmetszetek fokozódása, amely továbbra is gyors növekedéssel és kedvező vállalati pozícióval járt együtt, a monetáris kondíciók szigorítását tették szükségessé. Bár az infláció emelkedése miatt fokozódó reálfelértékelődés a harmadik negyedévben is a monetáris kondíciók szigorodása irányába hatott, az előre-

tekintő reálkamatok csökkenése aggodalommal töltötte el a jegybankot. A jegybank javaslatot tett a kormánynak az árfolyamrendszer megváltoztatására, azzal a céllal, hogy nagyobb mozgásteret biztosítson a külső ársokkhoz hazai inflációra való hatásának mérséklésére. Mivel az árfolyamrendszer megváltoztatásának időzítésében nem sikerült a kormánnyal megállapodni, az MNB az infláció látható emelkedése után már csak a kamatpolitika eszközével tudott élni: október 11-én 100 bázisponttal megemelte irányadó kamatát. A sterilizációs költségek korlátok között tarthatóságának érdekében október 24-én módosította a jegybanki eszköztárat is: megváltoztak a kéthetes jegybanki betét igénybevételének feltételei: az MNB a szakaszos rendelkezésre állásról október 31-től áttért az eszköz mennyiségi tendereztetésére. A mennyiségi tender esetében az MNB meghatározott összegű betételhelyezési lehetőséget hirdet meg, amelyre a jegybank ügyfelei az általuk ajánlott kamat alapján – a meghirdetett kamatplafon figyelembe vételével – versenyző ajánlatokat tehetnek.

A kamatprémium 100 bázispontos emelkedése október végéig nem indukált kamatérzékeny tőkebeáramlást, ugyanis a nemzetközi tőkepiacokat a kockázatosabb befektetések (és így a feltörekvő országok) negatív megítélése jellemezte: az elvárt kockázati felárak emelkedtek. A forintbefektetések iránti külföldi keresletet és a forint kamatprémiumát az is mérsékelte, hogy az euróhozamok átmeneti emelkedése is éppen erre az időszakra esett. A forint iránti spekulatív célú keresletet a szóban forgó időszakban minden bizonnyal az is visszafogta, hogy a Jegybanktanács augusztus 31-i ülése nyilvánvalóvá tette a piac számára, hogy a korábbi várakozásokkal ellentétben 2000 során már nem kerül sor a leértékelési ütem csökkentésére sem. A magasabb prémium ellenére is mérsékelt spekulatív forintkereslet hatására a forint általában 30–40 bázisponttal eltávolodott a sáv erős szélétől, ami arra utal, hogy indokolt volt a kamatemelés mértéke és időzítése.

A hosszú lejáratú piaci hozamok augusztus közepétől kezdődő jelentős emelkedése mögött elsősorban az inflációs várakozások emelkedése, illetve a megnövekedett inflációs bizonytalanság miatt emelkedő inflációs kockázati prémium állt. A szeptemberi inflációs adat és a jegybanki kamatemelés erőteljes reakciót váltott ki az állampapírpiacra, a hozamemelkedés a rövid oldalon a kamatemeléshez hasonló mértékű, míg a leghosszabb lejáratú, 10 éves hozamok esetében kb. 60 bázispontos volt. A jelentősen megemelkedett forinthatamok október végétől az állampapírpiacra már tőkebeáramlást indukáltak, amit azonban tompított a feltörekvő piacok kockázati megítélésének romlása. A kamatemelést követő átmeneti időszak után a leghosszabb hozamok – különösen a 10 éves lejáratú – némi csökkenést mutattak, ami arra utal, hogy a hosszabb távú inflációs várakozásokban a kamatemelés óta már kedvező irányú változások látszanak.

A jegybanki és piaci kamatok emelkedése már októberben megjelent a kereskedelmi banki kamatokban is. A kamattranszmisszió a vállalkozói kamatok esetében volt a leggyorsabb és leghatékonyabb, míg a lakossági kamatok esetében a kereskedelmi bankok hosszabb időszakon keresztül számítva érvényesítik a piaci kamatok emelkedését.

A monetáris aggregátumok reálnövekedési ütemének lassulása az év harmadik negyedében folytatódott. Az elmúlt két évet jellemző folyamatokkal ellentétben mind a háztartások, mind a vállalatok eszközszerkezete elmozdult a tartósabb lekötésű eszközök irányába. A lakosság elsősorban az M4-en kívüli eszközöket (részvény, életbiztosítási díjtartalék, nyugdíjpénztári megtakarítások) preferálta, ami a pénzmennyiségi aggregátumok lakossági komponenseinek reálnövekedési ütemét csökkentette. Ezzel szemben a vállalati szektor eszközei között nőtt az állampapírok és kisebb mértékben a határidős betétek súlya, és csökkent a likvid eszközöké. Így a vállalati M3 és M4 reálnövekedési üteme meghaladta az M1 vállalati komponensének dinamikáját.

A harmadik negyedév során a nem pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási igénye kismértékben mérséklődött. Míg a forrásbevonás volumene nem változott jelentősen, addig a felhalmozott pénzügyi követelések állománya emelkedett. A várakozásoktól erősen elmaradó beruházási adatok tükrében azonban ez a javulás elmarad attól, amire változatlan jövedelmezőségi szint esetén számíthatunk volna, így a nettó pozíciók alakulása a vállalati szektor jövedelmezőségének csökkenésére és a készletállomány váratlan növekedésére enged következtetni.

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

* Részben MNB-becslések.

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

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

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

† KSH munkaerő-piaci felmérése alapján, munkanélküliek az aktív népesség százalékában, szezonálisan igazított adatok.

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

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

Főbb monetáris mutatók

	1998				1999				2000		
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év
	<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>										
Infláció (fogyasztói árindex)**	16,4	14,2	12,5	10,3	9,3	9,1	10,9	11,2	9,6	9,1	10,3
Ipari termelői árindex**	13,5	11,6	10,4	7,1	4,9	4,5	4,8	8,2	9,9	11,6	12,8
Forint középárfolyamának nominális leértékelése	12,9	12,2	11,4	10,3	9,4	8,4	7,5	6,5	5,9	5,0	4,3
	<i>Monetáris aggregátumok reálnövekedése**</i>										
	<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>										
M0	1,7	3,3	3,7	5,8	8,5	7,9	3,9	11,5	6,2	5,1	6,0
M1	6,7	9,1	7,9	6,1	7,1	6,3	5,6	6,8	6,9	7,6	5,4
M3	2,3	4,0	4,6	4,4	8,0	7,1	5,0	4,3	5,0	4,2	3,0
M4	10,0	9,8	9,4	9,4	9,1	9,0	7,7	6,9	6,6	6,5	4,7
	<i>Pénzüntézetek hitelek állományának reálnövekedése**</i>										
	<i>Változás az előző év azonos időszakához képest (%)</i>										
Vállalati (külföld+belföld)	13,1	14,5	16,4	11,2	13,4	10,8	7,0	13,4	17,3	22,6	24,0
Vállalati belföldi	14,5	15,5	15,6	9,9	11,0	7,2	3,5	11,3	15,7	20,7	23,3
Lakossági	-11,4	-2,4	2,4	0,8	11,6	14,0	17,8	20,4	28,0	30,6	30,8
	<i>Kamatok (%)**</i>										
Passzív repó/depo 1 hónapos***	18,75	18,00	18,00	16,75	16,00	15,25	14,75	14,25	11,25	11,00	10,75
3 hónapos diszkontkincstárjegy	18,65	17,33	19,06	16,10	15,68	14,74	14,07	12,44	10,63	10,50	10,75
12 hónapos diszkontkincstárjegy	18,70	17,32	18,96	15,88	15,61	14,77	14,17	12,33	10,42	10,42	10,71
3 éves államkötvény	17,42	16,31	18,00	14,18	14,01	14,03	13,45	10,75	9,09	9,43	9,95
BUX	8656	7806	4571	6308	5490	6486	6747	8819	10 000	8318	8270
Kamatprémium (bsp)****	364	363	674	533	531	551	551	426	309	227	208
	<i>Konverziós forintkereslet</i>										
Konverzió, millió euró	2253	850	-1996	-175	313	239	1211	1043	1 466	79	815
Hitelintézetek nettó külföldi forrásbevonása,* millió euró*	854	231	-617	-158	7	-173	151	312	707	8	464
Vállalati szektor nettó hitelfelvétele,** millió euró*	384	-24	209	579	109	753	390	316	-199	-271	-308

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

** Az időszak végén, állampapírok esetében ÁKK referenciahozamai.

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

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

* Privátizációnak minősülő bevételek nélkül.

** Tulajdonosi hitelekkel együtt.

I. Az infláció alakulása

A harmadik negyedévben folytatódtak a második negyedévben elindult kedvezőtlen inflációs folyamatok. A 12 havi *fogyasztó árindex* szeptemberben ismét két számjegyre, októberben 10,4%-ra emelkedett. A KSH által számított maginfláció októberben 8,7%-on állt, míg az MNB saját maginflációs indikátora 9,6%-ot mutatott. Ez utóbbi index utoljára 1999 augusztusában volt ilyen magas. Ma már sajnos egyértelmű, hogy a 2000 első negyedéve végéig tartó jelentős dezinfláció nemcsak megakadt, de a gazdaságot ért inflációs sokkok következtében az áremelkedés üteme ismét gyorsuló tendenciát mutatott.

Az *élelmiszerárak* a korábbi kedvező tendenciával ellentétben már nem fékeznek, hanem gyorsítják az áremelkedést: a 12 havi árindex októberben 14,1% volt. Az árfolyampálya által erősen kontrollált *iparcikkek* éves áremelkedése április óta szinte változatlanul kevéssel 5% alatt van, októberben az éves index 4,7%-ot mutatott. Ezzel szemben az elsősorban a belföldi keresletre érzékeny piaci szolgáltatások árindexe már fél éve kitartóan emelkedik: az éves index októberben 11,9%-ot ért el. A nemzetközi olajársokk következményeként a piaci árazódású háztartási energia, illetőleg a járműüzemanyagok ára egyaránt 25%-ot meghaladó mértékben emelkedett az októberrel záruló 12 hónap folyamán.

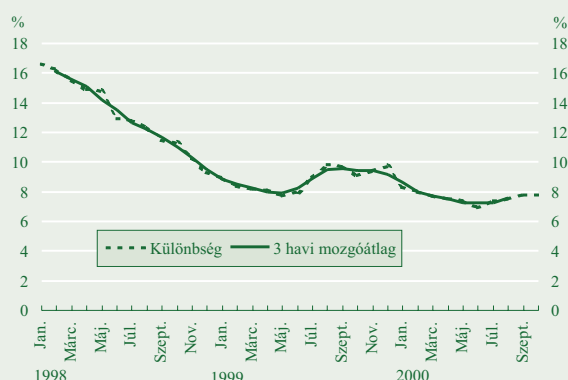
A *szabályozott áras* termékkörben az áremelkedés 12 havi üteme októberben 7,0% volt, ami mögött a kormányzat áremelkedést korlátozó törekvése áll. A járműüzemanyag nélkül vett jövedéki termékkör (alkohol- és dohánytermékek) áremelkedése továbbra is 10% feletti, októberben 11,7% volt.

Az egyedi sokkoknak erősen kitétt körben (energia-, élelmiszerárak) az elmúlt időszakban – különösen a tavalyi kedvező folyamatokhoz képest – az infláció szempontjából negatív tendenciák uralkodtak. Bár a kormányzat a rendelkezésre álló eszközökkel (a szabályozott körbe tartozó árak szigorú kontrolljával) ezt a kedvezőtlen fordulatot igyekezett tompítani, az inputárak, illetőleg – a mezőgazdaság esetén – az export keresleti ársokk hatását közömbösíteni nem sikerült. Mindez beépülhet az inflációs várakozásokba, ami tükröződik a külső tényezők és az árfolyam-politika által kevésbé befolyásolt szolgáltatások inflációs rátájának lassú, de kitartó emelkedésében.

1. Inflációs konvergencia

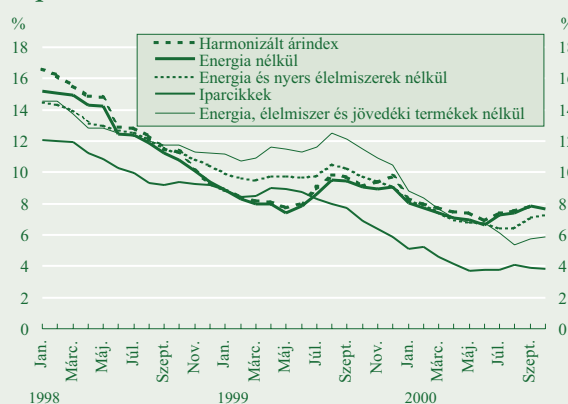
Az Európai Uniót az elmúlt időszakban a hazaival közös inflációs sokk érte. Az olajársokk legfőbb kereskedelmi partnereknél is az energiahordozók fogyasztói árának jelentős (szeptemberben éves szinten 16%-os) emelkedését vonta maga után,

I-1. ábra Inflációs konvergencia: Magyarország és az euróövezet harmonizált árindexeinek különbsége



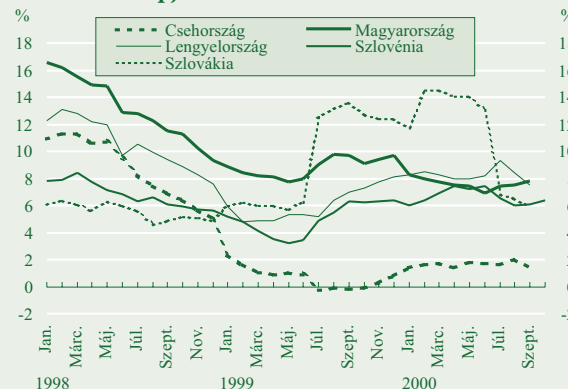
Forrás: Eurostat

I-2. ábra Inflációs konvergencia az euróövezet képest – alternatív mutatószámok



Forrás: Eurostat, MNB számítás

I-3. ábra Inflációs különbségek a 12 havi harmonizált árindexek alapján



Forrás: Eurostat

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

	1999			2000		
	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év
Alapanyagok						
energiahordozók nélkül	74,5	75,2	78,1	79,4	77,9	74,8
Élelmiszerek	73,3	71,6	72,3	74,4	74,0	70,6
Italok	73,4	65,3	74,9	68,1	63,2	58,7
Mezőgazdasági						
nyersanyagok	76,1	77,5	80,8	80,8	81,2	74,8
fémek	72,3	78,7	82,0	87,2	82,5	85,5
Nyersolaj	89,9	119,2	141,0	157,0	155,6	177,9

Forrás: IMF IFS.
* Világgiazi árak dollárban.

amelynek üteme azonban elmaradt a hazaitól (a szeptemberi 24,4%-tól, illetve az októberi csaknem 30%-tól). Az élelmiszerárak emelkedésének üteme (az októberi éves szintű 2,2% az év elejei 0,5% körüli értékekkel szemben) szintén elmaradt a hazaitól. Ez utóbbi jelenség oka részben az EU közös agrárpolitikájának a hazaiénál jóval hatékonyabb árstabilizáló hatásában keresendő. Az euróövezetben a szolgáltatások – amúgy meglehetősen stabil – árindexében az inflációs sokk erősen tompítva jelent meg: az októberi 1,9%-os növekedés igen enyhén emelkedő trend eredménye, az index mélypontja egy évvel korábban 0,6%-kal alacsonyabb szinten volt. A nemzetközi versenynek kitett *iparcikkek* ár alakulása is enyhe emelkedést mutatott: a 12 havi index szeptemberben 0,8% volt, ami 0,3%-kal haladta meg az év közepét jellemző értéket.

Mindezek eredőjeként az Eurostat által publikált harmonizált fogyasztói árindex (HICP) szeptemberben az euróövezetben évi 2,8% áremelkedést mutatott. Magyarországon ugyanez az adat 10,6% volt. Ennek megfelelően már egyértelművé vált, hogy az inflációs különbséggel jellemzett konvergencia folyamatában kedvezőtlen változás következett be (lásd I-1. ábra).

Az inflációs konvergencia megakadása részben annak számlájára írható, hogy az energia- és a nyári élelmiszerár-sokk hazánkat erőteljesebben sújtotta (lásd I-2. ábra). Az energiahordozók az euróövezetben kisebb súllyal szerepelnek a fogyasztói kosárban (a háztartási energia súlya 5,5%, szemben a hazai 8,6%-kal; a járműüzemanyag súlya pedig rendre 4%, illetve 4,9%), akárcsak az élelmiszerek (16,7%, illetve 19,1%), ráadásul az élelmiszerár-emelkedés egyrészt a hatékonyabb piacsabályozás, illetőleg a nagyobb piac alacsonyabb árvolatilitásának eredményeként jóval kisebb amplitúdójú volt. Ezek a tényezők azonban nem képesek az utóbbi fél év kedvezőtlen fejleményeit teljes egészében magyarázni. A konvergencia folyamata a főbb energia- és élelmiszerár-hatásoktól megszűrt mutatók szerint is megtorpant, bár a teljes harmonizált árindexek között fennálló enyhe divergencia ténye már kevésbé egyértelmű. A csupán az energiahordozók árhatását kiszűrő mutatók közötti kapcsolat gyakorlatilag hasonló módon alakult, mint a teljes harmonizált árindexek különbsége. Az összes élelmiszer, alkohol és dohánytermék kihagyásával számított, illetőleg a csupán a nyers élelmiszerek árhatásától megtisztított mutatók alapján a konvergencia egyrészt erőteljesebb volt, másrészt a megakadás is később következett be. Az árfolyampálya által közvetlenül fegyelmzett iparcikkek körében az inflációs differencia az előző negyedévre jellemző szinten maradt. Mindezek alapján egyelőre nem állítható bizonyosan, hogy az árindexek, illetőleg az inflációs folyamatok divergens fázisba kerültek volna.

Az elmúlt időszakban egyébként a hozzánk hasonló helyzetben lévő többi közép-kelet-európai ország sem ért el eredményt az inflációs ráták közelítésében (lásd I-3. ábra).

2. Importált infláció

Az energiahordozók nélkül számított alapanyagok és az energiahordozók árai 2000 harmadik negyedévében, az előző negyedévhez képest ellentétes irányban mozogtak (lásd I-1. táblázat). Az alapanyagok dollárban mért ára 4%-kal csökkent az előző negyedévhez képest. (A második negyedévben 2%-os

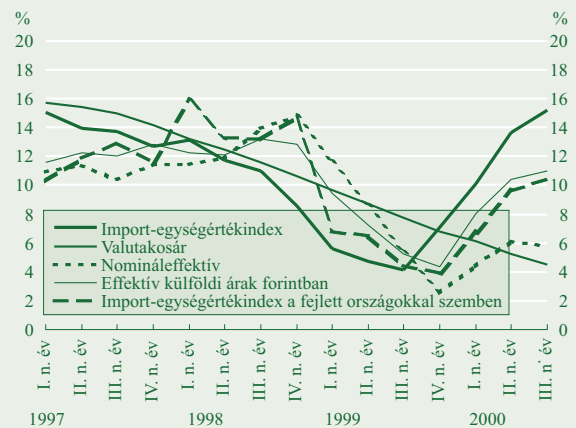
csökkenést lehetett regisztrálni.) E mögött az élelmiszer-, az ital- és a mezőgazdasági nyersanyagárak 5–8%-os mérséklődése és a fémárak 3,6%-os emelkedése áll. Ugyanakkor a második negyedévi stagnálás után az energiahordozók és az olaj ára, az OPEC júliusi, ismételt kvótaemelése ellenére is, több mint 14%-kal emelkedett a harmadik negyedévben. Mindezt elsősorban a legnagyobb felhasználó, az Egyesült Államok, készleteinek rendkívül alacsony szintjével lehet magyarázni. A világpiacon áralakulások hazánkat érintő hatásaihoz mindehhez hozzáadódott az is, hogy a harmadik negyedévben az euró a dollárral szemben átlagosan 3,1%-kal leértékelődött.

Az *import-egységértékindex* mutató 2000 harmadik negyedévében az előző negyedévi 13,9%-ról 15,0%-ra emelkedett. Ez a forint előre meghirdetett leértékelésének üteménél 10,5%-kal, a nomináleffektív árfolyamindex leértékelődésénél 9,2%-kal volt magasabb. Az effektív külföldi árakkal számított mutató¹ 11%-os éves növekedési üteme is magasabb volt az előző negyedévinél (lásd I-4. ábra). Ezek az adatok azt mutatják, hogy az importált inflációs nyomás a harmadik negyedévben sem enyhült, és arra jelentős mértékben a legfontosabb külkereskedelmi partnereink inflációs folyamatai gyakoroltak befolyást. Ebben azonban a tavalyi alacsony bázis is megmutatkozik, hiszen a rövid távú folyamatok ennél némileg árnyaltabb képet mutatnak. Az import-egységértékindex szezonálisan igazított értékéből számított negyedév/negyedév típusú árnyövekedés azt mutatja, (lásd I-5. ábra) hogy az importált inflációs nyomás, bár továbbra is jelen van a magyar gazdaságban, mértéke némiképpen enyhült. Az importált infláció csúcspontja ez év második negyedévére volt tehető. A harmadik negyedévre továbbra is jellemző volt, hogy az importárak növekedése a fejlett országokból származó termékek esetében is megmutatkozott, és ez még a korábban mérsékeltébb árnyövekedést mutató *gép* termékcsoportot is jellemezte. Ez utóbbi termékkörben az előző év azonos időszakához képest 8,9%-os árnyövekedést tapasztalhattunk. Ennek valószínűleg az az oka, hogy a növekvő energiaárak és költségek most kezdik éreztetni hatásukat a külföldi termelők áraiban is. Valószínűsíthető az is, hogy a kereslet idei növekedése az árak emelkedéséhez járult hozzá. Nem történt változás az előző negyedéves folyamatokhoz képest a tekintetben, hogy elsősorban az energiahordozók árnyövekedésének hatására a Közép- és Kelet-Európából származó import ára 41,5%-kal emelkedett.

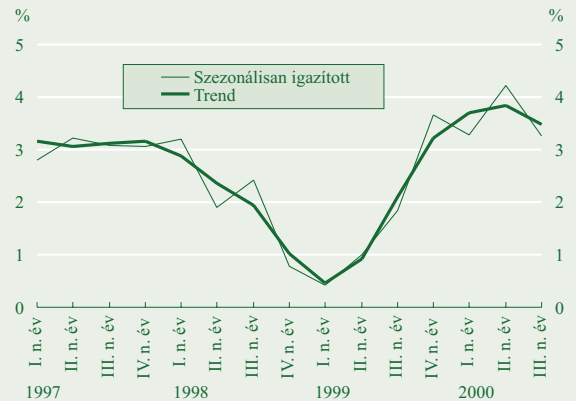
A különböző termékcsoportok közül a harmadik negyedévben is az energiahordozók importára nőtt a leggyorsabban, az előző év azonos negyedévéhez képest 83,9%-kal. Az élelmiszerek, italok, dohánytermékek importárának gyorsulása (10,4%) sem állt meg. A gépek, gépi berendezések áremelkedése (9,2%) a második negyedévi folyamatokhoz hasonlóan további importált inflációs nyomást jelentett. A feldolgozott termékek és a nyersanyagimport inflációja gyakorlatilag a korábbi magas, 12,2%-os, illetve 20,1%-os szinten maradt. Látható tehát, az importált inflációs nyomás harmadik negyedévben is folytatódó erősödésében mind az energiahordozók, mind pedig a gépek importált inflációja szerepet játszott. Ez utóbbit pedig valószínűsíthetően a pozitív keresleti sokkokkal és a növekvő költségekkel magyarázhatjuk.

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

I-4. ábra Az importárak és különböző árfolyammutatók alakulása



I-5. ábra Import-egységértékindex negyedéves változása



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

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

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

I-3. táblázat Az árnövekedés üteme a különböző termékek és szolgáltatáscsoportokban*

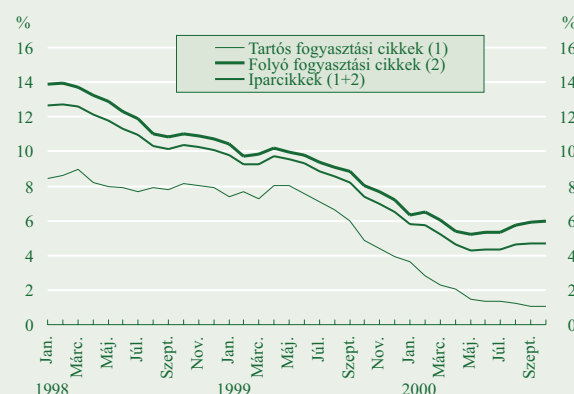
(az előző év azonos hónapjához viszonyítva)

	Súly a fogyasztói árindexben	1999. dec.	2000					
			márc.	jún.	júl.	aug.	szept.	dec.
Fogyasztói árindex	100,0	11,2	9,6	9,1	9,6	9,6	10,3	10,4
Ebből:								
Ipari termékek, élelmiszer, alkohol, dohány és benzin nélkül**	26,7	6,5	5,2	4,3	4,3	4,7	4,7	4,7
Benzin	4,9	37,8	36,7	33,4	27,9	24,2	25,9	26,7
Szabadáras háztartási energia	1,3	16,5	12,7	17,6	21,5	22,7	24,4	29,2
Élelmiszerek	19,1	5,4	5,6	6,4	11,8	14,4	15,3	14,1
Szabályozott árak	18,0	17,6	10,9	9,4	7,2	5,0	6,5	6,9
Ebből: energia	7,3	6,2	5,1	5,5	4,8	6,3	7,9	8,8
szolgáltatások	9,0	18,7	8,8	5,6	5,5	5,5	7,2	7,2
Piaci szolgáltatások	20,6	10,8	10,2	10,3	10,5	10,7	11,4	11,9
Szeszes ital, dohányárú	9,4	10,6	11,7	10,5	9,9	10,5	10,7	11,2
Maginfláció	89,9	8,8	7,5	7,0	7,4	8,5	9,4	9,6
Nominál effektív árfolyam leértékelődése		2,7	4,1	6,2	6,0	5,7	5,6	5,4
A forint bejelentett nominális leértékelése		6,7	6,0	5,1	4,8	4,6	4,4	4,3

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

** A korábbi inflációs jelentésekben alkalmazott metodikához képest megváltoztattuk az iparcikkek és a piaci szolgáltatások besorolását. (A részletekkel kapcsolatban lásd keretes írásunkat.)

I-6. ábra Az iparcikkek árának alakulása



Az eurórégióban idén a fogyasztóiár-infláció folyamatosan meghaladta az Európai Központi Bank 2%-os középtávú célkitűzését (lásd I-2. táblázat). A 12 havi áremelkedés a márciusi 2,1 és a júniusi 2,4%-ot követően szeptemberben elérte a hatéves csúcspot jelentő 2,8%-ot. Az áremelkedés elsősorban a magas energiaárak és a gyenge euró következménye, az energiaárakat figyelmen kívül hagyva a fogyasztói árak 1,6%-kal nőttek. A legerősebb, 6% feletti inflációt Írországban, a legmérsékeltőbb, 2,2, illetve 2,3%-os áremelkedést pedig Ausztriában, illetve Franciaországban mérték. Az Európai Unió szeptemberi 12 havi fogyasztói árnövekedése 2,5% volt. Az Egyesült Államokban a márciusi és a júniusi sokéves csúcspot jelentő 3,7%-os fogyasztói árnövekedés szeptemberben 3,5%-ra mérséklődött, a maginfláció pedig a június végi 2,6%-os szinten maradt. Mindeztidáig a magas energiaárak által támasztott inflációs nyomást nagyrészt ellensúlyozta a technológiai fejlődésből adódó gyors termelékenység-növekedés. A gazdaság harmadik negyedévi lassulása ugyan-csak az infláció fékeződése irányába hat.

Csehországban a 12 havi infláció szeptemberben a júniusi 4,1%-os szinten maradt. A különböző prognózisok szerint a gazdaság élénkülése, az energia és az élelmiszerek várható további drágulása ellenére a decemberi fogyasztói áremelkedés is legfeljebb 4,4% lesz. Lengyelországban idén gyakorlatilag stagnál, valamint 10% fölött van a fogyasztói áremelkedés, szeptemberben 10,3%-kal nőttek a fogyasztó árak. Az előrejelzések szerint az infláció ez évi alakulása attól függ, hogy az élelmiszerek és az üzemanyagok terén jelentkező felfelé irányuló nyomás mennyire hajtja fel a béreket és a szolgáltatások árát.

3. A fogyasztói árak változásának összetevői

Iparcikkek

A monetáris politika szempontjából a kereskedelmi forgalomba kerülő *iparcikkek* árának alakulása kitüntetett szerepet játszik. (A korábbi inflációs jelentésekben alkalmazott metodikához képest megváltoztattuk az iparcikkek és a piaci szolgáltatások besorolását. A részletekkel kapcsolatban lásd keretes írásunkat.) A nemzetközi versenynek köszönhetően ebben a termék-körben az árak alakulását alapvetően a (potenciális) import forintban számított ára határozza meg. Ennek a termékkörnek mind a külföldi, mind pedig a belföldi ára meglehetősen stabilan viselkedik. Következésképpen az iparcikkek árának alakulása jó minőségű információt hordoz a monetáris politika, illetőleg az árfolyampálya inflációs folyamatra gyakorolt hatásáról. (Lásd I-3. táblázat.)

A fogyasztói kosár 26,7%-át reprezentáló *iparcikk* csoport egésze (lásd I-6. ábra) októberig bezárólag meglehetősen kedvező, 4,7%-os éves áremelkedést mutatott. Ezen belül a nagyobb, 19,5%-ot képviselő nem tartós iparcikkek inflációjának üteme a júliusi 5,3%-ról októberre 6%-ra emelkedett.

Másrésről viszont a 7,1% kosársúlyal szereplő tartós fogyasztási cikkek ára gyakorlatilag stabil, a 12 havi árindex alig haladja meg az 1%-ot. Ezen belül a kulturális cikkek árának április óta tartó csökkenése az ősszel is folytatódott.

Az iparcikkek árnövekedési átlagánál gyorsabb drágulás a *saját tulajdonú lakáskategóriában* szereplő építőanyagoknál következett be, ami részben a magasabb energiaköltség miatt jelentkezett.

Az MNB utoljára áprilisban csökkentette a leértékelési ütemet (havi 0,4%-ról havi 0,3%-ra), s a nyár végén bejelentésre került, hogy az idén már nem is lesz további csökkentés. A külkereskedelmi forgalomba kerülő termékek inflációjának megakadása tehát nincs ellentmondásban az árfolyampályával, amit jól mutat, hogy az iparcikkeknek a leértékelődési ütemhez viszonyított *relatív éves inflációs üteme*, bár némileg emelkedett, továbbra is a korábban tapasztalt $\pm 1\%$ -os sávon belül mozog² (lásd I-7. ábra). Ez pedig azt jelenti, hogy az előre meghirdetett árfolyampálya továbbra is betölti a nominális horgony szerepét.

Energiaársokk

A magyar gazdaságot a közelmúltban két jelentős inflációs sokk érte. Az egyik az energiahordozók – az olaj és a földgáz – árának már másfél éve tartó közel folyamatos, jelentős emelkedése, a másik az élelmiszerek nyár végi drasztikus áremelkedése.

A Brent hordójának euróban számított havi átlagára az 1998. decemberi mélypont óta több mint 4,5-szeresére emelkedett. Az ország számára releváns import földgázár a világpiaci kőolajárhoz kötődik, azt 9 hónap késéssel, simítva követi, ami egy – a jelen helyzetben – meglehetősen kedvezőtlen szerződés következménye. Ez utóbbi tényező azért érdemel kitüntetett figyelmet, mert hazánk földgázfelhasználása (fűtőérték-egyenértéken) meghaladja kőolaj-felhasználásunkat. Más országokban a földgáz importárának emelkedése nem vagy csak sokkal hosszabb távon követi a kőolajár-robbanást, vagyis hazánkat nemzetközi összehasonlításban is különösen nagy amplitúdójú energiaársokk érte.

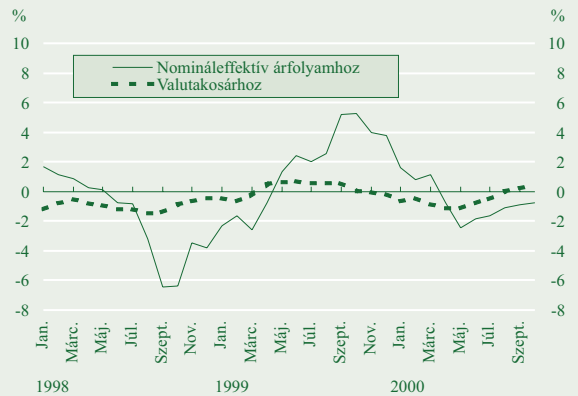
Mínt hogy azonban a világpiaci olajárak emelkedése már másfél éve tart, továbbá a földgáz áremelkedésének az inflációba történő beépülését a kormányzat adminisztratív eszközökkel – egészen a közelmúltban lezajlott, a nagyfelhasználókat érintő árintézkedésig – lényegében meggátolta, így minden valószínűség szerint a sokk a legutóbbi negyedévben közvetlen módon már nem gyakorolt – a korábbiakhoz képest további – *gyorsító* hatást az inflációra, így az inflációs folyamatban az év közepén bekövetkezett kedvezőtlen fordulat nem tulajdonítható az energiaár-robbanás *közvetlen* hatásának.

Az I-8. ábra alapján látható, hogy az igazán jelentős olajár-sokk 1999 utolsó negyedévében érte az országot. A 2000 harmadik negyedévére jellemző, éves szinten 63,5%-os áremelkedés már nem jelent „újdonságot”, hiszen az energiaimport ár-emelkedése már hat negyedév óta ebben, az éves szinten 60%-ot meghaladó tartományban van.

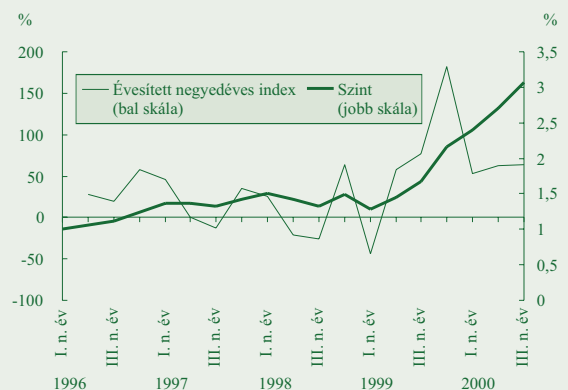
Az utóbbi másfél évben a közel 5% kosársúlyal rendelkező járműüzemanyagok, illetőleg a 0,5% súlyú palackos gáz ára folyamatosan, éves szinten 30–50%-os ütemben emelkedett. A piaci árazódású energiahordozók és a járműüzemanyag termékcsoport az utóbbi másfél évben évi 25,7%-os inflációt mutatott

² A korábbi metodikához képest történt módosítás 0,5–0,7%-kal csökkentette a relatív infláció számértékét. A régi metodika szerint az iparcikkek relatív inflációja kismértékben meghaladná az 1%-ot.

