



Negyedéves előrejelzés a magyar gazdaságra

2008 nyár



Negyedéves előrejelzés a magyar gazdaságra

2008 nyár

Az elemzést készítették:

Kutasi Gábor, Oszlay András (szerk.), Pellényi Gábor, Sass Magdolna

Az elemzéshez használt adatbázis 2008. július 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 bárminemű következményért. A kiadvány tartalma előzetes értesítés nélkül változhat.

Tartalomjegyzék

Összefoglaló	4
1. A külső környezet alakulása	6
2. Gazdasági növekedés	11
3. Munkapiac	15
4. Infláció, monetáris kondíciók	18
5. Államháztartás	21
6. Külső egyensúlyi folyamatok	24

Összefoglaló

Elhárulni látszik annak veszélye, hogy a globális lassulás sokszerűen éles legyen, így a gyorsuló infláció lépett elő a világgazdaság fő kockázati elemeként

Az első negyedév viszonylag kedvezőbb növekedési adatai után úgy tűnik, mérséklődött annak valószínűsége, hogy a világgazdaság növekedési teljesítménye zuhanórepülésbe menjen át. Európában a dekonjunktúra meglehetősen fokozatosan zajlik, így a külső kereslet alakulására érzékeny magyar gazdaság sem szembesül komolyabb megrázkódtatással. Az olajárak emelkedése várhatóan csillapodik 2008 második felétől, az egyéb nyersanyagárak csökkenése pedig máris érzékelhető. Ettől azonban az infláció gyorsulása továbbra is valós, sőt, egyre inkább a legjelentősebb problémaként nehezedik a fejlett gazdaságokra, így a gyengülő gazdasági teljesítmény ellenére szigorító monetáris lépésekre kell felkészülni.

A lassú gazdasági fellendülés első jelei kezdenek kibontakozni, de sok még a bizonytalanság, amelyek akár pozitív irányú hatást is kifejthetnek

Némi csaldást okozott az első negyedéves GDP-adatok értékelésénél az, hogy termelési oldalon a piaci szolgáltatások, felhasználási oldalon pedig a beruházások növekedése nem igazolta az egy negyedévvvel korábban kiolvasott fordulatot. A nettó export viszont várakozáson felüli növekedést mutatott, így erőteljes naptári hatások mellett 1,7%-kal bővült a gazdaság 2007 azonos időszakához képest. Ennek ellenére az alapvető folyamatok nem íródtak át, az év hátralévő részében (és 2009-ben) már az élénkülő belföldi kereslet és a gyengülő külső konjunktúra lesz a meghatározó. A bizonytalanságok nem enyhültek az elmúlt negyedévben, de akár pozitív irányba is mutathatnak, ha például a mezőgazdasági termelés a vártnál is jobban alakul. Várakozásaink szerint idén 2,1%-kal, jövőre 3,2%-kal bővízhet a magyar gazdaság.

Hosszú pangás után kisebb javulás állhat be a foglalkoztatásban, így mérséklődhet a munkanélküliség is. A bérnövekedési kilátások szerény mértékűek

Bár egyértelmű trendfordulóról korai volna még beszélni, szezonálisan kiigazított adatok alapján a foglalkoztatási és az aktivitási ráta is emelkedésnek indult 2008 elején. Ez a munkanélküliség stabilizálódását eredményezte, de a belföldi kereslet várt élénkülésével a későbbiekben a munkanélküliségi ráta érezhetően, 2009-re akár 7%-ra, csökkenhet. A béalakulás terén a vállalati szférában immár nemcsak a rendszeres bérek, hanem a prémiumkifizetések növekedésének mértéke is meghaladta a közszféráét. Ez utóbbiban 2009-ig nem is várható reálbér-növekedés, de a vállalati szektorban az átlagkeresethez közeli szinteken már várható egy kisebb (1,5-2% körüli) emelkedés.

Az erős forint ellenére sem a külső, sem a belső feltételek nem támogatják igazán a gyorsabb dezinflációt, így szigorú monetáris feltételekre kell számítani

A világszerte erősödő inflációt kiváltó tényezők, az élelmiszer- és az energiaárak növekedése a Magyarországon 2008 elején kibontakozni látszó infláció-csökkenést megakasztották, és alapvetően a potenciális alatti gazdasági növekedés sem járt együtt dezinflációs hatásokkal, vélhetően a fiskális kiigazítás szerkezete miatt. A másodlagos inflációs hatások erősödésétől tartva a jegybank folytatta a márciusban megkezdett kamatemelést, amit a piac a bizalom növekedésével reagált le. A forint árfolyama történelmi csúcsokra emelkedett az euróval szemben (az erősödésben természetesen regionális hatások is közrejátszottak), és az utóbbi időszakban a referencia-hozamok is csökkentek a lejáratok mindegyikén. A fogyasztói árak emelkedése mindamelllett magas marad: 2008-ban 6,4%, jövőre pedig 4,4% lehet a mértéke. Mivel a 2009-es inflációs cél is veszélyben van, monetáris lazításnak nincs igazán tere, de a kedvező piaci feltételek miatt további kamatemelés sem várható. 2009 végére 7,25%-ra

csökkenhet várakozásaink szerint az alapkamat.

Akár 4%-nál is alacsonyabb lehet az államháztartás 2008. évi hiánya, míg a 2009-es cél, magasabb kockázatok mellett, ugyancsak teljesülhet

Az államháztartás egyenlege 2008 első negyedévében látványosan javult, s folytatódott a javulás a második negyedévben is. Az államadósság ugyanakkor a forintban és külföldi devizában egyaránt bekövetkezett erős forrásbevonás miatt emelkedett. A jelenleg látható folyamatok felvetik annak lehetőségét, hogy a 2009-re tervezett 3,2%-os GDP-arányos hiánycél is teljesüljön, bár ennek kockázatai továbbra is magasak. Az pedig továbbra is fennáll, hogy a kiigazítás szerkezete továbbra is inkább gátolja a növekedés feltételeit, és a versenyképesség javulásának is az egyik legfőbb kerékkötője.

A külső egyensúlyi mutatók javulását leginkább az EU-költségvetéssel kapcsolatos tranzakciók növekvő aktívuma, valamint a forint erősödése okozza

Bár 2008 elején továbbra is komolyan javult az áru- és szolgáltatásexport egyenlege, az év hátralevő részében a külső kereslet lassulása miatt ennek szerepe visszaesik, és az EU-val kapcsolatos tranzakciók növekvő aktívuma (jelentősen nő a beáramló EU-források mennyisége), valamint a forint erősödése válik a külső egyensúlyi mutatók javulásának fő okává. A külső finanszírozási igény a GDP arányában a 2007. évi 4%-ról idén 3,3%-ra majd jövőre 3%-ra csökkenhet. A forint erősödése miatt az euróban kifejezett nominális GDP is jelentősen növekszik, ezért az adósságállományi mutatók szintén látványosan javulhatnak idén és jövőre is.

