



Negyedéves előrejelzés a magyar gazdaságra

2007 tavasz



Negyedéves előrejelzés a magyar gazdaságra

2007 tavasz

Az elemzést készítették:

Erdős Szabolcs, Gáspár Pál, Oszlay András (szerk.), Pellényi Gábor, Sass Magdolna

Az elemzéshez használt adatbázis 2007. április 11-én zárult le.

Céginformáció

Az ICEG European Center független gazdaságkutató intézet, amely Kelet- és Közép-Európa gazdasági folyamatait elemzi. Tudományos kutatásokat folytat, elemzéseket és előrejelzéseket készít, továbbá tanácsadással és rendezvények szervezésével foglalkozik. Tagja számos nemzetközi kutatási hálózatnak, illetve több hálózatot maga koordinál. További információt az intézet honlapján olvashat: www.icegec.hu.

Kapcsolat

ICEG European Center, 1118 Budapest, Dayka Gábor u. 6/B. Tel.: (1) 248 1160. Fax: (1) 319 0628. E-mail: office@icegec.hu.

Nyilatkozat

E kiadvány tájékoztató célt szolgál. Nem tekinthető ajánlatnak vagy tanácsadásnak bármely befektetési döntéssel kapcsolatban. Az ICEG European Center és a kiadvány szerzői nem tartoznak felelősséggel sem a kiadványban szereplő információk pontosságáért, teljességéért és megbízhatóságáért, sem a kiadvány használatán alapuló üzleti döntésből származó bármilyen következményért. A kiadvány tartalma előzetes értesítés nélkül változhat.

Tartalomjegyzék

Összefoglaló	4
Globális és regionális trendek	6
Gazdasági növekedés	9
Monetáris kondíciók	12
Államháztartás	15
A külső egyensúlyi folyamatok	18
Munkapiac	20
Aktuális téma	23

Összefoglaló

Erős, de enyhén mérséklődő külső konjunktúra – növekvő kockázatok

A világgazdaság a múlt évben, és várhatólag idén is erős ütemben növekszik. A növekedési ütemek azonban 2006 végére vélhetőleg túljutottak csúcukon, a dinamika enyhébb mérséklődése mind globálisan, mind a számunkra meghatározó európai térségben valószínű. A közeljövőben a növekedési pályát érintő kockázatok ráadásul javarészt lefelé mutatóak és erősödők: az Egyesült Államok gazdaságának esetleges komolyabb lassulása, az energiaáraknak a jelenleginél is magasabb szinten történő beragadása és az egyre nagyobb globális egyensúlytalanságok mind visszavethetik a világgazdasági konjunktúrát.

Folytatódó exportvezérelt növekedés – gyenge, de lassan élénkülő belföldi kereslet

A 2004. májusi EU-csatlakozás óta a magyar gazdaság növekedésének szerkezete átalakult: mind inkább a nettó export javulása vezérli a folyamatot, a korábban domináns belföldi felhasználás növekedési hozzájárulása pedig alacsony, sőt, 2006-ban negatív volt. Ugyanez várható 2007-ben is, amikor jórészt az államháztartási kiigazító lépéseknek tulajdoníthatóan a lakossági fogyasztásban visszaesés következik be, a beruházások növekedése pedig az EU-források javuló rendelkezésre állása és felhasználása ellenére is alacsony marad. A kiigazító intézkedéseknek a növekedési ütemre gyakorolt negatív hatása 2007 végétől fokozatosan megszűnik, így 2008-ban a belföldi felhasználás elemei is lassúbb növekedésnek indulhatnak, viszont ekkorra a mérsékeltebb külső konjunktúra miatt a nettó export bővülése már kevésbé lesz élénk.

Időszaki csúcán a fogyasztóiár-infláció és az alapkamat – eleinte lassú, majd gyorsabb csökkenés várható

A fogyasztói árak 12 havi változásának mértéke idén március-áprilisra eléri időszaki maximumát, májustól lassú dezinflációt várunk. Erőteljesebb csökkenés csak szeptembertől lesz megfigyelhető, addig a 7-8% körüli indexek tartósulhatnak. Bár az inflációs várakozások alakulására csak korlátozott mértékben következtethetünk, a maginfláció alakulásából úgy tűnik, hogy megállja helyét a hipotézis, miszerint az áremelkedéseket a legtöbb gazdasági szereplő átmeneti hatásnak tartja. Így 2008-ra a fogyasztói árak növekedése már jelentősen lassulhat. Az inflációhoz hasonlóan az alapkamat esetében is óvatos csökkentésre számítunk 2007 hátralévő részében, míg 2008-ban főként a bérek alakulásának függvényeként lesz megfontoltabb vagy bátrabb a jegybank az alapkamat további csökkentését illetően.

Biztatóan alakuló államháztartási folyamatok 2007-ben – továbbra is jelentős kockázatok 2008-at illetően

A tavalyi év végére, az idei év elejére az államháztartás egyenlege letért az addigi zuhanórepülés-szerű pályáról. A javulás főképp a bevételek növekedésének köszönhető (a tervezettet meghaladó adó- és járulékbévételek), a kiadások csökkenése csekély mértékű volt mindaddig. Mindazonáltal úgy tűnik, hogy a 2007-es hiánycélok normális szintű költségvetési fegyelem mellett teljesíthetők. Más a helyzet 2008 vonatkozásában. A jövő évi hiánycél teljesítéséhez ugyanis lényegében a kiadási oldalon egymagán kellene a GDP 2,5%-ára rúgó lefaragást elérni. Ez gyakorlatilag lehetetlen a tervezett intézményrendszeri és szerkezeti reformok maradéktalan megvalósítása nélkül, márpedig jelentősek annak kockázata, hogy a tervezett reformok nem mind, vagy csak megváltozott tartalommal tudnak életbe lépni.

Jelentősen javuló folyó fizetési mérleg – magas külföldi adósságállomány

Az import növekedését jelentősen meghaladó exportbővülés következtében a reálgazdasági tranzakciók mérlegének javulása már 2006-ban is komoly csökkenést eredményezett a folyó fizetési mérleg hiányában. A kedvező külső konjunktúrával és gyengébb belföldi felhasználással a háttérben az áru- és szolgáltatásforgalom egyenlege tovább javul, így a jövedelmek egyenlegében mutatkozó negatív trend ellenére a külső finanszírozási szükséglet mind 2007-ben mind 2008-ban számottevően csökken majd. A finanszírozás szerkezetében azonban az adósságképző tőkebeáramlások fognak dominálni a nem-adósságjellegű (közvetlen befektetés illetve portfólió részvénybefektetések) nettó tőkebeáramlásokkal szemben, így a 2006 végére a GDP arányában 90% fölé kúszó bruttó külföldi adósságállomány továbbra is ezen a magas szinten marad.

Enyhén növekvő munkanélküliség, alacsonyabb költségoldali nyomás – kissé lazuló munkaerőpiac

A munkapiacon a kiigazító lépések a munkaerő iránti kereslet csökkenését eredményezik, bár nettó elbocsátások inkább csak a közszférában várhatók, a magánszektor által foglalkoztatottak száma néhány kisebb súlyú ágazattól eltekintve alig változik. A munkanélküliség így az idei év végén vélhetően 8% alatti szinten tetőzik majd, 2008-ban, a belföldi konjunktúra élénkülésével párhuzamosan pedig enyhülhet. A kiigazító lépések által teremtett magasabb inflációs környezet és nagyobb elvonások miatt ugyanakkor a jövedelmek reálértéke csökken: a nettó átlagkeresetek nemzetgazdasági szinten közel 3%-kal eshetnek vissza.

Fő makrogazdasági mutatók, 2005-2008

	2005	2006	2007f	2008f
GDP folyóáron (milliárd Ft)	22027	23562	25100	26800
GDP növekedés (változtatlan áron, %)	4,2	3,9	2,6	3,3
- Lakossági fogyasztás	3,8	1,2	-0,5	1,5
- Közösségi fogyasztás	0,2	-5,5	-4,2	1,0
- Bruttó állóeszköz-felhalmozás	5,6	-1,8	2,1	3,2
- Export	11,6	18,0	12,4	8,9
- Import	6,8	12,6	9,2	7,9
Éves átlagos infláció (%)	3,6	3,9	7,4	3,6
Jegybanki alapkamat (év végén, %)	6,00	8,00	7,25	6,50
Rövid hozamok (év végén, 3 hónapos állampapír, %)	5,94	7,90	6,90	5,80
Hosszú hozamok (év végén, 10 éves állampapír, %)	6,97	6,71	6,30	6,00
Forint / euró (éves átlag)	248,05	264,27	250,97	252,00
Forint / euró (év vége)	252,73	252,30	252,00	252,00
Költségvetési egyenleg ¹ / GDP (%)	-7,8	-10,1	-6,8	-4,3 ²
Államadósság / GDP (%)	61,0	69,0	71,5	72,5
Külkeresk. mérleg / GDP ³ (árak és szolgáltatások, %)	-0,8	0,7	2,0	2,6
Folyó fizetési mérleg / GDP ³ (%)	-6,9	-5,8	-4,0	-3,5
Bruttó külföldi adósság / GDP ³ (%)	74,6	92,1	90,9	91,2
Munkanélküliségi ráta (%)	7,2	7,5	7,6	7,4
Reál ULC (%)	0,1	-0,3	-0,5	-0,5

Megjegyzés: f = előrejelzés (forecast)

¹ ESA-95 szerinti egyenleg;

² A 2008-as ktgv. törvény ismeretének hiányában a konvergencia-programban szereplő célkitűzés szerepel

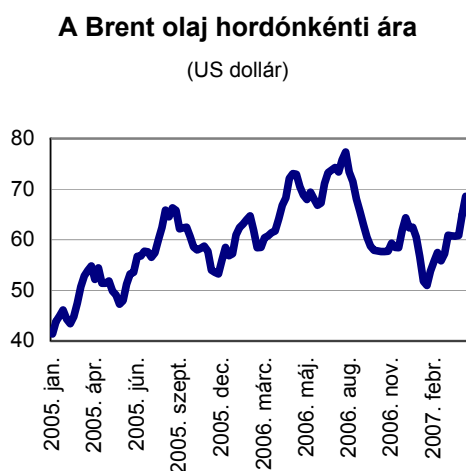
³ Euróban kifejezett adatokból képzett hányadosok

Forrás: KSH, MNB, PM, Eurostat és saját előrejelzések

Globális és regionális trendek

A világgazdaság az idei évben is erőteljesen növekedhet, de a konjunktúra valószínűleg túljutott csúcspontján és a dinamika enyhén mérséklődik majd. Mind jelentősebbek a növekedés esetleges gyorsabb fékeződése irányába ható kockázatok is. Egészében azonban a magyar gazdaságot a külső konjunktúra oldaláról továbbra is pozitív impulzusok érik.