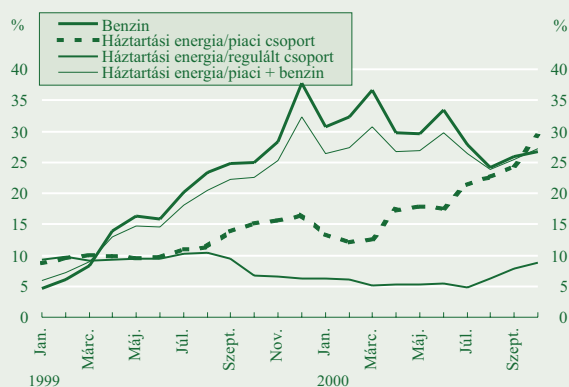
I-7. ábra Az iparcikkek 12 havi relatív inflációs üteme



I-8. ábra Az energiahordozó-import forintban számított árának alakulása



I-9. ábra Az energiahordozók árának alakulása



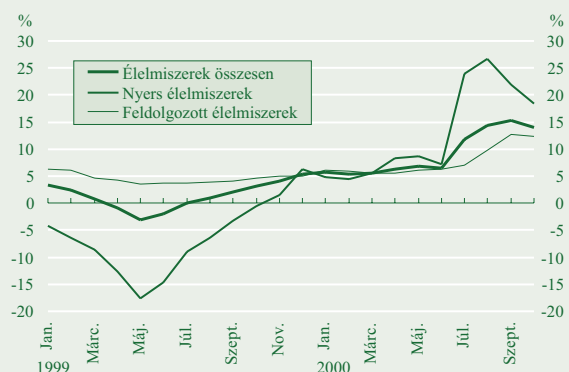
(2000. októberben a 12 havi együttes árindexük 27,2% volt). Minthogy a csoport 6,3%-os súllyal szerepel a kosárban, így a lezajlott olajársokk az utóbbi másfél évben *közvetlen* módon, e termék révén éves szinten 1,6–1,7%-kal emelte az inflációt. Ez a hatás átmenetinek tekinthető, hiszen ha az olaj- s vele a gázár akár csak stabilizálódik a jelenlegi szinten, úgy közel ennyivel csökken az infláció üteme.

Az energiaárak alakulásának *közvetlen* inflatorikus hatását vizsgálva az egyik legszembetűnőbb jelenség, hogy a *háztartási energiahordozók* körében (lásd I-9. ábra) mind élesebben eltávolodik egymástól a központi árszabályozás alá eső, illetőleg a szabad, piaci áralakulású termékek árindexe (8,8%, illetve 29,2% volt az éves drágulás mértéke). A *piaci árazású energiahordozók* – ezek súlya 1,3% – ára követi a világpiaci tendenciákat. A szilárd tüzelésű anyagok (szén, brikett, tűzifa) ára 13–18%-kal emelkedett egy év alatt. A kőolaj és a földgáz importára a harmadik negyedévben is jelentősen emelkedett. Ez a palackos gáz árban gyakorlatilag azonnal megjelent, így e termék ára egy év alatt másfélszeresére nőtt.

A *központosan szabályozott energiaárak* – súlyuk 7,2% – szabályozási mechanizmusa szerint a földgáz ára július elsejétől 12%-kal emelkedett (a távfűtés ennek vonzataként 5%-kal nőtt). Ez távolról sem fedezte az importköltségek emelkedését. A kormányzat a gázpiacon jelentkező feszültség részbeni feloldása érdekében novembertől a nagyfogyasztók számára értékesített gáz árát 43%-kal emelte. Ez a lakossági kiadásokat közvetlenül nem érinti (a távfűtés ára sem drágul), indirekt módon azonban van inflációs hatása, amely azonban legkorábban a november–decemberi árindexben jelenik meg. Egyrészt a termékek árában megjelenhet a nagyobb energiaköltség, másrészt a fő felhasználási területen, a villamos energia termelésében megjelenő többletköltség miatt januárban a villamos energia árát ennek megfelelően jobban indokolt emelni. A szabályozott háztartási energiahordozók tizenkét havi drágulása októberben az átlagos árszínvonal növekedésénél kisebb, 8,8% volt.

Az importált energiaárak belföldi fogyasztói árakra gyakorolt *közvetlen* hatását tehát jelentős mértékben tompította a gazdaságpolitika, amennyiben a vezeték gáz és a tömegközlekedés árának hatósági megállapításakor az inputköltségek növekedésének csak egy kis részét engedte a lakossági árakban érvényesíteni. (A jövőre nézve hasonló antiinflációs célt szolgál a járműüzemanyagok jövedékiadó-tartalmának befagyasztása is.) Az árszint ilyenén történő „lefojtása”, illetőleg az olajárrobbanás közvetett, hosszabb késleltetéssel jelentkező költségnövelő hatása jelentős inflatorikus tényezőt jelenthet.

I-10. ábra Az élelmiszerek árának alakulása



Élelmiszerársokk

A *nyers élelmiszerek* (kosársúlyuk 5,4%) árának július havi váratlan megugrása jelentette a gazdaság számára a másik jelentős inflációs sokkot (lásd I-10. ábra). A szezonálisan igazított index egyetlen hónap alatt 14,4%- emelkedést mutatott.³ A *feldolgozott élelmiszerek* (13,8% súlyú) csoportjának árába ez a sokk késleltetve és jelentősen tompítva ment át. Ez utóbbi alcsoport árszintje

³ A nyers élelmiszerek ára idén átlagosan 11,3 százalékot emelkedett, míg a szezonális hatásoknak köszönhetően ebben a hónapban esni szoktak a nyers élelmiszerárak. Kiugró mértékben a sertéshús és a tojás ára emelkedett.

július–augusztus–szeptember hónapban szezonálisan igazítva rendre 1,25%, 2,81%, 3,20%-kal emelkedett. Mindezek hatására az élelmiszerek csoportjának 12 havi indexe az előző negyedév 6–7%-os értékével szemben a harmadik negyedévben 12–15% között alakult, s az októberi 12 havi index is csak 14,1%-ra mérséklődött. Az élelmiszerárak emelkedése tehát az elmúlt időszakban a korábbiakkal ellentétben nem elmaradt a teljes fogyasztói árváltozástól, hanem jelentős mértékben meghaladta azt.

A nyár végi élelmiszerár-emelkedés a várakozásoknak megfelelően nemhogy egyszeri szinteltolódásnak bizonyult, de később – a nyers élelmiszerek esetében már rögtön augusztusban – részben korrigálódott, így a sokk az inflációs trendeket a későbbiekben nagy valószínűséggel nem befolyásolja. A nyers élelmiszerek árának júliusban bekövetkezett – elsődlegesen a kelet-európai piac export-felvetőképességének jelentős bővülésére visszavezethető – megugrása a feldolgozott élelmiszerárakba 1–2 hónap késleltetéssel épült be, azonban ez utóbbi csoport esetében is a rövid bázisú, szezonálisan igazított árindex a korrekció jeleit mutatja.

Az élelmiszerek, ezen belül is különösen a nyers élelmiszerek a fogyasztói árindex egyik legkevésbé stabil csoportját alkotják. Jelentős rövid távú ingadozásuk, instabil szezonálisuk megnehezíti statisztikai eszközökkel történő kezelésüket, illetőleg megbízhatatlanná teszi az előrejelzésüket. Fontos tehát, hogy az inflációs tendenciák megítélésénél lehetőség szerint vegyük figyelembe a teljes fogyasztói árindexekre gyakorolt „torzító” hatásukat.

Piaci szolgáltatások

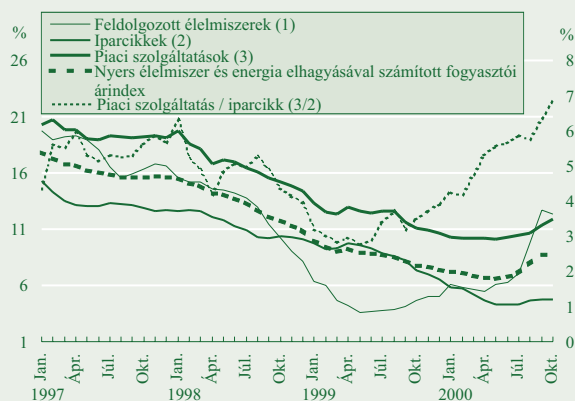
Továbbra is aggodalomra ad okot, hogy a piaci szolgáltatások árindexe egyre növekvő mértékben haladja meg a nemzetközi kereskedelem által kordában tartott árazású javak inflációját (lásd I-11. ábra). Míg az iparcikkek áralakulását az árfolyampálya jól kontrollálja, addig a piaci szolgáltatások árnövekedését a monetáris politika a jelenlegi rendszerben közvetlenül csak korlátozott módon képes befolyásolni.

Az árfolyamalapú dezinfláció legfőbb próbaköve éppen az, hogy mennyire képesek a gazdaság összetett egyensúlyi mechanizmusai a nemzetközi versenytől strukturális módon „megóvott” szektor árait az importárakkal hosszú távon konzisztens módon alakítani.

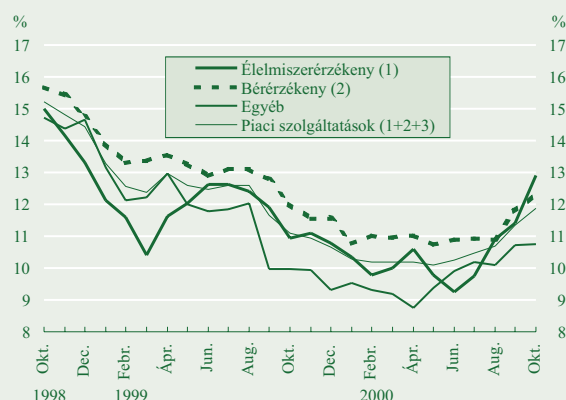
A piaci szolgáltatások ára az októberrel záródó 12 hónapban közel 7,2%-kal magasabb ütemben emelkedett, mint az iparcikkek átlagára, bár a rövid bázisú (szezonálisan igazított) index alapján úgy tűnik, a harmadik negyedévben az „árolló” nyílása megállt. A különböző szektorok termelékenység-növekedési üteme között fennálló különbség számításaink szerint hosszú távon 4–6% inflációs különbséget indokol a gazdasági felzárkózás jelenlegi szakaszában, így az év első tíz hónapjára jellemző 7%-os arányváltozás hosszabb távon aligha tartható.

A problémát az okozza, hogy a piaci szolgáltatások 20,2% súlyú csoportjának 12 havi árindexe a harmadik negyedévtől kezdődően folyamatosan emelkedik, értéke októberre éppen hogy 12% alatt maradt. Az élelmiszerár-sokk, illetőleg a bér-inflációs inercia problémakörét az alábbiakban a piaci szolgáltatások további, 3 csoportra történő felbontásával vizsgáljuk. Az élelmi-

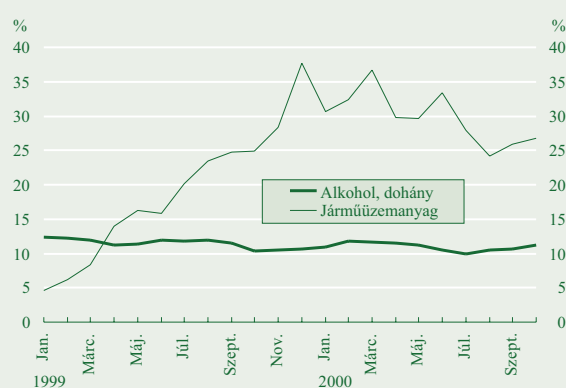
I-11. ábra A fontosabb aggregátumok inflációjának alakulása



I-12. ábra A szolgáltatás-részcsoportok inflációja



I-13. ábra A jövedéki termékek árának alakulása



szér-érzékeny⁴ csoport súlya 4%, a magas munkaerőigényük alapján külön csoportba gyűjtött *munkabér-érzékeny*⁵ szolgáltatások a fogyasztói kosár 9%-át reprezentálják, a *piaci szolgáltatások* ezen két csoportba be nem sorolt tagjai a 7,2% súlyú *egyéb*⁶ kategóriába kerültek.

Az I-12. ábra alapján látható, hogy az *élelmiszer-érzékeny* csoportban erőteljesen jelentkezik a júliusi élelmiszerár-sokk. A *munkabér-intenzív* csoport 12 havi indexe a szeptember-október folyamán jelentősen megemelkedett, ami azonban – 2 hónap túlságosan rövid idő, egy ilyen kicsi, volatilis csoport esetében – nem biztos, hogy hosszabb távú tendenciát hordoz. A munkaerő-piaci adatok legalább is nem erősítik meg a bérinfláció gyorsulását ebben a szektorban.

Jövedéki és szabályozott áras termékek

Az összességében 14,1% súlyú *jövedéki termékek* körében a korábbi tendenciák folytatódtak (lásd I-13. ábra).

Az *alkohol- és dohánytermékek* – a fogyasztói kosárban ezek súlya 9,1% – októberi 11,2%-os éves áremelkedése meghaladta a teljes fogyasztói árindexet. Ennek oka a dohánytermékeknel részben a jövedéki adótartalom év eleji emelése,⁷ részben az import év közepén lezajlott drágulása volt, ami a július-októberi időszakban több mint 3%-os áremelkedést okozott. A borok ára egy év alatt 13%-kal drágult, ebből 5%-os árnövekedés a július óta eltelt időszakra esett. Az átlag feletti árnövekedés oka az év első felében a termék jövedéki szabályozás alá kerülése, az ebből származó költségek árban való elismertetése, illetve a fekete-piac visszaszorulásának következménye volt. Augusztustól érvénybe lépett a jövedéki adómérték (a szőlőbor esetében literenként 5 forint) kiszabása is.

A *benzin* esetében a jövedéki adó emelkedésének vonzata kevesebb mint 4%-os áremelkedés lett volna. A rendkívül magas világpiaci (dollárban számított) olajár és az euró – s a hozzá kötődő forint – dollárral szembeni nyomott árfolyama következtében azonban az elmúlt 12 hónap folyamán kiugróan magas, közel 27%-os emelkedésen ment keresztül. Bár az év során többször prognosztizáltuk a világpiaci árnövekedés megtorpanását, ez nem következett be, és ősszel az üzemanyagárak inflációja gyakorlatilag a nyári szinten maradt. Ez a benzin 4,9%-os súlya révén hozzávetőlegesen 1% „nem várt” inflációs többletet eredményezett az elmúlt 12 hónap folyamán. Novemberben azonban két alkalommal 3–3 forinttal csökkentek az árak, ez az év végi inflációs mértékben fog jelentkezni.

⁴ Az *élelmiszer-érzékeny* csoportba az *éttermi, munkahelyi, iskolai, óvodai/bölcsődei étkezés*, valamint a *büféárak* mellett – az idősor statisztikai tulajdonságainak figyelembevételével – az *üdülés belföldön nem beutalóval* csoport került.

⁵ *Munkabér-érzékenyek* tekintjük a *ruha-, háztartási berendezés, lakás- és járműjavítási tevékenység, takarítás/mosás, testápolási szolgáltatás, egészségügyi és oktatási szolgáltatás és a kulturális cikkek javítása*, valamint a *presszókávé* tételket.

⁶ A két speciális csoport egyikébe sem kerültek besorolásra: *újság/folyóirat, könyv, tankönyv, társasházi közös költség, gépkocsikölcsönzés, taxi, teherszállítás, színház, mozi, sportrendezvények, üdülés külföldön, fényképészeti és egyéb (fel nem sorolt) szolgáltatás*.

⁷ Mint azt a júniusi inflációs riportunkban bemutattuk, a tétéles jövedéki adó 15%-kal nőtt, ami önmagában kb. 6%-kal emelte ennek a termékcsoportnak az árát.

I-4. táblázat A szabályozott vagy államilag befolyásolt körbe tartozó árak*
(12 havi, illetve tízhavi [2000. évben megvalósult] növekedése)**

	Súly 2000-ben	Tizenkét havi árindexek								Tízhavi árindexek		Eltérés, százalék- pont 1999–2000
		1999		2000						1999	2000	
		december	március	június	július	augusztus	szeptember	október				
Szabályozott kör	17,99	17,6	10,9	9,4	7,2	5,0	6,5	6,9	18,1	7,4	-10,7	
Termékek	8,99	16,4	13,2	13,7	9,0	4,5	5,8	6,5	17,6	7,6	-10,0	
ebből:												
Háztartási energia	7,29	6,2	5,1	5,5	4,8	6,3	7,9	8,8	6,1	8,6	2,6	
Központi és távfűtés	1,84	6,0	5,8	6,3	6,6	7,1	7,5	9,6	10,1	6,3	-3,7	
Elektromos energia	3,29	10,1	7,4	7,8	7,7	6,7	6,3	6,3	1,1	12,0	10,9	
Vezetékes gáz	2,16	1,1	1,0	1,4	-1,2	5,0	10,6	12,0	6,1	8,6	2,6	
Gyógyszer, gyógyáru	1,70	56,9	42,9	43,5	22,0	-1,0	-0,9	-1,0	63,5	3,2	-60,3	
Szolgáltatások	9,00	18,7	8,8	5,6	5,5	5,5	7,2	7,2	18,6	7,1	-11,5	
ebből:												
Lakásszolgáltatás	2,48	15,3	13,7	12,3	12,3	12,1	12,0	12,1	15,0	11,9	-3,1	
Közlekedési szolgáltatás	1,89	13,4	6,3	6,1	6,1	6,3	6,3	6,3	13,4	6,3	-7,1	
Hírközlési szolgáltatás	3,78	25,3	6,6	2,1	2,1	2,0	6,0	6,0	25,3	6,0	-19,3	

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

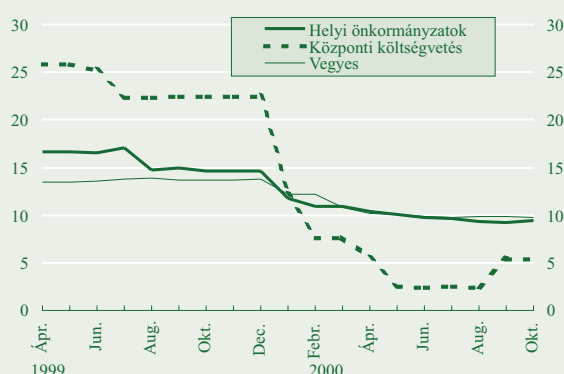
** Kerekítés miatt a részösszegek nem feltétlenül adódnak pontosan össze.

Nem csak a szabályozott háztartási energia esetében, hanem a teljes szabályozott körben érvényesült a szigorú központi árpolitika inflációmérséklő hatása (lásd I-4. táblázat). A gyógyszerárak tavaly a támogatási rendszer változtatásának következtében drasztikusan emelkedtek, és ennek áthúzódó hatása még az idén nyáron is érződött. Ebben az évben azonban (10 hónap alatt) csak 3,2%-kal drágultak. Ez annak köszönhető, hogy a kormány júniusban rendeletben rögzítette az árakat 180 napig,⁸ és eközben tárgyalásokat kezdeményezett a gyártókkal és forgalmazókkal annak érdekében, hogy megállapodás szülessen a 2000–2003-as időszakra vonatkozó árstratégiáról. A kormány célja, hogy idén már ne emelkedjenek a termelői és az importárak, a következő években pedig a gyógyszerek áremelkedése ne haladja meg a tervezett inflációs mérték 70%-át. Az alacsony gyógyszerárindexnek jelentős szerepe volt (1 százalékpont) a maginfláció és a fogyasztói árindex közötti rés őszi mérséklődésében.

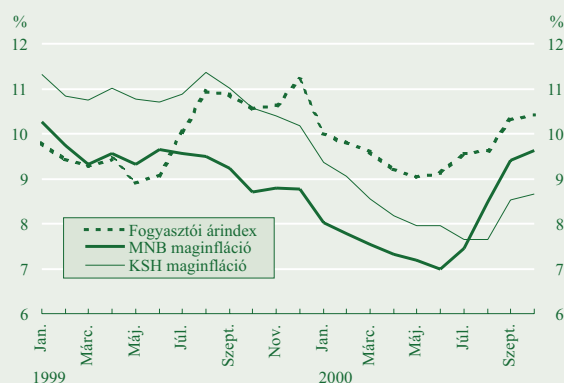
A szabályozott szolgáltatások – ezek súlya a fogyasztói kosárban 9%, – éves árindexe októberben (7,2%) jóval alacsonyabb volt, mint a piaci szolgáltatásoké (11,9%). A korábbi évek tendenciáitól eltérő volt az áralakulás éven belüli lefutása is. A visszafogott árnövekedés egyértelműen annak tulajdonítható, hogy a központi hatáskörben szabályozásra kerülő árak – közlekedés és hírközlés – a tervezettnek megfelelően, 6%-kal emelkedtek. A központilag szabályozott szolgáltatásárak általában az év során csak egyszer, február–márciusban változtak. Ez a közlekedési szolgáltatásokban jelentett költségoldalról feszültséget, mivel az előre egyeztetett díjnövekedés nem nyújtott fedezetet a vártnál magasabb üzemanyag-drágulásra. Idén a telefonszolgáltatás inflációs mutatója a korábbiaktól eltérően viselkedett. A szolgáltatásnak a lakosságot érintő része az „ár-plafon” szabályozás alapján 6% lehetett. Tavasszal az árindex ennek megfelelő mértéket mutatott. Nyáron azonban különböző kedvezményes csomagokat vezettek be, ami a vezetékes telefonszolgáltatás

⁸ December 26-ig.

I-14. ábra Szabályozott árak szintje szabályozó szerinti bontásban



I-15. ábra A maginfláció és a fogyasztói árindex alakulása



I-5. táblázat Az MNB maginfláció és a fogyasztói árindex különbségének tényezői

	%		
	Aug./aug.	Szept./szept.	Okt./okt.
Nyers élelmiszerek	0,50	0,25	0,09
Háztartási energia + járműüzemanyag	0,90	0,93	0,96
Gyógyszer	-0,25	-0,26	-0,26
Összesen	1,15	0,91	0,79
CPI	109,6	110,3	110,4
MNB maginfláció	108,5	109,4	109,6

I-6. táblázat A KSH és az MNB által számított maginflációs mutatók közötti eltérés összetevői

	CPI súly	Aug./aug.	Szept./szept.	Okt./okt.
Gyógyszer	1,7	-0,26	-0,27	-0,27
Energia	7,8	-0,01	-0,09	-0,22
Nyers élelmiszer	3,1	-0,56	-0,51	-0,47
Összesen		-0,83	-0,87	-0,95
KSH maginfláció	80,5	107,6	108,5	108,7
MNB maginfláció	89,7	108,50	109,4	109,60

igénybevételére ösztönzött, és az éves árindex 2% alá esett vissza.⁹ Ősszel azonban lejártak a meghirdetett kedvezmények, és az árak visszaálltak a tavaszi szintre, ami 4%-os drágulásként jelent meg szeptemberben.

Az önkormányzati körbe tartozó lakásszolgáltatás éves inflációja 12% volt. Itt a többletköltségek nagyobb részt elismerésre kerültek a fogyasztói árakban, a lakbérek lassú emelkedése ősszel is folytatódott (lásd I-14. ábra).

Annak érzékeltetésére, hogy ebben az évben a szabályozott áras körben a moderált árnövekedés milyen deflációs hatással járt, a 12 havi árszintváltozás helyett csak az adott évben „belépő” árnövekedés mutatóit vetjük össze.¹⁰ Az idén belépő szabályozott árváltozások csaknem 11 százalékponttal alacsonyabbak voltak az elmúlt évinél. Ez pedig közel 2 százalékponttal mérsékelte az ideai inflációs ütemet.

4. A maginfláció

Az MNB az inflációs folyamat tendenciájának leírására saját metodika alapján számított *maginflációs mutatót* használ. A maginfláció és a teljes fogyasztói árindex közötti eltéréseket az I-5. táblázat foglalja össze. A maginflációs index októberben évi 9,6%-os áremelkedést mutatott, elsősorban a nyers élelmiszerárak egyszeri megugrásának köszönhetően, aminek hatását a mutató csak részben szűri ki. A szolgáltatások árindexének mákacs emelkedése azonban inflációs inercia kiépülésére, s ennek megfelelően a defláció tartós megakadásának veszélyére figyelmeztet (lásd I-15. ábra).

A KSH – a fogyasztói árindex mellett – maga is publikál egy maginflációs indexet, amely nem tartalmazza a feldolgozatlan élelmiszereket. (Az MNB által számított maginfláció csupán a statisztikai szempontból különösen problematikus, instabil szezonális tételek árváltozásának hatását szűri ki.) Az MNB és a KSH éves mutatói a harmadik negyedév folyamán „helyet cseréltek”, azaz a korábbiakkal ellentétben augusztustól a KSH által számított maginfláció elmaradt a Magyar Nemzeti Bank által használt metodika alapján számítottól. Ennek oka egyrészt az, hogy a KSH által kihagyott nyers élelmiszerek relatíve nem növelték, míg az MNB által kihagyott gyógyszerárak a magas tavalyi bázis révén csökkentették a KSH által számított mutatót, amely így októberben éves szinten 8,7%-ot tett ki (lásd I-6. táblázat).

⁹ Az időzítésben némi szerepet játszott az is, hogy a rendelet kimondta, amennyiben a KSH augusztusi fogyasztóiárindex-statisztikájában a telefon-szolgáltatás augusztus/decemberi árindexe meghaladja az előírt mértéket, azt díjszökkentéssel kell biztosítani.

¹⁰ Lásd az I-4. tábla utolsó három oszlopát.

Keretes írás I-1. Az iparcikkek és a piaci árazású szolgáltatások besorolásával kapcsolatos módszertani változás

A KSH a fogyasztói árindexben közel 6%-os súllyal szerepelteti a *saját tulajdonú lakások* (611. sor) imputált árát. Ez a sor a lakások használatával kapcsolatban felmerülő **tőkeköltségek**, vagyis a lakhatás „fogyasztói árának” változását hivatott nyomon követni. Ez a tétel nem keverendő össze a lakás *karbantartási* költségek változásával, amelyet a *lakásjavító és -karbantartó cikkek* (510. sor), illetőleg a *lakásjavítás, -karbantartás* (613. sor) tételek révén, 0,6%, ill. 1,5% súllyal vesz figyelembe a statisztika. A *saját tulajdonú lakások* fogyasztói árindexben történő megjelenítése számos elméleti problémát vet fel. (Ezzel kapcsolatban lásd *Ferenczi-Valkovszky-Vincze: Mire jó a fogyasztóiár-statisztika, MNB füzetek 2000/5.*)

A KSH a következő módszert alkalmazza: a saját tulajdonú lakás „bérletének”, mint szolgáltatás (611. sor) súlyát a háztartási panelstatisztika alapján becsüli, az árindexet pedig a másik két lakással kapcsolatos mért árindex (510. és 613. sorok) egyszerű számtani átlagaként becsüli. E mögött az eljárás mögött alighanem az az implicit feltételezés húzódik meg, hogy a saját tulajdonú lakások „helyes bérleti díjának” árindexe azonos a bekerülési költség (azaz az újonnan épített lakások előállítási költségének) inflációjával; ez utóbbi pedig az építési termékek és az építési szolgáltatások 50–50%-os keverékének árindexével közelíthető.

Ezzel végső soron úgy járunk el, mintha a lakosság ingatlanberuházásait a folyó fogyasztás részének tekintenénk, bár a vázolt módszer nyilvánvalóan torzít. Ez esetben viszont a *saját tulajdonú lakások* (611. sor) meglehetősen nagy súllyal szereplő sora sem *iparcikkeknek*, sem pedig *piaci szolgáltatásnak* nem tekinthető. Korábban az idősor statisztikai viselkedése miatt ezt a tételt tisztán *iparcikkeknek* tekintettük (részletesen lásd 1999. decemberi inflációs jelentés 20. oldalán). A KSH fentebb leírt procedúrája, illetőleg a fent vázolt „gondolatmenet” alapján azonban célszerűbb ezt a tételt „visszaosztani” az eredeti két sorra, hiszen ténylegesen is az történik, hogy a *lakásjavító és -karbantartó cikkek* (510. sor), illetőleg a *lakásjavítás, -karbantartás* (613. sor) tételek súlya végső soron közel 3–3%-kal megemelkedik a *saját tulajdonú lakások* költségindexének imputálása révén (lásd I-7. táblázat). Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy az eredeti KSH-súlyokat az alábbiak szerint módosítjuk. (Természetesen nem csupán a 2000. éveket, de visszamenőleg a többit is.)

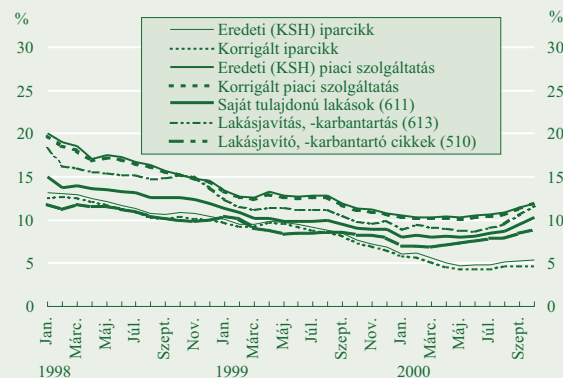
I-7. táblázat

	Eredeti súlyok	Korrigált súlyok
510. lakásjavító és -karbantartó cikkek	0,623	3,602
611. saját tulajdonú lakások	1,530	4,509
613. lakásjavítás, -karbantartás	5,958	0

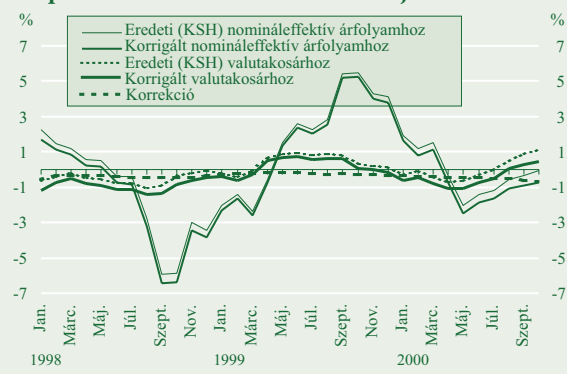
A módosítás az *iparcikkek* és a *piaci szolgáltatások*, illetőleg az ezeken alapuló idősorok számítását érint. Tulajdonképpen az történik, hogy a 611-es sornak azt a „felét” amely a 613-as sorhoz tartozik, s amelyet korábban ennek ellenére az *iparcikkek*hez soroltunk, a korrekció révén átsoroljuk a 613-as sornak megfelelő *piaci szolgáltatás* kategóriába. A módszertani változás hatását az I-16; I-17. ábra szemlélteti.

Mint látható, a *lakásjavítás, -karbantartás* (613. sor) árindexe többnyire elmaradt a *szolgáltatások* árindexétől, viszont jellemzően magasabb volt, mint az *iparcikkek* árindexe. Ebből következően problematikus, hogy a fogyasztói kosár közel 3%-át kitevő „szolgáltatás”¹¹ átkerülése a piaci szolgáltatások közé mindkét index értékét (jellemzően) csökkenti.

I-16. ábra A „saját tulajdonú lakások” csoporttal kapcsolatos korrekció hatása a 12 havi árindexekre



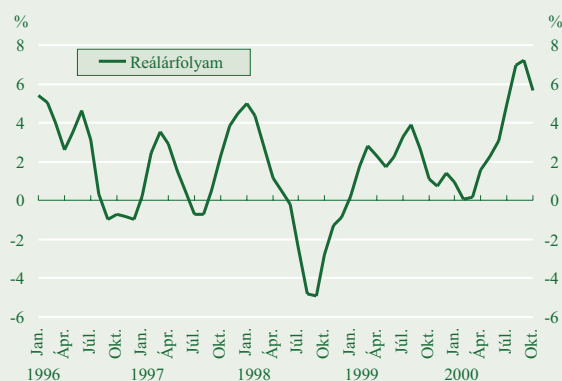
I-17. ábra Az imputált lakásfenntartási költség számbavételével kapcsolatos korrekció hatása az iparcikkek relatív inflációs mutatójára



¹¹ Ne feledjük, a 611-es sor egy imputált tétel, tehát az ebben szereplő 50% szolgáltatásrész csak bizonyos megkötésekkel nevezhető ténylegesen (el)fogyasztott piaci árazású szolgáltatásnak.

II. Monetáris folyamatok

II-1. ábra Monetáris kondíciók: reálárfolyam EMU inflációval*



* A szeptemberi Jelentésben bevezetett új módszertan szerint a reálárfolyam számítása során figyelembe vettük, hogy az infláció az euróövezetben is változik. A számítás háttéréről lásd keretes írásunkat a 2000. szeptemberi Jelentésben.

1. Monetáris kondíciók, kamat- és árfolyamalakulás

A magyar gazdaság növekedési üteme 2000 harmadik negyedévében tovább lassult, a GDP 4,6%-kal nőtt. A korábbi időszakokkal ellentétben a növekedésben a belföldi felhasználás játszotta a fő szerepet, a nettó export hozzájárulása mérséklődött. A külső egyensúlyi pozíció az előző évinél továbbra is kedvezőbben alakult, de a folyó fizetési mérleg javuló trendje megfordult. A kedvezőtlen inflációs folyamatok a harmadik negyedévben is folytatódtak, és a maginflációs mutatók is egyértelműen a dezinflációs trend megtorpanására utalnak.

A második negyedévhez hasonlóan a reálárfolyam alakulása a harmadik negyedévben is a monetáris kondíciók szigorodása irányába hatott, míg a reálkamat továbbra is csökkenést mutatott (lásd II-1. ábra). Októberben a reálárfolyam felértékelődésének mértéke valamelyest csökkent. A reálkamatok csökkenő trendje az MNB október 11-i kamatemelésével tört meg, ekkor ugyanis a jegybank – két év óta először – jelentős mértékben, 100 bázisponttal növelte a kéthetes jegybanki betét, valamint az overnight aktív repo és betét kamatát.

A szokatlan mértékű kamatemelés a harmadik negyedév kedvezőtlen inflációs folyamatait, illetve közvetlenül az aznap napvilágot látott szeptemberi inflációs adat következménye volt. Az árak vártnál gyorsabb növekedését továbbra is elsősorban a monetáris politika által nem befolyásolt tényezők magyarázták, ugyanakkor a jegybanknak ebben a helyzetben kiemelten törekednie kellett arra, hogy az inflációs sokkok minél kevésbé épüljenek be a várakozásokba. Az inflációs várakozások túlzott emelkedése ugyanis az infláció inerciális komponensének erősödését idézheti elő, ami elnyújthatja és költségesebbé teheti a dezinflációt.

A reálkamat szintjében a különböző számítási módszerek jelentős eltéréseket eredményezhetnek, ezért ezen mutató különféle számítási módjait keretes írásunkban mutatjuk be. A monetáris kondíciók jellemzésére jelentéseinkben használt rövid bázisú mutatók az elmúlt időszakban a reálkamatot jelentősen lefelé, míg a reálárfolyam változását felfelé torzították. Ez a torzítás mindkét mutató esetében az infláció számítása során alkalmazott deszezonalizálás és évesítés sajátosságainak köszönhető.

A szintekben tapasztalható eltérés ellenére a változás iránya szeptemberig mindegyik reálkamat-mutató esetében csökkenő volt, októberben azonban már – szintén egyöntetűen – emelkedni kezdtek.