Fő makrogazdasági mutatók, 2006-2009

	2006	2007	2008e	2009e
Effektív külső kereslet növekedése ¹ (%)	4,0	4,0	2,2	2,0
GDP folyóáron (milliárd Ft)	23 795	25 406	27 400	29 400
GDP növekedés (változtatlan áron, %)	3,9	1,3	2,1	3,2
- Lakossági fogyasztás	1,9	-1,9	0,2	1,8
- Közösségi fogyasztás	5,8	-3,1	-1,0	1,7
- Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-2,5	0,1	3,0	4,9
- Export	19,0	14,2	11,7	9,6
- Import	14,7	12,0	10,8	9,3
Munkanélküliségi ráta (%)	7,5	7,4	7,4	7,0
Reál ULC (%)	1,7	1,2	-2,0	0,6
Éves átlagos infláció (%)	3,9	8,0	6,4	4,4
Jegybanki alapkamat (év végén, %)	8,00	7,50	8,25	7,25
3-hónapos benchmark hozam (% , év vége)	7,93	7,45	8,10	7,00
10-éves benchmark hozam (% , év vége)	6,71	7,08	7,50	6,40
Forint / euró (éves átlag)	264,14	251,31	244,77	238,00
Forint / euró (év vége)	252,30	253,35	236,00	240,00
Államháztartási egyenleg ² / GDP (%)	-9,2	-5,5	-3,8	-3,2
Államadósság / GDP (%)	65,5	65,9	67,5	67,0
Külkeresk. mérleg / GDP ³ (árak és szolgáltatások, %)	0,4	2,5	2,9	2,8
Külső finanszírozási igény / GDP ³ (%)	-5,3	-4,0	-3,3	-3,0
Bruttó külföldi adósság / GDP ³ (%)	90,5	96,9	95,5	92,6

Megjegyzés: e = előrejelzés

¹ 17 legfontosabb exportpartnerünk súlyozott GDP-növekedése

² ESA-95 szerinti egyenleg;

³ Euróban kifejezett adatokból képzett hányadosok

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

1. A külső környezet alakulása

Bár továbbra is magas kockázatokkal terheltek a világgazdaság növekedési kilátásai, némileg csökkent a sokszerűen erős lassulás vagy visszaesés veszélye. A dekonjunktúra ugyan tagadhatatlan, ámde meglehetősen fokozatos, így a Magyarország számára effektív külső kereslet lassulása is mérsékeltebb. Tovább folytatódott ugyanakkor az olaj drágulása az erős kereslet és feszes kínálat nyomán; enyhülés csak fokozatosan várható. Ezzel szemben az élelmiszer- és ipari nyersanyagárak stabilizálódni látszanak. Az inflációs félelmek világszerte erősödnek. A Fed eddig csak szóhasználatán keményített, míg az EKB 25 bázispontos kamatemeléssel igyekszik kordában tartani az inflációs várakozásokat.

Lassú ütemű dekonjunktúra a világgazdaságban

Folytatódik a világgazdaság növekedésének 2007 második felétől kibontakozó lassulása. A globális gazdasági növekedés üteme az idei évben 4% alá süllyed az előző két évben látott 5%-ról, és a világkereskedelem volumenében is a hosszú távú trendnek megfelelőnél alacsonyabb növekedési ütemek várhatók. A lassulás nagyrészt általános, vagyis szinte minden térségre kiterjed, de legerőteljesebben a pénzügyi válság hatásainak jobban kitett fejlett gazdaságokat sújtja. Mindamellett egyelőre úgy tűnik, hogy a „kemény landolás” elkerülhető; a lassulás meglehetősen fokozatos módon megy végbe a globális egyensúlyi mutatók enyhébb javulása mellett.

A világgazdasági kilátásokat érintő legfontosabb lefelé mutató kockázatok közül az év elején még egyértelműen a pénzpiaci zavarok és ezekkel erős összefüggésben az Egyesült Államok belföldi keresletének gyors apadása került elsődlegesen kiemelésre. Az utóbbi hónapokban azonban egyértelműen az infláció és az olajárak alakulásával kapcsolatos kockázatok felerősödése figyelhető meg, s a jegybankok és nemzetközi fejlesztési intézmények is ezeket hangsúlyozzák ki leginkább kommunikációjukban.

Nem-európai gazdasági centrumok

Az Egyesült Államok gazdasága a tavaly negyedik negyedévi 0,1%-ot követően 2008 első negyedévében 0,2%-kal bővült, tehát lényegében recesszió-közelben van az amerikai gazdaság. A munkanélküliségi ráta 5,3%-ra szökkent fel a 2007. év utolsó negyedévi 4,6%-ról (május végére 5,5%-ig emelkedett tovább) és további munkahely-megszűnésekre lehet számítani az év hátralévő részében is. Bár az előző év azonos időszakához képest az első negyedévi GDP-bővülés mértéke még elérte a 2,5%-ot, hasonlóan gyenge negyedéves növekedési ütemek mellett idén az év egészében legfeljebb 1%-kal nő az Egyesült Államok gazdasága, de ez így is inkább a növekedési ütem felső határa, mert több előrejelzés direkt visszaeséssel számol az év hátralévő részében (a beruházások esetében lényegében máris ez a helyzet). Az amerikai gazdaság gyengélkedése 2009-ben is folytatódik.

A meghatározó ázsiai gazdaságok közül Japánban az erőteljes exportbővülésen alapuló gyorsulóban van a GDP növekedése, ennek valamelyes fékeződése és áthúzódó hatások miatt azonban a tavalyi 2,1%-nál valamivel alacsonyabb, 1,8% körüli gazdasági bővülés várható az idén. A nettó export zsugorodása következtében 2009-ben is csak hasonló ütemű GDP-növekedés várható. Kínában a gazdaság bővülésének üteme az előző év azonos időszakához

1-1. táblázat: Növekedési ütemek: USA, Japán, Kína

(éves növekedési ütem százalékban)

	USA	Japán	Kína
2007	2,2	2,1	11,4
2008e	1,0	1,8	9,7
2009e	0,7	1,7	9,4

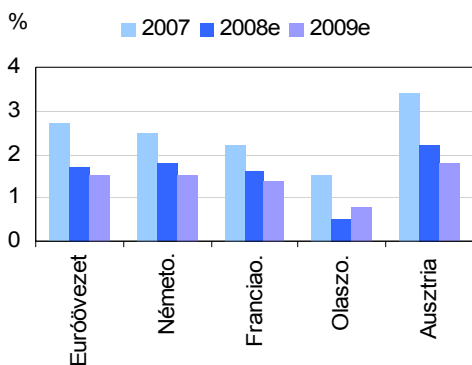
e: becslés több előrejelzés alapján

képezt 10,6% volt az első negyedévben, továbbra is az erőteljes exporttöbbletnek, valamint a közel 25%-kal bővülő beruházásoknak köszönhetően. Kisebb mértékben azonban visszaveti Kína idei és jövő évi növekedését az Egyesült Államok csökkenő importja, valamint a nyersanyagárak emelkedése. 2008-ban – öt év után először – a kínai gazdaság növekedési üteme, ha csak csekély mértékben is, de 10% alá kerülhet, s vélhetően 2009-ben sem lesz kétszámjegyű.

Európa

1-1. ábra: Az euróövezet és néhány nagyobb európai gazdaság GDP-je

(éves növekedési ütem százalékban)



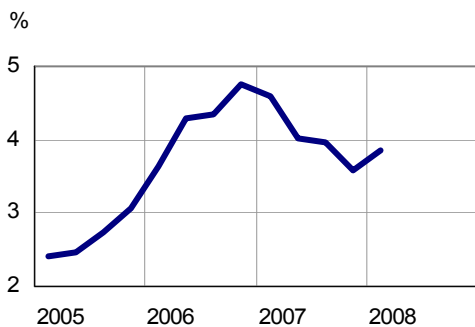
Forrás: Eurostat (e: előrejelzés)

A Magyarország számára leginkább meghatározó európai térségben a konjunktúra gyengülése lényegesen mérsékeltebb az amerikaiánál, sőt, 2008 első negyedévében mind az euróövezet, mind az EU-27 országcsoport GDP-je 0,7%-kal, valamivel várakozáson felül növekedett. Különösen kedvező legnagyobb külkereskedelmi partnerországunk, Németország 1,5%-ot elérő bővülése, ami főként a beruházások élénkülésének volt köszönhető. Nagyobb külkereskedelmi partnereink közül az átlagosnak megfelelő gazdasági növekedés jellemezte az első negyedévben Ausztriát, az átlagostól elmaradó volt azonban a GDP-bővülés üteme Franciaország és Olaszország esetében. A külkereskedelmünkben egyre növekvő jelentőségű közép-európai országok közül azonban Lengyelország és Szlovákia is az átlagost jelentősen meghaladó mértékben növekedett.