Általános kilátások és az olajár



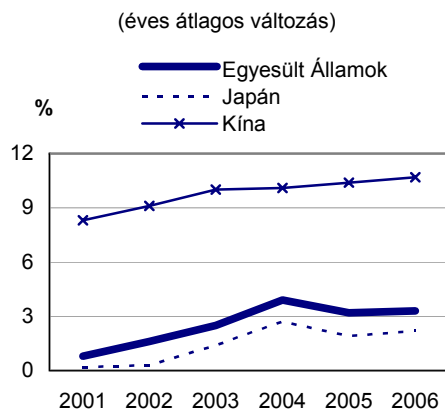
Forrás: EIA

2007-re a 2006-os esztendőhöz hasonlóan 5% körüli világgazdasági növekedést várnak az elemzők, ami viszonylag kedvező körülményeket teremt a magyar gazdaság számára is. Annál is inkább, mert az EU-15 és az eurozóna növekedési ütemei is viszonylag magasak maradnak – bár az előrejelzések egyes országok, például Németország, esetében valamivel az elmúlt évi alatti ütemeket jósolnak. Ugyanakkor 2007-ben még mindig jelentősek azok a kockázatok, amelyek ronthatják a gazdasági környezetet, visszafoghatják a növekedés ütemét. Az IMF szerint az USA lassulásának módja, az energiaárak alakulása, a globális likviditás változása és az egyre nagyobb globális egyensúlytalanságok olyan kockázati tényezők, amelyek ronthatják a 2007. és 2008. évi világgazdasági növekedési kilátásokat.

2007 első negyedévét az olajárak újbóli folyamatos emelkedése jellemezte az év elejéig tartó csökkenés után. Április elején 70 dollár közelébe emelkedett a jegyzés, amelyet elsősorban geopolitikai feszültségek nyomtak fel ilyen magas szintre. Emellett változatlanul hatnak az árakat magasan tartó tényezők, vagyis az erős keresletnövekedés és a kapacitások szűkössége. Így az olajár jelentős mérséklődését nem várjuk az idei évben.

A nem-európai gazdasági centrumok

Egyesült Államok: A világgazdasági konjunktúra alakulása szempontjából meghatározó amerikai gazdaság valamelyes lassulását jelzik többek között az ingatlanpiac, a kiskereskedelem, a termelékenység, a rendelésállomány és a szolgáltató szektor indikátorai, ugyanakkor a folyómérleg hiányának 2006. egészére vonatkozó adata kedvezőbb a vártnál (főleg az olaj árának mérséklődése és a kivitel erősödése miatt), valamint a foglalkoztatás is dinamikusabban bővült. A márciusi munkanélküliségi adat (4,4%) például a legalacsonyabb szintet jelzi az elmúlt hat esztendőben. A szakértők a lakossági fogyasztás erősségét sejtik a kedvező számok mögött, melynek hatására a gazdasági növekedés lassulása kisebb lehet a várakozásoknál. Míg néhány hete még erősek voltak a kamatcsökkentésre (mely a gazdaság élénkítését volt hivatva szolgálni) várakozások, addig a kedvező mutatók és a március végi dollárerősödés fényében már kisebbek a kamatcsökkentés esélyei. Az IMF előrejelzése szerint ugyanakkor amennyiben a lakossági fogyasztás és a beruházások is „gyengélkedni” kezdenek, úgy az amerikai gazdaság lassulása erőteljesebb nemzetközi hatásokat indukálhat, s akár az egész világgazdaság konjunkturális helyzetét negatívan befolyásolhatja. A tavalyi 3,4%-os növekedés után az IMF az idei évre 2,6%-os

Növekedési ütemek: USA, Kína, Japán

Forrás: IMF

bővülést prognosztizál az Egyesült Államoknak, ami 0,3 százalékponttal alacsonyabb ütemű az őszi előrejelzésnél. A szorosabb nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi összefonódás miatt a lassulás nemzetközi hatását erőteljesebbnek gondolják a szakértők.

Kína (Ázsia): A világgazdaság egyik legdinamikus gazdasági növekedését produkáló országa, Kína, a túlfűtöttség jeleit mutatja, amire a jegybank kamatemeléssel válaszolt. Ez kevésbé mérsékelte a növekvő inflációs kockázatokat, a júan pedig tovább erősödött a kamatemelés hatására. Szakértők szerint a kamatszint még mindig meglehetősen alacsony, így további kamatemelés és valutaerősödés várható, azonban ez utóbbi külgazdasági hatásai vélhetően korlátozottak. Ezt erősíti meg az IMF legutóbbi vizsgálata is, mely szerint a reálkamat az idén nagy valószínűséggel negatív lesz. A kínai export boom ugyanakkor tovább folytatódik: az Egyesült Államok és Németország után Kína a világ harmadik legnagyobb exportörvévé küzdötte fel magát (2004-ben előzte meg Japánt), és kivitelét azóta is dinamikusan növeli. Kína szerepe változatlanul jelentős az ázsiai régió dinamizálása szempontjából is: 2001-es WTO-belépése óta mind erősebben integrálódik az ázsiai termelési hálózatokba, és az alkatrészek, félkész termékek és főként beruházási javak által támasztott kereslete volt az a tényező 2002-2003-ban, amely több elemző szerint kihúzta Japánt másfél évtizedes gazdasági stagnálásából.

Európa

Mind az Európai Unióban, mind az eurozónában a 2006. év végi adatok azt jelzik, hogy hatéves csúcson van a növekedés (az EU 2006 negyedik negyedévi adata 3,3%, az eurozónáé pedig 2,7%). A kedvező adatok mögött strukturális változások (is) rejlenek (piacok liberalizálása, munkahelyteremtés), a magas növekedési ütem azonban alapvetően ciklikus hatásokon alapul. A 2007. év első negyedévére vonatkozó adatok az inflációs nyomás növekedését jelzik, ami az EKB további kamatemelését vetítheti előre (a márciusi, 25 bázispontos, 3,75%-ra történő emelést követően). A feldolgozóipar a beszerzési menedzserindex alapján 13 havi mélypontra került, bár így is csak a növekedés lassulásáról van szó, miközben az értékesítési árak nem csökkentek. Az infláció (CPI) márciusban az Eurostat becslése szerint 1,9 százalékra nőtt a februári 1,8 százalékról az eurozónában. Az EKB célja, hogy az infláció ne haladja meg a 2%-ot. Az európai gazdaság növekedésének változatlanul az export, illetve kisebb részt a belső fogyasztás a hajtóereje, az erős euró tehát nem túl kedvező a jövőbeli növekedés szempontjából. Ugyanakkor a dollárral szemben erősödő euró külkereskedelemre gyakorolt hatása nem olyan egyértelmű, mint egy-két éve volt, mivel az európai kivitelben egyre jelentősebb szerepet játszanak az ázsiai felvevőpiacok.

A német gazdaság a 2006-os kedvező növekedés után, úgy tűnik, lendületben maradt. A januári 3 százalékpontos ÁFA-emelés ellenére kedvezőek a (rövidtávú) növekedési várakozások, és az infláció sem pörgött fel a várt mértékben. A márciusi bizalmi indexek kedvezően alakulnak mind a fogyasztókat, mind a vállalatokat tekintve. Kedvező hír még a vártnál erőteljesebb csökkenés a munkanélküliségi rátában a februári adatok alapján. Olaszország növekedési kilátásai is javultak valamelyest, azonban a Prodi-kormány még az idén megszorító intézkedéseket tervez bevezetni,

amelyek visszafoghatják a kedvező növekedési tényezők hatását. A magyar szempontból szintén kiemelt jelentőségű osztrák gazdaság teljesítménye változatlanul jobb két nagy szomszédjáénál, az előrejelzések szerint bőven 2% feletti GDP-növekedés várható az idén is.

Változatlanul az új tagországok alkotják az EU legdinamikusabb régióját. A 2007-es előrejelzések is magas növekedési ütemeket becsülnek a régió országai számára, bár a Világbank előrejelzése szerint valamivel kisebb lesz a bővülés mértéke, mint 2006-ban volt. Jellemző még a régió egyes országaira a fokozódó inflációs nyomás, amelynek oka elsősorban a magas olajárak, egyes hatósági árak emelése vagy piacivá tétele, illetve az balti országokban az erőteljes bér- és hitelállomány-növekedés. A költségvetési deficit is tovább nőhet az idén a régió legtöbb országában, kivéve Magyarországot, ahol a térségben és az EU egészében is rekordmagasságúnak számító deficitet igyekeznek lefaragni, valamint Csehországban, ahol a GDP kb. 4%-ára rúgó költségvetési hiányt próbálják a maastrichti limit alá szorítani. A folyó fizetési mérleg deficitje a megugró belföldi kereslet miatt tovább nőhet az idén több régióbeli országban is. Lettországot tartják a „leggyengébb láncszemnek” ebből a szempontból (sokan vonnak párhuzamot az izlandi valutaválsággal), de a többi balti ország esetében is jelentősek a kockázatok. Magyar szempontból a régió megugró fizetésimérleg-deficitjeinek korlátozott a hatása (korlátozottabb, mintha egy visegrádi országról lenne szó), de a régió egészét mégis kedvezőtlenül befolyásolhatja egy, a balti országokból kiinduló esetleges valutaválság. Ezzel is összefügg, hogy összességében nőtt a régiónk gazdasági és politikai kockázata. Dinamikusan nő ugyanakkor – jórészt a magas olajáraknak köszönhetően – az orosz gazdaság, és vele együtt a többi FÁK-ország is: 6% feletti növekedést várnak a szakértők 2007-re.

Gazdasági növekedés

A növekedési folyamatokat továbbra is az erős külső konjunktúra, valamint az erőteljesen fékeződő belföldi kereslet alakítja. A GDP a 2006. évi 3,9% után 2007-ben 2,6%-kal, 2008-ban 3,3%-kal bővíthet. A növekedés erőteljesen exportvezérelt: termelési oldalon az exportorientált feldolgozóipari ágazatokhoz, felhasználási oldalon a gyors ütemben javuló, immár egyenlegében is pozitívvá váló nettó exporthoz köthető.

Termelés

A nemzetközi versenynek leginkább kitett szektorokban (feldolgozóipar illetve a szolgáltatások közül a kereskedelemmel és javítással, szállítással és távközléssel valamint pénzügyi és ingatlanokkal kapcsolatos szolgáltatási ágak) két, jelenleg ellentétes irányba ható folyamat fejt ki hatását. A kedvező külső konjunktúra dinamikus exportbővülésre teremt lehetőséget, ugyanakkor az államháztartási kiigazító lépések következtében szűkülő belföldi kereslet fékezőleg hat a kibocsátás növekedésére.