Keretes írás II-1. A reálkamat különféle számítási módjairól

A Jelentéseinkben rendszeresen közölt monetáris kondíciók egyik alkotóeleme a reálkamat. Mivel a magyar pénzügyi piacokon nincsenek – a rendkívül illikvid tőkeindexált kötvényt kivéve – olyan kötvények, melyek kamata reálértelemben rögzített, a „reálkamat” mindig egy konstruált mutató. Számítására több lehetséges mód is van, melyek koncepciójukban és eredményükben jelentősen eltérnek egymástól. A különböző számítási módszereknek megvannak a maguk előnyei, illetve hátrányai. Az általunk az eddigiekben preferált és a Jelentésekben közölt reálkamat-mutató az elmúlt negyedévben lényegesen alacsonyabb értéket mutatott, mint az alternatív mutatók. Emiatt szükségét éreztük, hogy ezúttal az alternatív mutatókat is közöljük, ezek részletesebb magyarázatával együtt.

A reálkamat számítására alapvetően háromféle módszer kínálkozik:

1. *Ex post reálkamat.* Az ex post reálkamat a kötvény befektetői által ténylegesen realizált reálhozam. Egy 12 hónapos ex post reálhozam számításakor például az egy évvel ezelőtti 12 hónapos nominális hozamot defláljuk a kötvény futamideje alatt, azaz az elmúlt 12 hónapban mért inflációval. Hátránya, hogy mivel minden alkalommal egy múltbeli (példánkban 12 hónappal ezelőtti) nominális kamatot használ, éppen a monetáris politika legfrissebb fejleményeit hagyja figyelmen kívül. A monetáris kondíciók aktuális alakulásának bemutatására ezért kevésbé alkalmas.

2. *Ex ante reálkamat.* Számításakor a jelen pillanatban megfigyelt nominális kamatot defláljuk a befektetők megfelelő időtartamra vonatkozó inflációs várakozásaival. Az összes reálkamat-koncepció közül az ex ante reálkamat bír a legtöbb közgazdasági tartalommal, mivel ez az a reálkamat, ami a háztartások fogyasztási és beruházási döntései szempontjából releváns. Mivel a jelenbeli nominális kamatot, illetve a jelenbeli várakozásokat tartalmazza, elvileg ideális kifejezője a monetáris kondíciók alakulásának. A gyakorlatban azonban komoly gondot okoz, hogy a háztartások különböző időhorizontokra vonatkozó inflációs várakozásairól nem áll rendelkezésre megbízható és kellően reprezentatív információ. Az itt közölt ex ante reálkamat számításához a Reuters által havi rendszerességgel készített, 15–20 makroelemző inflációs várakozásait lekérdező survey eredményeit használtuk. A szűk mintán kívül ennek további hátránya, hogy csak fix időpontokra (az aktuális és a következő év végére) vonatkozó inflációs várakozásokra kérdez rá. A 12 havi inflációs várakozásokat ezért a fix pontok közötti interpolációval számítottuk.

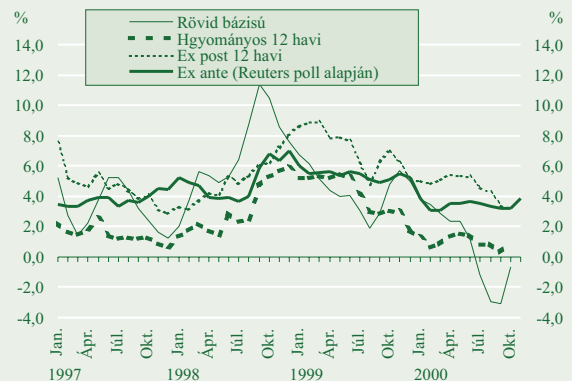
3. *„Hagyományos” reálkamat.* Az inflációs várakozásokra vonatkozó adatok megbízhatatlansága, illetve az ex post reálkamatok alacsony információtartalma miatt a gyakorlatban gyakran azt a megoldást alkalmazzák, hogy a jelenbeli (pl. 12 hónapos) nominális kamatot deflálják a legfrissebb realizált (év/év) inflációval. Ez a reálkamat ugyan a legfrissebb információkból van konstruálva, közgazdasági tartalma azonban csekély. Ráadásul, ha az infláció tartósan csökkenő trendet mutat, akkor a „hagyományos” reálkamat mutató tartósan alatta lesz a közgazdaságilag releváns ex ante reálkamatnak: minél hosszabb távra visszatekintő inflációt használunk a számításnál, annál inkább. Gyakorlati alkalmazása éppen ezért azokban az országokban elterjedt, ahol az infláció viszonylag stabil: ebben az esetben ez a koncepció jobban közelíti az ex ante reálkamatot.

A fentebb felsorolt reálkamat-mutatók hátrányos tulajdonságai miatt előző Jelentéseinkben az ún. rövid bázisú reálkamatot közöltük.

4. *Rövid bázisú reálkamat.* Ez a mutató a „hagyományos” reálkamat egy speciális változatának tekinthető. A számításakor felhasznált infláció viszonylag rövid távra tekint vissza (az általunk közölt mutató esetében az elmúlt három hónapra, míg a felhasznált nominális kamatot a jelenben megfigyelt 3 hónapos benchmark kamatot). A rövidebb visszatekintés révén ez a mutató csökkenő inflációs trend esetén kevésbé torzít lefelé (kevesebbé múlja alul az ex ante reálkamatot) mint a 12 hónapos „hagyományos” reálkamat. Mivel azonban a hó/hó infláció a 12 hónapostól eltérően számottevő szezonálisitást mutat, az elmúlt három hónap inflációja a szezonálisan igazított árszint trendjéből kerül kiszámításra, majd ezt a háromhavi trendinflációt évesítjük. Éppen ez jelenti ennek a módszernek a hátrányát: ha a szezonális igazítás során kapott háromhavi trend átmenetileg megugrik, az évesítés ezt jelentősen felnagyítja. A becslés így az infláció „valódi” trendjénél jóval nagyobb lesz. Az elmúlt negyedévben pontosan ez történt, melynek eredményeképpen az általunk számított rövid bázisú reálkamat, bár változásának iránya megegyezett az alternatív reálkamatokéval, szintjében jelentősen ezek alá, a negatív tartományba zuhant.

A monetáris kondíciók nyomon követése szempontjából nincs ideális reálkamat. Amit az elmúlt időszak fejleményeiről az alternatív reálkamatok (lásd II-2. ábra) egyöntetűen mutatnak az az, hogy a reálkamat az inflációs sokkok miatt júliustól szeptemberig csökkent, majd októberben a jegybanki kamatemelés hatására emelkedett. A reálkamat aktuális szintjéről a legtöbb információt az ex ante reálkamat adja. A július–októberi inflációs sokkok során ez a reálkamat-mutató ugyan historikusan alacsony szintre került, de messze nem aggasztó mértékben: egyik hónapban sem csökkent 3,2% alá. A jegybanki kamatemelést követően novemberben pedig jelentős mértékben (3,8%-ra) emelkedett. Óvatosságra int viszont ezzel a mutatóval kapcsolatban a számításakor felhasznált inflációs várakozások nem reprezentatív volta. Az előző Jelentéseinkben használt rövid bázisú reálkamat-mutató a számítása során alkalmazott deszezonalizálás és évesítés sajátosságai miatt az előző negyedévben csak a változás irányát tekintve hordozott információt, szintjében jelentősen lefelé torzított.

II-2. ábra Reálkamatok alakulása különböző számítási módszerekkel



Keretes írás II-2. A jegybanki eszköztár változásai

Betéti tender

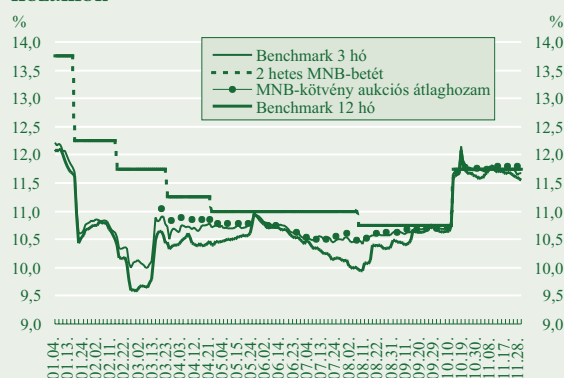
Az MNB a novemberi tartalékolási periódustól kezdődően megváltoztatta a kéthetes jegybanki betét igénybevételének feltételeit, a korlátlan (szakaszos) rendelkezésre állásról áttért a mennyiségi tenderezetetésre. Korábban a meghirdetett – irányadó – kamaton a jegybank korlátlan mennyiségben elfogadta az ajánlatokat. Az új rendszerben a kereskedelmi bankok a jegybank által meghirdetett mennyiség erejéig helyezhetnek el betétet, és a meghirdetett *maximális* kamat alapján nyújthatják be versenyző ajánlataikat. A tenderre heti rendszerességgel kerül sor, az irányadó felajánlott mennyiségeket az MNB öt hétre előre bejelenti.

Az irányadó instrumentum mennyiségi tenderezetése megfelel az ECB gyakorlatának – azzal a különbséggel, hogy az Európai Központi Bank esetében jelenleg egy aktív eszközről van szó –, s ennek megfelelően a kamatkorlát a minimális kamatot jelenti. Ezenkívül a mennyiségi tender növeli a jegybanki kamatpolitika mozgásterét és nagyobb rugalmasságot biztosít a jegybank számára a sterilizációs állomány futamidejének meghatározásában.

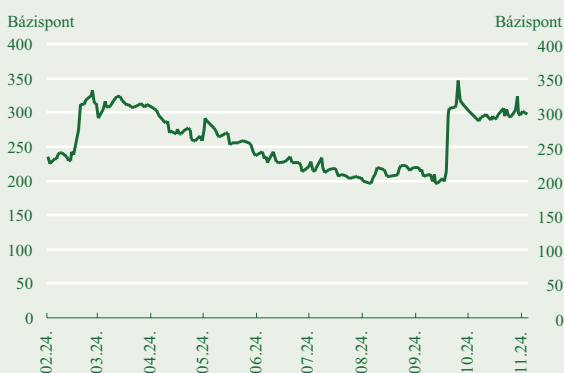
A kötelező tartalékszabályozás változása

Az MNB 2001. február 1-jétől új kötelező tartalékszabályozást vezet be, 11%-ról 7%-ra csökkenti a kötelező tartalékrátát. A változtatás eredményeképpen javul a bankrendszer versenyképessége, csökken a forrásokat terhelő jövedelemelvonás mértéke. A jegybanknak ugyanakkor el kell kerülnie a likviditás túlzott bővülését, ezért a ráta csökkenéséből felszabaduló likviditást változó kamatozású államkötvények eladásával köti le.

II-3. ábra Jegybanki kamatok és a piaci rövid hozamok



II-4. ábra A 3 hónapos kamatprémium



A monetáris politika elvben vagy a kamatpolitika, vagy az árfolyam-politika eszközeivel tudja szigorítani a monetáris kondíciókat, illetve befolyásolni az inflációs várakozásokat. A kedvezőtlen inflációs folyamatokra reagáló érdemi árfolyam-politikai lépést azonban a jelenlegi árfolyamrendszer keretei nem teszik lehetővé. Mivel a kormánnyal nem sikerült megállapodni az árfolyamrendszer megváltoztatásának időzítéséről, a monetáris politika csak a kamatpolitika eszközeivel tudott reagálni az inflációs sokkra. A kamatemelést követően október 30-i hatállyal a jegybanki eszköztár is módosult, megváltoztak a kéthetes jegybanki betét igénybevételének feltételei.

A szeptemberi inflációs adat és a jegybanki kamatemelés erőteljes reakciót váltott ki az állampapírpiacon, a hozamemelkedés a rövid oldalon a kamatemeléshez hasonló mértékű volt (*lásd II-3. ábra*), míg a leghosszabb lejáratú, 10 éves hozamok esetében a reakció valamelyest mérsékeltőbb volt. A kamatprémium 100 bázispont körüli emelkedése ellenére a jegybanki kamatemelést követő hetekben nem volt jelentős kamaterzékeny tőkebeáramlás, amiben nemzetközi események is közrejátszottak. A negyedik negyedév november végéig tartó időszakát ugyanis a kockázatosabb eszközök (így a feltörekvő országok értékpapírai) kockázati megítélésének romlása jellemezte. A forintbefektetések iránti külföldi keresletet és a forint kamatprémiumát (*lásd II-4. ábra*) az is mérsékeltte, hogy az euróhozamok átmeneti emelkedése is éppen erre az október közepe és november eleje közötti időszakra esett.

Míg augusztusban még jelentős mértékű konverzióra került sor, szeptembertől a nemzetközi tőkepiaci folyamatokkal összhangban csökkent a konverziós kereslet, a forint árfolyama pedig elszakadt az erős sávszéltől, és néhány naptól eltekintve az időszak során az intervenciós sáv belsejében, a sávszéltől 30–40 bázispontra tartózkodott. Az árfolyam a jegybanki kamatemelés által kiváltott kamatprémium emelkedés hatására sem tért vissza az időszak során az erős sávszélre (*lásd II-5. ábra*).

A jegybanki és piaci kamatok emelkedése októberben a kereskedelmi banki kamatokban is megjelent. A kamattranszmisszió a vállalkozói hitelkamatok esetében volt a leggyorsabb és leghatékonyabb, míg a lakossági betéti kamatok esetében a kereskedelmi bankok hosszabb időszakon keresztül simítva érvényesítik a piaci kamatok emelkedését. A háztartások pénzügyi megtakarítási rátája a harmadik negyedévben a korábbi időszakoknál lényegesen magasabb volt, ez azonban a monetáris aggregátumok alakulását mérsékelten befolyásolta, mivel a növekedés elsősorban a nyugdíjpénztári befizetéseknek, életbiztosítási és részvénybefektetéseknek volt köszönhető. A monetáris aggregátumok lakossági komponensének reálnövekedési üteme augusztusig tovább csökkent, utána enyhe emelkedés következett be. A vállalati szektor esetében a harmadik negyedévben megfordult az M1 reálnövekedési ütemének korábban növekvő trendje, míg az M3 monetáris aggregátum csökkenése tovább folytatódott. Az alacsony beruházási aktivitásnak is köszönhetően a vállalatok megtakarítása a második negyedévtől kezdődően eltolódott a lekötött betétek és állampapírok felé. A vállalati szektor nettó pozíciójában a negyedév során kismértékű javulás következett be, ami a forrásbevonás volumenének szinten maradása és a pénzügyi eszközök növekedésének eredőjeként adódott. Az elmúlt egy évben megfigyelhető folyamat – amelynek során a vállalati szektor deviza-forrásbevonásában a magyar bankrendszer által folyósított devizahitelek aránya nőtt a külföldi közvetlen hitelfelvétel rovására – tovább folytatódott. Ezenkívül a harmadik negyedév során némileg nőtt a forintforrások korábban csökkenő aránya, amiben valószínűleg szerepet játszott a forint kamatprémiumának alacsony, 200–300 bázispont körüli szinten való stabilizálódása.

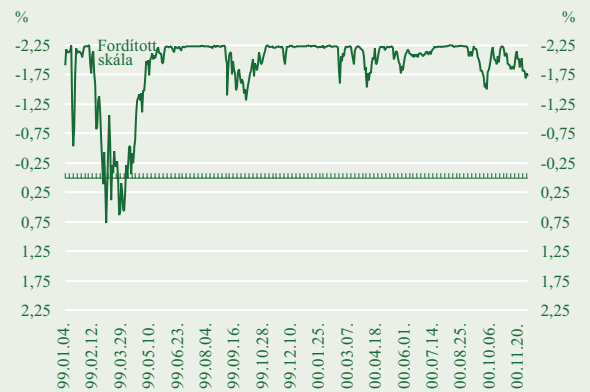
1.1 A monetáris bázis és összetevői

A második negyedévhez képest az augusztus és október közötti időszakot a monetáris bázis magas növekedési üteme jellemezte (lásd II-1. táblázat, II-6. ábra). A három hónap átlagában 15,7%-os növekedési ütem elsősorban a kötelező tartalékok magas növekedési ütemének köszönhető, míg a bankrendszeren kívüli készpénz növekedési üteme a korábbi szinten maradt.

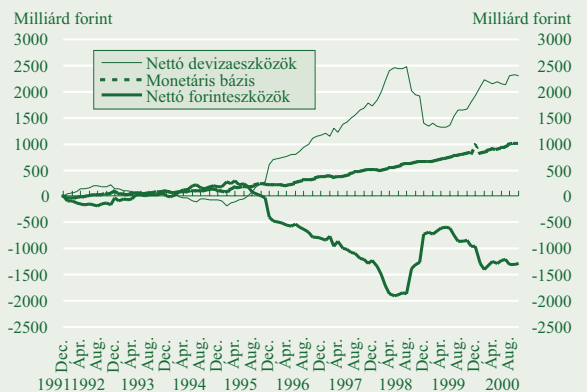
II-1. táblázat A monetáris bázis alakulása

	2000						
	nyitó	március	június	július	augusztus	szeptember	október
I. Monetáris bázis (II+III)	1439	1373,5	1420,6	1417,4	1482,9	1503,9	1503,5
Bankrendszeren kívüli készpénz	846,2	762,9	809,6	819	836,8	846,4	846,8
Egyéb készpénz	109,7	73,4	79,5	76,4	78,7	81	79,4
Tartalék	483,1	537,2	531,5	522,1	567,4	576,5	577,3
II. Nettó forinteszközök (b+c+d-a)	101,1	-248,6	-159,2	-142,9	-241,0	-243,6	-222,7
a) Sterilizációs instrumentumok	619,3	884,2	805,7	825,9	899,8	881,5	788,6
ebből MNB-kötvény	0	96,8	235,3	270,4	418,4	470,4	452,6
b) Pénztárhelyi hitelek	120,3	117,1	104,5	103,8	103,4	102,1	99,0
c) Kormányal szembeni nettó követelések	517,9	443,3	454,9	507,1	481	466,2	406,8
ebből KESZ (-)	193,4	267,5	250,1	198,0	216,4	213,1	272,5
állampapír (+)	401,2	393,4	378,8	378,8	371,1	371,1	371,2
egyéb (+)	310,1	317,4	326,2	326,2	326,3	308,2	308,2
d) Egyéb	82,2	75,2	87,0	72,2	74,5	69,6	60,1
III. Nettó devizaeszközök	1337,9	1622,1	1579,8	1560,3	1723,9	1747,6	1726,2
Nettó külföld	504,4	700,7	736,915	748,8	918,3	936,3	988,4
Követelések	3269,1	3476,6	3435,6	3503,0	3710,1	3872,3	3945,6
Tartozások	2764,7	2775,9	2698,7	2754,2	2791,8	2936,1	2957,2
Nettó belföld	833,4	921,4	842,9	811,4	805,6	811,4	737,8
Követelések	1550,4	1569,9	1452,4	1443,0	1398,5	1408,4	1338,3
Tartozások	717,0	648,5	609,5	631,5	592,9	597,1	600,4

II-5. ábra A forint árfolyamának sávon belüli helyzete



II-6. ábra A monetáris bázis és összetevői



A tartalékok korábban lassuló növekedési üteme augusztusban 21%-ra ugrott, ez azonban nem magyarázható az M3 növekedési ütemével, hanem a júliusban módosított tartalékolási szabályozás hatásának tulajdonítható. Az effektív tartalékráta megnövekedett a szóban forgó időszakban, ugyanis a kötelező tartalék alapjául szolgáló források megnöttek, mivel a bankok rövid lejáratú külföldi forrásbevonása – amelynek 50%-a júliustól a tartalékköteles források közé számít – a várakozásokkal ellentétben továbbra is szignifikáns emelkedést mutatott. Októberben a tartalékok növekedési üteme csökkent, és 15,4%-ot tett ki. A sterilizációs eszközök állománya az augusztusi megugrást követően 111 milliárd forinttal 788 milliárd forintra csökkent október végére, ami összhangban állt az augusztus–októberi időszak tőkeáramlási folyamataival. A sterilizációs eszközök összetételében az időszak során a jegybank szándékainak megfelelően folytatódott az MNB-kötvényei arányának növekedése, szeptemberben és októberben a kéthetes betét aránya a sterilizációs eszközök állományán belül 50% alá csökkent.

1.2 A konverziós forintkereslet és összetevői

Az alacsony konverzióval jellemezhető második negyedév után a harmadik negyedévben újra megélné a konverziós forintkereslet és 212,7 milliárd forintot tett ki (lásd II-2. táblázat). A mérsékelt júliusi forintkeresletet követően a konverzió túlnyomó része – 159,4 milliárd forint – az augusztusi hónapra koncentráldott, majd szeptembertől a forint iránti konverziós kereslet újra enyhülni kezdett. A magas augusztusi konverzió a nem kamatérzékeny tételeknek volt köszönhető, ugyanis a folyó fizetési mérleg 45,8 milliárd forintos többlete magas működőtő-

II-2. táblázat A konverziós forintkereslet komponensei

	1999 összesen	2000					
		I. n. év	II. n. év	július	augusztus	szeptember	III. n. év
A. Konverzió	807,6	374,0	22,6	15,8	159,4	37,5	212,7
a) Az MNB devizapiaci vásárlása	708,4	374,2	20,4	15,8	159,4	37,5	212,7
b) MNB-vásárlások az államháztartástól	99,2	-0,2	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0
A konverzió forrásai (I.+...+IX.)	807,6	374,0	22,6	15,8	159,4	37,5	212,7
I. Az MNB nettó külföldi kamatfizetéseivel korrigált folyó fizetési mérleg (1.+2.)	-398,5	-75,2	-107,3	-5,5	52,9	-70,3	-23,0
1. Folyó fizetési mérleg	-497,8	-96,9	-125,2	2,1	45,8	-81,2	-33,3
2. MNB nettó külföldi kamatfizetése* [*]	99,3	21,7	17,9	-7,6	7,0	10,9	10,3
II. Működőtőke-beáramlás	407,5	63,6	170,4	21,0	67,8	9,3	98,1
III. Bankok konverziós hatása**	-11,5	33,0	-15,6	-17,2	16,1	24,2	23,0
IV. Derivatívok hatása***	-58,2	75,1	-41,5	19,1	-20,2	-2,8	-3,9
V. Belföldi devizabetétek konverziós hatása	-1,6	-7,4	-10,8	-10,1	-20,0	18,7	-11,4
VI. Nettó portfólióbefektetések* (1.+2.)	303,6	154,0	-79,8	-22,0	12,0	-8,4	-18,4
1. Állampapír	152,3	142,9	6,4	3,2	34,8	0,0	38,0
2. Részvény	151,3	11,1	-86,2	-25,2	-22,8	-8,4	-56,4
VII. Vállalati devizahitel (1.+2.) = (a+b)	237,1	11,0	88,2	-1,7	-15,2	62,2	45,3
1. Belföldi	154,3	77,0	120,8	19,6	50,6	13,2	83,3
2. Külföldi	82,7	-66,0	-32,6	-21,3	-65,8	49,0	-38,1
a) Egy évnél rövidebb	-73,6	-32,8	-10,2	0,6	-44,8	-9,1	-53,2
b) Éven túli	310,7	43,7	98,4	-2,3	29,6	71,2	98,5
VIII. Tőketranszferok	8,2	3,8	14,5	6,6	9,5	3,6	19,7
IX. Egyéb	321,0	116,1	4,4	25,7	56,7	1,0	83,3
B. Kamatérzékeny (III.+IV.+V.+VI./1.+VII.)	318,1	254,5	26,8	-6,7	-4,6	102,3	91,0
C. Szpekulatív	9,0	218,2	-60,9	5,7	-14,2	12,4	3,9

* Korrigálva az államháztartás nettó külföldi kamatfizetésével.

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

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

ke-beáramlással párosult, míg a kamatérzékeny tételeknél kiáramlást tapasztalhattunk. A részvények esetében a második negyedévben megkezdődött és a korábbi időszakokkal ellentétes tőkekiáramlási folyamat a harmadik negyedévben is folytatódott, noha csökkenő mértékben. Szeptemberben a konverzió összetétele az augusztusival ellentétesen alakult, ekkor ugyanis a kamatérzékeny konverziós kereslet volt magas, ami elsősorban a vállalati hiteleknek, illetve a bankok és belföldi devizabetétek konverziós hatásának tulajdonítható. Eközben az állampapírok iránti keresletben csökkenés mutatkozott, ami javarészt a feltörekvő piacok nemzetközi megítélésében bekövetkezett kedvezőtlen változásnak volt tulajdonítható.

A nettó portfólióbefektetéseknél így kiáramlást tapasztalhattunk, mivel az állampapírokba irányuló külföldi befektetések ebben a hónapban már nem kompenzálták a részvények esetében tapasztalható kiáramlást.

A jelentős kamatérzékeny forintkereslet ellenére szeptemberben a konverzió nem volt kiemelkedő mértékű a magas folyó fizetési mérleg hiánynak és az alacsony működőtőke-beáramlásnak köszönhetően.

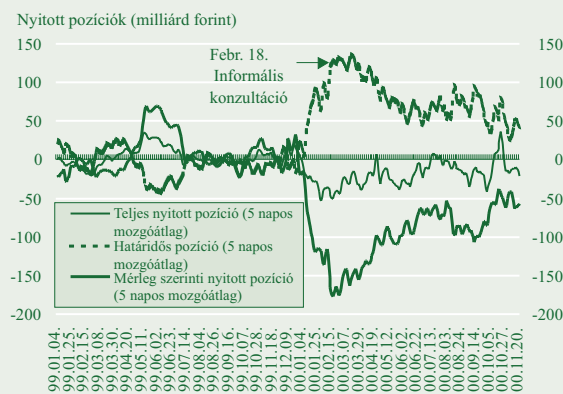
Keretes írás II-3. A bankrendszer devizapiaci tevékenysége a 2000. szeptember–novemberi időszakban

A bankok a vizsgált időszakban a forinttal szembeni nyitott devizapozíciójukat folyamatosan csökkentették, ami megmutatkozik a mérleg szerinti nyitott pozíció csökkenésében (lásd II-7. ábra). A bankok külföldi devizaforrások iránti alacsony kereslete maga után vonta, hogy csökkent a keresletük a határidős fedezeti ügyletek iránt is. A negyedév folyamán egy rövid átmeneti időszakot leszámítva jelentéktelen mértékű teljes nyitott pozíciót tartottak fenn a forinttal szemben.

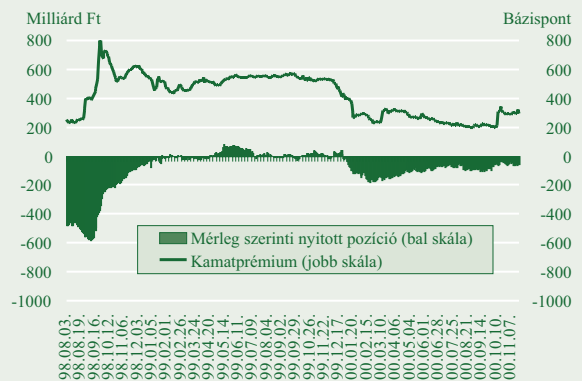
Az augusztusban tapasztalt mérleg szerinti nyitott pozíciónövekedés átmenetinek bizonyult. A teljes nyitott pozícióban nem következett be érdemleges változás, hiszen a beszámolási időszakban tipikus 10–20 milliárd forintos állomány már a megelőző időszak végére kialakult. Annyi különbséget tapasztalhatunk, hogy ez a stabil nettó pozíció érzékelhetően csökkenő tőkebevonás és határidős állomány egyenlegeként alakult ki: a mérleg szerinti pozíció az időszak eleji mintegy 100 milliárd forintról kb. az időszak végére 60 milliárd forintra csökkent.

A bankok magatartását befolyásolta a nemzetközi piacokon tapasztalható növekvő pénzügyi bizonytalanság. Megdrágult a globális piacokon a forráshoz jutás, és csökkent a kínálat is. A mérleg szerinti pozíció mérsékléséhez (lásd II-8. ábra) hozzájárulhatott az is, hogy a forint kamatkülönbözetének kihasználására irányuló spekuláció jövedelmezőségét mérsékelte a júliustól érvényes új jegybanki nyitott pozíciószabályozás (lásd az előző Jelentésünkben II-2. keretes írását). Végül rövidebb időszakokban egyes makrogazdasági adatok publikációja is kiváltott bizonytalanságokat a befektetőkben.

II-7. ábra A bankrendszer nyitott pozíciói



II-8. ábra A bankrendszer mérleg szerinti deviza nyitott pozíciója és a forintoszközök kamatprémiuma



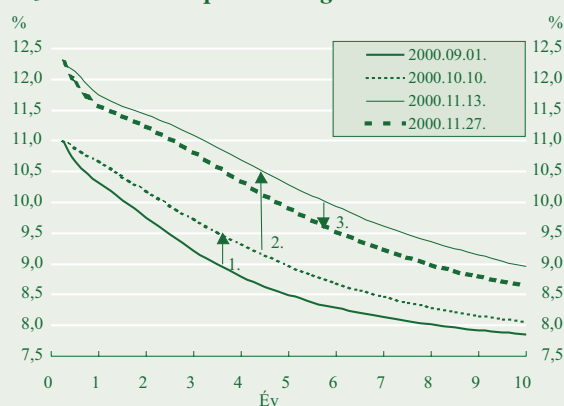
2. Hozamgörbe, kamat- és inflációs várakozások

Előző jelentésünkben 2000. augusztus végéig követtük nyomon a magyar állampapírpiacon zajló eseményeket. Az óta eltelt közel három hónap során a zéró-kupon hozamok minden lejáraton jelentős mértékben emelkedtek. A szeptember eleji állapothoz képest a hozamgörbe 3 hónapostól 5 éves lejáratig tartó szakasza 140–170 bázisponttal tolódott felfelé, míg a leg-hosszabb, 10 éves lejáratú zéró-kupon hozam ennél kisebb mértékben, körülbelül 80 bázisponttal emelkedett (lásd II-9. ábra). A hozamemelkedés időbeli eloszlása nem volt egyenletes: október 11-ig az augusztus közepén kezdődő, minden lejáratot érintő lassú emelkedés folytatódott. Október 11-én került sor a szeptemberi inflációs adat publikációjára: a 10,3%-os éves index jóval meghaladta a várakozásokat. Ugyanezen a napon a jegybank 100 bázisponttal emelte irányadó kamatait. Mindezek hatására csupán a kamatemelés napján és az elkövetkező két nap során a hozamgörbe 5 évig tartó szakasza 90–120, a 10 éves hozam pedig mintegy 60 bázispontot emelkedett. Az október közepét követő időszakban jelentősen növekedett az állampapír-piaci hozamok volatilitása. A megnövekedett piaci bizonytalanság háttérben többek között a gázáremelés mértéke és inflációra gyakorolt hatása körüli átmeneti bizonytalanság, majd néhány ellentétes irányba ható hír – a várakozásokat ismételen meghaladó októberi infláció, illetve a magyar devizaadósság Moody's általi felmínósítése – állt. November közepétől a hosszabb hozamok némileg csökkentek, ami a hosszabb távú inflációs várakozások mérészlődésére utal.

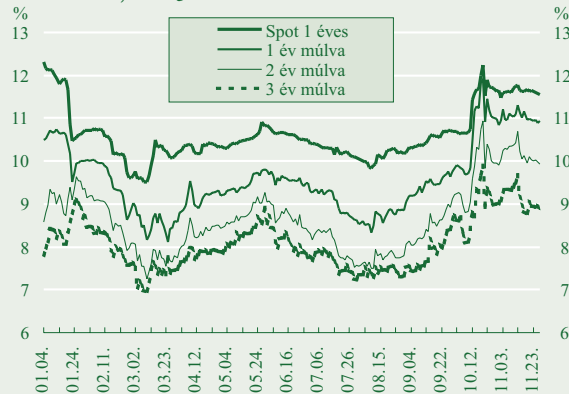
A továbbiakban a hozamemelkedés háttérben álló okokat vázoljuk fel. Szembetűnő, hogy a hozamok dinamikájára a korábbi időszakoktól eltérően ebben a negyedévben döntő hatással voltak a CPI inflációs adatok bejelentései. A júliusi inflációval kezdődően a publikált inflációs adatok különböző mértékben, de minden hónapban meghaladták a piaci elemzők várakozásait. A legjelentősebb eltérés a várt és tényleges adatok között az augusztus 11-én publikált júliusi, illetve az október 11-én publikált szeptemberi CPI infláció esetében volt megfigyelhető (lásd II-12. ábra). A júliusi inflációs sokk megfordította a forint hozamok csökkenő trendjét: a bejelentést követően minden lejáraton lassú emelkedés indult meg (lásd II-10. ábra). A várakozásokat jelentősen meghaladó szeptemberi infláció október 11-i publikációja és az ugyanezen a napon történt 100 bázispontos jegybanki kamatemelés következtében pedig a hozamok ugrásszerű emelkedése zajlott le. A pozitív inflációs sokk hatására a piaci szereplők sorozatosan felfelé módosították inflációs várakozásaikat. A Reuters felmérése szerint a 2000 végére vonatkozó makroelemzői inflációs várakozások átlaga augusztustól novemberig mintegy 2,5 százalékponttal, 10,01%-ra nőtt (lásd II-11. ábra). A valamivel hosszabb távú, 2001 végére vonatkozó várakozások is nőttek, bár kisebb, 1,17 százalékpontos mértékben, mellyel novemberben 7,06%-os jövő évre várt inflációt mutatnak. Ezek a számok arra utalnak, hogy a hozamemelkedés legnagyobb részét a hazai inflációs várakozások emelkedésével lehet magyarázni.

Az is jól látható, hogy a júliusi inflációs sokkot követően a hosszabb távú inflációs várakozások még nem módosultak jelen-

II-9. ábra Zéró-kupon hozamgörbék



II-10. ábra A spot 1 éves kamat és az implikált 1 éves kamatok 1, 2 és 3 év múlva



tősen, az ezt követő meglepetés-infláció hatására azonban a korábban még átmenetinek tartott emelkedést egyre inkább tartós-nak kezdték ítélni a piaci szereplők. Erre utal egyrészt az, hogy míg a 2000 végére várt infláció már a júliusi sokk után jelentősen emelkedett, addig a 2001 végére várt inflációban ugyanez nem történt komoly változás. A hozamgörbéből származtatható egyéves forward hozamok alakulását vizsgálva szintén az látszik, hogy míg az 1–2 év múlva kezdődő időszakokra várt egyéves hozamok már a júliusi sokk után lassú emelkedésbe kezdtek, addig a 3–5 év múlva kezdődő időszakokra várt egyéves hozamok ekkor még nem, csak a szeptemberben publikált újabb meglepetés-infláció után kezdtek emelkedni.

Bár az elmúlt negyedévben a hozamok változásai mögött elsősorban az infláció várt értékének emelkedése állt, kisebb részben más tényezők is befolyásolták a hozamgörbe elmozdulásait.