A viszonylag jó első negyedév ellenére a konjunktúra lassulása az év hátralévő részében éreztetni fogja hatását: a német gazdaság, amely még mindig csaknem 30%-át veszi fel teljes áruexportunknak, vélhetően 2% alatti ütemben bővül az idén, s a belső kereslet lassulásától sújtott Franciaország és Olaszország növekedési teljesítménye ennél is csalódást keltőbb lesz (utóbbi gazdaságé az 1%-ot sem éri el). Kisebb lassulás lesz megfigyelhető az EU új tagállamai körében is, de ez így is lényegesen magasabb növekedési ütemeket jelent: Szlovákia 7%, Románia 6% feletti ütemben bővülhet 2008-ban, míg Csehország és Lengyelország 5% körüli GDP-bővülést ígér. Jövőre is folytatódik a növekedési ütemek lassulása, amihez hozzájárul az infláció letörése iránt mind elkötelezettebb monetáris szigorítás is. A dekonjunktúra azonban meglehetősen fokozatos, több időt engedve az európai gazdaságoknak (így Magyarországnak is) a nagyobb megrázkódtatásoktól mentes alkalmazkodásra, illetve a szükséges strukturális reformokra.

1-2. ábra: Az effektív külső kereslet* alakulása

(változás az előző év azonos időszakához képest)



* 17 legnagyobb exportpartnerünk súlyozott GDP-je
Forrás: saját számítás

A külső kereslet alakulása

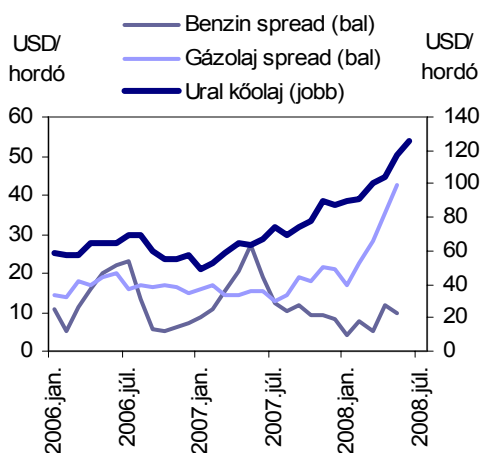
A magyar gazdaság főbb folyamatait meghatározó effektív külső kereslet azon gazdaságok GDP-jének alakulásával mérhetjük, melyek legalább 1,5%-os részesedéssel bírnak Magyarország 2007. évi áruexportjából. Tizenhét ilyen gazdaság van (teljes áruexportunk 83%-át fedve le), melyek közül nyolc az EU régebbi tagországai közül kerül ki, négy az újabb tagországok közül való, mellettük pedig Horvátország, Oroszország, Törökország, Ukrajna és – egyedüli nem-európai gazdaságként – az Egyesült Államok tartozik ebbe a kategóriába. Ezen országok GDP-jének változásait a magyar áruexportban elfoglalt részesedésükkel súlyozva olyan mutatóhoz jutunk, mely egyfajta indikátora annak, hogy a kereslet volumene az exportképes magyar termékek iránt miképpen alakul.

Ennek a mutatónak az alakulása is visszaigazolja azt, hogy a külső konjunktúra 2007 elejére túljutott fordulópontján, de a lassulás

viszonylag mérsékeltnek mondható. Ebben az a körülmény is szerephez jutott, hogy a magyar export országszerkezetében mind jelentősebb a magasabb GDP-növekedést felmutató új EU-tagállamok és más kelet-európai országok részesedése az alacsonyabb növekedési ütemmel bíró régi EU-tagállamok rovására. Így az ezen mutató által kifejezett effektív külső kereslet 2006-hoz hasonlóan ugyancsak 4%-kal bővült a tavalyi évben. Idén azonban, főként a régi EU-tagállamok markánsabb gazdasági lassulása miatt az effektív külső kereslet bővülése csak 2,2%-osra várható, míg 2009-ben az ütem tovább csökken 2%-ra. A korábbi évek intenzív exportbővülésében meghatározó erős külföldi kereslet tehát előrejelzésünk horizontján viszonylag jelentősebb gyengülést mutat, ami a nettó export oldaláról a gazdasági növekedéshez az eddiginél jóval visszafogottabb hozzájárulást jelent.

Folytatódik az olaj drágulása, stabilizálódni látszanak a nyersanyag-árak

1-3. ábra: A kőolaj és olajszármazékok árának alakulása



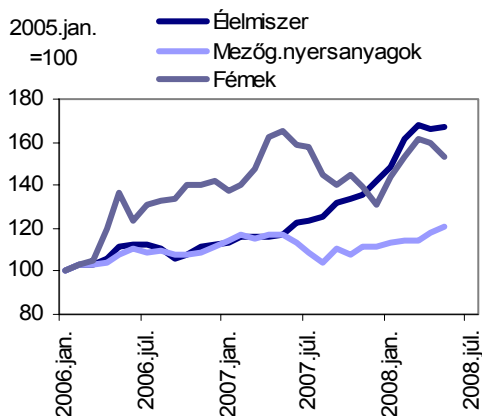
Megjegyzés: spread = ARA spot jegyzések ára – Ural mediterrán spot ár. Forrás: EIA

2008 első hónapjaiban újabb jelentős olajár-sokk érte a világot. A WTI és a Brent jegyzése január első napjaiban áttörte a korábban lélektaninak tekintett hordónkénti 100 dollárt, majd tovább emelkedett, és június végén már 140 dollár felett járt.

Bár több megfigyelő a pénzügyi befektetők spekulációját okolja, valójában több fundamentális tényező is az áremelkedés irányába hatott. Az olajtermékek iránti kereslet továbbra is robusztus, a kínai gazdaság növekedése erőteljes maradt. Eközben a kínai kínálat feszesebbé vált: bár az OPEC kitermelés nőtt, a beruházások késlekedései miatt a biztonságosan igénybe vehető tartalék kapacitás 2 millió hordó/nap alá esett (világkereslet 2,3%-a), 2006 harmadik negyedéve óta először. A készletek áprilisban a megszokottal ellentétben csökkentek. E környezetben az Izrael és Irán közötti feszültségek és a nigériai olajutak elleni támadások kockázati prémiumként épültek be az olaj árába.

Az olajpiacot strukturális feszültségek is terhelik. Miközben motorbenzinből és főleg fűtőolajból túlkínálat mutatkozik, addig nagy a gázolaj iránti kereslet, amit Kína olimpiára való tartalékolása is erősít. Több európai finomítónak még fel kell készülnie az EU 2009 januárjától érvényes új üzemanyag-normáira, ráadásul a finomítók csak korlátozottan képesek alkalmazkodni a kereslet változásaihoz, ezért Európa jelenleg nettó gázolaj-importőr. Szintén a gázolaj iránti kereslet okozza, hogy az ennek előállítására kevésbé alkalmas kőolaj-fajták (így az Ural) diszkontja növekedett.

1-4. ábra: Nyersanyagok világpiaci árának alakulása



Forrás: IMF

Az év második felében ugyan nő a kőolaj-kínálat, de a hurrikán-szezon miatt a bizonytalanságok is erősödnek. Az utóbbi időszakban több befektetési bank is emelte olajár-előrejelzéseit. Saját feltevéseink szerint az olaj ára az év második felétől kezdve fokozatosan mérséklődik, az Ural kőolaj átlagára 2008-ban 112 dollár, 2009-ben 107 dollár lesz. E feltételezés tükrözi azt, hogy bár a piac feszessége oldódik, a kereslet alapvetően erős marad mindaddig, amíg Kínában nem emelkednek jelentősen az erősen támogatott belföldi üzemanyagárak. Erre pedig egyelőre nem mutatkoznak jelek. Másfelől a piac feszessége miatt jelentős marad az árakkal kapcsolatos bizonytalanság.