A feldolgozóiparban, melyet inkább a külső konjunktúra alakulása befolyásol, ennek megfelelően a tavalyi év utolsó negyedévében is magas maradt a hozzáadott érték növekménye. A szezonális ingadozások kiszűrésével 2,8%-kal nőtt a feldolgozóipari hozzáadott érték a harmadik negyedévhez képest, 2006 egészében pedig 9,5%-os volt a bővülés, csaknem kétszerese a 2005. évinek (5%). A növekedés fő motorjai továbbra is a leginkább exportorientált gépipari ágazatok, ezen belül legfőképp a járműgyártás.

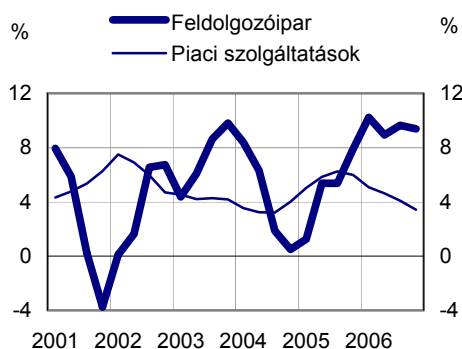
A belföldi kereslet által sokkal inkább meghatározott piaci szolgáltatásokban azonban folytatódott a növekedés dinamikájának lényegében a 2005. év végén megindult lassulása. 2006 utolsó negyedévében mindössze 0,7%-kal bővült az ágazati hozzáadott érték, a tavalyi év egészében pedig 4,3%-os volt a növekedés a 2005. évi 5,8%-ot követően. A lassulás legkevésbé a szállítási-távközlési szolgáltatásokat érintette, mert ezeket a többenél nagyobb mértékben határozza meg a külső konjunktúra. Részben ugyancsak a belföldi konjunktúra gyengeségét (főként az állami és a lakossági beruházások visszaesését) tükrözi az építőipari hozzáadott érték csökkenése is: az ágazat kibocsátása 2006 egészében 3,1%-kal szűkült.

Az idei év folyamán, bár csúcán valószínűleg túljut, továbbra is lendületesen folytatódik a külső konjunktúra, ami tartós és élénk bővülésre ad lehetőséget a feldolgozóipar exportorientált ágazataiban. Ezzel szemben az államháztartási kiigazító lépések restriktív hatása 2007-ben mutatkozik meg leginkább a belföldi keresletben, így a piaci szolgáltatások valamint egyes feldolgozóipari ágazatok kibocsátásában további fékeződést várunk. A még mindig túlzott termelői kapacitásokkal bíró építőipar esetében pedig további visszaesés következhet be 2007 folyamán.

2008-ban mérséklődő külső, és élénkülő belföldi konjunktúrával a háttérben továbbra is erős feldolgozóipari hozzáadott érték bővülésre számíthatunk, míg a piaci szolgáltatások valamint az építőipar kibocsátásának növekedési üteme stabilizálódik, esetleg enyhén javul majd.

Hozzáadott érték a versenyszektorban

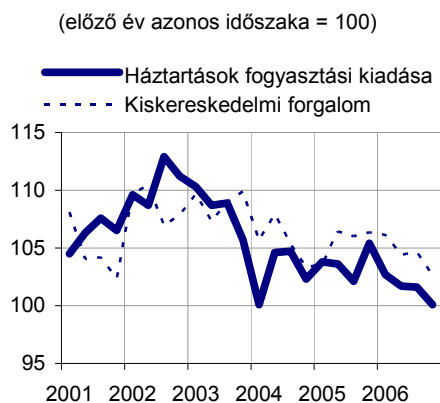
(változás az előző év azonos időszakához képest)



Forrás: KSH (szezonálisan kiigazított adatokból)

Felhasználás

A háztartások fogyasztási kiadásai és a kiskereskedelmi forgalom alakulása



Forrás: KSH

A lakossági fogyasztás a szezonális ingadozások kiszűrésével 2006 negyedik negyedévében stagnált a harmadik negyedévhez viszonyítva. Az államháztartási kiigazító lépések egyes elemei ugyan már érvénybe léptek a múlt év végén, amint azonban arra a kiskereskedelmi forgalom, valamint a fogyasztási hitelek alakulása alapján számítani lehetett, direkt visszaesés még nem következett be. Összességében 2006 egészében a lakosság fogyasztása 1,2%-os bővülést mutatott. Az idei évet a további szigorítások következtében csökkenő reálkeresetek, valamint egyes szektorokban viszonylag jelentősebb elbocsátások miatt növekvő bizonytalanság jellemzi. Ezek mindegyike a lakossági fogyasztás visszaesése irányába mutat, ugyanakkor a fogyasztás időbeni kisímitására való hajlam (melyről bővebb elemzés olvasható az *Aktuális téma* pontban) miatt a visszaesés mértéke a jövedelem csökkenésétől elmaradó lesz. Ezt támasztja alá az idei év első hónapjaiból rendelkezésre álló néhány adat is: a kiskereskedelmi forgalom csak csekélyebb mértékben szűkült, és a lakossági hitelek növekedése sem torpant meg. A 2007. év egészére továbbra is mintegy 0,5%-os csökkenést várunk a lakossági fogyasztásban. A jövő évben viszont a kiigazítási „sokkok” kifizetésével, és az ismét növekedésnek induló reálkeresetekkel a háttérben már 1,5% körüli bővülést valószínűsítünk.

A közösségi fogyasztás a 2006. év egészében 5,5%-kal esett vissza, és a kiigazító program következtében idén is „karcsúbbodik”. Az elbocsátások, kiszervezések eredményeként még bizonyos egyszeri költségnövelő tényezők (pl. végkielégítések) ellenére is 4,2%-os visszaeséssel számolunk 2007-ben. 2008-ra viszont stabilizálódhat a közösségi kiadások szintje.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás 2006-ban letért a több éve követett viszonylag stabil növekedési pályáról. A konjunktúrára erőteljesebben érzékeny feldolgozóipari beruházások már 2005-ben is erőteljesen lelassultak, a költségvetés által indukált beruházások akkor még magasan tartották a teljes nemzetgazdasági bruttó állóeszköz-felhalmozás növekedését. 2006-ban azonban ez utóbbiak is lefékeződtek, emellett pedig jelentős mértékben visszaesett a lakossági beruházás (lényegében a lakásépítések) is. A tavalyi év egészében végülis 1,8%-os csökkenés következett be a bruttó állóeszköz-felhalmozásban. Az üzleti felmérések alapján jelenleg úgy tűnik, hogy a feldolgozóiparban nem várható áttörés az idei évben sem, ugyanis a kapacitáskihasználtság szintje és trendje nem utal a vállalati beruházások gyorsulására. A megszorító intézkedések pedig a lakossági, és - az EU-források növekvő volumenű felhasználása ellenére - az állami beruházások bővülésének szabnak határt. 2008-ban sem várható még számottevő élénkülés, legfeljebb a feldolgozóipari kilátások javulnak érdemben. Így a nemzetgazdaság egészében az idei évre 2,1%-os bővülést várunk a bruttó állóeszköz-felhalmozásban, míg 2008-ban a növekedés mértékét 3,2%-ra tesszük.

Az áru- és szolgáltatásexport dinamikája 2006 folyamán gyorsuló volt, a negyedik negyedévben a szezonális ingadozások kiszűrése után 5,1%-os növekedés következett be a harmadik negyedévhez képest, az év egészében pedig a bővülés mértéke elérte a 18%-ot. A 2007-ben folytatódó erős külső konjunktúra továbbra is jó exportértékesítési lehetőségekkel kecsegtet, ugyanakkor a 2005-

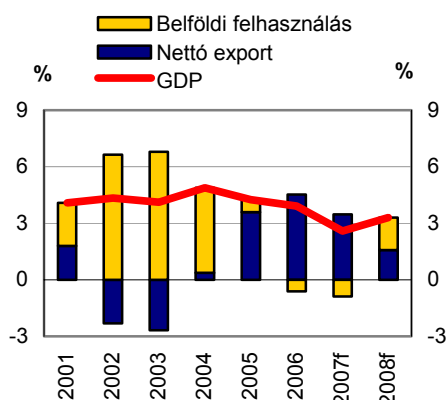
ben és 2006-ban lefékeződött feldolgozóipari beruházások következtében az exportbázis már nem bővült számottevően. 2007 elejének áruforgalomra vonatkozó külkereskedelmi adatai arra utalnak, hogy a növekedés továbbra is kimagasló, lényegesen kedvezőbb annál, mint amit korábban feltételeztünk, még az erősebb hazai valuta ellenére is. Így az idei évben egészében 12,4%-os exportbővülést várunk. 2008-ra a mérséklődő külső kereslet és az addig csak visszafogott ütemben bővülő beruházások eredményeként az áru- és szolgáltatásexport bővülésének mértéke 9%-ra csökken.

A belföldi felhasználás 2006. év végi lassulása/csökkenése az áru- és szolgáltatásimport alakulásán már jól kirajzolódott: gyengülő negyedéves növekedési dinamika mellett végül az éves növekedés mértéke 2006-ban 12,6% lett, több mint öt százalékponttal elmaradva az export bővülésétől. A lanyha belföldi kereslet mellett 2007-ben csupán az exportra termelés növekvő importigénye jelent érdemi impulzust az áru- és szolgáltatásimport bővülése számára, így az az idei évben is az exporttól jelentősen elmaradó, 9,2%-os mértékű lesz, s ennek is egy része a múlt évről áthúzódó hatásoknak tulajdonítható. Ez a hatás 2008-ban már „kikopik” az import idősorából, így az élénkülő belföldi kereslet ellenére a jövő évben már csak 7,9%-os importnövekedést valószínűsítünk.

Összességében a GDP a 2006. évi 3,9%-os bővülés után 2007-ben 2,6%-kal bővíthet. Korábbi, 2,3%-os növekedést tartalmazó előrejelzésünket teljes mértékben a kedvezőbb nettó export következtében módosítottuk fölfelé, a belföldi felhasználás növekedési hozzájárulása továbbra is negatív lesz. 2008-ban azonban a nettó export már nem javul számottevően tovább, a belföldi felhasználás tételei azonban mérsékelt javulásnak indulnak. Ezek eredőjeként 2008-ra az év egészében 3,3%-os GDP-növekedést valószínűsítünk.