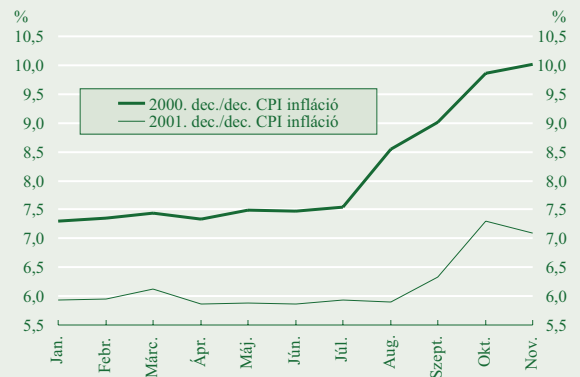
Az infláció várható értékének emelkedése mellett megnőtt az infláció jövőbeli értékével kapcsolatos bizonytalanság is, ami a hazai befektetők emelkedő inflációs kockázati prémiumának formájában valószínűleg hozzájárult a hozamok emelkedéséhez.

A horgonyvalutául szolgáló euró hozamainak alakulása a vizsgált időszakban felemás képet mutatott. Míg a rövid oldalon az ECB kétszer is emelte irányadó kamatát (augusztus 31-én 25 bázisponttal 4,5%-ra, majd október 5-én 4,75%-ra) és az euróhozamgörbe rövid vége ennek megfelelően emelkedett, addig a hosszabb, 3–5 éves euróhozamok csökkentek. Mindez azonban csak a szeptember–november időszak egészére igaz: az euróhozamok (3 éves lejáratig) átmenetileg éppen abban az október közepétől november elejéig tartó szakaszban emelkedtek (körülbelül 15–20 bázisponttal), amikor a forint hozamok a szeptemberi jelentős meglepetés-infláció és a jegybanki kamatemelés hatására ugrásszerűen nőttek. Ennek valószínű oka az október közepén bejelentett, a várakozásoknál magasabb, 2,8%-os eurózóna inflációs adat volt. Az euróhozamok átmeneti emelkedése ebben az időszakban tehát egyrészt valószínűleg hozzájárult a forint hozamok emelkedéséhez, másrészt valamelyest csökkentette a forint kamatprémiumában a jegybanki kamatemelés miatt bekövetkező emelkedést.

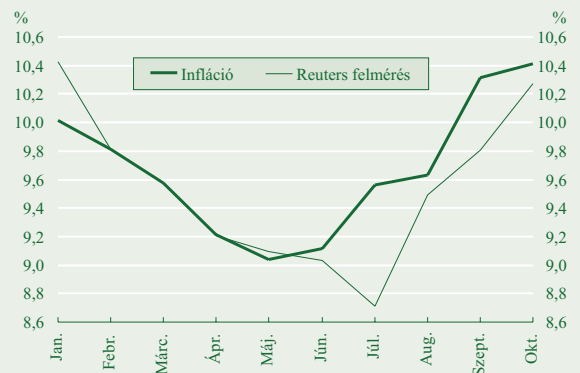
A nem rezidens befektetők állampapír-keresletét a külföldi hozamokon kívül a forint várt leértékelődése is befolyásolja. Ezen a téren a szeptember–novemberi időszakban jelentős változás valószínűleg nem történt. A Jegybanktanács augusztus végi ülése után a piac számára nyilvánvalóvá vált, hogy a leértékelési ütem csökkentésére 2000-ben már nem kerül sor. Október elején pedig a Pénzügyminisztérium jelentette be, hogy a jegybank javaslatát az árfolyamrendszer megváltoztatásáról egyelőre nem tartja időszerűnek. Mivel azonban a piacon ekkor már nem voltak markánsan jelen egy 2000-ben történő sávszélesítésre és az ezt követő felértékelődésre vonatkozó várakozások, a rövid távon várt leértékelődésen keresztül valószínűleg nem érte jelentős hatás a forint hozamokat.

A hazai hozamokat a várt leértékelésen és a külföldi hozamokon túl a külföldi befektetők által a forinttól elvárt kockázati prémium is befolyásolja. Az elvárt kockázati prémium egyrészt függ a feltörekvő piacok, illetve általában a kockázatosabb befektetések aktuális nemzetközi megítélésétől, másrészt az országspecifikus kockázatok alakulásától. A kockázati prémium ezen összetevői a vizsgált időszakban nem azonos irányba mozdultak el.

II-11. ábra A Reuters felmérése a makroelemzői inflációs várakozásokról



II-12. ábra A Reuters felmérése az adott hónapra vonatkozó inflációs várakozásokról és a tényleges inflációs adatok



A globális kockázatviselési hajlandóság csökkent a vizsgált időszakban. Erről tanúskodik a feltörekvő országok devizakötvény-spreadjeinek jelentős növekedése augusztus vége óta, a kockázatos high-tech részvényeket reprezentáló Nasdaq index márciusi zuhanását idéző újabb 30%-os értékvesztése vagy a fejlett országokbeli kockázatosabb vállalati kötvények spreadjeinek drámai emelkedése ugyanebben az időszakban.

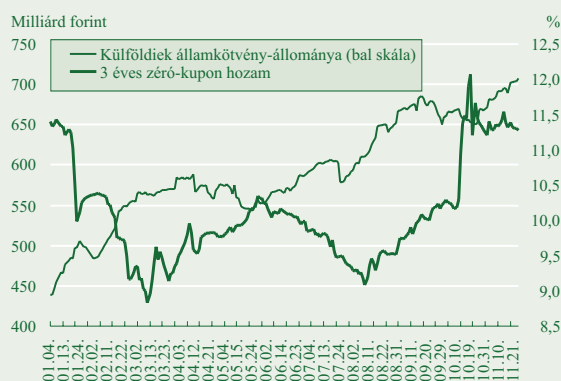
Az országspecifikus kockázat megítélését tükröző egyik lehetséges mutató, a magyar állam devizakötvényeinek átlagos spreadje szeptember elejétől még inkább emelkedett, október közepe óta viszont szerény mértékű, de egyértelmű csökkenést mutatott. November 14-én a Moody's egy kategóriával, A3-ra javította a magyar devizaadósság kockázati besorolását. A bejelentés némileg meglepte a piacot, a felminősítést az év során történt többszöri halasztás után inkább a jövő évre várták. Az árfolyamkockázatot vélhetően leginkább befolyásoló rendszeresen publikált makromutató, a folyó fizetési mérleg hiánya is kedvezőbben alakult a piac által vártnál mind a szeptember elején publikált júliusi, mind az október elején publikált augusztusi előzetes hiányok esetében (a november elején bejelentett szeptemberi hiány már negatív meglepetést jelentett).

Nem egyértelmű tehát, hogy szeptember–november során a romló globális vagy az összességében némi javulást mutató országspecifikus kockázati tényezők befolyásolták-e erősebben a külföldi befektetők viselkedését. A külföldiek tulajdonában lévő állampapír-állomány növekedése szeptember közepén megállt, majd csökkenni kezdett, amiből arra lehet következtetni, hogy ebben az időszakban a kedvezőtlen globális kockázati megítélés dominálta a külföldiek viselkedését (lásd II-13. ábra). Az október 11-i kamatemelést közvetlenül nem követte jelentős mértékű kamaterzékeny tőkebeáramlás. Ennek elsődleges oka az volt, hogy a kamatszint emelkedése mellett a felerősödő globális bizonytalanság miatt a forintbefektetésektől elvárt kockázati prémium is megnőtt. Október végétől azonban újra növekedésnek indult a külföldi tulajdonban lévő állampapír-állomány, ami arra utal, hogy a forinthatamoknak a hónap közepén lezajlott jelentős emelkedését ekkorra már a külföldi befektetők is stabilnak ítélték, így azt már nem tudta ellensúlyozni a globális kockázati megítélés változatlanul kedvezőtlen alakulása.

Összefoglalva elmondható, hogy a forinthatamok augusztus közepétől kezdődő jelentős emelkedése mögött elsősorban az inflációs várakozások emelkedése, illetve a megnövekedett inflációs bizonytalanság miatt emelkedő inflációs kockázati prémium állt. A jelentősen megemelkedett forinthatamok október végétől tőkebeáramlást indukáltak, amit azonban tompított a rövid euróhozamok emelkedése, illetve a feltörekvő piacok kockázati megítélésének romlása.

Az október 11-i inflációs bejelentés és az azt követő kamatemelés erőteljes reakciót váltott ki az állampapírpiacra. Figyelmet érdemel, hogy a kamatemelést követően 5 éves lejáratig a hosszabb lejáratú hozamok emelkedése nem maradt el a rövid távú hozamokétól, a hozamgörbe ezen szakasza gyakorlatilag párhuzamosan felfelé tolódott, miközben a 10 éves hozam valamivel kisebb mértékben emelkedett. Mindez azt sugallja, hogy nem csak a rövid, hanem a hosszabb távra vonatkozó inflációs kilátások is romlottak, azaz a jegybanki kamatemelés nem tudta jelentős mértékben ellensúlyozni az inflációs sokk hosszabb

II-13. ábra A külföldiek tulajdonában lévő állampapírok KELLER által regisztrált állománya és a 3 éves zéró-kupon hozam



távú inflációs várakozásokra gyakorolt kedvezőtlen hatását. Azt is figyelembe kell azonban venni, hogy a szeptemberi kedvezőtlen infláció bejelentése és a kamatemelés egyazon napon történt, így nem lehet egyértelműen megállapítani, hogy a két esemény külön-külön mekkora hatást gyakorolt a hozamgörbére; nincs kizárva, hogy még nagyobb jegybanki kamatemelés esetén a hosszabb hozamok emelkedése kisebb lett volna.

3. Kereskedelmi banki kamatok

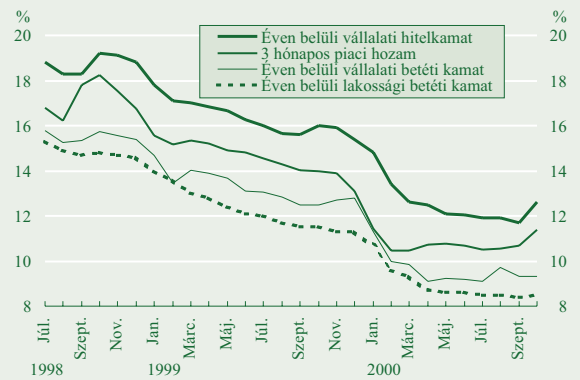
Az augusztus és október közötti időszakban megállt a kereskedelmi banki kamatok korábbi hónapokra jellemző lassú csökkenése. Az időszak folyamataira kétségtelenül a dezinflációs trend megtörése és a jegybank október 11-i 100 bázispontos kamatemelése gyakorolta a legnagyobb hatást. A jegybanki kamatemelésre és az általa kiváltott piaci hozamemelkedésre a vállalati hitelkamatok esetében reagáltak leggyorsabban a kereskedelmi bankok, az éven belüli vállalati hitelkamatok az előző hónaphoz képest októberben 90 bázisponttal emelkedtek (lásd II-14. ábra).

A lakossági betéti kamatoknál a reakció mérsékelt volt, októberben az emelkedés mindössze 20 bázispontos volt, és a közép- és kisbankok érzékenyebben reagáltak a jegybanki és piaci kamatok emelkedésére, mint a nagybankok. A betéti kamatok piaci hozamoktól elmaradó emelkedését a spreadek növekedése is jól mutatja (lásd II-15. ábra).

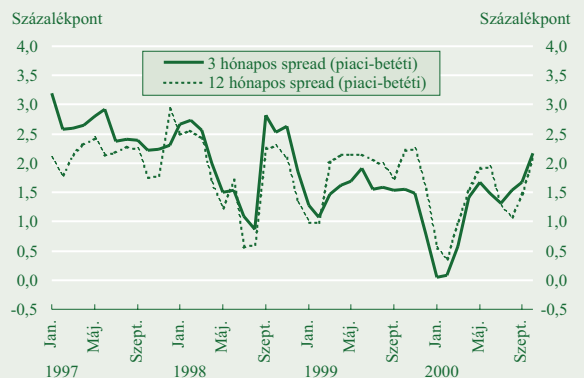
A lakossági hitelezés az elmúlt időszakban is dinamikus növekedést mutatott, bár a fogyasztói hitelállomány éves növekedési üteme, amely az év első felében átlagosan 79% volt, szeptemberben és októberben 55% körüli értékre csökkent. A fogyasztási hitelek közül továbbra is a legrövidebb lejáratú (0–3 hónapos) és az éven túli hitelkihelyezés nő a leggyorsabban, az éven túli hitelek aránya a fogyasztói hitelekben belül 82%-ot tesz ki. A havi új fogyasztói hitelszerződések értéke októberben meghaladta az 52 milliárd forintot, ez szeptemberhez képest 8 milliárd forintos állománynövekedést jelent.

Az általános kamatemelkedési trend ellenére októberben a fogyasztási hitelek kamatai enyhén csökkentek, míg a lakossági hitel- és betéti kamatok közötti spread, valamint a lakossági hitelek reálkamata már a második negyedévben lassú csökkenésnek indult (lásd II-16. ábra). 2000 márciusától a piaci alapú (nem kedvezményes) építési és ingatlanvásárlási hitelezés is jelentős növekedést mutatott, a korábbi időszakokra jellemző átlagosan 1 milliárd forintos havi új kihelyezés szeptemberben és októberben már 8,5, illetve 5,8 milliárd forintot tett ki, míg az állomány havi növekedése 1,5–3 milliárd forint körül alakult az elmúlt hat hónapban. A piaci alapú építési és ingatlanvásárlási hitelek kamata a március és július között lezajlott 5 százalékpontos esést követően a harmadik negyedévben már nem csökkent tovább (lásd II-17. ábra). Mint előző Jelentésünkben említettük, a kamatesés elsősorban annak köszönhető, hogy az államilag támogatott, kedvezményes kamatozású lakáshitelek megjelenése által támasztott verseny kamatcsökkentésre kényszerítette a bankokat a piaci alapú hitelek esetében is.

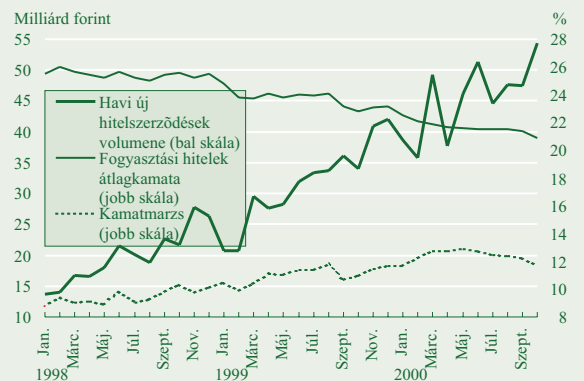
II-14. ábra Kereskedelmi banki kamatok és a piaci hozam



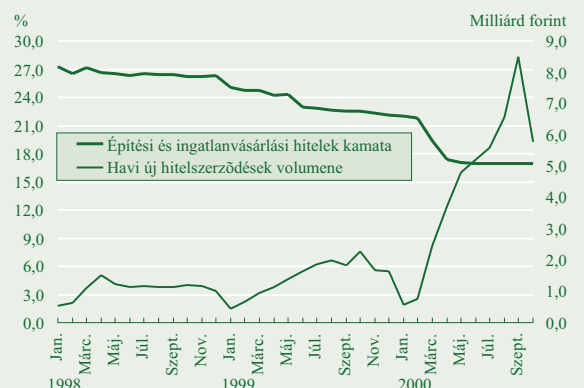
II-15. ábra Az állampapír-piaci hozamok és a lakossági betétek kamatai közötti eltérés



II-16. ábra Lakossági hitelezés

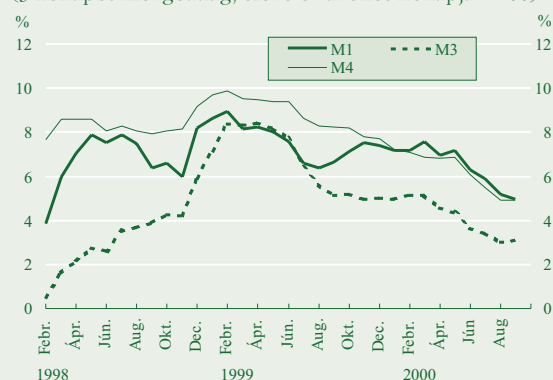


II-17. ábra Építési és ingatlanvásárlási hitelek



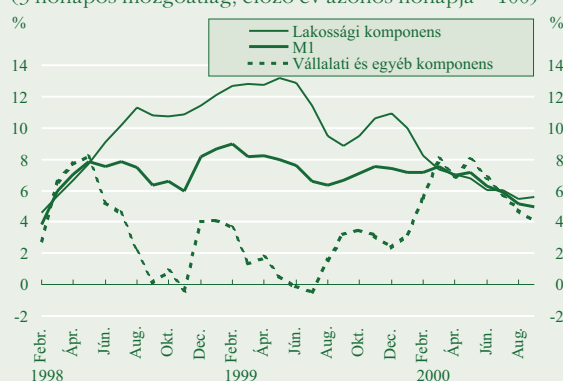
II-18. ábra Pénzmennyiségi aggregátumok 12 havi reálnövekedési üteme

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



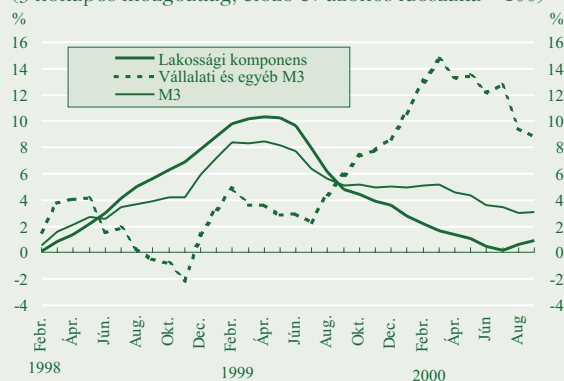
II-19. ábra Az M1 monetáris aggregátum komponenseinek éves reálnövekedési üteme

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



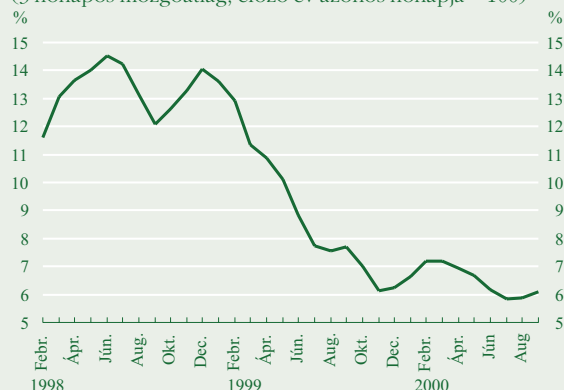
II-20. ábra Az M3 monetáris aggregátum komponenseinek reálnövekedési üteme

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



II-21. ábra A háztartások nettó pénzügyi vagyonának reálnövekedési üteme

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



4. Monetáris aggregátumok

A monetáris aggregátumok reálnövekedési ütemének lassulása folytatódott az év harmadik negyedében is, bár szeptemberben az M3 és az M4 aggregátumok esetében a reáldinamika enyhén emelkedett (lásd II-18. ábra).

Az M1 aggregátum reálnövekedési ütemének további csökkenése mögött az áll, hogy mind a vállalatok, mind a lakosság portfóliójában nőtt a tartósabb lekötésű és az M3-on kívüli eszközök súlya, részben a látra szóló betétek rovására. Míg a lakosság reálkészpénz-kereslete a 2000. évi dátumváltás hatásaitól eltekintve viszonylag stabilan nő, addig a lakossági látra szóló betétek reálnövekedési ütemének trendszerű csökkenését a kisvállalkozói látra szóló betétek reálértékének magasabb növekedési üteme nem tudta kompenzálni, így a háztartási likvid pénzkereslet tovább mérséklődött.

A reál-M1 vállalati komponensének eddig emelkedő trendje megfordult, annak következtében, hogy a vállalatok, feltehetően beruházásaik elhalasztása miatt felhalmozódó eszközeit a második negyedév eleje óta szívesebben tartják tartósabb lekötésű, magasabb hozamú instrumentumokban, így az M3-ba tartozó lekötött betétek és állampapírok formájában. A reál-M1 növekedési üteme azonban még így is magasabb a bővebb aggregátumokénál (lásd II-19. ábra).

Az M3 aggregátum reálnövekedése a legalacsonyabb a számolt pénzmennyiségek közül. Az M3 lakossági komponensének bővülése a negyedév során alig haladta meg az inflációt, elsősorban a határidős betétek reálértékének csökkenése miatt, ami elnyomta a lakossági devizabetétek jelentős reálemelkedését. A negyedév végére a lakossági összetevő reáldinamikájának kismértékű emelkedése figyelhető meg, ami a teljes aggregátum reálnövekedési ütemét hasonló irányba befolyásolta. A reál-M3 vállalati komponensének növekedési üteme a második és harmadik negyedév során, – a megelőző időszakokkal ellentétben – folyamatosan csökkent, a nem pénzügyi vállalatok M3-ba tartozó határidős betéteinek gyors reálállomány-növekedése ellenére, mert azt a vállalati reál-M1 csökkenő növekedési üteme ellensúlyozta (lásd II-20. ábra).

Az M4, az M3-at és az állampapírokat tartalmazó legbővebb pénzmennyiségi aggregátum reálértékének növekedési ütemét a reál-M3 csökkenő üteme mellett az a két folyamat befolyásolta, hogy míg a lakosság állampapír-állományának reálértéke a korábbi időszakokhoz képest mérsékelt ütemben növekedett, így az M4 lakossági komponensének reálnövekedési üteme tovább csökkent, ám a vállalati összetevő továbbra is magas maradt, mert a vállalatok állampapír-kereslete nőtt.

Az időszak pénzmennyiségi adataiból lesűrhető, hogy a negyedév során mind a háztartások, mind a vállalatok eszközszerkezete elmozdult a tartósabb lekötésű eszközök irányába. A lakosság elsősorban az M4-en kívüli eszközöket (részvény, életbiztosítási díjtartalék, nyugdíjpénztári megtakarítások) preferálta, ami a pénzmennyiségi aggregátumok lakossági komponenseinek reálnövekedési ütemét csökkentette. Ezzel szemben a vállalati szektor eszközei között nőtt az állampapírok és kisebb mértékben a határidős betétek súlya, és csökkent a likvid eszközöké. Így a vállalati M3 és M4 reálnövekedési üteme meghaladta az M1 vállalati komponensének dinamikáját.

A háztartások és a vállalatok eszközeinek struktúráját egyrészt a nettó pénzügyi vagyonok reálgyarapodása, az egyes vagyon-tartási formák alternatív költsége, és a tranzakciós pénzkeresletük határozza meg. A háztartások nettó reálvagyonának növekedési üteme nem változott a negyedév során, stabilan 6 százalékos

körül alakult, ami meghaladja az összes aggregátum lakossági komponensének reálnövekedési ütemét, és szintén alátámasztja azt, hogy a háztartások eszközeinek reálnövekedése elsősorban az M4-en kívüli eszközök felhalmozásából adódott (lásd II-21. ábra).

A tranzakciós pénzkeresletet jellemző forgási sebesség mutatók tovább csökkentek a negyedév során, ami az elmúlt időszakokhoz hasonlóan emelkedő tranzakciós keresletről árulkodik (lásd II-22. ábra).

5. A nem pénzügyi vállalati szektor hitelkereslete

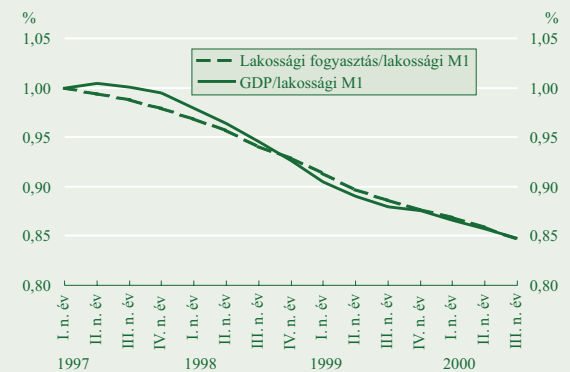
A harmadik negyedév során a nem pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási igénye kismértékben mérséklődött. Míg a forrásbevonás volumene nem változott jelentősen, addig a felhalmozott pénzügyi követelések állománya emelkedett. Az időszaki, a várakozásoktól erősen elmaradó beruházási adatok tükrében azonban mindenképpen meglepőnek nevezhető, hogy a nettó pozícióban nem következett be jelentősebb javulás, hiszen ez az alacsony beruházási adatok helyessége esetén a vállalati szektor jövedelmezőségének, illetve értékesítéseinek jelentős csökkenésére és a készletállomány váratlan növekedésére enged következtetni. Ez részben magyarázható a vártnál lassabb belföldi keresletbővüléssel, illetve a vártnál mérsékeltbb exportkereslettel.

Noha a negyedév során a forrásbevonás volumene alig változott, a finanszírozási szerkezetet az elmúlt egy évben megindult átstrukturálódás jellemezte. A külső forrásbevonással szemben ugyanis előtérbe került a belső finanszírozás. Ez két tendenciára vezethető vissza, egyrészt változott az újonnan bevont források forint-deviza összetétele, másrészt pedig a devizaforrásokon belül jelentősen nőtt a belföldi devizahitelek aránya (lásd II-24., II-25. ábra). A források denomináció szerinti szerkezetében megfigyelhető, a forintforrások irányába történő kismértékű elmozdulás oka feltehetően az, hogy a forint kockázati prémiuma a tavalyi 500 bázisnál alacsonyabb szinten, 200–300 bázispont körül stabilizálódott, ami megjelent a vállalati hitelkamatokban is, így a vállalati forinthitelek relatíve olcsóbbá váltak a devizafinanszírozásnál.

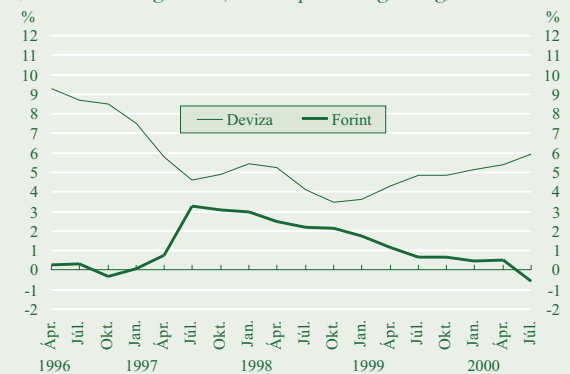
Ennél jóval markánsabban jelentkezett a deviza-forrásbevonáson belüli változás, a külföldi forrásoknak a belföldi devizahitelekkel való helyettesítése. Mivel korábban a belföldi devizahitelek relatív súlya a vállalati finanszírozásban jelentősen elmaradt a külföldi forrásbevonástól, a viszonylag alacsony bázis miatt a helyettesítés következtében a belföldi devizahitel-flow-k és hitelállományok rendkívül dinamikus emelkedtek. A belföldi devizahitelek felfutásában feltehetően jelentős szerepe van az idén a kereskedelmi bankok mérleg szerinti nyitott pozícióját korlátozó szabályozásnak, ami a kereskedelmi bankokat devizahitel-kihelyezésük növelésére ösztönözte. Az új szabályozáshoz való alkalmazkodás pedig egyszeri eltolódást eredményezhetett a finanszírozási szerkezetben.

A nem pénzügyi vállalati szektor pénzügyi követelése emelkedtek a negyedév során a forintban denominált eszközök dinamikus felhalmozódásának következtében. Mivel a forintkövetelések növekedése meghaladta a hazai fizetőeszközben denominált források növekedését, ezért a vállalatok forintpozíciója javult (lásd II-23. ábra). A forintban denominált követelésállományon belül a vállalatok lekötött betét- és állampapír-állománya jelentősen nőtt, ami a beruházások további elhalasztását vetítheti előre.

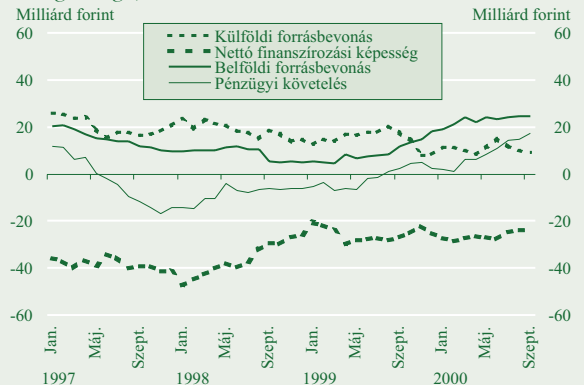
II-22. ábra Az M1 forgási sebessége (1997. I. negyedév = 1)



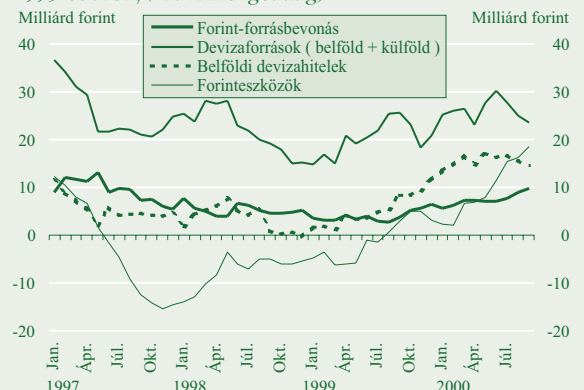
II-23. ábra A nem pénzügyi szektor GDP arányos negyedéves operacionális finanszírozási igénye (szezonálisan igazított, 3 hónapos mozgóátlag)



II-24. ábra A nem pénzügyi vállalatok nettó finanszírozási igénye (szezonálisan igazított adatok 7 havi mozgóátlaga, 1995-ös áron)

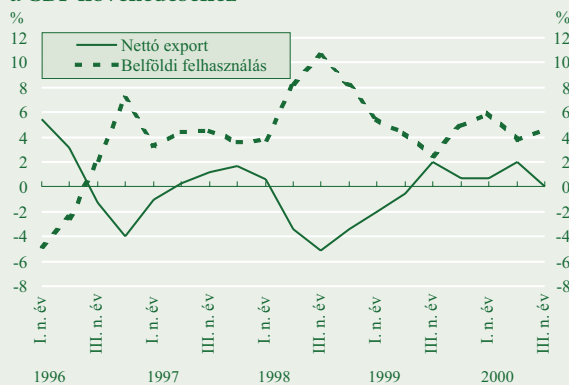


II-25. ábra A nem pénzügyi vállalatok operacionális forrásbevonási szerkezte (szezonálisan igazított adatok, 1995-ös áron, 7 havi mozgóátlag)



III. Keresleti tényezők

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



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

	1999					2000				
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év össz.	I. n. év	II. n. év	III. n. év	I-III. n. év	év össz.
	KSH előzetes tény					MNB-becslés				
Végző fogyasztás	4,3	4,3	4,1	3,6	4,1	3,0	3,2	3,3	3,1	3,1
Lakossági fogyasztás	4,5	5,0	4,6	4,4	4,6	3,3	3,5	3,6	3,5	3,5
Közösségi fogyasztás	3,2	0,0	1,4	-1,3	0,8	0,9	1,0	1,5	1,1	1,1
Bruttó felhalmozás*	8,0	3,9	-1,4	7,4	4,4	12,7	4,8	7,5	8,1	8,1
Állóeszköz-felhalmozás	5,7	6,1	3,6	7,5	5,9	7,0	5,5	2,2	4,4	4,4
Belföldi felhasználás										
összesen	5,3	4,2	2,4	4,8	4,2	5,7	3,7	4,5	4,6	4,6
Export	9,5	9,8	13,6	18,9	13,2	21,5	20,9	20,6	21,0	21,0
Import	12,9	10,2	9,3	16,6	12,3	18,9	16,4	20,2	18,5	18,5
GDP	3,4	3,8	4,5	5,7	4,4	6,6	5,8	4,6	5,7	5,7

* Az MNB negyedéves GDP-számításai a KSH által az 1995–1999 időszakra – 2000 áprilisában – publikált negyedéves GDP adatokra épülnek. Az 1999. negyedéves adatok azonban eltérhetnek az említett kiadványban közöltektől, mivel azok a KSH 2000 szeptemberben nyilvánosságra hozott 2. előzetes éves adatközléséhez igazított MNB-becslések. A becslések konzisztensek az MNB egyes jövedelemtulajdonosok jövedelemhelyzetét bemutató elemzésével.

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

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

	1999					2000				
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	IV. n. év	év össz.	I. n. év	II. n. év	III. n. év	I-III. n. év	év össz.
	KSH előzetes tény					MNB-becslés				
Végző fogyasztás	3,2	3,1	3,0	2,6	2,9	2,2	2,3	2,3	2,3	2,3
Lakossági fogyasztás	2,9	3,1	2,8	2,7	2,8	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2
Közösségi fogyasztás	0,3	0,0	0,2	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Bruttó felhalmozás*	2,2	1,2	-0,5	2,4	1,4	3,7	1,5	2,3	2,5	2,5
Állóeszköz-felhalmozás	0,8	1,3	0,9	2,6	1,4	0,9	1,2	0,6	0,9	0,9
Belföldi felhasználás										
összesen	5,4	4,3	2,5	5,0	4,3	5,9	3,8	4,6	4,8	4,8
Export	5,0	5,2	7,3	10,1	7,0	11,9	11,7	12,0	11,9	11,9
Import	7,0	5,7	5,3	9,4	6,9	11,2	9,7	12,0	11,0	11,0
Nettó export	-2,0	-0,5	2,0	0,7	0,1	0,7	2,0	0,0	0,9	0,9
GDP	3,4	3,8	4,5	5,7	4,4	6,6	5,8	4,6	5,7	5,7

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

A magyar gazdaság 2000 harmadik negyedévében – az előzetes adatok szerint – 4,6%-kal bővült az előző év hasonló időszakához viszonyítva. A GDP növekedésének húzóerejét ebben a negyedévben is az export jelentette, de erősödött a belföldi felhasználás szerepe is. Mindez együtt járt az import iránti igény erőteljesebb növekedésével. A nemzeti számlák szerinti export és import éves növekedési üteme közötti elnyílás majdnem összefaragódott, mégpedig oly módon, hogy az export dinamikájában nem mutatkozott mérséklődés (az export 20,6%-kal, az import 20,2%-kal bővült az egy évvel korábbi sinthez képest). Mindez a cserearányok folytatódó (több mint 3 százalékpontos) romlása mellett következett be. A nemzeti számlák szerinti nettó export növekedéshez való hozzájárulása a korábbiakhoz képest gyengült, a belföldi felhasználásé pedig erősödött (lásd III-1. ábra).

A belföldi felhasználáson belül a fogyasztási kiadások GDP bővülésében játszott szerepe a III. negyedévben stagnált. A lakossági fogyasztás volumene a III. negyedévben 3,6%-kal haladta meg az egy évvel korábbi szintet (lásd III-1. táblázat), ami az operacionális jövedelmek 2,3%-os növekedése mellett valósult meg.

A nemzetgazdasági állóeszköz-felhalmozás 2,2%-kal emelkedett a harmadik negyedévben az előző év hasonló időszakához képest, ami az első félévi 6%-os beruházási dinamikánál is visszafogottabb növekedést jelent. Az állóeszköz-felhalmozás növekedéshez való hozzájárulása jelentősen mérséklődött az előző negyedévhez képest (0,6 százalékpontonra) (lásd III-2. táblázat). Úgy tűnik, hogy a külpiazi értékesítési lehetőségek kedvező alakulása, a bővülő belső kereslet és a vállalkozások kedvező pénzügyi pozíciója ellenére a beruházási aktivitás erősödésére vonatkozó várakozások nem igazolódnak be.