Az olaj drágulása miatt késleltetéssel ugyan, de a földgáz beszerzési költségei is emelkednek, becslésünk szerint 2008-ban

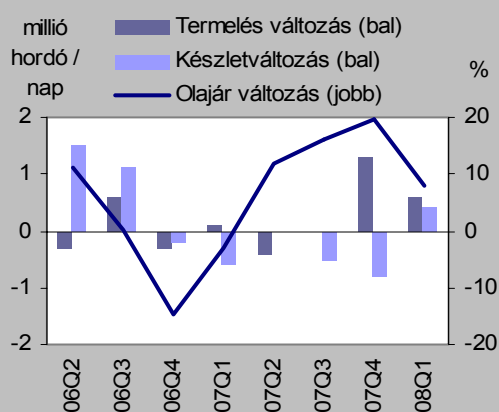
55%-kal, 2009-ben pedig 20%-kal.

A főbb élelmiszerek és ipari nyersanyagok világszertei árai stabilizálódni látszanak az utóbbi hónapokban. A készletek növekedése és a fékeződő ázsiai kereslet miatt az ipari nyersanyagok árai mérséklődnek. Az élelmiszerárak dinamikája a 2007 második felében tapasztalt megugrás után fékeződik. Májusra a búza és a szója túljutott a csúcson. Másfelől a rizs tovább folytatta meredek emelkedését, és a kukorica drágulása is folytatódik. Utóbbi köszönhető többek közt a kőolaj drágulásának és az iowai árvizeknek köszönhetően. Ezzel együtt a termés várhatóan kedvezőbb lesz a tavalyinál, így az élelmiszerárak inflációs nyomása mérsékelt maradhat.

Spekuláció az olajpiacon?¹

Az év első hónapjainak újabb olajár-rekordjai nyomán felerősödtek azok a hangok, amelyek a pénzügyi befektetőket („spekulánsokat”) okolják a drágulásért. E véleményt látszólag alátámasztja, hogy 2003 vége óta meghúszszorozódott a nyersanyagpiacon befektető alapok eszközértéke. Az amerikai törvényhozás válaszul olyan törvénycsomagot tervez, amely szigorítaná pénzügyi befektetők megjelenését a nyersanyagok piacain abban a reményben, hogy ezáltal visszafordítható az olaj és más nyersanyagok drágulása. Vajon milyen hatással lehet egy ilyen szabályozás az olaj világszertei árára?

A világ olajtermelés- és készletváltozása



Megjegyzés: változások az előző negyedévhez képest; olajár = WTI. Forrás: EIA, IEA

Ez attól függ, hogy a pénzügyi befektetők mennyire képesek befolyásolni a kőolaj árát. A pénzügyi piacok vizsgálata rámutatott, hogy ha a befektetők kockázatkerülők és tökéletlenül informáltak, akkor pusztán a határidős piacok forgalmának növekedése hatással lehet a határidős árakra, mert az egyes piaci szereplők úgy gondolhatják, a többiek „tudnak valamit”. Az olaj esetében például a kínálat szűkösségével kapcsolatos félelmek mozgathatják az árakat. A határidős árak emelkedése pedig kihat a fizikai keresletre: a finomítók a jövőbeli kőolaj-szükségletüket inkább ma igyekeznek beszerezni, ami felhajtja az azonnali árakat. Ennek kézzelfogható jele lesz a kőolaj-készletek növekedése. Ám ennek az okfejtésnek ellentmond, hogy a világszertei készletek az első negyedévben csak szerény mértékben emelkedtek, ráadásul az amerikai készletek a szezonális mintától eltérően április-májusban egyenesen csökkentek.

Hová tűnhettek a készletek? Egyrészt lehetséges, hogy Kína és más ázsiai országok kereslete olyan ütemben bővül, hogy egyszerűen felszívta a spekuláció által kiváltott készlet-növekedést. Másfelől készletcsökkenésnek fogható fel a jövőbeli kitermelésre földben hagyott kőolaj is. Ezt a spekuláción túl akaratlanul az amerikai monetáris politika is ösztönözhet. A Fed 2007-ben a pénzügyi válság és a recesszió megelőzésére jelentősen csökkentette a (reál)kamatokat, ami az olajtermelés elhalasztására ösztönöz: az olajmező tulajdonosa az eladott olaj utáni bevételét befektetve szerényebb hozamot érhet csak el, mint a kitermelés elhalasztásával. E nézetet alátámasztani látszik, hogy 2008 első hónapjaiban a szaúdi kőolaj-kitermelés elmaradt a 2005. évitől. Bár az ország csupán a világszertei tizedét adja, egyedül itt áll rendelkezésre jelentős kihasználatlan kapacitás, ezért a kínálat feszességét érdemben tudja befolyásolni a szaúdi termelés. A rövid távú szűkösségek, és a tartalékok valamikori (végleges) kimerülésével kapcsolatos félelmek pedig tovább erősítik azt a képzetet a pénzügyi befektetők körében, hogy az olajnak drágulnia kell.

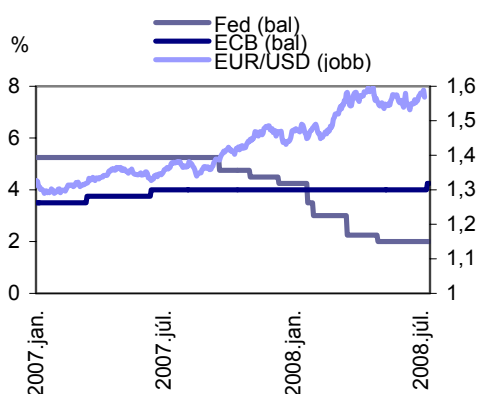
¹ A keretes íráshoz felhasznált források: Calvo, G. (2008): “Exploding commodity prices, lax monetary policy, and sovereign wealth funds”, www.voxeu.org, 2008. június 20. Frankel, J. (2008): “Monetary policy and commodity prices”, www.voxeu.org, 2008. május 29. Hamilton, J. D. (2008): “Understanding Crude Oil Prices”, kézirat, University of California, 2008. június 4.

Végül a globális likviditásbőség mellett a pénzügyi befektetők tömegesen fordulnak kockázatosabb eszközök, így a nyersanyagok felé. Ráadásul változóban van a feltörekvő (gyakran olajtermelő) országok szuverén alapjainak befektetési stratégiája: likvid de alacsony (és csökkenő) kamatú amerikai állampapírok helyett magasabb hozamú befektetéseket (pl. nyersanyagok) keresnek, felhajtva ezen eszközök árát.

A pénzügyi befektetők tehát képesek befolyásolni az olaj árát. Ám nehéz meghatározni a tényleges szerepüket az áremelkedésben. Ráadásul az olaj iránti kereslet nem teljesen érzéketlen az árra, ezért egy spekulatív buborék nem duzzadhat korlátlanul. Ám a lassú keresleti (és kínálati) alkalmazkodás miatt szélsőségesen nagy árváltozásokra lehet szükség, hogy az olajpiac egyensúlyba kerüljön. Mindezek miatt egy spekulációt visszaszorítani célzó szabályozás hatása kétséges. A spekuláció mögött fundamentális tényezők is meghúzódnak: többek közt az amerikai monetáris politika, melynek szigorodása elősegítheti az olajár csökkenését.