A gazdasági növekedés és szerkezete

(éves változás és növekedési hozzájárulás)



Forrás: KSH és saját előrejelzés

Monetáris kondíciók

Az elmúlt évben laza fiskális és szigorú monetáris politika keveréke volt jellemző. A devizapiacra megjelenő kockázat miatt a jegybanki alapkamat emelkedett. Az infláció középtávú lefutását meghatározó tényezők alakítják a kamatpolitikát 2007-ben. Az árfolyam volatilitását elsősorban a nemzetközi pénzügyi folyamatok befolyásolják.

Infláció

Az államháztartási hiány csökkentése érdekében kiigazító lépések váltak szükségessé 2006-ban. A kormány intézkedései érintették a fogyasztási adók szintjét és az ártámogatásokat is. A közép-ső áfa-kulcs még szeptemberben nőtt, míg a jövedéki adók három ütemben (2006. szeptemberében és 2007. áprilisában valamint szeptemberben) emelkedtek illetve emelkednek. Az ártámogatás leépítése a gyógyszerárakat valamint az energiaárakat érintette. A közeljövőben a távolsági közlekedés díjain megjelenő kompenzáció csökkenése is várható. A hatósági intézkedésekből adódó inflációs nyomás már 2006 utolsó negyedévében jelentkezett. A dezinflációs trend megtört, év végére a 12 havi fogyasztói árindex 6,5%-ra emelkedett.

A maginflációs mutató 2006 elején mélypontra süllyedt, később meredeken emelkedett. A szezonálisan igazított érték az év végén megközelítette az 5%-ot. A változatlan adótartalmú index szintén az előző év elejétől indult növekedésnek. Mindez jelzi, hogy az inflációs nyomás még a költségvetési intézkedések előtt megjelent a gazdaságban.

Az árindex emelkedését elsősorban a nem feldolgozott élelmiszerek körében lehetett megfigyelni. Ez összefüggésben állhat a kereskedelmi láncok árpolitikájával, az előző években kialakult verseny teremtette korlátok lazulásával.

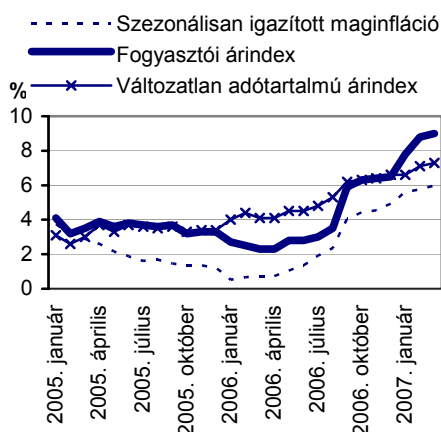
2007 első hónapjaiban még meghatározó a hatósági áremelések közvetlen hatása. A bejelentett intézkedések nyomán a márciusi 9%, esetleg az áprilisi adat jelentheti az éves fogyasztói árindex csúcsát. A tavaszi hónapokban még 8% feletti árindexek várhatók. Ezekben a hónapokban hatósági áremeléssel is lehet számolni (tömegközlekedés, távfűtés). Májustól lassú dezinflációt prognosztizálunk. Az áfa-kulcs emelése csak szeptemberben kerül ki a bázisból, ez felgyorsítja a folyamatot. Kérdéses, hogy milyen gyors lesz az infláció „lecsengése”, és mennyiben határozza meg a következő évi tendenciát.

Az első hónapok adataiból látható, hogy a maginfláció nem követte a fogyasztói árindex év elején gyorsuló emelkedését. Az „átmeneti hatás” teória megalapozottnak tűnik. Kedvezően befolyásolja az inflációt a forint erősödése is, valamint a nemzetközi olajár viszonylagos stabilitása. Az előző évi forintgyengülés is csak mérsékelten és még az előző év végén jelent meg az árakban – ezt jelzi a tartós fogyasztási cikkek árindexének alakulása.

A várható inflációs folyamatokat alapvetően két tényező határozza meg: az inflációs várakozások, valamint a lakossági fogyasztás visszaesésének mértéke. Az inflációs várakozásokról meglehetősen kevés információ áll rendelkezésre, nehezen számszerűsíthető. A piaci felmérésekből (elemzői, lakossági, vállalati) úgy tűnik, a

Inflációs mutatók

(változás előző év azonos hónapjához képest)



Forrás: KSH

szereplők elfogadták az infláció átmeneti megugrását és lassú dezinflációval számolnak. A bériáramlás 2006 utolsó negyedévében kissé emelkedett. Az értékelést nehezíti, hogy az elmúlt időszakban változtak az adószabályok. Ez egyrészt kifizetések előbbre hozását, másrészt – a minimálbérrre vonatkozó járulékszabályok változása miatt – a gazdaság „kifehéredését” is eredményezte. Míg a bérköltségek emelkedése gerjeszthet költségoldali inflációs nyomást, a keresleti oldal megítélése jóval nehezebb. Akár a fogyasztásra, akár a lakossági hitelfelvételre vonatkozó adatokat nézzük, egyértelmű tendencia még nem olvasható ki a lakossági kereslet pontos alakulásáról, a fogyasztás simításának mértékéről (lásd az *Aktuális témánál*). Véleményünk szerint a belföldi fogyasztás visszaesése mérsékelt lesz.

2007-re a stabilizációs csomag áthúzó hatása, valamint a várható árintézkedések, piaci drágulások eredőjeként 7,4% körüli inflációt prognosztizálunk. 2008-ban az infláció visszatér a korábbi dezinflációs trendre, a fogyasztói árindex 3,5-3,7% közelébe süllyedhet.

Pénzpiacok

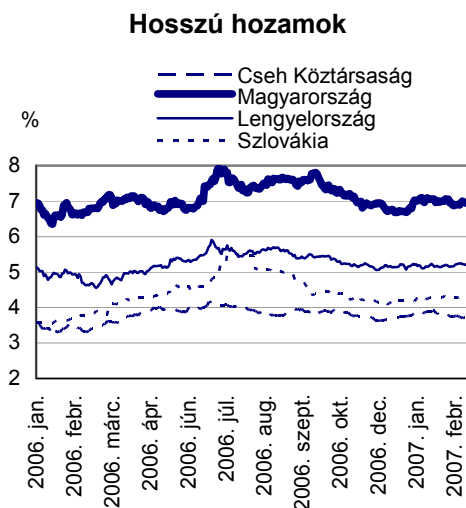
A pénzpiacok stabilitását, a forint árfolyamát és az irányadó kamat mérséklését a hazai tényezők kevésbé veszélyeztetik 2007-ben. A költségvetési deficit folyamatosan csökken, piaci várakozások szerint is teljesíthető a rövid távú államháztartási cél. A nemzetközi pénzpiacokban rejlő kockázat, a globális egyensúlytalanság kialakulásának veszélye, a váratlan kilengések azonban továbbra is veszélyforrást jelentenek.

2006-ban a forint hektikus ingadozása és az emelkedő infláció többszöri kamatemelésre készítette a jegybankot. Az irányadó kamat 6%-ról 8%-ra nőtt. Jelenleg azzal a feltételezéssel élünk, hogy elértük a kamatemelési periódus csúcsát.

Míg 2006 utolsó negyedévében az euró 275 forint közelében ingadozott, addig 2007 márciusában komoly erősödést követően 245 forint körüli szintre süllyedt az európai valuta devizapiaci ára. Fundamentális tényezőkkel a 250-255-ös szintig történő erősödés magyarázható. Ezt követően az árfolyamsáv esetleges eltolásával kapcsolatos várakozások hajtották a hazai valutát az erős oldali sáv közelébe. A feltörekvő országok piaci kötvény-indexe (EMBI) az elmúlt év végi emelkedés után 2007 első hónapjaiban szintén süllyedt, ami hozzájárulhatott a forint további erősödéséhez. Az elvárt kamatprémiumok hazánkban a legmagasabbak régiós összehasonlításban, bár az utóbbi hónapokban határozott csökkenés figyelhető meg.

A globális portfóliótőke áramlásának iránya már nem kedvez annyira hazánknak. Az Emerging Portfolio Fund Research felmérései alapján a feltörekvő országokba irányuló tőke volumene jelentősen visszaesett 2007 februárjában. A befektetők érezhetően a nagyobb pénzügyi stabilitást biztosító országok felé fordultak. A nemzetközi kamattrend alakulásával, az infláció gyorsulásával (Európában a fogyasztási javak, az Egyesült Államokban inkább a tőkejavak) összefüggésben megjelenő félelmek illetve várakozások tovább növelik a kockázatokat.

Összességében úgy látjuk, hogy a forint egy éves távlatban továbbra is a 250 forint körüli tartományban fog mozogni. Ilyen



Forrás: Eurostat

feltételek mellett az év hátralévő részében lazításra is lehetőség nyílik; az alapkamat év végére várakozásaink szerint 7,25%-ra csökken. 2008-ban a felgyorsuló dezinflációs folyamat mentén további komoly kamatcsökkentésre nyílik lehetőség. A jegybanki alapkamat a következő év végén 6,5%-ra csökkenhet.

Államháztartás

Az államháztartás egyenlege a korábban prognosztizálnál kissé kedvezőbben alakulhat, köszönhetően a korábban tervezett meghaladó bevételeknek. Ugyanakkor figyelmeztető jel, hogy a kiadások reálértéken alig csökkentek az első negyedévben a 2006-os időarányos szinthez képest, valamint, hogy az első negyedévben az éves hiányszint 47 százaléka teljesült.

A folyamatok

Az államháztartás pénzforgalmi szemléletű, helyi önkormányzatok egyenlege nélkül számított hiánya 2007 márciusában valamivel 350 milliárd Ft alatt volt, míg az első negyedéves deficit 762 milliárd Ft-ot ért el. A harmadik hónapban a központi költségvetés és a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai hiánnyal, az elkülönített állami pénzalapok többlettel zártak. A központi költségvetés hiánya márciusban 264,6 milliárd forint, a társadalombiztosítási alapoké az első két hónap többletét követően 87,6 milliárd forint volt. Az elkülönített állami pénzalapoknál a többlet 2,9 milliárd forintot ért el.

Mindezek eredményeképpen a márciusi hiányadat nyomán az idei első negyedéves deficit a GDP 3%-át tette ki, ami a teljes éves várt hiány 47,6%-át éri el. Annak ellenére, hogy időarányosan 2007-ben magasabb az első háromhavi hiány szintje, mint 2006-ban, a teljes és elsődleges egyenlegben is jelentős változás következett be 2006-hoz képest. Az államháztartás pénzforgalmi szemléletű hiányában bekövetkezett javulás elsősorban a bevételek gyors növekedésének tudható be, miközben a kiadások reálértéken alig változtak.