A feldolgozóiparban (ahol a beruházások mintegy negyede valósul meg) a beruházási volumen növekedése a III. negyedévben mindössze 1,4%-ot ért el, miközben az ágazatban az átlagos kapacitáskihasználtság szintje relatíve magas, és folyamatosan emelkedik a várható rendelésekhez képest kapacitáshiányt jelző cégek aránya. A szolgáltatási szférában az anyagi jellegű szolgáltatások körében összességében szinten maradt a beruházási volumen, miközben a nem anyagi jellegű ágazatokban (például közigazgatás, oktatás) – elsősorban az önkormányzatok élénkítő beruházási tevékenységének köszönhetően – emelkedett a beruházási dinamika.

A felhalmozás másik tételét jelentő készletfelhalmozás és egyéb nem specifikált felhasználás a harmadik negyedévben ismét számottevően hozzájárult a GDP növekedéséhez. A készletállomány mintegy negyedet adó ipari saját termelésű készletek

bővülése lényegesen gyorsabb volt,¹ mint az előző negyedévben. Az ipar belföldi értékesítésén belül a továbbfeldolgozásra kerülő termékek értékesített volumene több mint 10%-kal haladta meg az egy évvel korábbit, ami feltehetően a vásárolt készletek szintjének növekedésével is együtt járt. A vásárolt készletek bővüléséhez az intermedier termékek importjának kiemelkedő növekedése is hozzájárult.

1. Lakossági fogyasztás

A lakossági fogyasztás jövedelemnövekedést meghaladó trendje 2000 harmadik negyedévében is folytatódott, azonban a korábbi negyedévekkel ellentétben ez nem járt a pénzügyi megtakarítások csökkenésével. A háztartások összes jövedelme 1,9%-kal növekedett reálértelemben az előző év azonos negyedévéhez képest. Az összes jövedelem növekedésének meghatározó tényezője a nettó munkajövedelmek 3,9%-os, valamint a vegyes jövedelmek 2,7%-os reálnövekedése volt. A társadalmi juttatásokon belül a természetbeni juttatások reálértékének előző negyedévekhez, valamint az előző év azonos időszakához mért jelentős növekedését az egészségügyi dolgozók részére kifizetett, egyszeri bérjuttatás befolyásolta, így az volumenében 3,6%-kal növekedett. A pénzbeni juttatások reálértékének csökkenését (1,9%) egyrésztől a nyugdíjaknak az infláció növekedésétől elmaradó emelése (amelynek pótlására a negyedik negyedévben kerül sor), másrészt a családtámogatások kifizetésének mérséklődése okozta. Az összes jövedelem növekedési üteme (1,9%) 2000 harmadik negyedévében elmaradt az operacionális – kamatbevételek inflációt ellentételező részével korrigált – jövedelemnövekedés dinamikájától (2,3%). (Lásd III-3. táblázat).

A fogyasztás növekedése továbbra is meghaladta az operacionális jövedelem növekedési ütemét (lásd III-2. ábra), de az elnyílás a korábbiakhoz képest mérséklődött, és a korábbi negyedévekkel ellentétben nem járt a pénzügyi megtakarítások csökkenésével. A harmadik negyedévben a fogyasztás 3,6%-kal, míg az operacionális jövedelem 2,3%-kal növekedett. Mind a fogyasztás, mind az operacionális jövedelem növekedési dinamikája emelkedett 2000 második negyedévéhez képest, azonban az operacionális jövedelem növekedése 1 százalékponttal magasabb, míg a fogyasztás növekedése 1 százalékponttal elmaradt az előző év azonos időszakának ütemétől. Ez leginkább az újra emelkedő infláció miatti óvatosságnak, valamint a pénzbeni társadalmi juttatások reálérték csökkenésének tulajdonítható, ugyanis ez az alacsony jövedelmű, magas fogyasztási határhajlandóságú rétegek fogyasztásának forrása.

A több éve tartó és jelentős gazdasági növekedés által biztosított foglalkoztatottságbővülés és reálkereset-növekedés miatt kialakult optimista jövőkép mellett azonban továbbra is a jövedelemnövekedést meghaladó fogyasztásbővülés várható.

A még mindig dinamikusan növekvő fogyasztás mellett a bruttó megtakarítási ráta² 2000 harmadik negyedévében 10,7%

¹ Iparstatisztikai adatok alapján.

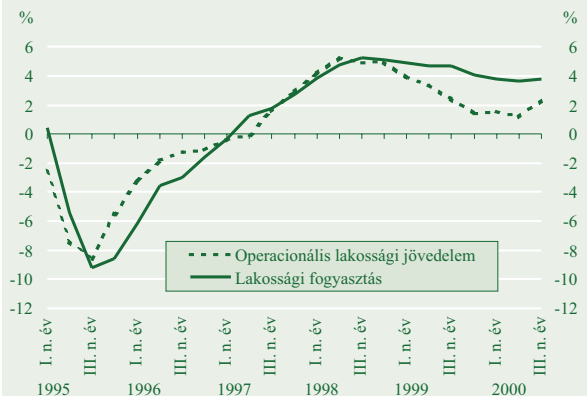
² Az ebben a részben említésre kerülő megtakarítási ráták mind operacionális kategóriák és szezonálisan igazítottak.

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

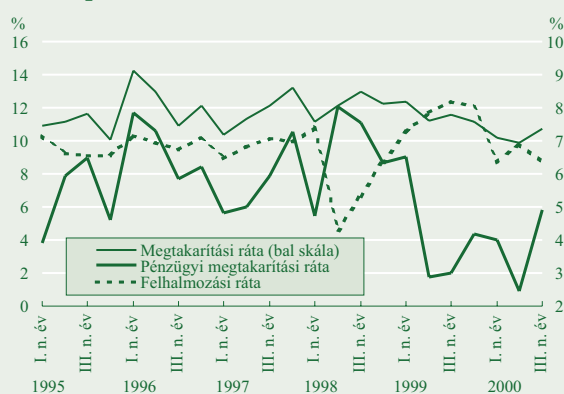
	1999	2000		
		I. n. év	II. n. év	III. n. év
Összes jövedelem	2,0	1,2	1,5	1,9
Operacionális jövedelem	2,8	0,9	1,4	2,3
Fogyasztás volumene	4,6	3,3	3,5	3,6

* Az 1999-es volumenadatok korrekciójának okát lásd III-1. tábla megjegyzésénél.

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

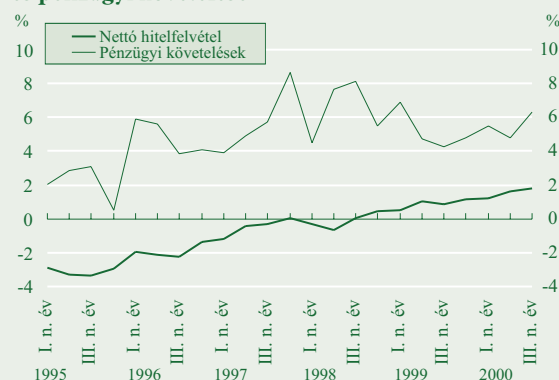


III-3. ábra A háztartások megtakarítási rátájának és komponenseinek alakulása*



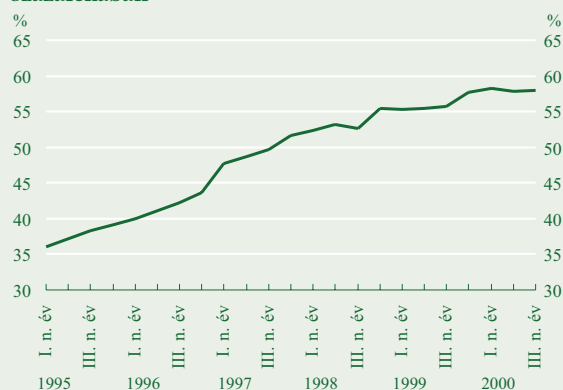
* Szezonálisan igazított adatok az operacionális rendelkezésre álló jövedelem százalékában.

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



* Szezonálisan igazított adatok az operacionális rendelkezésre álló jövedelem százalékában.

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



volt, ami nem tér el lényegesen az előző év azonos időszakának (11%) értékétől, szemben az előző negyedév (9,9%) értékével (lásd III-3. ábra). Jelentősebb különbség a bruttó megtakarítás megoszlásában tapasztalható. Az inflációsúrt pénzügyi megtakarítási ráta 4,9%-os értéke mind az egy évvel korábbi értékénél (3,3%), mind a 2000 második negyedévéénél (2,5%) lényegesen magasabb. A felhalmozási ráta 6,4%-os értéke az előző év azonos negyedévéétől 1,3 százalékponttal elmaradt.

A felhalmozás meghatározó eleme a lakásépítés, a lakásberuházások operacionális jövedelemhez viszonyított aránya 2000 harmadik negyedévében 5,2%-volt, az előző év azonos időszakának 4,8%, valamint a második negyedév 5,6% értékével szemben. A kedvezményes lakáshitelek kedvezően hatnak a lakásberuházásokra, azonban a várt nagymértékű felfutás még nem érezhető (lásd III-4. ábra).

A pénzügyi megtakarítások a harmadik negyedévben nagymértékben emelkedtek, a háztartások nettó finanszírozási képessége inflációsúrtan 111,7 milliárd forinttal nőtt, amely a pénzügyi követelések 155,1 és a hitelfelvelelek 43,4 milliárd forintos állományának eredőjeként alakult ki. A pénzügyi követeléseken belül a nyugdíjpénztári befizetések (30,3 milliárd forint), az új kibocsátásoknak köszönhetően a tőzsdei részvények³ (29,4 milliárd forint) és a devizabetétek (12 milliárd forint) növekménye volt a meghatározó. A takarékbetétek és betéti okiratok továbbra sem vonzóak a háztartások számára, de az előző negyedévi csökkenés (36,4 milliárd forint) nem folytatódott, sőt szerény mértékben, 9 milliárd forinttal emelkedtek. A készpénz változatlanul jelentős tétel (35,9 milliárd forint). Az állampapírok és vállalati kötvények piacán a lakosság nem volt aktív (lásd III-5. ábra).

A fogyasztási hitelek, amelyek a háztartások tartozásainak legnagyobb – egy ideje viszonylag stabilnak mondható – elemei a harmadik negyedévben 22,1 milliárd forinttal nőttek, míg az előző év azonos negyedévében 24 milliárd forinttal, illetve 2000 második negyedévében 23,6 milliárd forinttal növekedtek. A fogyasztási hitelek mellé az építési és ingatlanvásárlási hitel dinamikusabb növekedése társult (19,1 milliárd forintos növekmény, szemben az előző év azonos negyedévének 1 milliárd forintos csökkenésével, illetve az előző negyedév 10,3 milliárd forintos emelkedésével).

A pénzügyi megtakarítások harmadik negyedévi magas értékét több tényező is eredményezte. Egyrészt az egyszerű nagy összegű kifizetések átmenetileg el nem költött része jelent meg a megtakarítások között. Másrészt az infláció vártnál magasabb értéke a háztartásokban az óvatossági motívum erősödését is eredményezett. Továbbra is feltételezhetjük azonban a háztartások fogyasztási magatartásáról, hogy a kedvező jövedelmi kilátások mellett alacsonyabb megtakarítási állományt tart célszerűnek, így finanszírozási képessége alacsonyabb szinten stabilizálódik, de feltehető, hogy a csökkenés mértéke a korábbi várakozásokhoz képest mérsékelt lesz. Összességében tehát a gazdaságpolitikának figyelemmel kell kísérnie ezeket a folyamatokat és magatartását ennek megfelelően kell alakítania.

³ A háztartások az új részvénykibocsátásokban 19 milliárd forint értékben jegyeztek részvényt.

2. Beruházás

A nemzetgazdasági beruházások 2000. III. negyedévében reálértékben 2,2%-kal bővültek az előző év azonos negyedévéhez viszonyítva, ami az amúgy sem túl magas első félévi beruházási dinamikához képest (2000 I. negyedév: 7, II. negyedév: 5,5%) is jelentős elmaradást jelent. Bár a beruházásoknak mintegy 40%-a általában a IV. negyedévben valósul meg, és ez nagyban befolyásolhatja az éves volumennövekedést, de így is valószínűsíthető, hogy az év eleji előrejelzések az erős beruházási aktivitásra vonatkozóan nem valósulnak meg.

Az intenzív beruházási tevékenységgel kapcsolatos várakozások már az első félévben sem igazolódtak be. Akkor a vártnál gyengébb teljesítményt arra vezettük vissza, hogy az elmúlt években (főleg 1998-ban) a felgyorsult beruházási aktivitással olyan mértékű kapacitások jöttek létre, amelyek bizonyos ideig elegendőek lehetnek egy nagyon dinamikus termelés megvalósítására is. Ezzel együtt azt is feltételeztük, hogy a konjunktúrának az első félévhez hasonlóan kedvező alakulása esetén a második félévben a rendelkezésre álló kapacitások már nem lesznek elegendőek, és intenzívebb beruházási tevékenységre lesz szükség (erre egyébként a vállalati jövedelmek lehetőségét is adtak volna).

A III. negyedév beruházási teljesítménye e feltételezéseinket nem támasztotta alá, pedig mind a kedvező külföldi konjunktúrális helyzet, mind a rendelésállomány alakulása lehetőséget adott volna a nagyobb beruházási aktivitásra. Erre utaltak az ipari termelés, a beruházási javak belföldi értékesítése és az új rendelések adatai és a már hosszabb ideje magas, 80% körüli kapacitáskihasználtság is. Ezekkel ellentétes folyamatokra, azaz a beruházási dinamika lassulására utalt viszont a beruházási javak importjának előző negyedévi alakulása (ha nem is ilyen mértékben).

A gyenge teljesítmény okairól egyelőre csak feltételezésekkel élhetünk. Elképzelhetőnek tartjuk azt, hogy a vállalati döntéshozók beruházási döntéseikben már most figyelembe veszik a külföldi konjunktúra prognosztizált lassulását, és nem tartják gazdaságosnak a beruházások számottevő növelését, helyette kapacitásaik „csúcsra járatásával” próbálkoznak.

A beruházások ágazati megoszlásából (lásd III-4. táblázat) kitűnik, hogy a III. negyedévi gyenge teljesítmény mögött jórészt a beruházások mintegy egynegyedét kitevő feldolgozóipar csupán 1,4%-os beruházásnövekedése áll.

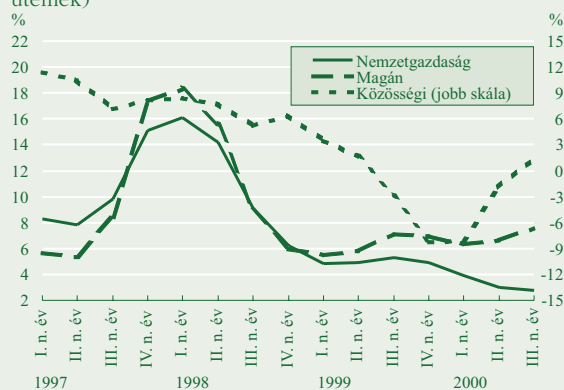
Az anyagi termelés körében így a hagyományosan gyengén teljesítő, azaz reálértékben az előző évi szintet sem elérő ágazatok (mezőgazdaság, bányászat) mellett csak az építőipar és a villamosenergia-ipar produkált átlag feletti (10,8, illetve 6% körüli) volumenbővülést.

Az anyagi szolgáltatások beruházási teljesítménye a III. negyedévben reálértékben lényegében szinten maradt, erősen elmaradva az előző negyedévi 10% körüli volumenbővüléstől. Egyedül a vendéglátás ágazat ért el kiugróan magas, 36%-os volumenbővülést, ezen kívül még az ingatlanügylet és a kereskedelem ágazatokban valósult meg reálértelemben vett növekedés (5,6, illetve 3,7%). A szállítás, távközlés ágazat beruházásai reálértékben nem bővültek, részben az autópálya-építések lassú beindulása miatt, és hasonló teljesítményt produkáltak a pénzügyi szolgáltatások is.

III-4. táblázat A nemzetgazdasági beruházások növekedési ütemei

	1999. évi megoszlás (%)	1999. év	2000	
			I. félév	III.n. év
Mezőgazdaság, erdőgazdaság, halászat	3,3	96,7	83,5	92,1
Bányászat	0,4	149,6	78,4	88,6
Feldolgozóipar	26,1	107,7	104,5	101,4
Villamosenergia-, gáz-, hő- és vízellátás	6,9	103,8	92,1	106,1
Építőipar	1,9	112,1	106,2	110,8
<i>Anyagi termelés összesen</i>	<i>38,7</i>	<i>106,5</i>	<i>100,5</i>	<i>101,9</i>
Kereskedelem, közúti jármű és közszükségleti cikk javítása, karbantartása	7,5	113,2	106,6	103,7
Szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás	1,1	115,7	107,4	134,6
Szállítás, raktározás, posta és távközlés	17,9	101,9	116,2	94,5
Pénzügyi tevékenység és kiegészítő szolgáltatásai	2,8	90,5	95,5	97,5
Ingatlanügyletek, bérbeadás, gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatás és lakásberuházás	19,2	111,6	110,4	105,6
<i>Anyagi szolgáltatások összesen</i>	<i>48,6</i>	<i>106,7</i>	<i>110,8</i>	<i>100,7</i>
<i>Anyagi termelés összesen + anyagi szolgáltatások összesen</i>	<i>87,2</i>	<i>106,6</i>	<i>105,8</i>	<i>101,2</i>
Közigazgatás, védelem és kötelező társadalombiztosítás	4,3	127,0	120,7	111,0
Oktatás	2,0	115,9	108,5	108,8
Egészségügyi és szociális ellátás	2,1	90,1	107,4	98,8
Egyéb közösségi, társadalmi és személyi szolgáltatás	4,3	95,7	99,6	111,8
<i>Nem anyagi szolgáltatások összesen</i>	<i>12,8</i>	<i>106,4</i>	<i>109,3</i>	<i>109,0</i>
Összesen	100,0	106,6	106,1	102,2

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



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

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

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

	1999				2000		
	I. n. év	II. n. év	III. n. év.	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év.
Belföldi ÁFA-befizetés	0,7	1,8	2,9	10,1	18,7	7,5	5,0
ÁFA-visszatérítés**	8,9	3,2	-0,7	2,4	12,4	5,0	6,9
Nettó ÁFA-bevétel	-9,0	0,7	6,2	17,6	27,7	9,6	3,2

* Vámbiztosítékkal korrigált.
** Becsült eredménysemleletű elszámolás alapján.

Az ingatlanügyletek ágazat beruházási teljesítménye ugyan erőteljes ingadozást mutat az egyes negyedévek között, feltételezhető azonban, hogy az előző években tapasztalt visszafogott lakásépítési tevékenység oldódni látszik. Bár továbbra is nehézségekbe ütközik a folyamatban lévő lakásberuházások nyomán követése, annyi mindenestre látható, hogy a kiadott lakásépítési engedélyek száma 1999 elejétől folyamatosan nő (2000 III. negyedévében a növekedés majdnem 50%-os volt az előző év azonos negyedévéhez képest). Ennek alapján feltételezhető, hogy már jelentős mennyiségű lakás építése van folyamatban, ami viszont az átadott lakások számában még nem jelentkezik (az átadott lakások száma lényegében megegyezik az előző év azonos negyedévével).

A nem anyagi szolgáltatások körében egyedül az egészségügy beruházásai maradtak el reálértékben a tavalyi szinttől, a többi ágazat esetében az átlagnál jóval magasabb, 10% körüli volumennövekedés valósult meg. Érdekes jelenség, hogy míg a meghatározó gazdasági ágazatokban általános a visszafogott beruházási tevékenység, ebben a körben az I–III. negyedévi kumulált adatok is dinamikus beruházási tevékenységet mutatnak.

A beruházások anyagi-műszaki összetételében az előző negyedévekkel ellentétben az tapasztalható, hogy a gépberuházások és az építési jellegű beruházások volumennövekedése nagyjából megegyezik (2,6, illetve 2%). Ez különösen a gépberuházások esetében jelent erős visszaesést, ahol az előző negyedév 8,5%-os volumennövekedését leszámítva az elmúlt két évben soha nem került az év/év alapú volumenindex 10% alá.

A beruházások jövedelemtulajdonosok szerinti alakulását vizsgálva az állami beruházások terén az előző negyedévvél ellentétben erősödő dinamika tapasztalható (lásd III-6. ábra). Ehhez az erősödéshez elsősorban az önkormányzatok beruházásai járultak hozzá, központi körben lényegében nem volt növekedés. A magánberuházások szezónálisan igazított adatai enyhe növekedést mutatnak, ez az alig bővülő vállalati és az ennél dinamikusabb lakossági beruházások eredőjeként alakult ki.

3. Az államháztartás keresleti hatása

Az SNA megközelítésű elsődleges egyenleg 2000 III. negyedévében 1999 III. negyedévéhez mérten a GDP 1,0%-ával javult, az államháztartás tehát ennyivel szűkítette a keresletet (lásd III-5. táblázat). Az évközi folyamatok alakulásából azonban – mint korábbi elemzéseinkben is hangsúlyoztuk – nem lehet messzemenő következtetéseket levonni. A költségvetés éves jellege és a szezonalitás korlátozott mértéke miatt ugyanis az államháztartás pénzügyi folyamatait alapvetően csak éves szinten lehet értelmezni. Évközben a bevételek és kiadások jelentős része ebben az évben az előző évitől teljesen eltérően alakult. Az elsődleges egyenlegek különbsége (más szóval a keresleti hatás) negyedévről-negyedévre mérséklődött, ami jól mutatja az éves szintű folyamatok kiegyenlített jellegét. A különbség csökkenését a harmadik negyedévben jelentős részben az határozta meg, hogy 1999-ben ekkor állt vissza az ÁFA-bevétel a normálisnak tekinthető, ideivel már összevethető szintre.

1999 I. félévében – mint már utaltunk rá – egyszeri jellegű ÁFA-kiesésre került sor (lásd III-6. táblázat). A harmadik negyedévben ugyanakkor az ÁFA reálértékben már nagyjából összehangban alakult a fogyasztás volumenével mind 1999-ben, mind 2000-ben. Az ÁFA-visszatérítés ingadozása viszont azt eredményezte, hogy idén a negyedéves nettó ÁFA-bevétel mégis lassabban nőtt a tavalyinál. (Az ÁFA-visszatérítést eredményezményeszméletben számoljuk el a torzítások kiszűrésének az érdekében. Idén az eredményeszmélet becslését nehezíti, hogy az ÁFA-visszatérítés rendszerében több változás következett be, ami érinti az éven belüli lefutás alakulását.)

A lakosságnak juttatott pénzbéli transferek reálértéke továbbra is visszafogottan alakult a vártnál lassabban mérséklődő infláció miatt. A transferek közel 70%-át kitevő nyugdíjkiadások esetében az inflációs értékvesztés korrekciójára a nyugdíjtörvény rendelkezése alapján a IV. negyedévben visszamenőleges hatállyal kerül sor, ezért a nyugdíjak reálértékvesztése csak átmeneti hatást mutat. 1999-ben a nyugdíjak emelése már az év elején teljes mértékben megtörtént, ezért a kifizetések szezonálisitása a két év között eltér (lásd III-7. táblázat).

A kiadási szerkezeten belül kedvező változásnak tekinthető a beruházások arányának növekedése. Az önkormányzatok beruházási kiadásai reálértékben növekedésnek indultak a harmadik negyedévben. A központi körön belül változatlanul az intézményi beruházásokra fordított kiadások növekménye volt a meghatározó. Az ún. kiemelt beruházások esetében szintén jelentős reálérték-növekedés volt tapasztalható a III. negyedévben, azonban ez még nem ellensúlyozta az első félév elmaradását.

4. Külső kereslet

A külső konjunkturális feltételek 2000 harmadik negyedévében is kedvezőek maradtak. Számos jel azonban arra utal, hogy a külső kereslet gyorsulása ebben a negyedévben érte el a csúcspontját: (1) az euróregióban mért fogyasztói bizalmi index, bár még mindig magas szinten áll, a harmadik negyedévben azonban csökkent a második negyedévhez képest. (2) Az ipari bizalmi index értéke pedig az előző negyedévihez képest számottevően nem változott. A rendelkezésünkre álló adatok szerint az euróregió GDP-je 2000 II. negyedévében 3,7%-kal bővült az előző év azonos időszakához képest, amely a negyedéves szinten vett 0,9%-os növekedésből adódott (lásd III-8; III-9. táblázat).

A 2000. júniusi jelentésünkben ismertetett módszertan szerint Magyarország külső keresleti környezetét a legfontosabb külkereskedelmi partnereink magyar exportszerkezettel össze-súlyozott importjával és GDP-jével mérjük. 2000 II. negyedévében az összesúlyozott GDP 3,7%-kal, míg az effektív import 9,4%-kal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. 2000 III. és IV. negyedévére vonatkozóan még nincsenek tény-adatok, de a rendelkezésre álló információk szerint a külső konjunktúra ebben a negyedévben éri el tetőpontját, amit az OECD főbb kereskedelmi partnereinkre vonatkozó konjunktúraindexeink alapján számított ún. egyidejű jelzőszám is tükröz (lásd III-7. ábra).

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

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

Megjegyzés: az MNB rendelkezésre álló államháztartási statisztikáka, ezért az adatok eltérnek a KSH számaiktól. Közösségi fogyasztásra, beruházásra és fogyasztásra vonatkozó árindexek alapján.

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

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

	1999				2000		
	I. n.év	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év	III. n.év
Reál GDP	1,8	2,1	2,5	3,2	3,4	3,7	
Belföldi felhasználás	2,8	3,0	2,9	2,9	2,7	3,1	
Magánfogyasztás	2,7	2,7	2,6	2,6	2,4	3,0	
Közösségi fogyasztás	1,4	1,4	1,5	1,5	1,7	1,4	
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	4,0	5,6	5,8	5,6	5,7	4,8	
Készletfelhalmozás*	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	
Export	0,6	2,2	5,7	9,7	12,3	12,8	
Import	3,5	4,8	7,0	9,0	10,5	11,3	
Nettó export*	-0,9	-0,8	-0,3	0,4	0,8	0,7	
Újautó-regisztrációk**	6,7	8,5	6,6	-0,1	1,4	0,7	-7,7
Kiskereskedelmi forgalom**	2,6	2,2	2,3	3,0	2,5	3,3	

Forrás: ECB Monthly Bulletin, 2000. november.

* A reál GDP-hez való hozzájárulás mértéke százalékpontban.

** Szezonálisan nem igazított adatok.

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

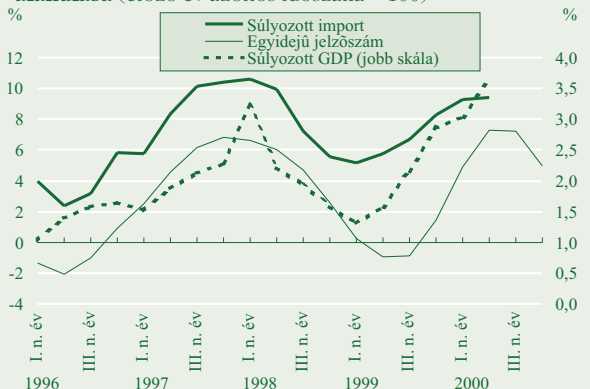
(változás az előző negyedévhez képest; évesített, szezonálisan igazított adatok)

	1999			2000	
	II. n.év	III. n.év	IV. n.év	I. n.év	II. n.év
Reál GDP	2,0	3,6	3,6	3,6	3,6
Belföldi felhasználás	2,0	2,0	3,6	2,8	3,6
Magánfogyasztás	1,2	2,8	2,4	3,2	3,6
Közösségi fogyasztás	1,2	1,2	1,6	2,4	0,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	5,7	7,8	1,2	7,8	2,0
Készletfelhalmozás*	-0,4	-1,2	1,6	-1,2	1,2
Export	11,2	15,6	11,7	10,8	13,0
Import	10,8	10,8	12,1	8,2	13,9
Nettó export*	0,4	1,6	0,0	0,8	0,0

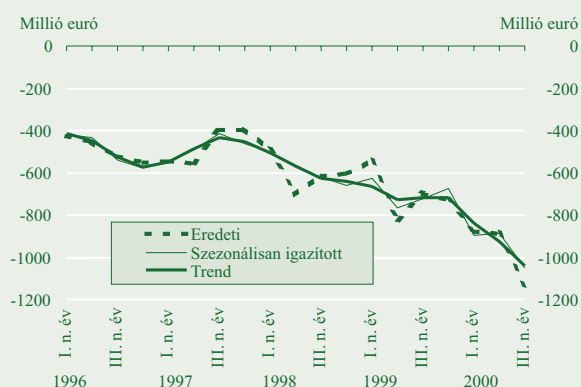
Forrás: ECB Monthly Bulletin, 2000. november.

* A reál GDP-hez való hozzájárulás mértéke százalékpontban.

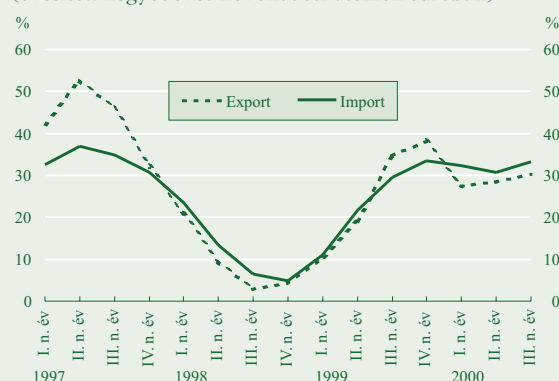
III-7. ábra Főbb exportpiacaink külső keresletének alakulása (előző év azonos időszaka = 100)



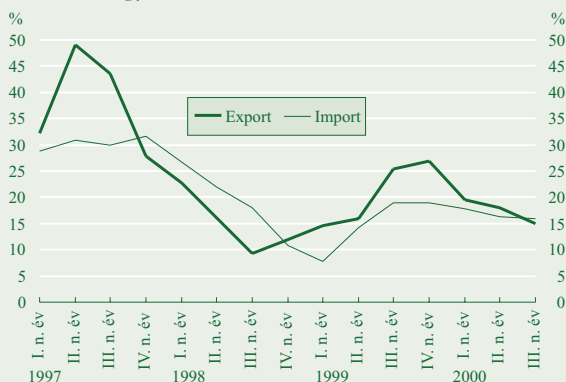
III-8. ábra A vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg alakulása euróban



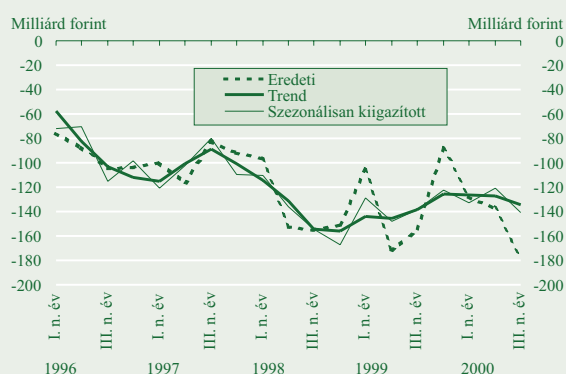
III-9. ábra A vámstatisztika szerinti export- és importtrend alakulása (évesített negyedéves növekedési ütemek euróban)



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



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



A második negyedévben a CEFTA-térség konjunkturális feltételei is kedvezően alakultak, bár fontos megjegyezni, hogy a növekedés üteme ezekben az országokban valamelyest mérséklődött. Lengyelországban az első negyedévben regisztrált 6%-ot követően a második negyedévben 5,2%-os volt a növekedés. Csehországban a recesszióból való kilábalás állapota stabilizálódott, az élénkülés a második negyedévben 1,9%-ot tett ki. Szlovákiában az első negyedévi 1,5%-ról 1,9%-ra gyorsult a gazdaság bővülésének üteme. A FÁK-országok a magas világpiaci energia- és nyersanyagáraknak köszönhetően továbbra is erős növekedést mutattak (Oroszország GDP-je 6,7%-kal nőtt a második negyedévben).

A nemzetgazdaság összes áru- és szolgáltatásexportjának reálértéke az előzetes adatok alapján számított becslésünk szerint – 1999 III. negyedévéhez képest – 2000 III. negyedévében 20,6%-kal, az áru- és szolgáltatásimport ennél lassabban, 20,2%-kal emelkedett. A GDP szerinti külkereskedelmi egyenleg növekedéshez való hozzájárulása, ha kismértékben, de továbbra is pozitív volt. Mint azt később bemutatjuk, a volumen- és értékfolyamatok eltérő alakulása a harmadik negyedévben is folytatódott, amely nagyrészt a cserearány-változásokkal hozható kapcsolatba.

A vámstatisztika szerinti kivitel 2000 III. negyedévében 7635 millió eurót, a behozatal pedig 8778 millió eurót tett ki. A külkereskedelmi mérleg 1143 millió euró hiánnyal zárt, amely 442 millióval volt magasabb az előző év azonos időszakának hiányánál⁴ (lásd III-8. ábra). A javuló külső kereslet hatása mutatkozott meg az export értékének stabil növekedésében is, hiszen negyedév/negyedév alapon az export trendje évesítve 30%-kal bővült. Igaz, hogy mindez az import trendjének dinamikus érték-növekedésével járt együtt (lásd III-9. ábra). Az import szezonálisan nem kiigazított adatait a trendekénél jóval nagyobb ütemű bővülés jellemzi, ebben azonban információink szerint egyedi hatások is szerepet játszottak (néhány vállalat beruházási importja augusztusban átmenetileg magasabb volt a szokásosnál⁵). A kivitel számottevő mértékű bővülése azonban nem volt képes a hiány növekedését megállítani. A szezonálisan igazított vámstatisztika szerinti külkereskedelmi egyenleg hiányának folyamatos növekedése a harmadik negyedévben sem lassult le. Ez alátámasztja az előző Jelentésünkben megfogalmazott azon óvatosságunkat, mely szerint akkor a hiány szezonálisan igazított értékének csökkenése inkább egy átmeneti hatást mutatott. Az export és az import növekedési üteme között az értékadatokban az import javára fennálló különbség a volumenadatokban nem mutatkozott, a két változó gyakorlatilag azonos ütemben emelkedett negyedév/negyedév összehasonlításban (lásd III-10. ábra). Mivel a harmadik negyedévben továbbra is jelentkezett a cserearányromlás (az előző év azonos időszakához képest 3,1%), ezért a export és az import volumene közötti növekedési különbség kisebb, mint amennyit az értékadatoknál figyelhel-

⁴ A harmadik negyedéves adatok még előzetesek, és a vámáru nyilatkozatok folyamatos feldolgozása miatt kiegészülhetnek, Jelentésünkben a várható kiegészülésekkel korrigált számokat közöljük, a végleges adatok ismeretében a kép még módosulhat.

⁵ A szezonális igazítás során az importidőszakban ezt a 200 millió eurót szakértői becslés alapján rendellenes megfigyelésnek tekintettük.

tünk meg. A cserearányromlás elsősorban az energiahordozók, valamint a nyersanyagok világpiaci áremelkedésének tulajdonítható, míg az élelmiszerek, a feldolgozott termékek cserearányában ezzel szemben némi javulás volt tapasztalható. A gépek cserearánya gyakorlatilag változatlan maradt.