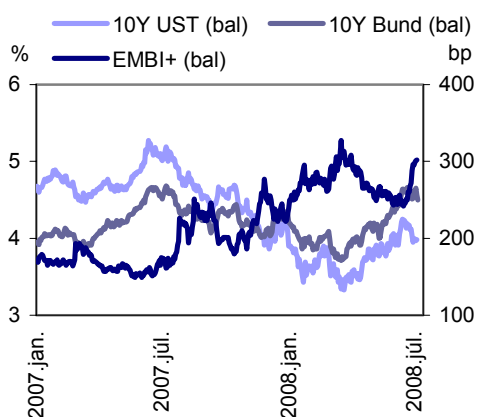
Erősödő inflációs félelmek, EKB kamatemelés

1-5. ábra: Irányadó kamatok és az euró-dollár árfolyam



Forrás: Cbonds.info, EKB, Federal Reserve

1-6. ábra: Kötvényhozamok



Forrás: Cbonds.info, EKB, Federal Reserve

Az olaj és más nyersanyagok drágulása világszerte táplálta az inflációval kapcsolatos félelmeket. Az euróövezet inflációja az Eurostat gyorsbecslése szerint júniusban 4%-ig kúszott fel.

Az Egyesült Államokban szokatlan fordulatot jelentett, hogy Ben Bernanke, a Fed elnöke június 3-i beszédében a gyenge dollár inflációs hatásairól beszélt – korábban a Fed elnökök nem foglaltak állást a dollár árfolyamával kapcsolatban. Június 9-i nyilatkozatában Bernanke megerősítette, hogy a Fed egyre inkább az inflációs veszélyeket mérlegeli. A legutóbbi, június 25-i ülésén a Fed Nyíltpiaci Bizottsága az irányadó kamatszint változatlanul hagyása mellett döntött, de megjegyezte, hogy míg a recesszió kockázata csökkent, addig az inflációs nyomás erősödött. A következő, nyári üléstől a piaci szereplők nagyobb része már kamatemelést vár. A dollár árfolyama az euróhoz képest a nagy amerikai kamatcsökkentésekkel párhuzamosan gyengült – hozzájárulva a nyersanyagok áremelkedéséhez –, majd az utóbbi hónapokban stabilizálódott.

Eközben az EKB július 9-i hatállyal 25 bázisponttal emelte irányadó kamatát; az indoklás az energia- és élelmiszerárakon túl a másodlagos inflációs hatásokat jelölte meg középtávú kockázatként. Ugyanakkor EKB vezetők nyilatkozatai szerint a bank nem tervezi kamatemelési ciklus megkezdését.

A rövid távú kamatokon továbbra is érződik a pénzügyi piacok bizonytalansága. A kockázatvállalási kedv csökkenésével a biztonságos hosszú lejáratú állampapírok iránti kereslet erősödött, ami hozamaikat lenyomta 2007 nyara óta. Ugyanakkor az emelkedő inflációs várakozások már az elvárt hozam növekedéséhez vezettek 2008 első felében. A feltörekvő országok hozamai ezalatt viszonylag stabilak maradtak, így a kockázati felárat tükröző EMBI+ index az amerikai és európai állampapír-hozamok tükörképeként mozgott tavasszal, de az inflációs félelmek ide is egyre inkább begyűrűznek. Az élelmiszer- és energiaár-sokkokon kívül a túlfűtött gazdasági növekedés illetve a laza monetáris politika is fokozza az inflációs nyomást több feltörekvő országban. E környezetben a befektetői figyelem középpontjába kerül a gazdaságpolitika válasza, különösen a monetáris politika elkötelezettsége és hitelessége.

2. Gazdasági növekedés

Bár az első negyedévi adatokban még alig látszott nyoma, az év hátralévő részében jól kirajzolódnak majd a belföldi kereslet enyhe élénkülésének és a külső konjunktúra gyengülésének a hatásai. Összességében valamelyest kedvezőbbek a kilátások mint egy negyedévvel korábban, de ez az előrejelzési számokban csak visszafogottan mutatkozik: a magyar gazdaság 2008. évi növekedési ütemét 2,1%-ra, a 2009. évit 3,2%-ra várjuk.

Élénkülő növekedés - kérdőjelekkel

2008 első negyedévében a GDP 1,7%-kal bővült az előző év azonos időszakához, ehhez azonban jelentős mértékben járultak hozzá a szezonális és naptári hatások (főként a szökőév-hatás). Ezen hatások nélkül a GDP éves bővülése csak 0,9%-os, tehát alig mutat elmozdulást a tavalyi negyedik negyedévhez képest.

Sem a termelési, sem a felhasználási oldalon nem voltak még igazán kimutathatóak a nyomai azoknak a változásoknak, amelyek az elkövetkező időszakban vélhetően meghatározóak lesznek. A termelésben a belföldi kereslet élénkülésével a piaci szolgáltatások gyorsulása, a külső kereslet mérséklődésével pedig az ipari kibocsátás növekedésének lassulása tekinthető ilyennek. Felhasználási oldalon pedig a fogyasztás és a beruházások élénkülése, míg a nettó export korábbiaknál visszafogottabb javulása lehet meghatározó. Ezek a folyamatok az év hátralévő részében vélhetően jól észrevehetően kirajzolódnak majd, egyelőre azonban – kis súlyú kivételektől eltekintve – a tavalyi folyamatok folytatódtak.

Termelés

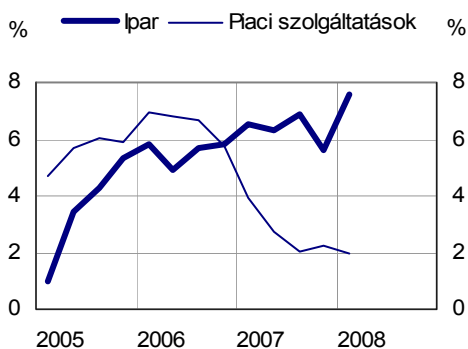
Ahogy azt 2008 tavaszi előrejelzésünkben feltételeztük, az ipari kibocsátás tavalyi negyedik negyedévben tapasztalható erős lefékeződése csak átmeneti volt, és az első negyedévben újra számottevő mértékű bővülés volt megfigyelhető (az ipari hozzáadott-érték 7,5%-kal bővült az egy évvel korábbihoz képest). Ezt nagy mértékben segítette az Európai Unió váratlanul erőteljes gazdasági teljesítménye, amely az exportértékesítési lehetőségek magas szinten tartásán keresztül segítette a magyar ipari teljesítmény javulását. Minthogy azonban a külső kereslet alakulásában a második negyedévtől már egyértelmű lassulás várható, az ipari hozzáadott-érték növekedése is lassulhat. Ezt látszanak alátámasztani az ipari termelés előzetes májusi adatai is, melyek a szezonális és naptári hatásoktól eltekintve is mindössze 4,7%-os bővülést mutattak az egy évvel korábbi szinthez képest. Egyidejűleg a legismertebb hazai ipari (üzleti) bizalmi indexek is gyengülő irányba fordultak.