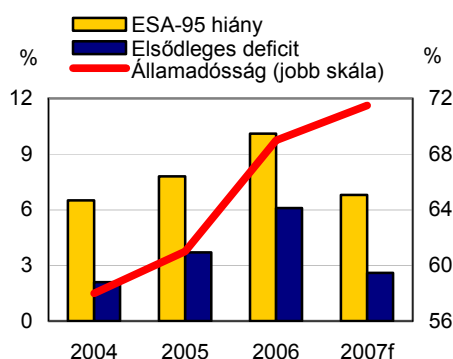
Az év első három hónapjában az államháztartás pénzforgalmi szemléletű bevételei 14,5%-kal haladták meg a 2006 első negyedéves szintet, miközben a kiadások 9,2%-kal emelkedtek. A kiadások esetében a központi költségvetés és az elkülönített állami pénzalapok kiadásai reálértékben stagnáltak, míg a társadalombiztosítási alapok kiadásai reálértéken közel 2,5%-kal emelkedtek.

Az egyes alrendszereket röviden áttekintve megállapítható, hogy az első három hónap összesített adatai alapján a központi költségvetés egyenlege a kiadások minimálisan terv alatti, illetve a bevételek enyhén terv feletti teljesülése miatt lett kedvezőbb. Az alacsonyabb hiány jelentős részben a vártnál kedvezőbb adóbevételek eredménye. Mind a személyi jövedelemadó és a társasági adó bevételek, mind az áfa bevételek meghaladták a prognózist, s a vártnál magasabb volt a járulékbefizetés is. A tervezettnél magasabb adóbevételek egyik forrása a lakossági fogyasztás csökkenésének időbeli lefutásából ered, mely összességében eddig a vártnál kisebb mértékű és időben késleltetve jelentkező volt. A magasabb nominális adóbevételek másik forrása az inflációs nyomás érvényesülése volt az első negyedévben, amihez társult a nominális jövedelmek és adóbevételek korábban prognosztizálnál gyorsabb emelkedése.

A bevételek kedvező alakulása mellett fegyelmesebb volt a költségvetési szféra gazdálkodása és ez korlátozta az elsődleges kiadások növekedését, mind a folyó mind a tőke jellegű kiadások esetében. A központi költségvetés egyenlegét kedvezően érintette,

Államháztartási hiánymutatók

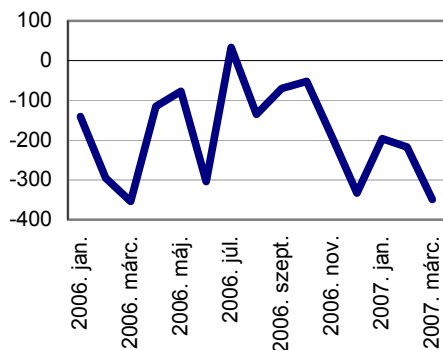
(GDP százalékában)



Forrás: KSH és saját előrejelzés

A központi költségvetés egyenlegének havi alakulása

(milliárd forint)



Forrás: PM

hogy a korábban prognosztizálnál kedvezőbben alakulnak az adósságszolgálattal kapcsolatos kamatkidadások is, melynek eredményeképpen összességében éves szinten akár 30 milliárd forinttal is kisebbek lehetnek az államháztartás kamatkidadásai. Továbbá, az éves kiadások alakulásában kedvező a közzszférára megszületett bérmegállapodások hatása, mert az év közben bekövetkező átszervezések és leépítések mellett ez a tervezett keretek között tarthatja a folyó kiadások szintjét.

Az államháztartás egyenlegét kedvezően érinti a társadalombiztosítási alapok hiányának mérséklődése. Miközben az év első két hónapjában a társadalombiztosítási alapok többlettel zártak, az első negyedéves hiány a tavalyi nominális pénzforgalmi hiány alig valamivel több, mint negyede. Az egyenleg kedvező alakulásában elsősorban a bevételek gyors növekedése mutatható ki a kiigazítási program keretében növelt járulékok, valamint a szigorúbb járulékbekajátás eredményeképpen. Ugyanakkor szembetűnő, hogy a kiadások sem emelkedtek a korábbi évekhez hasonlóan részben az egyes intézményekre jellemző fegyelmesebb gazdálkodás, a gyógyszerkasszára a korábbi években jellemző elfutások mérséklődése, illetve vélhetően az egészségügyi reform eredményeképpen a szolgáltatások iránt mérséklődő kereslet miatt. A tavalyi évhez hasonlóan a pénzszelemléltű hiányt kedvezően befolyásolta az elkülönített állami pénzalapok növekvő többlete, mely elsősorban szintén növekvő bevételeikkel áll összefüggésben.

A kilátások

A kilátásokat illetően az elvárt adóbevételek kiesése kedvezőtlenül érinti az elsődleges bevételek és egyenleg alakulását, de az államháztartási egyenleg összességében kedvezőbben alakulhat 2007-ben a korábban általunk előrejelzettnél. Annak ellenére, hogy 2007-ben időarányosan magasabb deficitadatok teljesültek, mint 2006-ban, a makrogazdasági folyamatok összességében kedvezően érintik az államháztartási egyenleg alakulását. A korábban vártnál kissé magasabb infláció, valamint vélhetően kissé mérsékeltebb GDP visszaesés kedvezően érinti a bevételek és az elsődleges egyenleg alakulását mindhárom alrendszer esetében. A kedvezőbben alakuló kamategyenleg is mérsékli valamelyest az államháztartás várt hiányát. A rendelkezésre álló adatok alapján a 2007-ben az államháztartás eredményszelemléltű hiánya a GDP 6,8%-a lehet, míg az önkormányzatok nélküli pénzforgalmi hiány eléri a GDP 6,3%-át, önkormányzatokkal együtt számított hiány pedig megegyezhet az eredményszelemléltű deficittel. Az előrejelzésünk változatlanul magasabb hiányt takar, mint ami a kormányzati és elemzői előrejelzésekben szerepel.

Ez azzal is összefüggésben van, hogy miközben az elsődleges egyenleg jelzett javulása biztosíthatja az államháztartás eredmény- és pénzszelemléltű hiányának csökkenését, a 2007-es államháztartási folyamatokkal kapcsolatosan fel kell hívni a figyelmet néhány bizonytalansági tényezőre. Egyrészt változatlanul kérdéses, hogy miképpen alakul a kedvező külső konjunktúra és a kiigazítási program összesített hatása a gazdasági növekedésre és ezen keresztül a költségvetési bevételekre. Még legalább egy negyedév adatait meg kell várni annak érdekében, hogy lássuk a 2007-es növekedési folyamatokat és azok időbeli lefutását. Ugyanakkor az előrejelzésünkben szereplő inflációs pálya a

korábban gondoltnál kedvezőbben érinti a reál GDP alakulásától függetlenül az államháztartási egyenleg alakulását.

Másrészt az államháztartási egyenleg javításához változatlanul fegyelmezett kiadási politikára van szükség, elsősorban arra, hogy a tárcák a számukra meghatározott kereteket ne lépjék túl és az év során ne kerüljön sor az elkülönített maradványpénzek felhasználására. Ebben a tekintetben intő jel lehet, hogy a tavalyi évvel összevetve alig mérséklődött a központi költségvetés kiadási szintje az év első két hónapjában.

Harmadrészt bizonytalanságot hordoz magában a társadalombiztosítási alapok kiadásainak és egyenlegének alakulása: az első három hónap összességében kedvező folyamatai ellenére itt rejlik jelenleg az egyik fő veszélyforrás az államháztartási hiány alakulása szempontjából. A társadalombiztosítási alapok egyenlegének alakulása szorosan összefügg a gyógyszerkassza hiányának alakulásával, a járulékbévételek dinamikájával, amelyek az intézményrendszer átszervezésének bizonytalansága miatt még tartogathatnak meglepetéseket. Mindenképpen figyelembe kell venni, hogy az első két hónap többletében a járulékbévételek emelkedése, a szolgáltatások iránt visszaeső kereslet, a kiadások korlátozása (lásd gyógyszer-ártámogatás) is szerepet játszott: kérdéses, hogy ezek a tényezők, folyamatok meddig érintik kedvezően a társadalombiztosítási alapok egyenlegét.

A költségvetési politika számára a legfőbb kihívást azonban nem a 2007-es államháztartási egyenleg teljesítése, hanem a 2008-ra a konvergencia programmal összhangban 4.3%-ra mérséklendő hiány cél elérése jelenti. Ennek érdekében a GDP 2%-át meghaladó kiigazításra lenne a szükség az államháztartás eredményezemléletű hiányában, ami a változatlan kamatkidadások mellett ezzel azonos mértékű javulást igényel az elsődleges egyenlegben. Miközben 2006-ban és 2007-ben lehetséges (bár makrogazdasági hatásait tekintve kedvezőtlen) volt az államháztartási hiány mérséklése a bevételek növelésével és a kiadások csökkentésével, 2008-ban ezt kizárólag a kiadások és ezen belül az intézményrendszeri és szerkezeti reformok eredményeképpen csökkenő kiadások mérséklésével lehet elérni. Kérdéses azonban, hogy a célul kitűzött reformlépések biztosítják az 500 milliárd Ft-os kiigazítást és egyenlegjavulást, vagy pedig további bevételnövelő lépésekre lesz szükség a célok eléréséhez.

Tavaly a jelentős hiánynövekedéssel párhuzamosan a GDP-arányos adósságráta is nagymértékben emelkedett és a maastrichti kritériummal konzisztens adósságráta elérte a GDP 69 százalékát. Az adósság/GDP mutató 8 százalékpontos növekedésében az elsődleges szerepet a magas hiányszint, másodlagos szerepet a devizaadósság teljes adósságon belül betöltött magas részesedése miatt a devizaadósság átértékelődésén keresztül árfolyamhatás játszotta. Az adósság növekedése idén jelentősen mérséklődik az elsődleges egyenlegben bekövetkező fordulat nyomán, viszont a lassuló reálnövekedés, illetve a reálkamatlábak és reálnövekedés közötti eltérés kismértékű növekedése nyomán az adósság/GDP ráta tovább emelkedik és elérheti a GDP 71,5 százalékát. Az adósság/GDP egyenleg csökkenésének feltétele a lassuló növekedés mellett az elsődleges egyenleg javulása és a hiány csökkenése.