A volumenfolyamatoknak az értékadatoknál kedvezőbb alakulása a külkereskedelmi egyenlegben is megmutatkozott. Míg az euróban számított egyenleg a szezonális hatások kiszűrése után az előző negyedévekhez hasonlóan folyamatosan nagyobb hiányt mutatott, addig a változatlan árakon számított egyenleg a második negyedévben jelentkező javulás után a harmadik negyedévben csak enyhén romlott (lásd III-11. ábra).

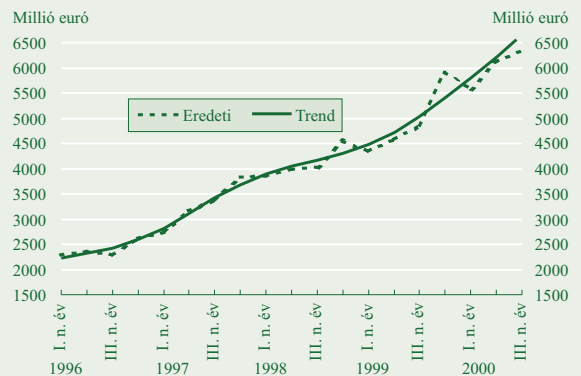
A különböző országcsoportokba irányuló kivitel a külső keresletnek megfelelően alakult. A fejlett országokba irányuló export növekedése a harmadik negyedévben is töretlen maradt (lásd III-12. ábra). A CEFTA-térségbe irányuló kivitel 1999 I. negyedéve óta tartó élénkülése tovább folytatódott (lásd III-13. ábra). A növekedési ütemek tekintetében ez utóbbi régióban volt a magyar exporttermékek iránti legnagyobb keresletbővülés, az éves növekedés üteme (37%) meghaladta mind a fejlett országokba (31%), mind az EU-országokba (29%) irányuló exportét. A FÁK-országokba irányuló kivitel a harmadik negyedévben sem tudott dinamizálódni (lásd III-14. ábra). A korábbi magas éves növekedési ütemek az alacsony bázisnak voltak tulajdoníthatók, látható, hogy ezen országcsoport esetében leginkább a magyar export stagnálásáról beszélhetünk.⁶

Az export felhasználási célú megbontásából (lásd III-15., III-16. ábra) az látszik, hogy a tartós fogyasztási cikkek exportja emelkedett továbbra is a legmagasabb ütemben (az előző év azonos időszakához képest 52,6%-kal).⁷ A beruházási javak kivitele a rövid távú indexek szerint újra megélénkült. A korábbi Jelentésünkben azt fogalmaztuk meg, hogy e termékcsoporthoz exportjának trendje negyedéves szinten csökkent. Akkor ezt ellentmondásban lévőnek találtuk a külső kereslet folyamataival. A III. negyedévben azonban azt tapasztaltuk, hogy e termékcsoporthoz exportja az első és a második negyedévet követően újra dinamizálódott, az előző év azonos negyedévéhez képest jelentősen (20,5%-kal) növekedett. Ez azt valószínűsíti, hogy a második negyedévben tapasztaltakat inkább speciális tényezők mozgatták, és feltehetőleg nem utaltak egy hosszabb távú változás kezdetére. A nem tartós fogyasztási cikkek kivitelének trendje az előző negyedévhez képest olyan mértékben lassult, hogy az már az éves növekedési ütem csökkenésében is megmutatkozott. Az energiahordozók nélkül számolt intermedier termékexport trendjének az előző negyedévhez képesti lassulása ebben a negyedévben is folytatódott. Az alacsony tavalyi bázis miatt azonban az éves növekedési ütem továbbra is magas (az előző év azonos időszakához képest 39,9%).

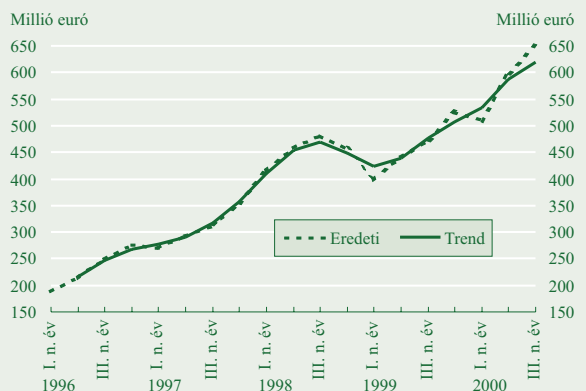
⁶ A dollárban számított 31%-os éves növekedési ütem 7,4%-os csökkenésbe váltott át. Ez a hirtelen változás a tavaly alacsony második negyedév bázisból való „kikerülésének” köszönhető. Euróban számítva 6,4%-kal nőtt a FÁK-országokba irányuló export, a dollár- és az euróadatok közötti közel 14%-os különbség döntő részben a keresztárfolyam-változásoknak köszönhető.

⁷ Az export felhasználási célú elemzése – adathiány miatt – a legfrissebb korrekciókat nem tartalmazó idősorokra vonatkozik.

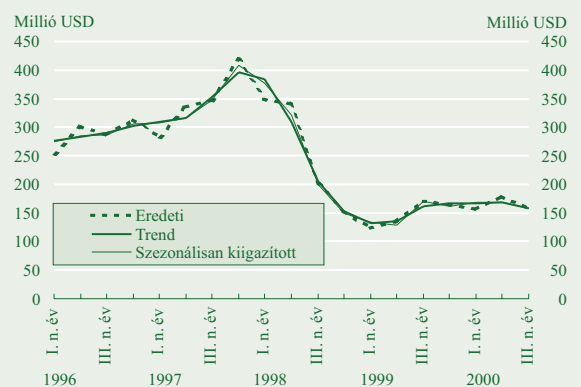
III-12. ábra A fejlett országokba irányuló export alakulása



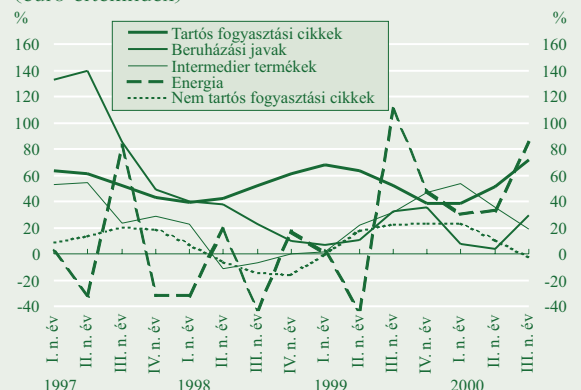
III-13. ábra A CEFTA-országokba irányuló export



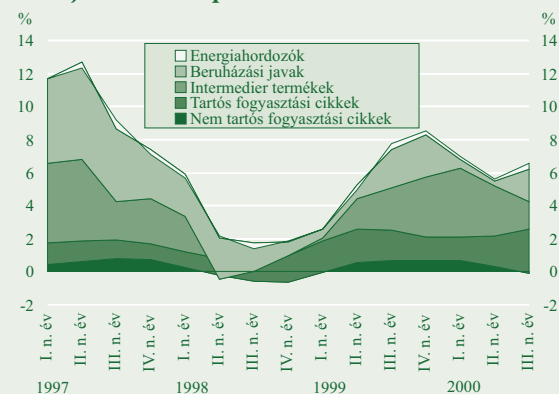
III-14. ábra A FÁK-országokba irányuló export



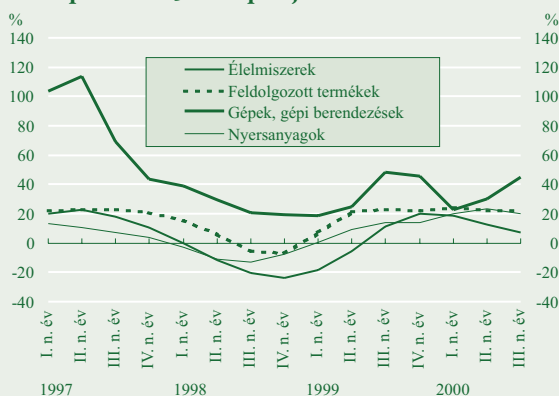
III-15. ábra Évesített trendnövekedési ütemek az export különböző kategóriáiban (euró-értékindex)



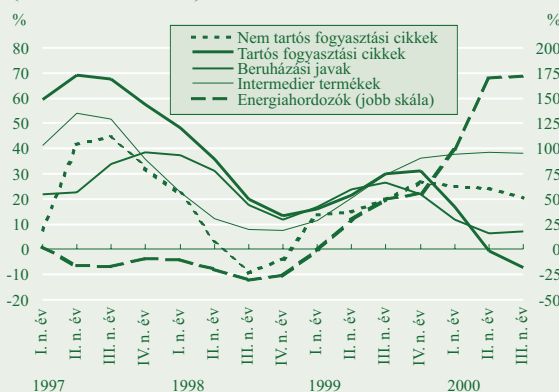
III-16. ábra A különböző termékcsoportok hozzájárulása az exporttrend növekedéséhez



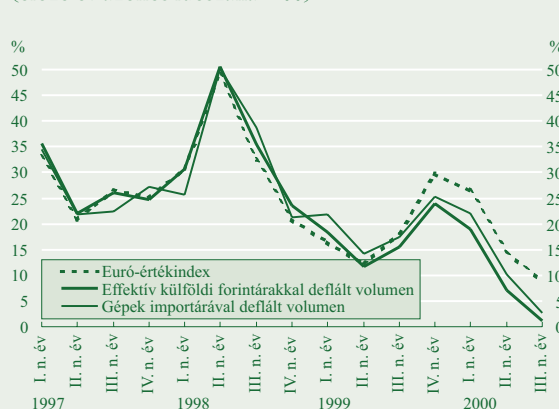
III-17. ábra Évesített trendnövekedési ütemek az export SITC-5 főcsoportjában



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



III-19. ábra Beruházási termékek importja (előző év azonos időszaka=100)



Az export termékszerkezetét SITC-bontásban elemezve (lásd III-17. ábra) azt lehet megállapítani, hogy az élelmiszerek, ital, dohány termékcsoport exportjának dinamizálódása az előző negyedévvél ellentétben a harmadik negyedévben megállt, és ez az éves növekedési ütemben is megmutatkozott (6,4%). A gépek, gépi berendezések évesített trend (44,7%) és éves növekedési üteme (37,4%) magasnak mondható. E mögött mind a beruházási, mind a tartós fogyasztási termékek exportjának gyorsuló növekedése áll. A feldolgozott termékek termékcsoportjának kivitele stabil (az előző év azonos negyedévéhez képest 22%) növekedést mutatott. A nyersanyagok kivitele negyedéves szinten alig lassult, éves növekedési üteme 13,8%-ot tett ki.

Az import felhasználási célú csoportosítása alapján az látható (lásd III-18. ábra), hogy a tartós fogyasztási cikkek behozatala esetében az előző negyedévi folyamatok folytatódtak. E körben negyedéves szinten 7%-os annualizált csökkenés mutatható ki.⁸ Mindez még nem tükröződött az éves indexben, hiszen az még mindig 10,1%-os növekedést mutat. Ez azzal lehet összefüggésben, hogy a tartós fogyasztási cikkek fogyasztása, azon belül is főleg az importtermékeké, valószínűleg lelassult. A beruházási jóságok importjának dinamikája lényegében a korábbi negyedévi szinten (7,3%-on) maradt. (Éves összehasonlításban a beruházási termékek importja is lassult, hisz a harmadik negyedévben 8,8%-kal növekedett.) Ez a dinamikálassulás összefüggésben lehet a gépberuházások III. negyedévben érzékelhető lefékeződésével.

A negyedik negyedév vonatkozásában ez azt is előrevetítheti, hogy a gépberuházások nem fognak lényegesen gyorsabban nőni. Bár ilyen bontásban nem állnak rendelkezésünkre volumenadatok, az azok kiszámításához szükséges deflátort a forintban számított külföldi termelői árakkal és az importgépek árindexével közelíthetjük. A beruházási termékek importjának becsült volumene az importárak és külföldi termelői árak emelkedése miatt alacsony mértékben (a különböző mutatók szerint 1,2%-kal és 2,8%-kal) bővültek az előző év azonos időszakához képest. A III-19. ábrából az tűnik ki, hogy a beruházási termékek importjának becsült volumene az euróban számított értékindexnél nagyobb mértékben lassult.

Az előbbiekkkel ellentétben az intermediér termékek importja nem mutat fékeződést, növekedési üteme továbbra is meghaladja a 38%-ot. Ez minden bizonnyal az erőteljes ipari termeléssel és az ennek kapcsán jelentkező importkereslettel magyarázható, ami mögött elsősorban az erőteljes exportdinamika a meghatározó.

A nem tartós fogyasztási cikkek-import növekedése a tartós fogyasztási cikkek meghaladó mértéken (az előző év azonos időszakához képest 24,6%-os növekedésen) stabilizálódott. Az energiahordozók importja pedig az energiaár-változások hatására drasztikusan, az előző év azonos időszakához képest több, mint 100%-kal emelkedett.

A termékcsoportoknak az import növekedéséhez vett hozzájárulását bemutató III-20. ábrából az tűnik ki, hogy mostanra már

⁸ Az import felhasználási célú elemzése – adathiány miatt – a legfrissebb korrekciókat nem tartalmazó idősorokra vonatkozik.

az import növekedésének legnagyobb részét az energiahordozók és az intermedier termékek importja adta. Mindez az energiaár-változásokkal és a viszonylag magas aggregált termeléssel, az élénkülő belföldi értékesítéssel és a továbbra is gyorsan bővülő exporttal függ össze. A másik három termékcsoport és különösen a beruházási javak szerepe ezzel párhuzamosan pedig jelentősen csökkent.

A szolgáltatások kedvező teljesítménye a harmadik negyedévben – az előző két negyedévhez hasonlóan – javította a külső egyensúlyt. A fizetési mérleg szerinti szolgáltatások egyenlege 749 millió euró volt, amely 158 millió euróval nagyobb többletet mutatott, mint 1999 harmadik negyedévében. A szezonálisan igazított egyenleg kismértékben tovább javult az előző negyedévhez képest. Ez döntő részben az idegenforgalmi többlet növekedése miatt következett be.

Az idegenforgalom 2000. harmadik negyedévi egyenlege 1221 millió euró bevétel és 314 millió euró kiadás egyenlegeként 907 millió euró többlettel zárt, ami 147 millió euróval volt több, mint 1999 harmadik negyedévében (lásd III-21; 22. ábra). A szezonálisan igazított idegenforgalmi egyenleg euróban mért érték-növekedése az előző negyedév eredményét némileg felülmúlva 2000 harmadik negyedévében tovább gyorsult, éves összehasonlításban közel 26%-kal, míg az évesített rövid bázisú index alapján 11%-kal.

Becsléseink szerint a bevételek volumene az értékadatoknál kisebb ütemben, éves összehasonlításban 6,6%-kal emelkedett. Az idegenforgalom élénkülése a turizmus forgalomsadataiban is jelentkezett. Ugyan a külföldi látogatók száma az előző negyedévi 20%-kal szemben a harmadik negyedévben csak 1%-kal nőtt, de az év első kilenc hónapjában a növekedés még így is 6%-ot tett ki az évek óta tartó visszaesés után. Ebben az évben emelkedett először az Európai Unióból hazánkba látogató turisták száma (2,7%-kal), az Európán kívüli és a kelet-európai országokból érkezők száma pedig jelentősen, 20% fölött nőtt, a szálláshelyek vendégéjszakáinak száma pedig 4%-kal emelkedett az előző év azonos időszakához képest.

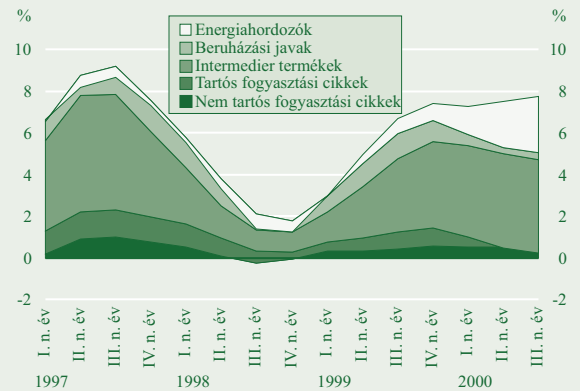
A külföldre utazó magyarok száma a harmadik negyedévi 2%-os csökkenés ellenére 2,5%-kal nőtt 2000 első kilenc hónapjában.

A beutazó és a kiutazó turizmus mutatóinál is figyelembe kell vennünk azt a bázishatást, hogy 1999-ben a jugoszláv háború miatt a második negyedévben jelentősen visszaesett a turizmus, a háború befejezése után a harmadik negyedévben pedig újra megélénkült.

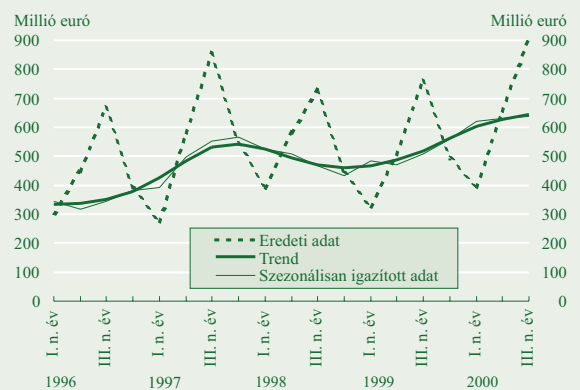
Az idegenforgalmon kívüli egyéb szolgáltatások egyenlege a harmadik negyedévben az elmúlt időszakokhoz viszonyítva kisebb mértékben, de tovább javult (lásd III-23. ábra). 774 millió euró bevétel és 935 millió euró kiadás mellett 157 millió eurót kitevő deficit alakult ki, ami némileg kedvezőbb volt, mint az 1999. év harmadik negyedévi hiánya. A deficit csökkenése az ez évi folyamatok folytatódásaként a szezonálisan igazított adatok alapján a kiadási szint stagnálása mellett a bevételek növekedésének köszönhető. A rövid bázisú évesített euróalapú értékindex a bevételeknél 40, a kiadásoknál 20% fölötti növekedést mutat (lásd III-24. ábra).

A szolgáltatások részletes elemzése alapján az építési-szerelési szolgáltatások egyenlege tartósan javult a kiadások csökkenése miatt, ami összhangban van a beruházások dinamikájának

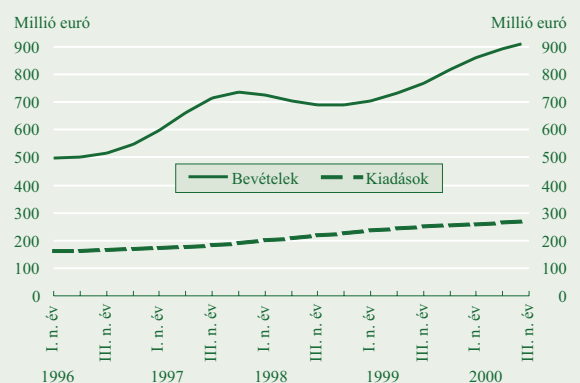
III-20. ábra A különböző termékcsoportok hozzájárulása az importtrend növekedéséhez

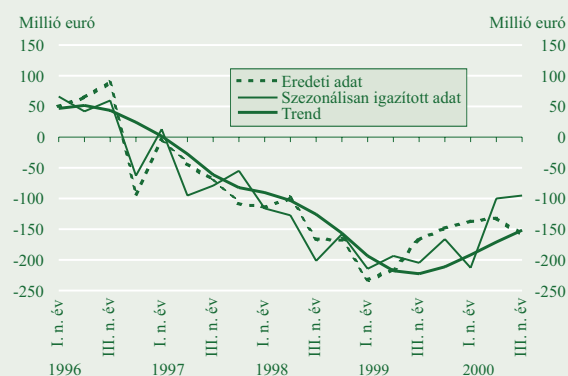
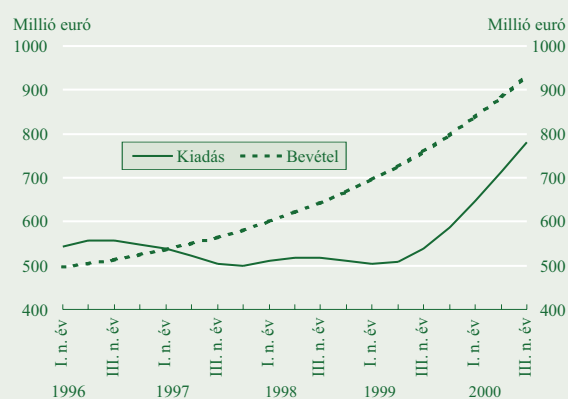


III-21. ábra Az idegenforgalmi egyenleg alakulása



III-22. ábra Az idegenforgalmi bevételek és kiadások trendje



III-23. ábra Az egyéb szolgáltatások egyenlegének alakulása**III-24. ábra** Az egyéb szolgáltatások, bevételek és kiadások trendje

viSSzaesésével. Egészében megállapíthatjuk, hogy a szolgáltatások egyenlegének javulása a harmadik negyedévben folytatódott, és továbbra is egybeesik a külső kereslet és az áruexport élénkülésével.

IV. Kínálati tényezők

1. A munkaerő-piaci folyamatok alakulása

A harmadik negyedévben két folyamat érdemel figyelmet. Egyrészt, a *reálmennyiségek* alakulása a korábbi időszakban tapasztalt tendenciák folyamatosságáról tanúskodik. A versenyszféribeli *foglalkoztatás* 1,3%-os bővülése nyomán 50% fölé emelkedő foglalkoztatási ráta, a munkaerőtömeg ezzel párhuzamos emelkedése a gazdaság munkaerőfelhasználása extenzív növekedésének folyamatosságára utal. A 6%-ra süllyedő *munkanélküliségi ráta*, az utóbbi évek legalacsonyabb *csoportos elbocsátások rátája*, illetve a feldolgozóiparban emelkedő *átlagos munkaóraszám* ugyanakkor a munkaerő-tartalékok szűkösségére hívja fel a figyelmet.

Másrészt, a *nominális* mutatók alapján a versenyszféra bérinflációja mérséklődött az elmúlt negyedévi értékekhez képest. A 13,2%-os harmadik negyedéves index azonban a korábban vártnál magasabb inflációs pályához való nominális alkalmazkodás jeleként értékelhető. Az állami szektor 11,9%-os bérendexe némileg magasabb ugyan a meghirdetett ütemnél, ez azonban nagyrészt az államháztartási intézmények saját forrásaiból megvalósított béremeléseinek, illetve az egészségügyi területen egy szeri jelleggel kifizetett többletbérek tulajdonítható.

1.1 A munkaerő-felhasználás alakulása

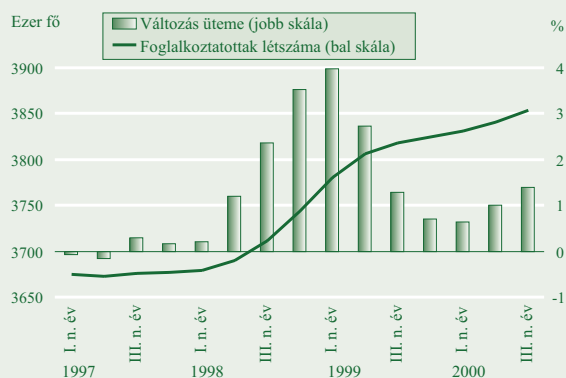
A piaci forgalomba kerülő javak – iparcikkek és szolgáltatások –, illetve a közszolgáltatások előállításához igénybe vett munka, mint termelési tényező mennyiségének alakulását a foglalkoztatottak számának, illetve ennél pontosabban, a ledolgozott munkaórák tömegének az alakulása mutatja (lásd IV-1. ábra).

A KSH *háztartási* kérdőíves felméréséből származó adatai szerint a harmadik negyedévben folytatódott, sőt, némileg erősödött is a munkaerőpiac korábban megfigyelt élénkülése. Nemzetgazdasági szinten a *foglalkoztatottak* állománya a tavalyi év hasonló időszakához képest közel 1,1%-kal bővült, ami gyorsuló, az ideai második negyedévhez képest 1,6%-os annualizált¹ létszám-emelkedést takar.

A létszámváltozás ágazati különbségei a korábbi tendenciák folyamatosságáról tanúskodnak. A háztartási felmérés szerint a teljes nemzetgazdaságban foglalkoztatottak létszámának éves

¹ Az éves változást mutató indexekkel való összehasonlíthatóság érdekében a hó/hó indexeket 12., a negyedév / negyedév típusú indexeket pedig 4. hatványra emeléssel annualizáljuk.

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



* Forrás: KSH háztartási felmérése. Szezonálisan igazított és simított adatsorokból számolva. Létszámváltozás mindig az előző negyedévhez viszonyítva.

szintű bővülése a versenyszféra – különösen a mezőgazdaság nélkül vett piaci szektor – határozott létszámbővülése és a közössi szektor stagnálása-visszahúzódása mellett következett be. Az átlagosan 1,3%-kal bővülő versenyszféra ágazatainak belül a piaci szolgáltatások létszáma emelkedett a legnagyobb mértékben. Szezonálisan igazított ágazati adatsoraink szerint a második negyedévhez képest a *piaci szolgáltatások* közül leginkább a kereskedelem, javítás és a szálláshely- és vendéglátás-szolgáltatások létszáma emelkedett.

Az ágazatok bizonyos körében az 5 fő feletti vállalkozások lekérdésére alapozott *intézményi munkaiügyi statisztika* a releváns információforrás, hiszen a feldolgozóipar vagy egyes piaci szolgáltatások (távközlés, pénzügyi szolgáltatások) esetében jellemzően nem kisvállalati körben zajlik a tevékenység. Az intézményi statisztika szerint folytatódott a feldolgozóipar létszámának emelkedése. A tavalyi év azonos időszakához képest átlag 2,6%-os növekedést a korábban tapasztaltakhoz hasonlóan a gépipar és a vele összefonódott fémalapanyag-gyártás, -feldolgozás ágazatok 11%, illetve 5% körüli *fizikai* létszámbővülése mozgatta (ezen kör kihagyásával csökkenne a feldolgozóipar teljes létszáma). Az intézményi statisztika által mért körben is megfigyelhető a *piaci szolgáltatások* háztartási statisztika által jelzett dinamikus létszám-emelkedése. Figyelemre méltó volt a kereskedelem-javítás, illetve ingatlanügyek – gazdasági szolgáltatások² létszámának növekedése: az éves összehasonlításban 6–7%-os ütem csak kismértékben maradt el a tavalyi dinamikától.

Jeleztük, hogy a gazdasági növekedéshez felhasznált munkaerő-ráfordítás pontosabb becslését adja a *ledolgozott munkaórák számának* alakulása, mint a foglalkoztatottak létszáma. Hosszú, ágazati bontású adatsorokkal csak az ipari fizikai munkaerő által ledolgozott óraszámokról rendelkezünk. Szezonálisan igazított adataink szerint lendületesen, a létszámokkal párhuzamosan – több esetben azt meghaladó ütemben (lásd később) – emelkedett a munkaórák száma. Lényegében a gépiparban teljesített óramennyiségnek köszönhetően emelkedett a feldolgozóipari összes órák száma az 1996. évi 240 milliós mélypontról 260 millió fölé 2000-re;³ a gépipari órák száma ugyanis ez idő alatt 60 millióról mintegy másfélszeresére nőtt, miközben a többi ágazaté csökkent – stagnált (az utóbbi két évben emelkedett még a fémalapanyag-gyártás, –feldolgozás ágazatokban teljesített órák mennyisége is). Az utolsó negyedévekben is ugyanezen ágazatok munkaóra-felhasználása emelkedett dinamikusan. A versenyszféra többi ágazatára csak 1998-tól rendelkezünk munkaóraadatokkal, melyeket így csak egyszerű éves indexek segítségével tudunk elemezni. Adataink szerint a versenyszféra egészében a tavalyi harmadik negyedévi 849 millióról mintegy 1%-kal emelkedett a felhasznált munka mennyisége. Ezen belül átlag feletti volt a kereskedelem – javításbeli, illetve szálláshely-vendéglátás szolgáltatások fizikai, illetve az ingatlan-gazdasági szolgáltatások szellemimunka-felhasználásának éves bővülési üteme.

² Ebbe az igen heterogén körbe tartoznak az ingatlanügyekkel kapcsolatos szolgáltatások mellett az autó- és gépkölcsönzéssel, számítástechnikával, kutatás – fejlesztéssel, illetve jogi, üzleti – műszaki szakértői, tanácsadási, hirdetési tevékenységgel kapcsolatos szolgáltatások.

³ Ezek az adatok a teljes időszakra az 5 fő feletti vállalati körre vannak – statisztikai módszerrel – átszámítva.

Összességében megállapíthatjuk, hogy a korábban látott tendenciáknak megfelelően a versenyszféra munkaerő-felhasználása dinamikusan és extenzíven bővült. Kérdés, hogy nem ütközik-e ez kínálati oldali korlátokba, azaz egyfelől fokozható-e a munkaerő-állomány kihasználásának *intenzitása*, másfelől elégségesek-e a belföldi munkaerő-*tartalékok* a gazdasági növekedéshez. Szűk keresztmetszetek jelentkezése, a gazdasági aktivitás visszafogását, illetve jellemzően a piaci szolgáltatások esetében, inflációs veszéllyel fenyegető mértékű reálbér- (reál-munkaerőköltség) emelkedést okozhat.

1.2 A munkaerő-tartalékok szintje és szűk keresztmetszetek lehetősége

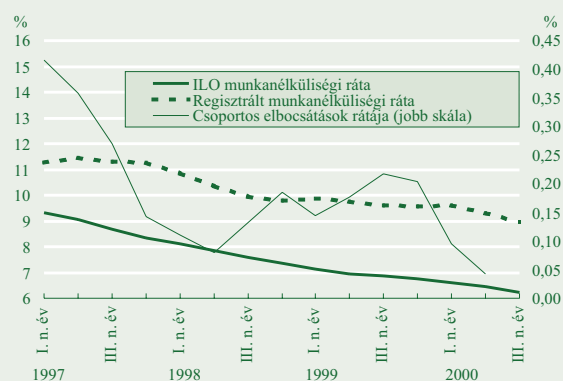
A versenyszféra extenzív bővülése számára a munkanélküliek és az inaktívak bizonyos csoportja, illetve egyes ágazatok számára, a jelenleg az állami szektor által foglalkoztatottak képezhetnek munkaerő-tartalékokat. A hazai gazdasági növekedés természete miatt *effektív* tartalékokat a magasabb iskolai végzettségű, szakképzett és/vagy rövidebb ideje állástalan csoportok képeznek. A gazdasági növekedés azonban a kilencvenes évek végére, úgy tűnik, már felszívta az munkanélküliek és inaktívak könnyebben foglalkoztatható csoportjait, ami szükségessé teszi a szűk keresztmetszetek lehetőségének vizsgálatát. Ezt egyfelől a rendelkezésre álló *munkaerő-tartalékok szintjének* felmérésével, másfelől a munkaerő kihasználása *intenzitásának* vizsgálatával végezhetjük el.

A belföldi teljes munkaerő-állomány, mint kapacitás kihasználtsága többféle mutatóval is jellemezhető. Először is, szokás a gazdasági *aktivitási* (vagy: részvételi, participációs) *rátát* figyelni, ami a potenciális munkaerő-kínálat egy mutatójaként jelzi, hogy a 15–74 éves népesség mekkora része szerepel a munkaerőpiacon foglalkoztatott vagy munkanélküli formájában. A foglalkoztatás bővülése és az inaktivitás visszaszorulása a szóban forgó népesség fogyása mellett ment végbe, így ez a mutató a harmadik negyedévben az 53,5%-ra emelkedett, ami még mélyen alatta van az 1993. évi kezdeti vagy a fejlett országokban mért értékeknek. Ez azonban, amint jeleztük, nem jelenti azt, hogy bőséges munkaerő-tartalékok állnának rendelkezésre, mivel az inaktívok, de még a munkanélküliek nem mindegyik csoportja tekinthető az *effektív* munkaerő-kínálat részének.

Más értelmezést követ a *foglalkoztatási ráta*, mint kapacitás-kihasználtsági mutató, amely a 15–74 éves korosztályból foglalkoztatottak arányát méri, így kihasználatlan munkaerőnek a munkanélküliek és inaktívok együttesét tekinti. A foglalkoztatás bővülése a harmadik negyedévre a rátát 50% fölé emelte, ami már közel jár a statisztika 1992. évi indulása óta mért legmagasabb értékhez (52,5%).

Végezetül, a munkapiaci kapacitáskihasználtság fokát jellemezheti a *munkanélküliségi ráta* is, amely a munkanélküliek állományát tekinti munkaerő-tartaléknak. A KSH háztartási kérdőíves felméréséből származó, nemzetközi (ILO) módszertannal készült mutató szerint 6,2%-os szintre csökkent a hazai munkanélküliségi ráta. Ezt úgy lehet értelmezni, hogy a potenciális munkaerő-tartalék, mint kapacitás kihasználtsága már $(100 - 6,2) = 93,8\%$ -os. Egy még szűkebb értelmezés szerint a munkanélkülieken belül az *effektív* munkaerő-kínálatot képező állományt

IV-2. ábra Munkaerő-tartalékok: munkanélküliségi ráták és a csoportos létszámleépítések rátájának alakulása*



* Szezonálisan igazított és simított adatsorokból számolva.

kell csak figyelembe venni. Ennek jobb elkülönítését lehetővé tevő részletes és aktuális iskolai végzettség, szakképzettség és állástalanul töltött idő adataink nincsenek, szűk *regionális* keresztmetszetek lehetőségére utalnak: az ipari fellendülés fókuszában álló Közép- és Nyugat-Dunántúlon 4–5%-ra süllyedt a munkanélküliségi ráta értéke.

A munkaerő-tartalékok szintjének felmérésére a KSH-adatok mellett kiegészítő jelleggel használhatjuk az Országos Munkaügyi Módszertani Központ (OMMK) által publikált statisztikákat is. Az adminisztratív adatbázisban szereplő *regisztrált munkanélküliek* száma folyamatosan csökken, a velük számított harmadik negyedéves munkanélküliségi ráta⁴ értéke az 1998. évi 10–11%-ról 9%-ra süllyedt. Korábban⁵ már szóltunk róla, hogy az állományi (stock) típusú mutatók helyett jobb lenne áramlási (flow) típusú mutatókkal jellemezni a munkaerőpiac helyzetét. A munkanélküliségbe való *beáramlás* egy közelítő mutatója lehet a *csoportos létszámleépítésben* érintettek számának alakulása. Ez a kategória az effektív munkaerő-tartalékba sorolandó, mivel kifejezetten rövid ideje állástalan, így relatíve könnyen foglalkoztatható csoportról van szó. Az adat adminisztratív jellege ugyanakkor korlátozza annak értelmezhetőségét. A munkapiac szűköségét azonban érzékelteti, hogy a csoportos létszámleépítésben érintettek foglalkoztatottakhoz viszonyított aránya 1999 vége óta folyamatosan tartó csökkenés nyomán „történelmi” mélypontra, az 1993. évi kezdeti szint tizedére esett (lásd IV-2. ábra).