A piaci szolgáltatások alakulása jórészt a belföldi kereslet függvényében határozódik meg, így ez utóbbiak folytatódó gyengülkedése az első negyedévben a piaci szolgáltatások esetében is alacsony hozzáadott-érték növekedéssel párosult. Egy negyedévvel korábban éppen a piaci szolgáltatások alakulása alapján volt úgy vélhető, hogy a belföldi kereslet a mélypontján túljutva élénkülni kezdhet, ezzel szemben azonban a szállítási-távközlési kivételével (ami viszont a külső konjunktúra alakulásával is összefüggésbe hozható) újabb lassulás mutatkozott mind a

2-1. ábra:

Hozzáadott érték a versenyszektorban

(változás az előző év azonos időszakához képest)

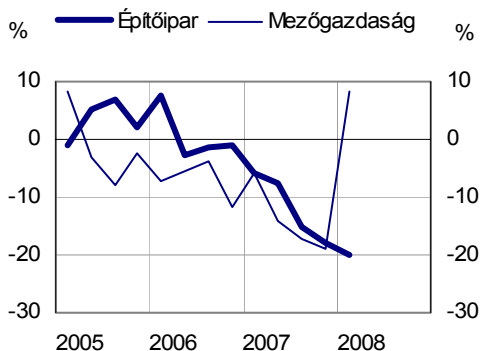


Forrás: KSH (szezonálisan kiigazított adatokból)

2-2. ábra:

Hozzáadott érték az építőiparban és a mezőgazdaságban

(változás az előző év azonos időszakához képest)



Forrás: KSH (szézonálisan kiigazított adatokból)

kereskedelmi, mind a pénzügyi és ingatlanokkal kapcsolatos szolgáltatások tekintetében. 2007 első negyedévéhez viszonyítva a piaci szolgáltatásokban keletkezett hozzáadott-érték növekedése mindössze 1,9%, ilyen alacsony ütemre utoljára 1997-ben volt példa.

Az építőipar, mellyel kicsit részletesebben foglalkozunk keretes írásunkban, további erőteljes visszaesést mutatott az első negyedévben, s az egy évvel korábbtól 20%-kal elmaradó hozzáadott-értéket hozott létre. A mezőgazdasági termelés viszont, amelyet több időközi elemzés a 2008. évi magyar gazdasági növekedés egyik lehetséges pozitív meglepetésének kiáltott ki, alaposan meglódulva 8,3%-kal nőtt 2007 első negyedévéhez képest, háromévnnyi masszív visszaesést törve meg ezzel. Módszertani okokból azonban éppen az év eleji mezőgazdasági adatok hajlamosak leginkább utólagos revízióra, ezért egyelőre nem érdemes messzemenő következtetéseket levonni ebből a magas növekedésből.

A közigazgatási jellegű és közösségi szolgáltatások a vártak megfelelően 2008 elején is enyhébb visszaesést mutattak fel, összhangban a kormányzati intézményrendszer átalakításával, valamint a köztisztviselői és közalkalmazotti szféra további karcsúsításával.

Dilemmák az építőipar teljesítményével kapcsolatban

Az építőipari hozzáadott-érték 2007-ben 11,6%-kal esett vissza 2006-hoz képest, amely mögött elsődlegesen az állami beruházások visszafogása, kisebb részben a lakóingatlanok piacának beszűkülése húzódott meg. Eközben a kereskedelmi ingatlanok és irodák építése, valamint a nem-épület célú építések (egyéb építmények, pl. autópályák) ha csökkenő tempóban is, de még növekedésben volt. Bár várható volt, hogy az állami beruházások 2008 elején is nagyon mérsékeltek maradnak, mértékében mégis váratlan volt a szektor hozzáadott-értékének újabb erőteljes esése (5,5%-os volumencsökkenés 2007 negyedik negyedévéhez képest szézonális és naptári hatások nélkül).

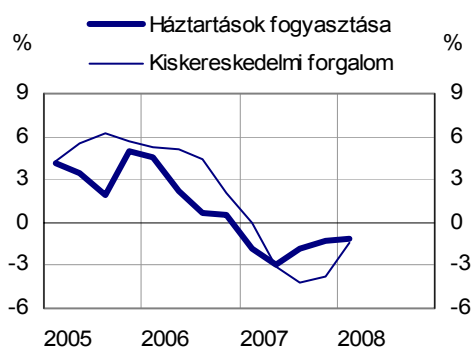
Az építőipari termelés adataiból azonban már másfajta kép rajzolódik ki. Bár az első negyedévi adatok összességükben szerények, a januári mélypontot követően a szézonális és naptári hatásoktól megtisztított havi növekedési ütemek pozitívak, és az áprilisi adat az előző év áprilisihoz képest már csak 1,6%-kal volt alacsonyabb. A tavalyi évben ugyan áprilisban épp egy jelentős visszaesés mutatkozott, de mivel ezt követően júniusban további erőteljes csökkenés következett be az építőipari termelésben, a tavalyi év második negyedéve egészében is meglehetősen alacsony bázist jelent, így amennyiben a havi növekedési ütemek alapján kirajzolódó növekedés tovább folytatódik 2008 májusában és júniusában, akkor az éves növekedési ütem a második negyedévben azonnal pozitívba fordulhat.

Milyen kilátások vannak ezzel kapcsolatban? Az kevésbé biztató, hogy az építőipari vállalkozások szerződésállománya több mint 30%-kal alacsonyabb volt 2008 április végén, mint egy évvel korábban. Ha azonban az újonnan megkötött szerződések mennyiségének alakulását vizsgáljuk, 2008 első négy hónapjában már csak mintegy 3%-kal maradt el ezek volumene (a szerződéses összeg nagysága) az előző év első négy hónapjától. A KSH építőipari termelésről készített tájékoztatója alapján ebben ugyan kimagasló jelentőségű a januárban megkötött autópálya-építésekre vonatkozó szerződések összege, de május és június folyamán további autópálya-építéseket (az M6-os és M43-as autópályákhoz kapcsolódóan) rendelt meg a kormányzat, így számításaink szerint a szerződésállomány volumene maga is hamarosan növekedőbe fordulhat, bár az épületek építésének volumene vélhetően tovább csökken majd.

Ez ugyan nem lesz elég ahhoz, hogy éves alapon pozitív üteműbe forduljon az építőipari kibocsátás növekedése, de a múlt év végénél mégis némileg kedvezőbbek a kilátások a vártnál gyengébb első negyedévi hozzáadott-érték adatok ellenére. Az állami beruházások mellett élénkülnek majd az építéssel járó magánberuházások is, több termelőüzem létrehozása (köztük a Mercedes kecskeméti egysége) is hozzájárul ahhoz, hogy az építőipari kibocsátás 2008. évi átlagos visszaesése mérsékelt maradjon.

2-3. ábra: A háztartások fogyasztása és a kiskereskedelmi forgalom

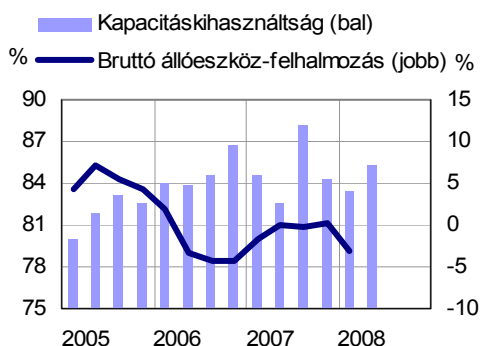
(változás az előző év azonos időszakához képest)



Forrás: KSH

2-4. ábra: A feldolgozóipari kapacitáskihasználtság és a bruttó állóeszköz-felhalmozás

(arány illetve változás az előző év azonos időszakához képest)



Forrás: KSH, DG ECFIN

Felhasználás

Ugyan az előző év azonos időszakához viszonyítva a lakosság végső fogyasztása még mindig 1,1%-os csökkenést mutat, de a fogyasztási kiadások éves növekedési indexe már pozitív volt, csak a természetbeni juttatások visszaesése folytatódott. A kiskereskedelmi forgalom alakulásából ugyancsak az igazolódik, hogy bár a növekedés időszaka nem érkezett még el, a csökkenés mértéke negyedévről negyedévre kisebb. A magasan beragadó infláció mellett a lakosság reáljövedelme lényegében nem javult, viszont a folytatódó hitelfelvétel (szinte kizárólag külföldi devizában) következtében a lakosság nettó pénzügyi megtakarítói pozíciója tovább romlott. A második negyedévben áprilistól kezdve ugrásszerűen javult a fogyasztói bizalom indexe, ami támogatja azt a vélekedést, hogy az év hátralevő részében a háztartási fogyasztás növekedése mérsékelt ütemben megkezdődhet.