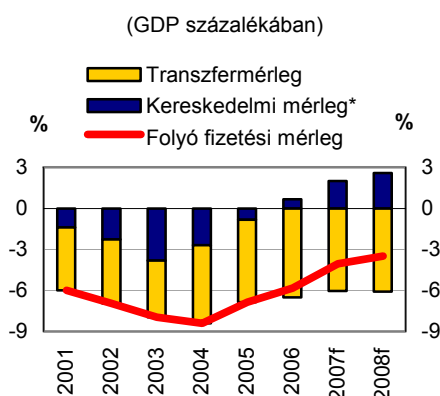
A külső egyensúlyi folyamatok

A külső egyensúlyi folyamatokban meghatározó egyrészt a külkereskedelmi mérleg erős javulása és a jövedelmek egyenlegének kisebb romlása, mely összességében a külső finanszírozási igény számottevő javulása irányába mutat. A folyó fizetési mérleg hiánya idén a GDP 4%-ára, 2008-ban pedig jóval az alá csökkenhet. A finanszírozás szerkezetében ugyanakkor az adóssághézag beáramlások dominálnak majd, ezáltal a bruttó külföldi adósság magas szinten, a GDP 90%-a közelében rögzül.

Külső finanszírozási igény

A tavalyi év negyedik negyedében tovább csökken a magyar gazdaság külső finanszírozási igénye. A folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlegeként képződő ún. felülről számított külső finanszírozási igény 768 millió eurót tett ki (ezen belül a folyómérleg hiánya 1117 millió euró). A pénzügyi mérleg egyenlege (vagyis az alulról számított külső finanszírozási igény) viszont 1350 millió eurós volt, továbbra is jelentős tehát a rés a külkereskedelmi forgalom vállalati adatszolgáltatásokból származó valamint a pénzforgalmi jelentésekből származó adatai között. Ezt a különbséget a Magyar Nemzeti Bank a hibák és kihagyások tételben (tehát nem a kereskedelmi és az áruforgalmat finanszírozó egyéb hitelek között) tartja nyilván.

A folyó fizetési mérleg alakulása



Forrás: MNB és saját előrejelzés
* Áru- és szolgáltatásforgalom

Bár a március 30-án publikált fizetési mérleg adatok még nem véglegesek, a 2006. évi teljes 5,2 milliárd euró folyó fizetési mérleg hiánya a GDP mindössze 5,8%-ára rúg, ami jóval alacsonyabb az előző negyedévi előrejelzésünkben várt 6,3%-os értéknél. Ennek fő okaként a vártnál is erőteljesebben javuló áruforgalmi egyenleg jelölhető meg: ez 2006 utolsó negyedében – ha csak enyhébb mértékben is, de - pozitívvá vált, amire utoljára 1995-ben volt példa. Folytatódott a szolgáltatásforgalom trendjének javulása is, így az áru- és szolgáltatásforgalom egyenlege 2006 egészében már a GDP 0,7%-át kitevő többletet mutatott. Mindez romló cserearányok mellett következett be, s az importárak növekedése az előrejelzési időszakban is meghaladja számításaink szerint az exportárak növekedését. Ennek ellenére az export volumene az importét akár 3 százalékponttal meghaladóan is nőhet 2007-ben (lásd a *Gazdasági növekedés* fejezetet), így idén az áru- és szolgáltatásforgalmat egyaránt tartalmazó kereskedelmi mérleg többlete elérheti a GDP 2%-át. Ez 2008-ra még valamivel tovább is javulhat.

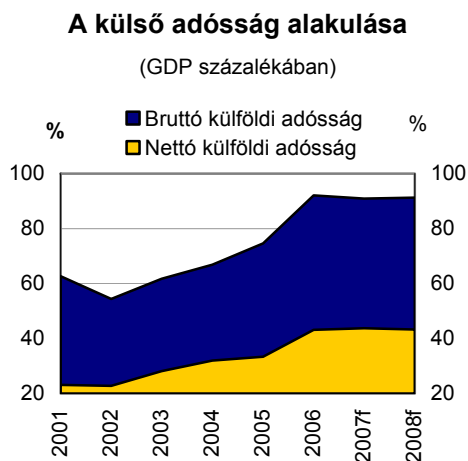
A jövedelmek tételeiben tovább folytatódott a nem-adósság jellegű befektetések utáni kifizetések (tulajdonosi jövedelmek) hiányának növekedése, és a negyedik negyedévi adatok ismeretében úgy tűnik, hogy az adósság utáni jövedelmek (kamatfizetések) trendje is a növekvő hiány irányába fordult. A külföld felé való nettó jövedelemátutalások 2006 egészében elérték a GDP 6,8%-át. A negatív jövedelmi trendek mindkét típusú befektetések esetében folytatódnak 2007-ben is, de a GDP-arányos mértékük idén enyhébb mértékben csökkenhet, 2008-ban pedig stabilizálódhat. A folyó transzferekben egyenlegében mutatkozó emelkedő trend forrása az EU-val kapcsolatos tranzakciók mind jelentősebb bevételi többlete. Igaz, ezen tranzakciók nagyobbik része a tőkemérlegben kerül elszámolásra.

2007-re egészében véve úgy véljük, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 4%-ára, majd 2008-ban mindössze 3,5%-ára szűkülhet. Mivel a tőkemérlegben az EU-val kapcsolatos

tranzakciók folytatólagosan javuló egyenlegeként további többletek keletkeznek, a magyar gazdaság külső finanszírozási igénye 2007-ben a GDP mindössze 3,3%-ára, 2008-ban pedig csak 2,8%-ára várható.

A finanszírozás szerkezete és a külföldi adósság

A folyó fizetési- és a tőkemérleg együttes hiánya 2006-ban közel 4,5 milliárd euró volt, amelyet nettó módon kizárólag adóssággeneráló tőkebeáramlás finanszírozott, ugyanis a nem-adósságképző pénzügyi forgalomban 500 millió euró nettó kiáramlás mutatkozott. Ez főként annak tulajdonítható, hogy míg a 2005. évben a részvényben és más tulajdonosi részesedésben megtestesülő közvetlen befektetések be- és kiáramlásának egyenlege 3,85 milliárd eurót tett ki, addig 2006-ban mindössze 170 millió eurót ért el. A beáramlások esetében egyrészt a 2005. évi felére (900 millió euróra) esett vissza az újrabefektetett tőke nagysága, másrészt az év utolsó negyedében néhány tranzakció keretében jelentős, a beáramlásokat 520 millió euróval meghaladó tőke kivonásra került sor. A magyarországi bejegyzésű vállalkozások külföldi közvetlen befektetései között ugyanakkor a negyedik negyedében kerültek elszámolásra az OTP 1,3 milliárd eurónyi nagyságú 2006. évi akvizíciói Ukrajnában, Oroszországban, Szerbiában és Montenegróban. Ezek mellett a rezidensek növekvő, befektetési alapokon és biztosítókön keresztül külföldi részvényvásárlásai is számottevően hozzájárultak a nem-adósságképző finanszírozás elapadásához. Ugyanakkor azt is meg kell említeni, hogy a közvetlen befektetésekhez kapcsolódó, nagyrészt a külföldi anyavállalat és belföldi leányvállalatai közötti *hitel jellegű* tranzakciók keretében 2,25 milliárd euró nettó beáramlás volt megfigyelhető 2006-ban. Emellett az adósság típusú portfólió befektetéseiben mutatkozott jelentősebb nettó tőkebeáramlás.



Forrás: MNB és saját előrejelzés

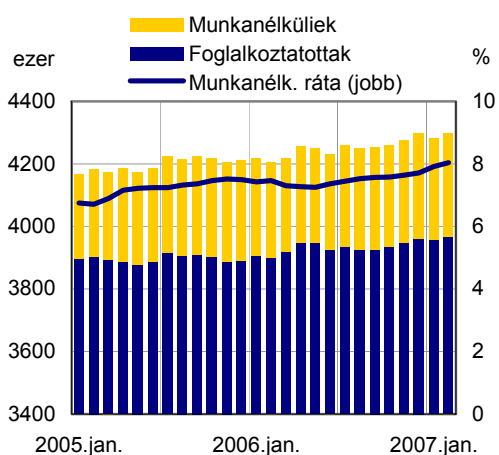
Az idei és a jövő évben, fenntartva néhány nagyobb tranzakciók lehetőségét, úgy véljük, hogy a beáramló külföldi közvetlen tőke a GDP 3,5%-a, míg a rezidens vállalkozások külföldi közvetlen befektetései a GDP közel 2%-a közelében alakulhatnak. Az egyéb forgalmakban sem feltételezve radikális változásokat a finanszírozás túlnyomó részben továbbra is adóssággeneráló tőkebeáramlás formájában történik. A nem-adósságképző tőkebeáramlás egyenlege pozitív lesz ugyan, de csak harmada-fele az adósságképző beáramlásénak.

A finanszírozási szerkezet illetően alakulása következtében 2006 végére a bruttó külföldi adósság a GDP 92,1%-ára (82,1 milliárd euróra) szökkent fel a 2005. év végi 74,6%-os (66,2 milliárd eurós) szintjéről. Ez a növekedés részben amiatt ilyen jelentős, mert a forint 2006. év közepén bekövetkezett jelentős gyengülése miatt az euróban kifejezett nominális GDP 2006-ban alig nőtt 2005-höz képest. Az idei évben pont fordított lesz a helyzet: az általunk feltételezett 250-252 közötti erős árfolyam miatt a nominális GDP még a reál GDP mindössze 2,6%-os növekedése mellett is jelentősen növekszik euróban kifejezve, így annak ellenére, hogy a finanszírozás nagyrészt adóssággeneráló jellegű lesz, a bruttó külföldi adósság 2007 végére a GDP 90,9%-ára csökkenhet, 2008-ra pedig nagyjából ezen a szinten rögzül majd.

Munkapiac

A költségvetési szférában folytatódik a létszám-csökkenés és mérsékelt marad a bérnövekedés. A versenyszféra a jelek szerint kivár: 2007-ben nem változik jelentősen a létszám. A munkanélküliség 2007-ben 7,6%-on tetőzik, 2008-ban kissé mérséklődik. A nettó reálkeresetek idén 2,8%-kal csökkennek, míg jövőre mintegy 1,5%-kal emelkedhetnek. A fajlagos bérköltség 2007-2008-ban évi mintegy 0,5%-kal mérséklődik.

Aktivitás és foglalkoztatás



Megjegyzés: szezonálisan igazítva. Forrás: Eurostat

Foglalkoztatás

A KSH munkaerőpiaci felmérése szerint 2007 februárjában az aktív népesség 2,7%-kal, a foglalkoztatottak száma 2%-kal múlta felül a 2006. februári értéket. Ez 112 ezerrel több aktívát és több mint 77 ezerrel több foglalkoztatottat jelent egy év alatt.