Említettük, hogy az *állami foglalkoztatás* leépítése bizonyos ágazatok esetében növelheti a rendelkezésre álló effektív munkaerő-tartalékot. Leginkább a specializált szaktudást nem, de legalább középfokú iskolai végzettséget igénylő, szellemi munkaerőre támaszkodó versenyszférabeli szolgáltatások munkaerőigényét elégíthetné ki a közszolgáltatások munkapiaci visszahúzódása. Adataink szerint az állami foglalkoztatás csökkenése folytatódik; és ez továbbra is a *fizikai* munkaerőt érinti elsősorban (a szellemi létszám bizonyos ágazatokban még növekszik is). Így e folyamat nem várható, hogy oldaná a munkapiaci szűköségeket.

A munkaerő-tartalékok apadása először a már foglalkoztatott munkaerő egyre intenzívebb kihasználását vonja maga után; költségoldali inflációs nyomás veszélyével fenyegető béremelkedés csak ennek „természetes” vagy szabályozási (munkajogi) korlátokba ütközése után várható. A munkaerő-felhasználás intenzitását az egy alkalmazott által *átlagosan ledolgozott munkórák száma* mutatja. Amint fent jeleztük, hosszabb adatsorokkal csak az ipari ágazatok fizikai dolgozóira rendelkezünk, a versenyszféra egészére csak 1998-tól vannak adataink. Az előbbi adatforrás alapján azt mondhatjuk, hogy 1993 óta lényegesen, átlagosan mintegy 1 órával emelkedett a feldolgozóipari fizikai munkaerő havi óraszám. A jelenleg átlagosan 37,4 óra/hét intenzitás ugyanakkor nemzetközi összehasonlításban magasnak tekinthető: a régióban csak a közismerten magas fizikai óraszámokkal jellemezhető Csehország feldolgozóipara előzi meg Magyarországot (lásd keretes írás IV-1).

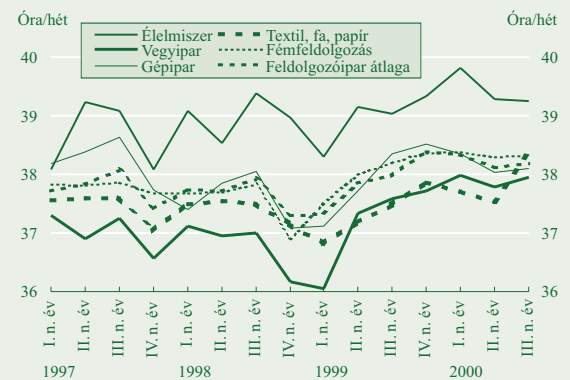
⁴ Ez a ráta az MNB saját számítása, a módszertanról ld. a 2000. júniusi *Jelentésünket*, 46. oldal.

⁵ A módszertanról ld. 2000. szeptemberi *Jelentést*, 42. oldal.

A legutóbbi negyedévek folyamatait tekintve megfigyelhető, hogy a jelentősebb feldolgozóipari ágazatokban általában folytatódott az átlagos óraszámok – orosz válság óta tartó – emelkedése. Kiemelkedően nagyot ugrott a textil, fa- és papíripar ágazatcsoport óraszám, amit az idei évet jellemző nagyarányú fizikai létszámleépítés fényében nem szűk keresztmetszetek, hanem átszervezés és hatékonyságjavulás jeleként értékelhetünk (különösen a textil- és ruhaiparra igaz, hogy a hazai átlagos óraszám szint alatt van más országokénak). (Lásd IV-3. ábra.)

A piaci szolgáltatások óraszámait csak 1998-tól tudjuk – egyszerű éves indexek formájában – nyomon követni. E körben a feldolgozóiparnál tapasztalttól eltérő képet látunk: míg ott a harmadik negyedévben az egy évvel korábbinál magasabb volt az egy alkalmazottra eső órák száma, a piaci szolgáltatásoknál csökkent – stagnált az átlagos órák száma. Az utóbbi két évet áttekintve azt állapíthatjuk meg, hogy e körben nem fokozódott „tendenciaszerűen” a munkaerő kihasználtsága (havi, illetve negyedéves ingadozást inkább a munkanapok számának mozgása vitt az adatokba). Másfelől, az is tény, hogy a szolgáltatásokban, különösen a kereskedelem-javítás területen, a feldolgozóiparra jellemző óraszámoknál lényegesen – havi átlagosan 2–3 órával – magasabb átlagos óraszámokat találunk. A munkaidő növelését akadályozó „természetes” és szabályozási korlátok miatt piaci szolgáltatások körében tehát a relatíve szűkös munkaerő-kínálathoz kevésbé tudnak a vállalkozók a meglévő alkalmazottaik fokozottabb kihasználásán keresztül alkalmazkodni; így itt hamarabb számíthatunk a bérinfláció inflációs veszéllyel fenyegető felgyorsulására, mint az ipar esetében.

IV-3. ábra Az átlagos munkaórák számának alakulása (óra/hét)*



* Szezonálisan igazított és simított adatsorokból számolva.

Keretes írás IV-1. A hazai feldolgozóipari óraszámok nemzetközi összehasonlításban

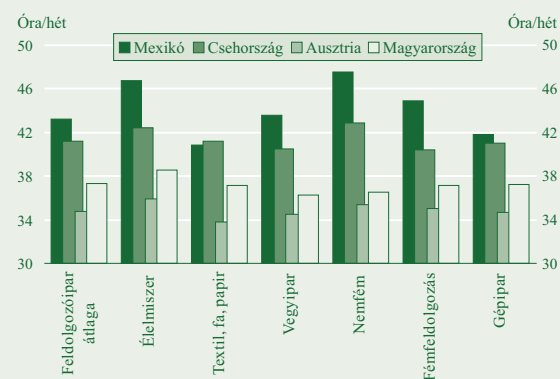
A ledolgozott munkaórák száma a munkapiac kiemelkedően fontos mutatója, mivel a foglalkoztatottak vagy munkanélküliek számánál érzékenyebben jelzi a kereslet / kínálat viszonyát és annak változását. Ennek hátterében az áll, hogy a vállalkozók a konjunktúra várható alakulására vonatkozó információkra először „intenzív határon”, a munkaórák számának változtatásával, nem pedig az „extenzív határon”, alkalmazottaik létszámán keresztül reagálnak. Ez különösen igaz az európai országokra jellemző szabályozási környezetben, amikor az elbocsátás költségei jelentősek lehetnek (ami előrettekintő vállalkozók esetében a felvétel költségeiben is jelentkezik). A munkaórák számának *változása* ezért sok országban a konjunkturaciklus egy fontos előrejelző mutatója. A munkaórák *szintje* pedig önmagában is érdekes kapacitás-kihasználtsági mutató. Itt azonban problémát okoz a teljes kapacitáskihasználtság szintjének meghatározása, hiszen se a „természetes” felső határ heti 168 órája, se a „törvényi” 40 óra nem ad eligazítást.

A teljes kapacitáskihasználtságot úgy is definiálhatnánk, mint az óraszámok azon szintje, ami fölött már emelkednek a reál(óra)bérek vagy gyorsul a bérinfláció. Elméletileg több tényező is hat erre: a termelés *tőkeintenzitásának* fokozódása a reálbérek emelkedésén keresztül, a jogi *szabályozás* pedig a túlóráztatás vagy több műszakos termelés drágításával csökkentheti a munkaórák számát (az elbocsátás költségeire vonatkozó szabályozás inkább az óraszám ciklikus mozgásainak erősségét változtatja meg). Ezen túlmenően persze az explicit munkaidő-maximálásra vagy a munka más részleteire vonatkozó szociális és adóügyi szabályozás, a vállalatok piaci helyzete stb. is befolyásolja az óraszámok „egyensúlyi” szintjét.

A definíciónk alkalmazásához szükséges empirikus modell hiányában az óraszámok nemzetközi összehasonlítása szolgáltatathat információt. *Regionális* összehasonlításban a hazai feldolgozóipari óraszámok „közepmagasnak” mondhatók: a kevésbé dinamikus fejlődő országok, mint Oroszország, Szlovákia vagy Horvátország alacsonyabb, a növekedésben élenjáró – ám szerkezeti átalakulásban visszafogottabb – cseh vagy szlovén gazdaság viszont magasabb óraszámokkal jellemezhető. *Európai* összehasonlításban a magyar (illetve cseh és szlovén) óraszámok magasnak mondhatók, a legtöbb fejlett gazdaság ezeknél alacsonyabb (pl. Ausztria, Norvégia) vagy hasonló (Belgium, Portugália, Finnország) óraszámokkal dolgozik. Ágazati bontás szerint vizsgálva kiemelendő, hogy az utóbbi időben lendületesen emelkedő *gépipar* óraszámai elmaradnak az európai országokétól, jelentős még a vegyipar és a nemfémek ágazatok különbsége is (lásd IV-4. ábra). *Globális* kitekintésben ugyanakkor több feltörekvő, gyorsan iparosodott ország (pl. Mexikó, Korea) jóval magasabb óraszámokkal működik, mint Magyarország.

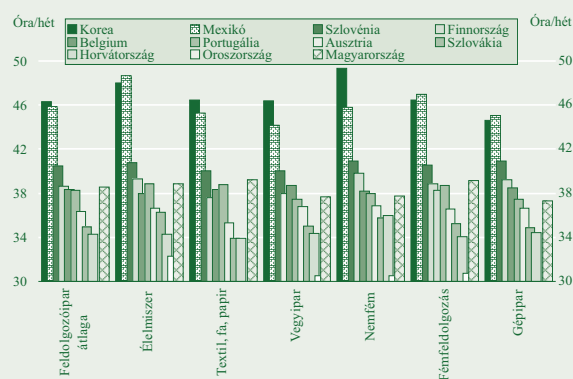
Ha a hazai munkaerő teljes kapacitáskihasználtság szintjét az adott ágazatban mért legmagasabb óraszámokkal azonosítjuk, megállapíthatjuk, hogy a hazai óraszámok már magasnak tekinthetők, hiszen kevés európai ország jellemezhető a magyarnál magasabb óraszámokkal. Ugyanakkor figyelembe kell vennünk, hogy a nyugat-európai országokban a reálmunkabér-költségek a magas tőkeintenzitás, illetve a jóléti szabályozás miatt a hazainál jóval magasabbak; így a hazai környezetben valószínűleg azokénál magasabb az óraszámok „egyensúlyi” szintje. A frissen iparosodott Mexikóval vagy Koreával összevetve azonban épp fordított a helyzet. Így a hazai feldolgozóipar teljes kapacitáskihasználtsághoz tartozó óraszámát (lásd IV-5. ábra) valahová a nyugat-európai és az Európán kívüli feltörekvő országok közé lehet helyezni, (valószínűleg az előbbihez közelebb). *A kilencvenes évek végére jelentősen emelkedő hazai óraszámok nemzetközi összevetésben tehát magasnak tekinthetők, de – a technológia és az árak alakulását figyelembe véve – valószínűleg még így is több, akár 3–4 órával alatta vannak az „egyensúlyi” szintnek.*

IV-4. ábra A fizikai munkaerő által teljesített heti óraszám összehasonlítása*



* Feldolgozóipar, 1997–98-as adatok. A magyar 1999-es foglalkoztatási szerkezettel súlyozott adatok.
Forrás: ILO.

IV-5. ábra Az összes alkalmazott által teljesített heti óraszám összehasonlítása*



* Feldolgozóipar, 1997–98-as adatok. A magyar 1999-es foglalkoztatási szerkezettel súlyozott adatok.
Forrás: ILO.

1.3 Bérinfláció

Harmadik negyedéves adataink szerint a bérinfláció korábban tapasztalt gyorsulása nem folytatódott. Így az előző negyedévi kiugró bérinflációs ütemek átmeneti jelenségnek tekinthetők. A *versenyszférát* tekintve a bérinfláció harmadik negyedéves 13,2%-os üteme egy vártnál kevésbé csökkenő inflációs pályához való nominális alkalmazkodás jele: az első három negyedéves átlagos bérinflációja a tavalyi átlagos értékek közelében van, hasonlóan a fogyasztói árinflációhoz. Értékelésünk szerint a nem csökkenő nominális béreindexek a fogyasztói reálbérek stabilizálását célozzák meg, nem a gazdaság „túlfűtöttségének” vagy költségoldali inflációs veszélynek a jelei. Az általános képtől leginkább a kereskedelem-javítás szektor bérinflációja különbözik, amire alább még visszatérünk.

A *közösségi szféra* béreindexe alacsonyabb volt a versenyszféráénál. A 11,9%-os ütem ugyan magasabb a központilag biztosított átlagos 8,5%-nál, ez azonban két tényezőnek tulajdonítható. Egyrészt, az államháztartási intézmények *saját forrásai* a múltban is lehetőséget adtak a központilag meghirdetett képest némileg magasabb béremelkedésre. Ez tükröződik a szektor 9–10% körüli béreindexeiben. Ennél számszerűleg nagyobb jelentőségű volt, hogy a közösségi szektor létszámának közel ötödét képviselő *egészségügyi alágazatban* júliusban átlagosan mintegy egyharmaddal több bér került egyszeri jelleggel – a havi „alapbére” be nem épülő módon – kifizetésre. *A többletkifizetés az alágazat 62,5%-os júliusi béremelkedésén keresztül 2,3 százalékponttal emelte a közösségi szektor harmadik negyedéves átlagos béreindexét*, ami a rendkívüli juttatás nélkül 9,6% lett volna. A közösségi szektor béreindexének harmadi negyedévi megugrá-

sa látszólagos csupán, nem a közösségi szektorbeli bérek vártnál magasabb inflációhoz való alkalmazkodásának a jele. A versenyszféra jelentősebb ágazatait tekintve két fejlemény érdemel figyelmet. Először is, nagymértékben közeledett egymáshoz a *feldolgozóipar* és a kereskedelem – javítás nélkül vett *egyéb piaci szolgáltatások* (szálláshely és vendéglátás; szállítás, raktározás, posta és távközlés; ingatlan és gazdasági szolgáltatások; pénzügyi szolgáltatások) bérinflációja (lásd IV-1. táblázat). Ez részben a szolgáltatások bérinflációjának erőteljes csökkenése, részben azonban a feldolgozóipari bérinfláció stagnálása-gyorsulása következményeképpen állt elő. Ezt azonban a feldolgozóipar folyamatosan javuló versenyképessége alapján, nem tartjuk problémának (erről lásd a IV. 3. fejezetet). Megjegyezzük, hogy az utóbbi időben a korábban tapasztaltakkal szemben nem csak a fizikai, hanem a szellemi bérszint megugrása is jelentős volt. A bérszinteket vizsgálva az is látható, hogy miközben a feldolgozóipari fizikai munkaerő egyéb piaci szolgáltatásokhoz vett relatív bérszintje folyamatosan erősödött, a szellemi inkább stagnált – erodálódott. Ez természetesen az iparban alkalmazott adminisztratív szellemi munkaerő kilencvenes évekbeli pozícióvesztésének is a jele. Elképzelhető azonban, hogy e folyamat végével előtérbe kerül a kvalifikált szellemi munkaerő (termelésirányítók, középvezetők stb.) megtartásának/megszerzésének a problémája, amely a magas szolgáltatásokbeli szellemi bérinfláció miatt emelheti (magasan tarthatja) a feldolgozóipar szellemi bérinflációját. E kérdésben még további vizsgálatokra van szükség.

Az *egyéb szolgáltatások* bérinflációja eközben az 1998–99. évi 16–18%-nál lényegesen alacsonyabb szintre csökkent. Ez csökkenti a szektorbeli szűk keresztmetszetek veszélyét. Ez különösen igaz a tavaly még igen magas bérinflációt produkáló szállítás, raktározás, posta és távközlés ágazatsoporra. Megjegyzendő azonban, hogy magas, 15% fölött maradt a szálláshely- és vendéglátás szolgáltatások bérinflációja, ami az ágazat fentebb tárgyalt dinamikus bővülésének fényében a fokozott munkaerő-kereslet bérinflációs veszélyeire is utalhat (lásd IV-6. ábra).

Az eddigiekben vázolt képből a *kereskedelem-javítás* ágazat „lóg ki”, melynek bérinflációja az éves indexek szerint erőteljesen gyorsult az idén, és végig magasan a versenyszféra átlaga felett haladt (lásd IV-7. ábra). Statisztikai elemzésünk azonban arra hívja fel a figyelmet, hogy a bérinfláció e körben valójában az idei első negyedévben tetőzött: a szezonális és naptári hatások, illetve a statisztikai „zaj” kiszűrése után kapott negyedév/előző negyedév típusú, annualizált bérinflációs indexünk a tavalyi 12–13%-ról folyamatosan gyorsulva 2000 első negyedévében 16%-ot meghaladó ütemet ért el, majd a második-harmadik negyedév során újra lassult. Az éves indexek igen hektikus viselkedését részben a bázishatás is okozza: az idei első negyedévet a tavalyihoz viszonyítva kiugró éves ütemet kapunk, hiszen tavaly épp ekkor volt mélypontján az ágazat negyedéves bérinflációja. Hasonlóan, a második-harmadik negyedévben, noha a bérinfláció már lassulást mutat, az alacsony tavalyi bázis miatt magasak maradtak a táblázatban bemutatott egyszerű éves indexek.

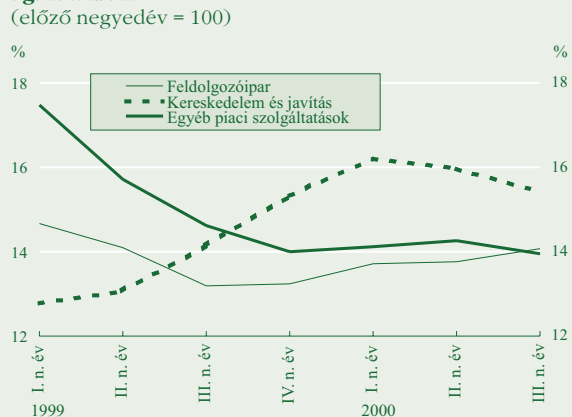
Közgazdasági szempontból vizsgálva az ágazat bérinflációját két fejleményre hívjuk fel a figyelmet. Először is, mint korábban jeleztük, az ágazat létszámát tekintve kifejezetten dinamikus bő-

⁶ A 2000. szeptemberi *Jelentésben* hiba csúszott a tavalyi adatok közlésébe, így az 1999-es adatok helyesen a mostani táblázatban láthatók.

IV-1. táblázat A bérinfláció alakulása
(előző év azonos időszakához viszonyítva, %)⁶

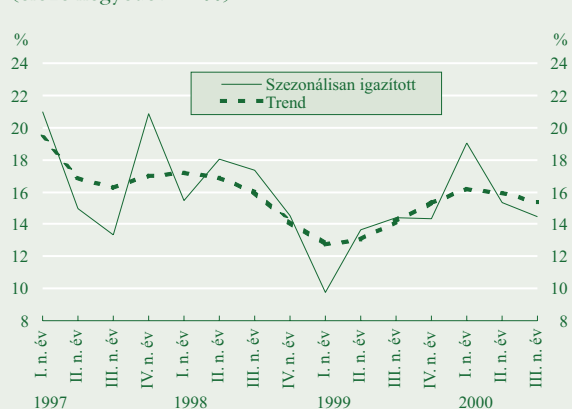
	1999					2000				
	I. n. év	II. n. év	III. n. év	I-III. n. év	IV. n. év	I. n. év	II. n. év	III. n. év	I-III. n. év	
Feldolgozóipar	16,2	13,4	13,6	14,4	10,7	11,5	15,1	13,3	13,3	
Kereskedelem	15,4	12,9	12,1	13,5	7,7	15,2	17,5	16,3	16,4	
Egyéb szolgáltatás	16,8	13,5	15,1	15,1	13,6	11,1	14,9	12,8	12,9	
Versenyszféra	16,3	13,3	13,9	14,5	11,0	11,4	15,1	13,2	13,2	
Közösségi szektor	16,1	17,7	16,8	16,9	17,2	12,1	9,7	11,9	11,2	
Összesen	16,3	14,6	14,8	15,2	12,9	11,6	13,4	12,8	12,6	

IV-6. ábra A bérinfláció alakulása a versenyszféra ágazataiban*
(előző negyedév = 100)



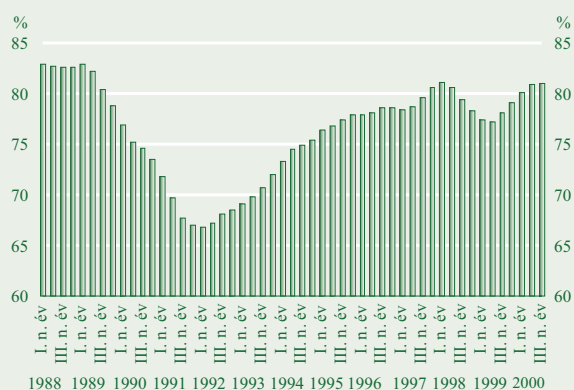
* Az 5 fő feletti körre átszámított, szezonálisan igazított és simított adatsorokból számolva, annualizált negyedéves növekedési ütemek.

IV-7. ábra A bérinfláció alakulása a kereskedelem-javítás ágazatban*
(előző negyedév = 100)



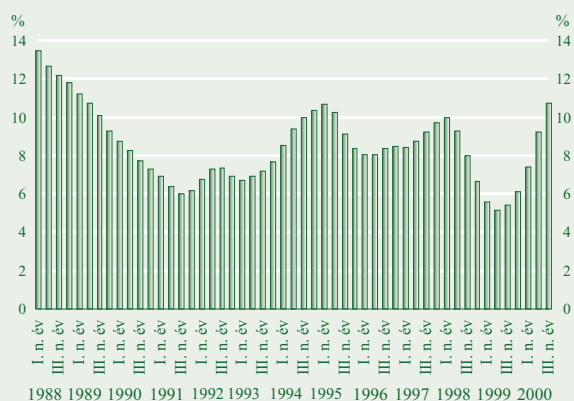
* Az 5 fő feletti körre átszámított, szezonálisan igazított adatsorból számolva, annualizált negyedéves növekedési ütemek.

IV-8. ábra Átlagos kapacitáskihasználtság a feldolgozóiparban*



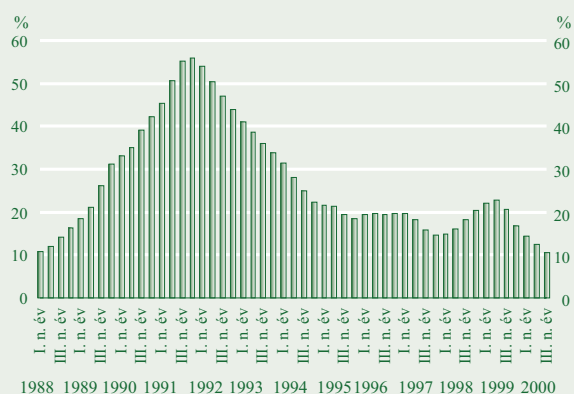
*Szezonálisan igazított és simított adatok, az alapadatok forrása Kopint-Datorg.

IV-9. ábra A várható rendelésekhez képest kapacitáshiányt jelző vállalkozások aránya a feldolgozóiparban*



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

IV-10. ábra A várható rendelésekhez képest kapacitásfelesleget jelző cégek aránya a feldolgozóiparban*



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

vülést mutatott, ami az egy alkalmazott által ledolgozott órák számának párhuzamos emelkedésével járt. Ez arra utal, hogy a hazai kereskedelem látványos szerkezeti átalakulása, a nagy üzletközpontok elterjedése már a munkaerő-kínálat korlátaiba ütközhetett. Másodsor, a kereskedelemben a utóbbi két évben végbenő gyors szerkezeti változás – a nagy üzletközpontok és szupermarketek térhódítása⁷ – felveti azt a kérdést, hogy jól értelmezhető-e a bérinfláció e körben, azaz mérhető-e ugyanazon munka árában bekövetkező változás. Az új típusú kereskedelmi munkahelyeken ugyanis valószínűleg a korábbiaktól nagymértékben különbözik a munka jellege, beosztása, illetve az alkalmazottak hatékonysága, így elképzelhetőnek tartjuk, hogy ez legalábbis részben magyarázza az ágazat „furcsa” béralakulását.

2. Kapacitáskihasználtság

A feldolgozóiparban 2000 harmadik negyedévében tovább emelkedett az átlagos kapacitáskihasználtság⁸ szintje a szezonálisan igazított és simított adatok szerint, bár a növekedés üteme lényegesen lassult a korábbiakhoz képest. A kapacitáskihasználtság szintje ilyen magasnak az utóbbi tíz év folyamán csak egyszer – 1998 elején a jelenlegihez hasonlóan kedvező külső értékesítési lehetőségek mellett – mutatkozott a magyar feldolgozóiparban (lásd IV-8. ábra). A kapacitáskihasználtság magas szintjének kialakulásához 2000 harmadik negyedévében is hozzájárult a termelés és az export dinamikus bővülése, miközben az ágazatban a beruházási aktivitás gyenge maradt.

A technikai kapacitások és a várható kereslet viszonyának alakulásában 2000 harmadik negyedévében folytatódott az 1999 közepétől mutatkozó és a konjunkturális helyzetnek megfelelő tendenciák: a kapacitások feleslege – a következő 12 hónapban várható rendelésekhez viszonyítva – csökkent, a kapacitáshiányt jelző cégek aránya pedig ezzel párhuzamosan emelkedett (lásd IV-9; IV-10. ábra).

A közeljövőben várható értékesítési lehetőséghez viszonyítva elégtelen kapacitást prognosztizáló cégek aránya a harmadik negyedévben az építőanyag-iparban és a gépiparban volt magas, és átlag feletti arányban jellemezte a nagyobb méretű, az exportőr, a budapesti (és környéki), valamint a dunántúli cégeket. A kapacitások minősége, korszerűsége is döntően az előbbi ágazatokban okoz problémát, főképpen az észak-magyarországi régióban, a hazai tőkével és a hazai piacra termelők körében.

3. Versenyképesség

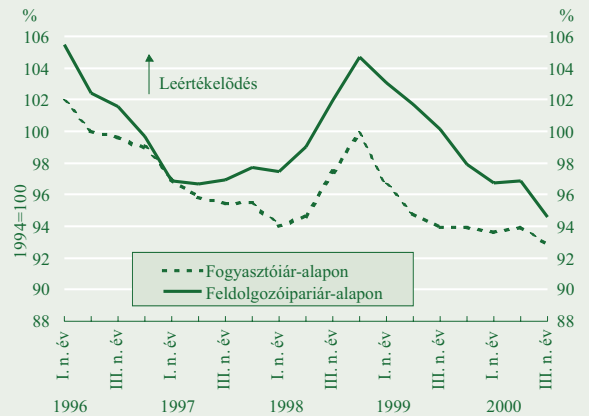
2000 harmadik negyedévében a forint nomináleffektív árfo-lyamindexe 5,8%-kal értékelődött le az előző év azonos időszakához képest, ami nem elhanyagolható mértékben (körülbelül 1,5%) a versenyképesség szempontjából kedvező keresztárfolyam-mozgásoknak volt tulajdonítható. A kedvező keresztár-

⁷ A statisztikákban ez úgy jelentkezik, hogy 2000 augusztusában például 49-cel több 50–249 fő közötti és 2-vel több 250 fő feletti létszámot foglalkoztató társas vállalkozás működött az ágazatban, mint egy évvel korábban.

⁸ Az információk forrásául szolgáló felmérésben néhány Magyarországon is termelő nagy multinacionális cég – amelyek árbevételüket tekintve kiemelkedő súlyúak – nem vesz részt. (A feldolgozóipari és az építőipari vállalkozások helyzete és rövid távú kilátásai 2000 júliusában, A Kopint-Datorg negyedéves konjunktúratesztje, 2000. július)

folyam-mozgások ellenére az áralapú mutatóknál folytatódott a reálfelértékelődés tendenciája. Ennek üteme a harmadik negyedévben az év elejéhez képest némileg gyorsult (lásd IV-11. ábra). A fogyasztóiár-alapú reálfolyam 2,2%-kal értékelődött fel az előző év azonos időszakához képest, míg a feldolgozóipariár-alapú reálfolyam felértékelődése 5,5%-ot tett ki. Ez utóbbi továbbra is a korábbi Jelentéseinkben (2000/március, 2000/június, 2000/szeptember) említett összetétel hatásnak tulajdonítható (lásd keretes írás IV-2). Elemzéseink szerint az összetétel hatás nagyságrendje 2000 év folyamán, mintegy 2,4%-ot tett ki, tehát az ezt kiszűrő teoretikusan és statisztikailag is korrektebb feldolgozóipari ár alapú reálfolyam-mutató 5,3% helyett kb. 2,9-3%-kal értékelődött fel. A reálfelértékelődő tendencia tehát a szűrt mutató alapján is egyértelmű, ennek nagyságrendje azonban számottevően kisebb, mint az alapmutatónál.

IV-11. ábra A fogyasztói és a feldolgozóipari árindexalapon számított reálfolyam alakulása

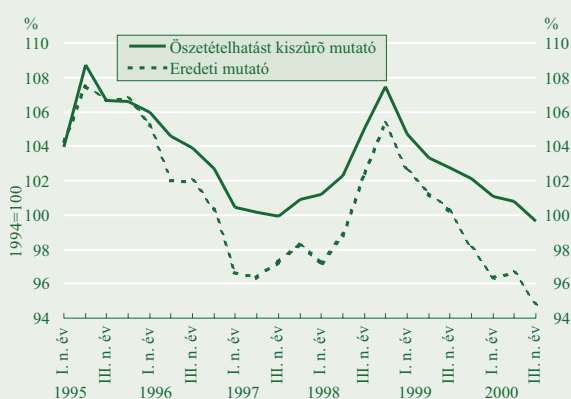


Keretes írás IV-2. Összetételhatás a feldolgozóipariár-alapú reálfolyamban

Statisztikai mutatóknál fontos kritériumnak minősül az egyértelmű értelmezhetőség és elemezhetőség. Ez a reálfolyamok esetében – ami a hazai illetve egy „elképzelt kompozit” ún. effektív külföldi termelő (fogyasztó) árait és költségeit hasonlítja össze – azt jelenti, hogy a hazai és külföldi termelőket azonos koncepció alapján vegyük figyelembe. A feldolgozóipariár-alapú reálfolyam esetében egy olyan mutatót szeretnénk amely a termelők értékesítési árain keresztül azt próbálná mérni, hogy a termelők értékesítési áraik változásán keresztül mekkora piaci részesedést szerezhetnek, (lásd erről Kovács, 1998)⁹. Könnyen belátható, hogy ilyenkor az egyedi termelő döntéseiben nem csak a saját, illetve hazai termelőinek az árait, hanem külföldi termelőinek árait is figyelembe veszi a saját valutájában kifejezve. Minden egyedi termelő tehát egyedi „reálfolyamokat” vesz figyelembe döntéseivel. Belátható, hogy a gazdaság egészére (vagy a feldolgozóiparra) vonatkozó aggregált reálfolyamot ekkor úgy származtathatjuk, hogy az egyedi reálfolyamokat súlyozzuk össze. Ez azt jelenti, hogy a teoretikusan helyes eljárás szerint az aggregált mutatónál a külföldi és a hazai egyedi árakat azonos súlyrendszerrel vesszük figyelembe.

A kérdés gyakorlati jelentősége nem nagy abban az esetben, ha az összehasonlított gazdaságok értékesítési szerkezete nem tér el számottevően. A hazai és a külföldi feldolgozóipar szerkezetének összehasonlításakor azonban nem ez a helyzet. Ez részben a rendelkezésekre álló árindexek eltérő módszertanából, másrészt viszont a magyar és a külföldi feldolgozóipar eltérő ágazati struktúrájából adódik. E két hatás következtében a hazai árindexben a vegyipar, illetve az élelmiszeripar aránya számottevően magasabb, a gépipar aránya pedig számottevően alacsonyabb, mint a külföldi árindexekben. A probléma jelentős relatív árváltozások esetében lesz nyilvánvaló, hiszen ekkor a többi árhoz képest tendenciózusan emelkedő vagy csökkenő árú szektor a hazai, illetve a külföldi indexeket eltérő mértékben befolyásolja még abban az esetben is, ha a relatív árváltozást okozott az 1999 eleje óta bekövetkezett olajár-emelkedés a vegyipari szektorban (lásd erről a korábbi Jelentéseinket). A vegyipar átlagosnál nagyobb mértékű árnövekedésének következtében a feldolgozóipariár-alapú reálfolyam felértékeltebbnek mutatkozott, mint az összetételhatástól megtisztított mutató. Hasonló irányban torzították az indexet az utóbbi időben emelkedő élelmiszerárak, illetve a viszonylag alacsony dinamikájú gépipari árak is.

IV-12. ábra Az eredeti és az összetételhatástól megtisztított feldolgozóipariár-alapú reálfolyam



hatást is tartalmazó mutató szisztematikusan felértékeltebb, mint az ezt kiszűrő társa. A két index közötti különbséges átlagban körülbelül 1 százalékpont.

A tisztább elméleti és statisztikai értelmezhetőség miatt, a következő Jelentésünkétől kezdve az MNB az összetételhatástól megtisztított mutató elemzésére fog áttérni.

⁹ MNB Füzetek.

IV-13. ábra A hozzáadottérték-alapú feldolgozóipari fajlagos munkaköltségalapú mutató alakulása



A fajlagos munkaköltség alapú mutató 3,7%-kal értékelődött le éves szinten. A KSH újonnan publikált második negyedéves termelési oldali GDP számai alapján azonban az előző két negyedév javulása is alacsonyabb, mint amit előző Jelentéseinkben említettünk. (4,3% a korábban említett 6,2%-kal szemben.) Az új GDP-számokat figyelembe véve a hazai fajlagos munkaköltség növekedése gyorsult 2000. év folyamán. Míg a termelékenység növekedési üteme 2000 első negyedévéától kezdve folyamatos lassulást mutatott, addig a nominális bérnövekedés üteme az év folyamán gyakorlatilag változatlan maradt, elsősorban a nem csökkenő éves inflációs várakozásoknak köszönhetően.¹⁰ A gyorsuló ütemű fajlagos munkaköltség növekedést azonban ellensúlyozta a nomináleffektív árfolyamindex növekvő ütemű leértékelődése a kedvező keresztárfolyam-hatásoknak köszönhetően. Mindennek következtében az év folyamán viszonylag stabil, bár a korábbi becsléseinknél némileg alacsonyabb ütemben leértékelődő fajlagos bérköltségalapú reálárfolyamról beszélhetünk (lásd IV-13. ábra).

¹⁰ Fel kell hívnunk a figyelmet arra, hogy a versenyképességi mutatók számításánál a KSH korrigitlan feldolgozóipari bérindexeit használjuk. Ennek legfőbb módszertani oka az, hogy a fajlagos bérköltség számításához nincs szükségünk munkaóra-korrekcióra, hiszen a ledolgozott munkaórák hatása mind a bérköltség, mind a termelékenység indexeiben szerepel. A módszertani korrekciók következtében, tehát az itt elemzett feldolgozóipari béradatok nem azonosak a munkapiacról szóló fejezetben számított mutatókkal.