Ahogy azt 2008. tavaszi előrejelzésünkben valószínűsítettük, a közösségi fogyasztás tavalyi negyedik negyedévi kiugró növekedését az első negyedévben azonnali ellentétes irányú korrekció követte, vagyis bár ezen felhasználási tétel volatilitása továbbra is magas, éves szinten vélhetően nincs érdemi változás az alapvető folyamataiban.

Csalódást keltett a bruttó állóeszköz-felhalmozás visszaesése (2,8%-kal maradt el 2007 első negyedévéhez képest), bár a feldolgozóipari beruházások éves ütemének csökkenése a tavalyi magas bázis (a dunaújvárosi Hankook-gyár üzembe helyezése) okán várható volt, és nem feltétlenül mond ellent annak a konjunkturális képnek, hogy a versenyszektor beruházásai élénkülni kezdenek. Ezt látszik alátámasztani a kapacitás-kihasználtság növekedése is, amely már a második negyedévre vonatkozó üzleti felmérésekből származik. Az állami beruházások ugyanakkor nagyon komoly mértékben visszaestek, lényegében a 2002. évi választásokat követő költségek utáni erőteljes visszafogást követő szintekre zuhantak vissza, mégpedig nem is reálértékben, hanem nominálisan!

A vártnál erőteljesebb első negyedévi külső kereslet következtében az áru- és szolgáltatásexport újabb pozitív lökést kapott, az előző év azonos időszakához képest 13,8%-os növekedést mutatott. Hasonlóan élénken alakult a negyedéves dinamikák alapján az áru- és szolgáltatásimport is, éves szinten azonban csak 10%-ot éppen meghaladó ütemben bővült. Az áprilisi, illetve a májusi előzetes külkereskedelmi termékforgalmi adatok alapján azonban érzékelhető, hogy az export javára mutatkozó növekedési többlet szűkülőben van, így bár a külkereskedelmi aktívum még növekszik, a növekedés üteme már alacsonyabb a korábbi évekenél.

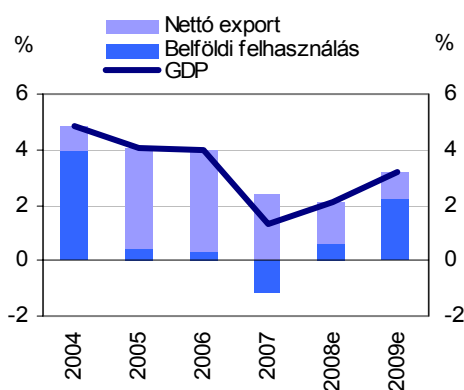
Ellentétes hatások eredőjeként mérsékelt felívelés várható

Az ideai és a jövő év növekedési folyamatait alapján továbbra is két, ellentétesen ható, folyamat határozza meg. A belföldi kereslet lassú élénkülése növekvő, a külső kereslet mérséklődése a nettó export alakulásán keresztül azonban csökkenő hozzájárulást jelent a GDP bővüléséhez.

A termelési oldalon ez a hatás idén még kevésbé érhető tetten, mert 2007-hez képest nemcsak az alapvetően a külső konjunktúra által

2-5. ábra: A gazdasági növekedés és felhasználási oldali szerkezete

(éves változás illetve növekedési hozzájárulás)



Forrás: KSH és saját előrejelzés (e)

meghatározott ipari hozzáadott-érték, hanem a jórészt a belföldi kereslet alakulását tükröző piaci szolgáltatások hozzáadott-értékének növekedési üteme is csökken. Az iparban a tavalyi 6,3%-os bővülés után 5,4%-os növekedésre számítunk, ezt is azonban csak az első két negyedév még viszonylag erőteljesebb dinamikája eredményezi, az év vége felé már erőteljesebb lassulás is várható. A piaci szolgáltatásokban a kereskedelem és szállítás is gyengébben teljesített 2008 elején, így az év hátralévő részében várható lassú élénkülés csak mintegy 2%-os növekedést eredményez az év egészében, elmaradva a tavalyi 2,5%-os bővüléstől. Ugyancsak gyengébb lesz a pénzügyi közvetítés és ingatlanokkal kapcsolatos szolgáltatások növekedési teljesítménye is: a tavalyi 3% után idén csak 2,3%-os bővülés várható. 2009-ben már az éves átlagos növekedési ütemekben is jobban tükröződik a két meghatározó folyamat: az ipar hozzáadott értékének növekedése 4,2%-ra mérséklődik, a szolgáltatásoké azonban megközelíti a 3%-ot. A mezőgazdaságban mindkét évben, az építőiparban 2009-től kezdődően számítunk erőteljesebb növekedésre.

A felhasználási oldalon jobban érzékelhető az előrejelzési számokban a belföldi kereslet erősödése valamint a külső konjunktúra gyengülése. A lakossági fogyasztás növekedése 2008-ban ugyan még éppen csak pozitív tartományba kerül, 2009-ben azonban már közel 2%-kal bővíthet, míg a bruttó állóeszköz-felhalmozásban idén 3%-os, jövőre már 4,5%-os növekedésre számítunk (utóbbi mögött már az állami beruházásoknak a választási évet megelőző kisebb felfutását is feltételeztük). A belső kereslet erősödése az import növekedését is serkenti, miközben az export dinamikája 2008 második felétől kezdődően a gyengébb külső kereslet miatt némileg visszaesik. Idén tovább csökken az export javára 2004-ben kitért növekedési rés: a kivitel 11,7%-os növekedését az import 10,8%-os bővülése kíséri, míg 2009-ben az export 9,6%-os, az import 9,3%-os bővülését várjuk, tehát a növekedési különbség szinte eltűnik.

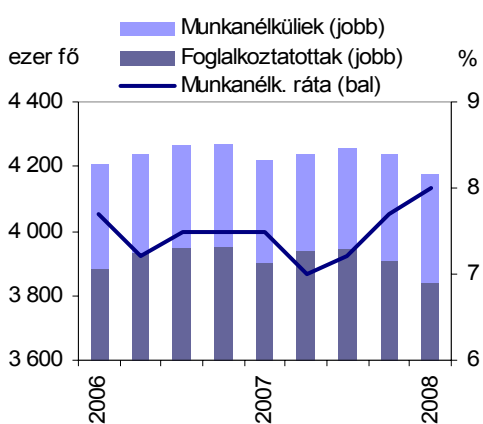
A fenti folyamatok eredőjeként a GDP 2008-ban legnagyobb valószínűséggel 2,1%-os ütemben bővíthet, bár az általunk feltételezettnél lényegesen jobb mezőgazdasági termelés ezt felfelé tolhatja, de véleményünk szerint legfeljebb 2,5%-ig. 2009-ben túlnyomó részben már a belföldi kereslet erősödése táplálja a GDP növekedését, ami várakozásaink szerint 3,2%-os mértéket érhet el viszonylag szimmetrikus (azaz hasonló erősségű felfelé és lefelé mutató) kockázatok mellett.

3. Munkapiac

A foglalkoztatás tovább gyengélkedik, de a munkanélküliség növekedése már megállni látszik. A versenyszférában a gyenge 2007. év után helyreállóban vannak a prémiumkifizetések, miközben a rendszeres bérek dinamikája lassan cseng le. A költségvetési szféra béreit erősen befolyásolják a 13. havi fizetés változó szabályai. Az év második felében és jövőre már lassan bővíthet a foglalkoztatás, és 2009-re 7%-ig mérséklődhet a munkanélküliségi ráta. Az átlagkeresettel rendelkezők 2008-2009-ben már 0,5% körüli reálbér-növekedéssel számolhatnak. Ám amíg a versenyszférában átlag feletti lesz a béremelkedés, addig a közszférában további reálkereset-csökkenés lehetséges.