Ugyanakkor a munkanélküliek száma és aránya is folyamatosan emelkedik. Tavaly február óta a munkaerőpiaci felmérés becslése szerint az állástalanok száma és aránya 35 ezer fővel illetve 0,6 százalékponttal emelkedett. A munkanélküliségi ráta szezonálisan igazított értéke februárban már meghaladta a 8%-ot, a kiigazítatlan adat pedig elérte a 8,5%-ot.

Az Állami Foglalkoztatási Szolgálatnál regisztrált álláskeresők száma 2006-2007 márciusa között 31 ezerrel nőtt. Ennek oka, hogy tavaly március-május között átmenetileg jelentősebb csökkenés ment végbe a bejelentett álláskeresők számában. 2007 márciusában a regisztrált álláskeresők száma közel 454 ezer fő volt. Ezzel szemben a bejelentett üres álláshelyek száma a 2006. márciusi közel 48 ezerrel szemben 2007. március végére 38 ezer alá csökkent.

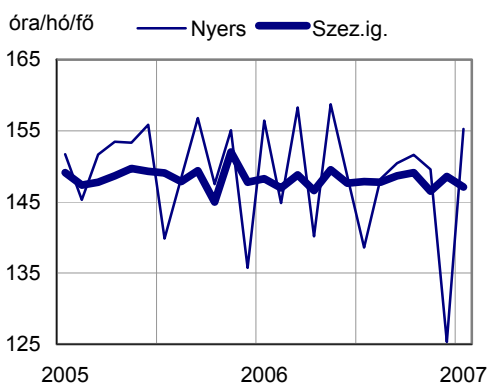
Össességében tehát kissé bővülő foglalkoztatás mellett növekvő nagyságú és mértékű munkanélküliség tapasztalható. Ennek oka a munkapiaci aktivitás növekedése (többek közt a segélyezés feltételeinek szigorítása miatt), valamint a munkahely-teremtés lassulása.

A legalább öt főt foglalkoztató vállalkozások és az államháztartás körében foglalkoztatottak száma 2007 januárjában 1%-kal múlta felül az egy évvel korábbi. Ezen belül a versenyszféra 2,1%-os növekedést mutatott fel a piaci szolgáltatások létszám-bővülése következtében. A feldolgozóiparon belül a vegyipar, a fémfeldolgozás és a gépipar létszáma is növekedett feltehetőleg a kedvező külföldi konjunktúra következtében. Másfelől az építőipari teljesítmény visszaesésével együtt az itt foglalkoztatottak létszáma is 2,7%-kal csökkent.

A közférában alkalmazottak létszáma 2007 januárjában 3,4%-os csökkenést mutatott, ami szinte egészében az államigazgatásban történt leépítések eredménye. Az oktatásban és egészségügyben foglalkoztatottak száma összességében csekély mértékben csökkent.

A havonta átlagosan teljesített munkaórák száma 2006 negyedik negyedévében főleg szezonális okokból mélypontot ért el, 2,7%-kal maradt el a 2005 végétől. A teljes időben foglalkoztatott fizikai dolgozók munkaóra-tömege szintén csökkent, közel 3%-kal ugyanezen időszak alatt. Ugyanakkor 2007 januárjában mind az

Havonta ledolgozott munkaórák



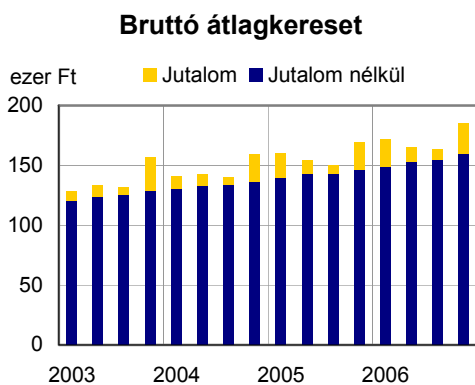
Forrás: KSH

átlagos munkaórák száma, mind a munkaóra-tömeg elérte az előző év azonos időszakának értékét.

A Magyar Munkaerőpiaci Prognózis (MMPP) 2006 őszén végzett felmérésében a megkérdezett vállalkozások 26%-a várt 2007-ben létszámnövekedést, 57% változatlan létszámot és csupán 14% számított biztos létszámcsökkenésre. Felvételt a cégek 43%-a tervezett 2007-re, 52%-a nem számolt vele. Leépítést 7% tervezett, egyéb okokból való létszámcsökkenést pedig 27% várt. A felvételi és elbocsátási tervek alapján az exportőr cégek optimistábbak, mint a hazai piacra termelő cégek. Ez jól tükrözi a kedvező külső konjunktúra és a visszaeső belföldi kereslet kettősségét.

Az adatok arra is engednek következtetni, hogy a vállalkozások átmenetinek gondolják az idei év kedvezőtlen belső konjunktúráját, ezért nem leépítésekkel, hanem a rendelkezésükre álló munkaerő kevésbé intenzív igénybevételével reagálnak rá. Ezért nem számítunk jelentős változásra a versenyszférában foglalkoztatottak számát illetően. Ugyanakkor 2007-ben folytatódhat a közszféra létszámcsökkentése többek közt a helyi önkormányzatok, az oktatás és az egészségügy terén. Mivel a versenyszféra csak korlátozottan lesz képes munkahelyet biztosítani az állás nélkül maradóknak, ezért 2007-ben a munkanélküliek száma és a munkanélküliségi ráta is tovább emelkedik. A munkanélküliségi ráta 2007 átlagában várhatóan eléri majd a 7,6%-ot. 2008-ban a belföldi kereslet élénkülése ismét lendületet adhat a munkahely-teremtésnek, így a munkanélküliség mértéke is csökkenhet, várakozásunk szerint 7,4%-ra.

Keresetek és munkaköltség



Megjegyzés: a nemzetgazdaság egészében.

Forrás: KSH

A bruttó átlagkereset januárban 209.400 Ft-ot tett ki, és 7,1%-kal növekedett a nemzetgazdaság egészében. Ezen belül a versenyszférában 10,4%-os, a költségvetési intézményeknél 5,4%-os volt az átlagos növekedés 163.200 Ft illetve 329.700 Ft-os összegeket elérve. A jutalom nélküli bruttó keresetnövekedés 10%-os volt a nemzetgazdaság egészében. A teljes munkajövedelem növekedése 7,1%-os volt.

A nettó átlagkeresetek az adó- és járulék-emelkedések miatt csupán 0,9%-kal növekedtek a nemzetgazdaságban (jutalom nélkül 3,2%-kal). Az átlagos nettó reálkereset januárban 7,8%-os infláció mellett 6,4%-kal csökkent 2006 januárjához képest.

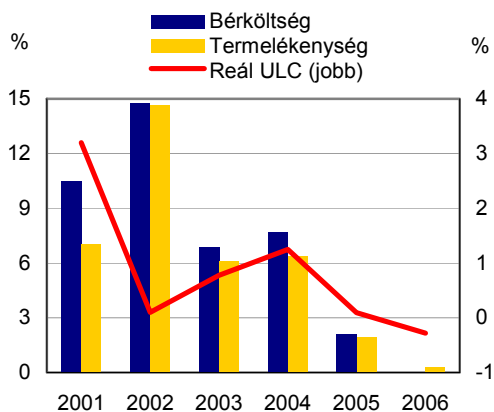
Várakozásaink szerint 2007-ben a vállalkozások nem kompenzálják a munkavállalókat az adó- és járulékterhek növekedéséért. Egyelőre bizonytalanság övezi a 2007. évi inflációs várakozásokat, amelyek jelentősen befolyásolják a bérek emelkedését. A vállalatvezetők 2007 első negyedévében 6,9%-os éves inflációt vártak a Medián felmérése szerint.¹

Úgy értékeljük, hogy a közsférában kötött bérmegállapodás a jutalom nélkül számított kereseteket növeli ugyan, de az év egészére számított átlagos keresetet nem.

A mérsékelt bruttó kereset-növekedés, a közterhek emelkedése és az idén megugró infláció miatt a nettó reálkeresetek 2,8%-kal csökkennek majd. 2008-ban a mérséklődő infláció következtében változatlan közterheket és a közsférában csekély kereset-

¹ Lásd: Magyar Nemzeti Bank: Jelentés az infláció alakulásáról – időközi felülvizsgálat. 2007. február. 13. o.

Fajlagos bérköltség



Megjegyzés: termelői árindexszel deflált bérköltség- és termelékenység-növekedés; RULC a kettő hányadosa. Forrás: DG ECFIN, KSH

növekedést feltételezve összességében 1,5%-kal növekedhet az átlagos reálkereset.

2006-ban a korábbi évekhez képest mérsékeltebb volt mind az egy alkalmazottra eső reál bérköltség, mind a munkatermelékenység növekedése. A termelékenység-növekedés lassulása tükrözi a mérsékeltebb vállalati beruházásokat. A termelői árindexszel deflált bérköltség 2006-ban gyakorlatilag stagnált. Így az egy alkalmazott által termelt értékre vetített bérköltség tavaly 1998 óta először csökkent.

Idén és jövőre a fajlagos munkaköltséget lefelé húzza a mérsékeltebb átlagos bérnövekedés és a költségvetési szféra folytatódó létszámcsökkenése, ellenben emeli a lassuló gazdasági növekedés. Összességében 2007-2008-ban a fajlagos munkaköltség évi 0,5%-os csökkenésére számítunk.

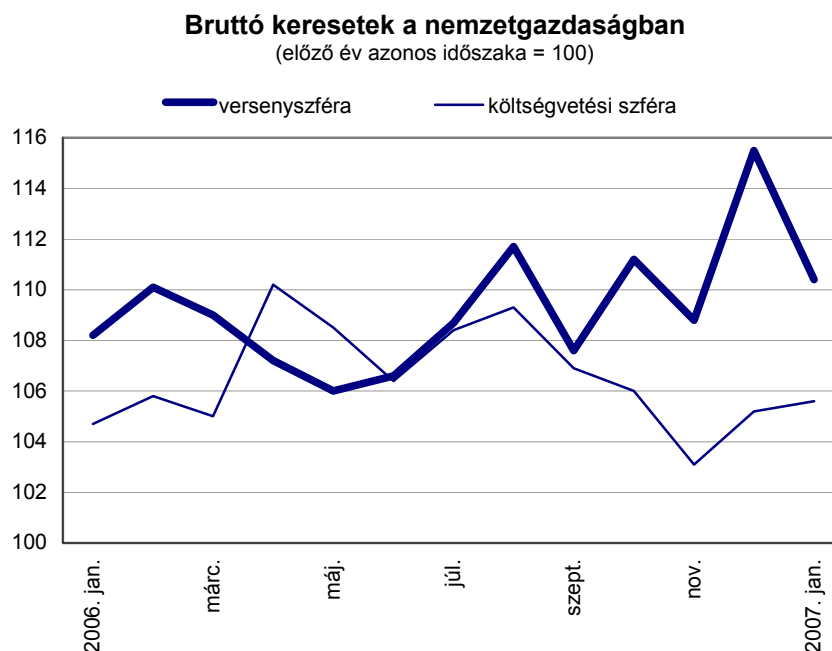
Aktuális téma

Fogyasztás-simítás a háztartásoknál

A háztartások fogyasztási kiadása a bruttó hazai termék több mint felét adja. A költségvetés keresletszűkítő politikája mellett fontos kérdés, hogy a kiigazító lépések hatására mennyiben esik vissza a lakosság támasztotta kereslet, és miként járul hozzá a gazdasági növekedéshez vagy az importált fogyasztáson keresztül a fizetési mérleghez. A kereslet visszaesésének mértéke pedig meghatározza az inflációs pályát. Nagyobb visszaesés felgyorsíthatja az év második felében a dezinflációt. A kérdés tehát, hogy miként reagálnak a háztartások a megszorító intézkedésekre, másképp megfogalmazva, mennyiben simítják a fogyasztásukat.