V. A külső egyensúly

1. A nettó megtakarítói pozíció

A külpiazi energiaárak tartósan magas szintje kedvezőtlenül érintette az ország egyensúlyi helyzetét és a GDP szerkezetű¹ külkereskedelmi egyenleg nominális hiánya a GDP 2,2%-ára nőtt az előző év azonos negyedévéhez képest² a cserearányromlás miatt. A gazdaság alkalmazkodása a külpiazi feltételekhez a harmadik negyedévi változásokban is érzékelhető volt. A változatlan áras külkereskedelmi hiány³ a GDP arányában az előző év azonos negyedévéhez képest, mintegy 0,1 százalékponttal, 0,9%-ra csökkent. Az exportteljesítményt fokozta külkereskedelmi partnereink keresletének bővülése. A visszafogottan növekvő reálgazdasági forrásbevonás annak volt köszönhető, hogy a relatíve magas importigényű beruházás bővülése 2,4 százalékponttal elmaradt a gazdasági növekedéstől, és a fogyasztás volumenének emelkedése is csak közelítette azt. A cserearányromlás miatt elszenvedett árveszteséget a kereslet 1999 közepe óta egyensúlyi szempontból még kedvező szerkezete nem ellentételezte. A cserearányromlás 2000 III. negyedévében⁴ az addigi legmagasabb értéket érte el, amit a magyar gazdaság már nem tudott kigazdálkodni és a külkereskedelmi egyenleg nominális értéke 1,7 százalékponttal romlott a GDP arányában. A kedvezőtlen árszerkezeti hatások és a beruházási kiadások közeljövőben várható gyorsabb növekedésének a lehetősége növekvő külföldi forrásigényt implikálna. A jelenlegi tények, szerkezeti változások mellett azonban még van esély arra, hogy a külkereskedelmi forrásbevonás mértéke ne veszélyeztesse a fenntartható szintet, még magasabb beruházási kereslet mellett sem. A belföldi kereslet bővülése során megemelkedő importigényt ugyanis várhatóan mérsékli a magas importkészletszint, és ezért az exportbevételek növekedése gyorsabb lehet az importnál, mivel fő külkereskedelmi partnereinknél a konjunktúra folytatódik, ha ütemében lassuló mértékben is. Mindennek feltétele a cserearány egyensúlyt rontó hatásának a mérséklődése. A cserearány további romlása már felveti az egyensúlyi szempontokat szem előtt tartó államháztartási intézkedések szükségességét.

¹ Nemzeti Számlák szerinti export-import.

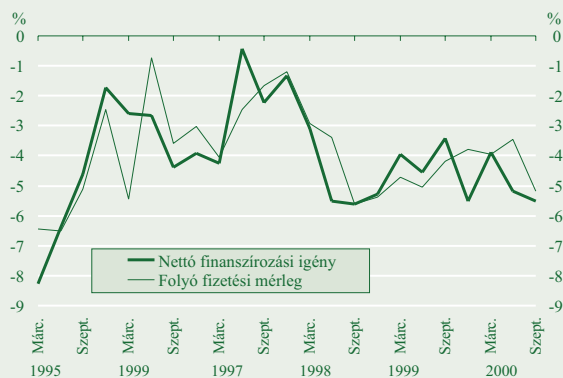
² E fejezetben (V. 1) az értékelés bázisul az előző negyedév azonos negyedévé szolgál, a szezonális hatások kiszűrése érdekében.

³ A GDP-volumenindex változását követő, 1995. évi változatlan áron számított értékek.

⁴ A export és import árák növekedésének eltérése (a “-“ érték a cserearány romlást tükrözi):

1999. III. n. év	1999. IV. n. év	2000. I. n. év	2000. II. n. év	2000. III. n. év
-1,6	-2,0	-2,3	-2,8	-3,2

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



* A nettó finanszírozási igény a gazdaság inflációsúrt megtakarítási és beruházási egyenlegét mutatja, ami egy elméleti folyó fizetési mérleget határoz meg.⁷

A harmadik negyedévben a nominálisan romló külkereskedelmi egyenleg⁵ mellett a külföldi folyó pénzügyi transferek jövedelemkivonó hatása⁶ is nőtt, ami a külföldi tulajdoni részarány folyamatos bővülésének természetes következménye. A külkereskedelmi hiány és a nettó jövedelemkiáramlás (1,7%+1,0 százalékpontos) növekedése együttesen megnövelte az ország nettó finanszírozási igényét, a hiány a negyedéves GDP mintegy 3,4%-a volt. A romlás megtörte a folyó fizetési mérleg hiányának korábban még csökkenő trendjét is (lásd V-1. ábra).

A rendelkezésre álló jövedelem belföldi gazdasági szereplők közötti eloszlásában⁸ továbbra is érzékelhető 1999-hez képest változás. Ez az időbeli lefutásban szembevetendő különbséget jelent. 1999 első felében az állam bevételei a tervezettől elmaradtak, ugyanakkor rendkívüli kiadások terhelték a költségvetést, ami akkor a privát szektor⁹ jövedelmének átmeneti emelkedését eredményezte, és a korrekció, a szigorítás a második félévet jellemezte. A 2000. évi jövedelemalakulás szerkezete és időbeli lefutása jobban közelíti a korábbi éveket, de idén a harmadik negyedévben az államháztartás rendelkezésre álló jövedelme tovább nőtt (lásd V-1. táblázat). Ez abból adódik, hogy idén a költségvetési bevételek meghaladták a várakozásokat – melynek oka az erőteljes gazdasági növekedés mellett részben az adószabályok szigorításában, részben a vártnál magasabb inflációban keresendő – miközben a kiadási oldal változása azt késve követte. E hatások miatt egy negyedév alapján nem lehet messzemenő következtetést levonni a gazdasági szektorok jövedelmi helyzetének változási folyamatára. Az utolsó negyedévben ugyanis az államháztartás keresletnövelő szerepének erősödése várható, mivel a folyó kifizetésekben és tőkefinanszírozásokban növekedés várható és megnő az állam finanszírozási igénye. Éves szinten azonban az államháztartás keresletcsökkentő marad.

⁵ GDP szerkezetű külkereskedelmi egyenleg.

⁶ A külföldi folyó transfereken belül mind a jövedelemátutalások, mind a viszonzatlan átutalások együttesen rontották az egyensúlyi helyzetet. Az elmúlt évek azonos időszakaihoz képest a nettó külpiazi transzfer egyenleg legmagasabb GDP arányos hiánya jelentkezett.

⁷ A publikált és az elméleti folyó fizetési mérleg közötti eltérés abból származik, hogy a magyar fizetésimérleg-statisztika jelenleg még pénzáramalapú, azaz azon rezidensek és nem rezidensek közötti tranzakciókat, melyek nem járnak pénzmozgással, nem rögzíti, míg előfordulhat olyan eset, hogy közgazdasági értelemben ártértekülődésnek tekinthető pénzáramokat tranzakcióként rögzít. Ezen felül a reálfolyamatok és a pénzfolyamatok között időbeli eltolódás is lehet. Minél kisebb a mért időintervallum annál nagyobb lehet az eredményszemléletű és a pénzforgalmi szemléletben mért adatok között a relatív eltolódás, illetve a kilengések mértéke, mint ahogyan ez a folyó fizetési mérleg és a nettó külföldi finanszírozási igények negyedévenkénti adataiban is megjelenik.

⁸ A korábbi inflációs jelentésektől eltérően az ÁPV Rt. nem a vállalati adatok között szerepel, hanem az államháztartás része. Indokolja ezt, hogy az ÁPV Rt. kvázi fiskális tevékenységet folytat, és a hivatalos statisztika (KSH) is az államháztartás részeként kezeli. (Az MNB-ben a hivatalos statisztikához való alkalmazkodást a "megtakarítási és felhalmozási mérlegek"-ben az információk hiánya korlátozta korábban). Az utóbbi időszakban az átvezetést egyéb közgazdasági indokok is sürgették, mivel az ÁPV Rt. eddigi tevékenysége jóval kiegyensúlyozottabb volt, kiadásait a privatizációs bevételekből teljesítette. E források szűkülésével a központi költségvetés jövedelem újraelosztó szerepe megnőtt, ami jelentős ingadozásokat eredményez a kétféle állami szervezet jövedelempozíciójában, továbbá elfedheti az államháztartás valós keresletmozgató szerepét. A konszolidált együttes mérlegben a hatás kiegyenlítettebb.

⁹ Pénzügyi és nem pénzügyi vállalatok és lakosság együttesen.

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

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

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

* A mutatók eredményisméleletet közelítők. A megtakarítások nem tartalmazzák a lakossági betét és hitelállományokon az árfolyamváltozásból eredő forinthatásokat. Az államháztartás egyenlegében (GFS szemléltető hiány – privatizáció) a kamatkidások eredményisméleletűek. Az ÁPV Rt. az államháztartás része.

** Bruttó megtakarítás = rendelkezésre álló jövedelem (bruttó, azaz az adott évi amortizáció értékét is tartalmazza) mínusz végső fogyasztás.

A rendelkezésre álló jövedelem tartalmazza az adott időszak bruttó hazai termék értékének és a külföld felé, illetve külföldről Magyarországra irányuló jövedelemtranszferek és viszonylatlan átutalások (fizetési mérleg szerinti) egyenlegének összegét.

A III. negyedévben a lakosság nettó finanszírozási kapacitása nőtt, a GDP arányában elérte a 3,4%-ot, mivel az összkidás dinamizmusa elmaradt jövedelmének növekedésétől. Ez részben bázishatással magyarázható, mivel 1999-ben a háztartások nettó finanszírozói pozíciója jelentősen romlott. A megtakarítási magatartásban akkor markáns változás volt tapasztalható, a lakosság az előző éveket jellemző magas pénzügyi megtakarításait mérsékelte azáltal, hogy pénzügyi megtakarításait csökkentve a reálbefektetések felé fordult. Idén a magas bázis okozza a felhalmozási kiadások relatív mérséklődését a GDP arányában. A lakosság magatartását ugyanis továbbra is az jellemzi, hogy fogyasztását erőteljesebben növeli rendelkezésre álló jövedelmeinek bővülésénél. Ezért a felhalmozási kiadások bázishatásának megszűnésével, valamint a lakásépítést ösztönző kormányzati intézkedések hatása miatt a következő időszakokban számítani lehet a lakosság pénzügyi megtakarításainak mérséklődésére. Erre utal a lakossági hitelek dinamikus növekedése is. E folyamatot a reáljövedelem emelkedése mellett támogatja az is, hogy a pénzpiacok fejlődése elősegíti a háztartások pénzügyi eszközeinek átrendeződését egy, a mainál magasabb adósság/jövedelem aránnyal jellemezhető portfólió irányába.

A dinamikus növekvő gazdasági környezetben tovább nőtt a vállalatok nyeresége, a növekedés üteme azonban nem érte el a GDP növekedési ütemét. A felhasználható saját pénzügyi források alakulását több átmenetnek tekinthető és ellentétes hatás is

V-2. táblázat A folyó fizetési mérleg alakulása

	Millió euró					
	1999. III. n.év	2000. III. n.év	Változás	1999. I-III.n.év	2000. I-III.n.év	Változás
I. Áruk	-471	-562	-91	-1 441	-1 500	-59
Bevétel (export)	5134	6956	1823	14 565	19 799	5234
Kiadás (import)	5605	7518	1913	16 006	21 299	5293
2. Szolgáltatások	592	749	158	972	1 527	555
Idegenforgalom, egyenleg	759	907	147	1 588	1 954	366
Egyéb szolgáltatá- sok, egyenleg	-168	-157	11	-616	-427	189
3. Jövedelmek	-293	-418	-125	-953	-1 368	-415
Nem adóssággépző befektetéseken, egyenleg	-114	-248	-134	-404	-762	-358
Adóssággépző befektetése- ken, egyenleg	-179	-171	-8	-553	-608	-56
Munkajövedelmek, egyenleg	1	1	0	3	3	-1
4. Folyó átutalások	103	105	2	225	355	130
Folyó fizetési mérleg (1+2+3+4)	-70	-126	-56	-1 197	-986	211

erte, melynek eredményeként a vállalatok rendelkezésre álló jövedelme a GDP arányában mintegy 3 százalékponttal elmaradt az előző év azonos időszakát jellemző értéktől. A rendelkezésre álló adatok a költségek növekedését jelzik. A cserearány jövedelmességét rontó hatása mellett a nominális bérköltség a várnál gyorsabban nőtt. A termelékenység növekedése azonban e költségtöbbletek jelentős részét ellentételezte. A harmadik negyedévben a vállalati saját forrásokat a külföldiek folyó átutalásainak növekedése mellett mérsékelte az is, hogy az államháztartás és a vállalatok jövedelemkapcsolatában a vállalatoknál is jelentkezett az államháztartás szigorító hatása (ami feltehetően a folyó és tőke-transzferek halasztódó kifizetéséből eredt az év során). A harmadik negyedévben azonban ez a szigorító hatás már mérséklődött. Idén az utolsó negyedévben az államháztartás keresletbővítő hatása várható, ezért – becsléseink szerint – a vállalatok rendelkezésre álló jövedelmének növekedése meghaladhatja a GDP növekedési ütemét az év hátralévő részében (az év egészében a GDP bővülésével arányos lehet).

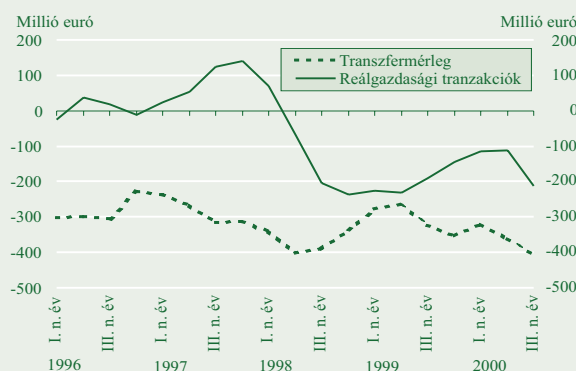
Nőtt a vállalatok finanszírozási igénye, amelyhez a már említett hatások mellett az is hozzájárult, hogy felhalmozási kiadásai folyó áron nőttek a GDP arányában. A felhalmozási kiadások növekedésének háttérében a készletek növekedése mellett a kiadásokat terhelő kedvezőtlen árszerkezeti változás¹⁰ állt. A vállalati beruházások volumenbővülése ugyanis lassult, miközben a folyó áras beruházási kiadásai a GDP százalékában¹¹ nőttek. Az év hátralévő részében a költségvetés és a vállalatok jövedelemkapcsolatában várható változás javíthatja a vállalatok rendelkezésre álló jövedelmét. Ez lehetőséget teremthet arra, hogy beruházásai gyorsuló üteme mellett forrásigényük szinten maradjon, esetleg csökkenjen az elkövetkezendő időszakban.

Összefoglalva: a harmadik negyedévben a külföldi finanszírozási igény növekedését a magánszektor finanszírozási igényének mintegy 2,8 százalékpontos növekedése okozta, mivel a lakosság javuló finanszírozási kapacitását a vállalatok ezt meghaladóan növekvő hiteligenye kísérte. Az államháztartási pozíció mintegy 1 százalékpontos javulása mérsékelte ezt a külső egyensúlyt rontó hatást, azonban a kedvezőtlen külpiaci árhatások teljes ellentételezésére a viszonylag szigorú államháztartási magatartás sem volt elegendő.

2. A folyó fizetési mérleg és finanszírozása

A harmadik negyedévben a folyó fizetési mérleg tételeiben 126 millió euró hiány keletkezett (lásd V-2. táblázat). Noha a szolgáltatásforgalom egyenlegében mutatkozó, erősen javuló trend nem tört meg, az áruforgalom trendjében jelentős lefelé irányuló fordulat mutatkozik, s ez a reálgazdasági tranzakciók egészének trendjét megváltoztatta. A transzfermérlegben a nem adósságjellegű befektetések utáni nettó jövedelemkiáramlás folytatódó erős növekedése miatt immár úgyszintén lefelé irányuló trend érvényesül (lásd V-2. ábra). Bár az első három ne-

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



¹⁰ Míg 1999-ben a felhalmozási árindex a GDP deflátoránál kisebb volt, addig idén a harmadik negyedévben meghaladta azt.

¹¹ Az 1999. III. negyedévi 15%-ról 16%-ra.

gyedévet együttesen tekintve a folyó fizetési mérleg egyenlege a tavalyinál még kedvezőbb, a trend alakulása azt vetíti előre, hogy a negyedik negyedévben ennek lemorzsolódása várható.

Az V-3. ábrán jól látható, hogy a harmadik negyedévi folyó fizetési mérleg hiánya a szezonális kiigazítást követően kedvezőtlennek minősíthető, amit a trend gyors romlása jelez. Ugyanakkor – szokásosan – felhívjuk a figyelmet arra, hogy az időszak végi adatok értelmezése némi óvatosságot igényel. Az ábra alapján látható, hogy a folyó fizetési mérleg trendje már a második negyedévben is romló volt, holott előző jelentésünkben még javuló trendről adtunk számot.

A folyamatot nagyrészt az áruforgalmi egyenleg romlása – a vámstatisztikában már korábban megfigyelhető tendencia késleltetett hatásaként – és a nem adósságjellegű befektetések utáni jövedelemátutalások növekedése határozza meg, ezek trendjében pedig lényegi fordulat következett be, amit a szolgáltatások javuló trendje és az adóssághoz kapcsolódó jövedelemátutalások, valamint a folyó viszonzatlan átutalások stagnáló trendje nem tud ellensúlyozni.

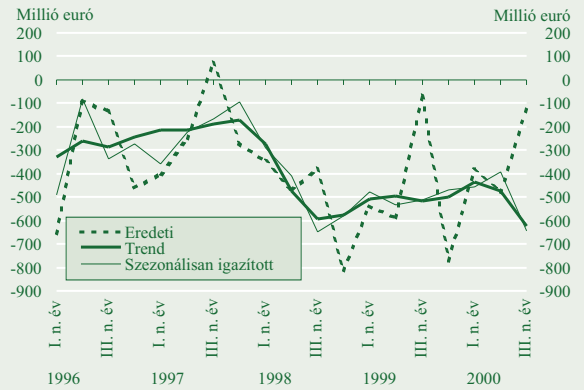
A folyó fizetési mérleg finanszírozását a harmadik negyedévben tovább fékeződő adósságot nem generáló nettó tőkebeáramlás (92 millió euró), az adósságjellegű befektetések soron pedig nettó tőkekiáramlás jellemezte (lásd V-4. ábra, V-3. táblázat).

Az adósságot nem generáló tételeknél a közvetlen külföldi befektetésekhez kapcsolódó nettó részvényvásárlás és tulajdonosi részesedés szerzés 519 millió euróbeáramlás és 199 millió eurókiáramlás mellett 320 millió eurót tett ki, önmagában bőven meghaladva a folyó fizetési mérleg deficitjét. A magyar rezidens vállalkozások csaknem 200 millió eurós külföldi közvetlen befektetése egy negyedéven belül a szokottnál jóval erőteljesebbnek minősül, a magas érték azonban egyetlen, különlegesen nagy volumenű tranzakcióra vezethető vissza. Megjegyzendő továbbá, hogy e tranzakció előtt – de ugyancsak a harmadik negyedévben –, a befektetést végrehajtó magyar cégben a külföldi tulajdonos csaknem hasonló mértékű tőkeemelést hajtott végre, tehát e tranzakciók a közvetlen külföldi befektetések nettó forgalmára végülis nem voltak jelentős hatással. A portfólióbefektetésekhez kapcsolódó nettó külföldi részvényvásárlás soron az előző negyedévinél (258 millió euró) valamivel alacsonyabb (229 millió euró) kiáramlásra került sor. Ezen belül a rezidensek nettó külföldi részvényvásárlása változatlan intenzitással folytatódott, és csaknem 60 millió eurót ért el, a külföldiek pedig nettó 170 millió euró értékben adtak el magyar részvényeket a negyedév folyamán.

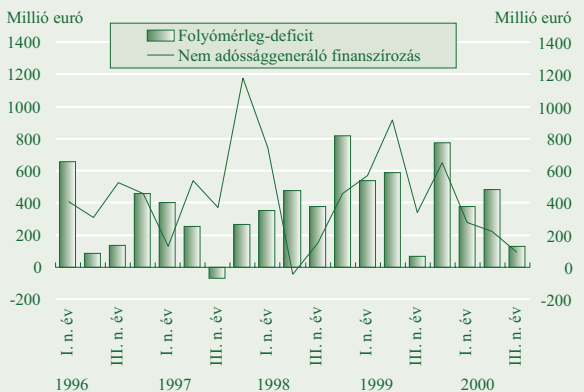
Az értékpapír-állományok megoszlása alapján¹² a második negyedévvél szemben változást mutat, hogy most tisztán a pénzügyi vállalkozások (mindenekelőtt a biztosítók és nyugdíjpénztárok) voltak a legnagyobb belföldi részvényvásárlók, míg az előző negyedévben a nem-pénzügyi vállalkozások és a pénzügyi vállalkozások azonos nagyságban vásároltak a külföldi befektetőktől magyar részvényeket. Feltételezésünk szerint az előző ne-

¹² Az összevetést nehezíti, hogy a részvények vonatkozásában csak a tőzsdén forgó értékpapírokat követi az értékpapír-statisztika, míg a fizetési mérlegben a tőzsdén kívüli részvények forgalma is benne van. Továbbá az értékpapír-statisztika nem különbözteti meg a tranzakciókat közvetlen befektetés és portfólióbefektetés szerint.

V-3. ábra A folyó fizetési mérleg alakulása



V-4. ábra A folyó fizetési mérleg hiánya és az adósságot nem generáló nettó tőkebeáramlás



V-3. táblázat A folyó fizetési mérleg finanszírozása

	Millió euró					
	1999. III. n. év	2000. III. n. év	Változás	1999. I-III. n. év	2000. I-III. n. év	Változás
(1) Folyó fizetési mérleg hiánya	70	126	56	1197	986	-211
(2) Összes finanszírozás	-117	-21	96	1534	809	-725
– nem adósság jellegű (=2b.1+2c.1)	338	92	-246	1822	592	-1229
– adósság jellegű (=2a+2b.2+2c.2)	-455	-113	342	-288	216	504
(2a) MNB és kormányzat (=2a.1+2a.2)	-901	-498	403	-623	-623	0
(2a.1) Hitelforgalom	-196	249	445	649	247	-403
– ebből állampapírok	51	237	186	189	819	630
(2a.2) Nemzetközi tartalékok	-705	-747	-42	-1273	-870	403
(2b) Magánszektor*						
(=2b.1+2b.2)	437	101	-336	1265	150	-1115
(2b.1) Részvényforgalom	96	-229	-324	902	-438	-1340
– Hitelintézetek	10	-12	-22	5	60	55
– Vállalkozói szektor	85	-216	-302	897	-498	-1395
(2b.2) Hitelforgalom	341	329	-12	363	588	225
– Hitelintézetek	141	476	335	-18	1120	1138
– Vállalkozói szektor	200	-147	-347	381	-532	-914
(2c) Közvetlen tőkebefektetések (=2c.1+2c.2)	347	376	30	893	1282	389
(2c.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	242	320	78	920	1030	110
– Magyarországon	279	519	240	1053	1271	219
– Külföldön	-37	-199	-162	-133	-241	-109
(2c.2) Tulajdonosi hitelek	104	56	-48	-27	252	279
– Magyarországon	109	45	-63	-13	253	265
– Külföldön	-4	11	15	-15	-1	14
(3) Tőkemérleg	95	93	-2	-38	177	215
NEO (=1-2-3)	92	54	-38	-299	0	299

* Portfólió- és egyéb befektetések

gyedévben a külföldi multinacionális vállalatok magyar leányvállalatainak saját részvényvásárlásai jelentős mértéket értek el, s ez okozta a nem pénzügyi vállalkozások magas nettó részvényvásárlásait. A harmadik negyedévben az ilyen típusú tranzakciók jelentősége csökkent, az alacsonyabb árfolyamok miatt pedig a hazai pénzügyi vállalkozások egy része már érdemesnek tartotta a részvényvásárlást.

A külföldiek kivonulásában, a magyar részvényindex jelentős esésében – a részvénypiacokat nemzetközileg általánosan jellemző bizonytalanságokon túl – továbbra is szerepet játszott a kormányzati beavatkozás egyes vezető tőzsdei cégek árképzésébe, a gyenge vagy csalódást keltő második negyedéves vállalati eredmények, továbbá egyes cégek explicit gazdasági és jogi nehézségei.

Az *adóssági* jellegű finanszírozásban figyelemre érdemes az újra felerősödő nettó külföldi állampapír-vásárlás (237 millió euró), mert az MNB és a kormányzat ("közösségi" szektor) devizában bonyolított hitelműveletei egymást kioltották. Bár a negyedévben (július végén, illetve augusztus közepén) együttesen 460 millió euró középlejártú hitel törlesztésére került sor, miközben új felvétel nem volt, a rövid portfóliócsatornán és az egyéb befektetések keretében történő forrásbevonás ezt a kiáramlást közelítőleg ellensúlyozta. A nemzetközi tartalékok tranzakciókhoz köthető közel 750 millió eurós növekedése leegyszerűsítve a 815 millió euró konverziós devizavásárlás és a majdnem 70 millió euró nettó MNB-kamatfizetés különbözeteként állt elő.

A magánszektor a második negyedévi visszavonulást követően a hitelforgalmi csatornákon ismét forrásbevonóvá vált. A hitelintézetek a külföldi devizaforrás-bevonást elsődlegesen a vállalkozói szektornak folyósított finanszírozó kihelyezések növelésére használták fel. Így mérleg szerinti devizapozíciójuk csak csekély mértékben változott. A határidős állományok és maga a határidős hosszú devizapozíció csökkenése miatt a hitelintézeti szektor forint melletti pozíciója a negyedév folyamán azonban már viszonylag jelentősebb növekedést mutatott. A vállalkozói szektor a belföldi hitelintézetek által kihelyezett devizát leginkább rövid lejártú külföldi pénzügyi követeléseinek megnövelésére használta. Erre valószínűleg azért volt szüksége, hogy a megnövekedett importszámla külföldön történő gyors fizetését megkönnyítse.

A tulajdonosi hitelek körében 56 millió euró nettó tőkebeáramlás volt megfigyelhető a negyedévben. Ez mindenképpen az átlagost alulmúló érték, különösen azt figyelembe véve, hogy a külföldön létrehozott magyar vállalkozásokkal kapcsolatos tulajdonosi hitelek között a törlesztés 11 millió euróval meghaladta a folyósítást, így a magyarországi leányvállalatoknak nyújtott tulajdonosi hitelek soron a nettó beáramlás ennyivel is alacsonyabb volt.

A viszonzatlan tőketranszfereket, valamint a nem termelt és nem pénzügyi eszközök forgalmát tartalmazó tőkemérleg egyenlege 93 millió eurós aktívumot mutatott a negyedév folyamán.

3. A nemzetközi befektetési pozíció

A nettó nemzetközi befektetési pozícióban szerény elmozdulás volt tapasztalható: a június végi 30,9 milliárd eurós külföldi tartozás szeptember végére 30,5 milliárd euróra csökkent (lásd V-4. táblázat). A nem adósságelemekben realizált nettó külföldi tartozás csökkenése folytatódott: bár a külföldi közvetlen befektetések állománya a magyar vállalkozások külföldi közvetlen befektetéseit meghaladóan nőtt, a portfólió-részvénybefektetések csatornán keresztül nettó kiáramlás ezt túlkompenzálta. Az előző negyedévi 19,2 milliárd euróval szemben a harmadik negyedévi külföldi tartozás így csak 19 milliárd euró a nem adósságelemeket tekintve. Csökkent ugyanakkor (11,7 milliárd euróról 11,4 milliárd euróra) az adósságelemekben fennálló nettó külföldi tartozás is (lásd V-5. ábra). A külföldiek által tartott forintban denominált állampapírok és a tulajdonosi hitelek állománya nélkül számolt nettó külföldi adósság a harmadik negyedév végén 5,9 milliárd euróra esett vissza. A nemzetközi tartalékok állományának növekedése az időszak folyamán különösen jelentős volt: a második negyedévi 11 milliárd euróval szemben a harmadik negyedév végi állomány nagysága elérte a 12 milliárd eurót.

A negyedév folyamán tovább nőttek a külfölddel szembeni nem adósságjellegű követelések: a rezidens vállalkozások tulajdonosi hiteleken felüli külföldi közvetlen befektetéseinek állománya 1,8 milliárd euróra, a portfólióbefektetés célzatú külföldi részvénytartás szintje 200 millió euró fölé. A külföldiek magyarországi közvetlen befektetéseinek tulajdonosi hitelek nélküli állománya 17-ről 17,4 milliárd euróra nőtt, míg a portfólió jelleggel tartott részvényeik állománya 3,8 milliárd euróról 3,6 milliárdra esett vissza. Mivel a tőzsdeindex a jelzett időszakban kevésbé rapszodikusán változott, mint a második negyedévben (7923–8654 pontos sávban mozgott viszonylag enyhe napi ugrásokkal, és az időszak két végpontján értéke közel azonos volt), az árfolyamváltozások az állomány csökkenéséből viszonylag keveset magyaráznak, inkább a nettó tranzakciók (mínusz 170 millió eurós) hatása tükröződik a számokban.

Az adósságban megtestesülő nettó befektetési pozíció úgyszintén csökkent, amit viszont a külföldi tartozásoknak a külfölddel szembeni követelésektől (mindenekelőtt a nemzetközi tartalékoktól) elmaradó növekedése eredményezett. Mind a tartozás-, mind a követelésoldalon az egyéb befektetések nőttek leginkább, előbbi esetében a hitelintézeti forrásbevonást, utóbbi esetében a vállalkozói szektor külföldi betételhelyezéseit tükrözve (amint az a finanszírozásnál említésre került).

A növekmények egy jelentős része származott egyébként a keresztárfolyam-változás miatt bekövetkezett állományi ártértékelődésből (a bruttó külföldi adósság esetében csaknem 1 milliárd euró, a nettó külföldi adósság esetében mintegy 300 millió euró).

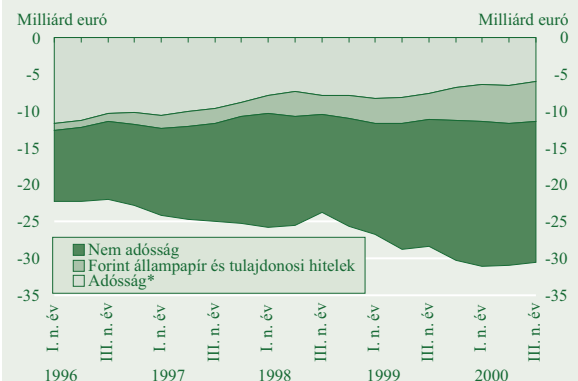
A (forintban denominált) állampapírok és a tulajdonosi hitelek elhagyásával számított adósságjellegű befektetések együttese a nettó devizában denominált külföldi adósságállomány. Az előző negyedév végi 6,5 milliárd euróról ez az állomány 5,9 milliárd euróra csökkent, amely az MNB jelentősen megnövekedett külföldi követeléseinek (leginkább a nemzetközi tartalékoknak)

V-4. táblázat A nemzetközi befektetési pozíció

	Milliárd euró		
	1999 dec.	2000 jún.	2000 szept.
Nettó nemzetközi befektetési pozíció (=1-2)	-30,4	-30,9	-30,5
- nem adósság (=1a.1+1b.1-2a.1-2b.1)	-19,1	-19,2	-19,0
- adósság (=1a.2+1b.2+1c+1d-2a.2-2b.2-2c)	-11,3	-11,7	-11,4
(1) Külfölddel szembeni követelések (=1a+...+1d)	19,1	20,7	23,1
(1a) Közvetlen befektetések külföldön	1,6	1,7	2,0
(1a.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	1,4	1,5	1,8
(1a.2) Tulajdonosi hitelek	0,2	0,3	0,2
(1b) Portfólióbefektetések	1,2	1,7	2,1
(1b.1) Részvény	0,1	0,1	0,2
(1b.2) Adósság jellegű instrumentumok	1,2	1,6	1,9
(1c) Egyéb befektetések	5,6	6,2	6,9
(1d) Nemzetközi tartalékok	10,8	11,0	12,0
(2) Külfölddel szembeni tartozások (=2a+...+2c)	49,5	51,6	53,5
(2a) Közvetlen befektetések Magyarországon	19,1	20,2	20,7
(2a.1) Részvény és tulajdonosi részesedés	16,2	17,0	17,4
(2a.2) Tulajdonosi hitelek	2,9	3,2	3,3
(2b) Portfólióbefektetések	16,9	16,2	16,4
(2b.1) Részvény	4,3	3,8	3,6
(2b.2) Adósság jellegű instrumentumok	12,6	12,4	12,8
(2c) Egyéb befektetések	13,5	15,2	16,4
KIEGÉSZÍTŐ ADATOK			
(M) Külföldiek által tartott állampapírok	1,7	2,3	2,5
Bruttó külföldi adósság* (=2b.2+2c-M)	24,4	25,3	26,8
Nettó külföldi adósság* (=2b.2+2c-M-1b.2-1c-1d)	6,9	6,5	5,9

* Külföldiek által tartott állampapírok és tulajdonosi hitelek nélkül.

V-5. ábra A nettó nemzetközi befektetési pozíció komponensei



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

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

	1999. december		2000. június		2000. szeptember	
	milliárd euró	%	milliárd euró	%	milliárd euró	%
(1) Bruttó külföldi adósság (=1a+1b)	24,4	100,0	25,3	100,0	26,8	100,0
(1a) MNB és kormányzat	13,4	54,9	13,1	51,7	13,6	50,9
MNB	9,8	40,0	9,2	36,2	9,9	36,8
Kormányzat	3,7	15,0	3,9	15,5	3,8	14,1
(1b) Magánszektor	11,0	45,1	12,2	48,3	13,1	49,1
Hitelintézetek	5,5	22,6	5,9	23,3	6,3	23,4
Vállalkozói szektor	5,5	22,4	6,3	25,0	6,9	25,7
(2) Nettó külföldi adósság (=2a+2b)	6,9	100,0	6,5	100,0	5,9	100,0
(2a) MNB és kormányzat	1,3	19,3	0,7	10,1	-0,2	-3,7
MNB	-1,9	-26,8	-2,8	-43,6	-3,5	-59,7
Kormányzat	3,2	46,1	3,5	53,7	3,3	56,0
(2b) Magánszektor	5,6	80,7	5,8	89,9	6,2	103,7
Hitelintézetek	2,0	28,3	2,6	39,6	3,1	51,7
Vállalkozói szektor	3,6	52,4	3,3	50,3	3,1	52,0

* Külföldiek által tartott állampapírok és tulajdonosi hitelek nélkül.

az eredménye. Valamelyest a kormányzat nettó adóssága is csökkent, így a "közösségi" szektor egésze a külfölddel szemben nettó követelői pozícióba került a negyedév végére. A magas hitelintézeti külső forrásbevonást a vállalatok külföldi törlesztései nem tudták ellensúlyozni, így a magánszektor nettó külföldi adóssága nőtt (lásd V-5. táblázat). A bruttó külföldi adósság 26,8 milliárd euróra növekedett, amely továbbra is felerészben oszlik meg a közösségi, illetve a magánszektor között. Az előző negyedév végéhez mért viszonylag jelentősebb állomány-növekedés oka az egyéb befektetések állományán képződött, a keresztárfolyam-változásokra visszavezethető átértékelődés.

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