A lakosság fogyasztása keynesi megközelítésben a rendelkezésre álló jövedelemtől függ. Újabb fogyasztási elméletek további paramétereket vonnak be az elemzésbe. Míg a keynesi megközelítés egyértelműen a folyó jövedelemre vezette vissza a fogyasztás alakulását, addig az újabb elméletek már az intertemporális hatásokat is kiemelik. Az egyén fogyasztását a várható jövőbeli jövedelmek is meghatározzák. A fogyasztási magatartás elemzésének tehát fontos kiindulópontja, hogy a háztartások az életciklus egészében igyekeznek optimalizálni fogyasztásukat, jelenbeli döntéseik meghozatalakor tekintettel vannak a jövőben várható tendenciákra. Tóth és Árvai² makro- és mikrogazdasági vizsgálatokkal igazolják, hogy Magyarországon az ún. életciklus elmélet használata megalapozott. A fogyasztás-simítás két hipotézissel magyarázható. A permanens jövedelemhipotézis szerint a fogyasztó tekintettel van a jövőben várható jövedelmére is, és azzal számol, hogy életpályáján nő a jövedelme. Másrészt a fogyasztók szokásuk rabjai is (habit-persistence), tehát a múltbeli fogyasztásukhoz viszonyítanak. Mindez gyakorlatilag azt jelenti, hogy a lakossági fogyasztása a jövedelem megváltozásánál kisebb mértékben változik.

1. ábra



Forrás: KSH

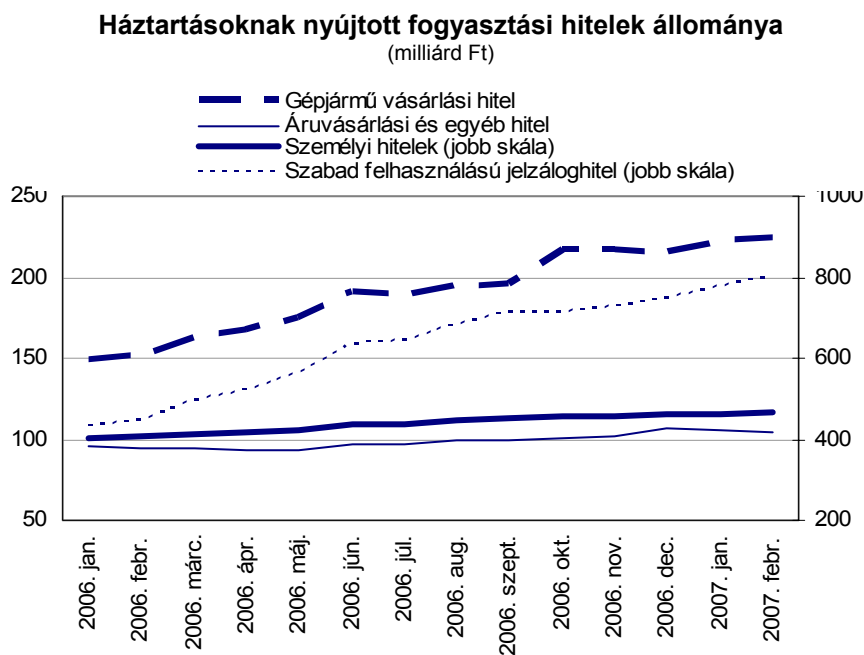
² Tóth István János – Árvai Zsófia: Likviditási korlát és fogyasztói türelmetlenség. A magyar háztartások fogyasztási és megtakarítási döntéseinek empirikus vizsgálata. MNB Füzetek 2001/2 <http://mek.oszk.hu/03300/03366/03366.pdf>

Egyelőre a jövedelem alakulását is nehezen lehet megbecsülni. Bár az elmúlt év végén, és – néhány szegmensben – még az idei év elején is a keresetek emelkedése volt megfigyelhető. A tisztánlátást azonban két tényező is nehezíti. Egyrészt az elmúlt évben változtak az adó- és járulékszabályok, amelyek érintették a nettó keresetet, vagy az egyéb juttatásokat. Ez egyes kifizetések (prémiumok, jutalmak) előbbre hozását eredményezhette. A 2006. júniusában bemutatott Új Egyensúly Program egyik fontos eleme volt a járulékalap kiszélesítése. A munkáltató által fizetendő terhek alapját a minimálbér kétszeresében határozták meg. Az így elindított folyamat a jövedelmek „kiféheredésével” is aposztrofálható. A bérstatisztika adatait tehát fenntartásokkal kell kezelni.

Az előttünk álló időszakban tehát alapvetően két – fogyasztás szempontjából közvetlenül – meghatározó makrogazdasági paraméter is változik. A költségvetés kiigazító lépései érdemben emelték a megélhetési költségeket, az infláció emelkedett. 2006 utolsó negyedévében már nőtt a fogyasztói árindex, de az ártámogatások leépítése még 2007-ben is növeli az inflációt. Éves átlagban 7,4 százalékos áremelkedést prognosztizálunk. Másodszor érdemben csökkentek a nettó keresetek az adó- és járulékszabályok változása miatt. Háztartáscsoportonként eltérő módon, de emelkedtek a járulék-kulcsok illetve megszűntek adókedvezmények. Az eddig ismert bérmegállapodások alapján mérsékelt bruttó keresettel és megugró infláció mellett 2,8 százalékos reálkereset csökkenéssel számolunk 2007-ben, szemben az előző évi 10 százalékos növekedéssel. A reáljövedelem várhatóan 2-2,5 százalékkal mérséklődik.

A másik kérdéskör, ami a fent vázolt elméleti kereteken belül felmerül, már a háztartások percepciójával van összefüggésben. Kérdés, hogy mennyiben jelentkezik az ún. óvatossági motívum, miként értékelik a várható jövedelmi pozíciójukat, illetve múltbeli fogyasztásukat. Amennyiben erős lesz az óvatossági motívum, a fogyasztás jelentősebb mértékben esik vissza, míg ellenkező esetben a fogyasztás- simítás meghatározóbb és látványosabb lesz. Egy szempont mindenképpen kiemelhető, ami némi kapaszkodót nyújt: a munkanélküliség kockázata most magasabb. A közszférában a költségvetési intézményrendszer átalakítása miatt, míg a versenyszférában a költségoldali nyomás miatt nőtt meg a foglalkoztatott ráta csökkenésének esélye. A munkanélküliségi ráta 7,6 százalékra emelkedhet 2007-ben.

2. ábra



Forrás: MNB

A kérdés tehát, mennyiben tekintik a háztartások átmenetinek a gazdasági környezet változását. A fogyasztás-simítás puffere a hitelkereslet növekedése lehet. A reáljövedelem csökkenése mellett a fogyasztás szinten tartásának eszköze az eladósodottság növelése. Az elmúlt pár évben a lakossági hitelkereslet dinamikus felfutását lehetett megfigyelni. Ez jelentkezett a fogyasztási cikkek piacán és az ingatlanpiacon egyaránt. Több tényező együttesen járult hozzá a likviditási korlát lazulásához. Az Európai Unió csatlakozás, valamint a rendszerváltás után lassan gyorsuló gazdasági növekedés alapot adott az óvatossági motívum háttérbe szorulásának. Az infláció csökkenésével párhuzamosan a kamatok is csökkentek, a hitelek olcsóbbá váltak. Az

elhalasztott fogyasztás „bepótlása” szintén hozzájárult a hitelkereslet növekedéséhez. Végül a pénzügyi közvetítőrendszer fejlődése, a bankrendszer kínálatának bővülése is éreztette hatását.

Alapvetően két dimenzió mentén érdemes megkülönböztetni a háztartási csoportokat: milyen mértékű a reálpozíció relatív romlása, valamint mennyiben játszik szerepet az „óvatossági” motívum³. Kérdés, hogy melyik csoportban milyen fogyasztási volumen tartozik.

		„óvatossági” motívum	
reálpozíció relatív romlása	magas a reálpozíció romlás, és magas az óvatossági motívum → fogyasztás erőteljesebb visszafogása	magas a reálpozíció romlása, és alacsony az óvatossági motívum → hitelkereslet növekedése	
	mérsékelten romlik a reálpozíció, de magas az óvatossági motívum → mérsékelt fogyasztás-visszafogás	mérsékelten romlik a reálpozíció és alacsony az óvatossági motívum → esetleg fogyasztás növekedés	

A reáljövedelem csökkenése tehát kétségtelenül a fogyasztás lassulásával vagy visszaesésével párosul. Ez a hitelkereslet lassuló növekedését valószínűsíti. Mértéke attól függ, miként értékeli a lakosság a gazdasági környezetet. Ha átmeneti reálpozíció-romlással számol, akkor a hitelkereslet lassulása kisebb lehet⁴.

A lakossági bizalmi indexek alakulása azt valószínűsíti, hogy az óvatossági motívum viszonylag „gyenge” a háztartások egészét tekintve. Az indexek többnyire már elérték mélypontjukat és egyre többen számolnak javuló tendenciával. Mindez tehát azt valószínűsíti, hogy a lakossági fogyasztás visszaesése nem lesz jelentős.

³ Itt alapvetően azt értjük az „óvatossági” motívum alatt, hogy mennyiben tekintik átmenetinek a gazdasági környezet változását.

⁴ Ha csökken is a hitelkereslet a hitelportfólió kockázata feltehetően emelkedik – ez azonban már inkább a pénzügyi rendszert érintő kérdés.