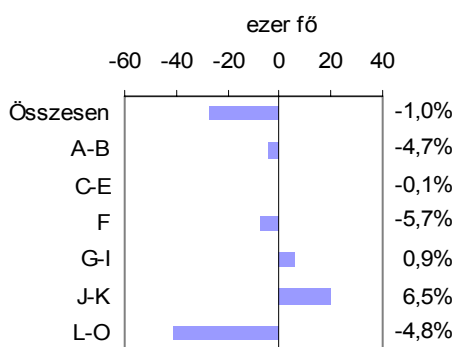
Néhány pozitív jel már mutatkozik a munkapiacon

3-1. ábra: Aktivitás és foglalkoztatás



Forrás: KSH

3-2. ábra: Ágazati foglalkoztatás éves növekedése 2008. január-április során (%)



Forrás: KSH

Vegyes benyomások a foglalkoztatás terén

A 2008. március-májusi időszakban a foglalkoztatottak és az aktívok száma még 62 illetve 48 ezerrel elmaradt az előző év azonos időszakában mérttől. A munkanélküliségi ráta ennek megfelelően 0,4 százalékponttal, 7,7%-ig emelkedett. Ám a szezonálisan igazított mutatók alapján tavasszal már enyhén bővült a foglalkoztatás valamint az aktívok száma, míg a munkanélküliek száma és aránya stabilizálódott.

Az ÁFSZ adatai még nem támasztják alá egyértelműen a trendfordulót. A bejelentett munkanélküliek száma az év első öt hónapjában átlag 3,5%-kal múlta felül a 2007 elején regisztráltakat, míg a szezonálisan igazított idősor szintén stabilizálódásra utal. Ezzel szemben a bejelentett álláshelyek számán nem látszik nyoma élénkülésnek, ellenkezőleg: a január-május közötti átlagos számuk 22%-kal zuhant vissza tavalyhoz képest, amit a szezonálisan igazított adatok folytatódó esése is alátámaszt. Emiatt az egy bejelentett álláshelyre eső álláskeresők száma tovább nőtt jelezve a munkapiac folytatódó lazaságát.

A KSH intézményi statisztikái szerint az alkalmazásban állók száma 2007 és 2008 áprilisa között 0,3%-kal csökkent. Ugyanakkor a 12 havi dinamika javulása folytatódott, ami további biztató jel lehet. Továbbra is az építőiparban volt a legnagyobb mértékű az éves szintű létszámcsökkenés, míg abszolút mértékben a közösségi szolgáltatások bocsátották el a legtöbb alkalmazottat. Ezzel szemben az ipar és a kereskedelem-vendéglátás már szerény növekedést mutatott. A feldolgozóiparon belül az élelmiszer-, textil, fa- és papíripar létszámvesztésében egyre szerepet játszhatott a minimálbér-emelés által korlátozott béralkalmazkodás. A nemzetközi konjunktúra hatását érzi negatívan az elektronikai ipar, pozitívan a fém és nemfém anyagok feldolgozása, a vegyipar és a járműgyártás. A legnagyobb számú és mértékű bővülések továbbra is a pénzügyi tevékenység, ingatlanügyletek és gazdasági szolgáltatások ágazatokban jelentkeztek. E folyamatok tükrözik azt, hogy a belső kereslet a 2007. évi mélypont után lassan erőre kap.

Helyreálló prémiumok

2008 tavaszán gyorsult a bruttó átlagkereset növekedése, az első négy hónapban átlag 7,3%-kal emelkedtek a keresetek. Továbbra is eltérően alakulnak a versenyszféra és a költségvetési szféra

folyamatai.

A vállalati alkalmazottak keresete az első négy hónapban átlag 10,4%-kal nőtt, ezen belül a rendszeres kereset 8,7%-kal. A rendszeres kereset dinamikája a bekövetkezett inflációs sokkok ellenére kissé mérséklődött, a 12 havi növekedési ütem márciusban 8% alá esett. Ugyanakkor a szakképzettek minimálbére egyre inkább effektív alsó korláttá válhat, nehezítve a bérek alkalmazkodását, és ehelyett elbocsátásra ösztönözve a vállalkozásokat. Másfelől a jutalmak az első négy hónapban 35,2%-kal nőttek az igen gyenge prémiumokat hozó 2007 azonos időszakához képest.

A költségvetési intézményeknél a rendszeres keresetek 5,2%-kal emelkedtek január-április között. A szerény növekedés mögött az illetményalap 5%-os januári emelése áll. A jutalmak ugyanakkor 10%-kal csökkentek. Ennek oka a 13. havi fizetések megváltozott folyósítási rendje. A 13. havi fizetésen kívüli jutalmak becslésünk szerint jelentősen, kb. 25%-kal nőttek a gyenge 2007-hez képest.

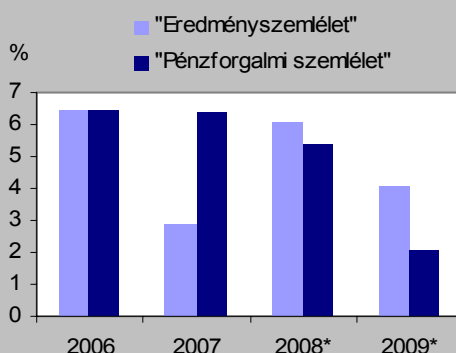
Hogyan érinti a 13. havi fizetés átütemezése a költségvetési szféra bérfolyamatait?

2007-2008-ban változtak a 13. havi bér kifizetésével kapcsolatos szabályok a közzsférában, ami megnehezíti a szektor béreinek nyomon követését. E keretes írásban megbecsüljük, hogy a közzsféra prémiumkifizetéseiben belül miként alakult a 13. havi fizetés és az egyéb tételek, valamint ezek 2008-2009-es bérdinamikára gyakorolt hatását ismertetjük.

2004-ig az adott évre járó 13. havi bért az év decemberében fizették ki, 2004-2007 közt pedig a következő év januárjában. 2007-ben a kormány a konvergenciaprogram teljesüléséhez kötötte az erre az évre járó 13. havi bér folyósítását: ha az évközi adatok alapján a költségvetés egyenlege megfelelően alakul, 2007. július-december közt havonta folyósítják a 13. havi bér 1/12 részét, a fennmaradó 50%-ot pedig 2008 januárjában. 2008-ban ismét módosult a kifizetés rendje: a 2008-ra járó 13. havi bért az idei évben havi részletekben utalják át. 2009-től a visszaáll a 2004-ig érvényes rendszer, és a tárgyév decemberében fizetik a 13. havi bért.

Tovább bonyolítja a képet, hogy a köztisztviselők és közalkalmazottak 2008-ban eseti bértkiegészítést kapnak, melyet két részletben folyósítanak részükre (júniusban 15 ezer, decemberben feltehetően további 10 ezer forintot). Ez a tervek szerint beépül az idei békeretbe, azaz beleszámít a jövő évi kereset-növekedés bázisába.

Bruttó keresetnövekedés a költségvetési szférában



Megjegyzés: a fogalmak magyarázatát lásd a szövegben. * előrejelzés. Forrás: KSH, ICEG EC

A változások hatásait úgy szemléltetjük, hogy 2006-2009 között mutatjuk be az adott évre esedékes („eredmény szemléletű”) és az adott évben ténylegesen kifizetett („pénzforgalmi szemléletű”) átlagkereseteket. 2008-2009-ben az illetményalap-emeléssel megegyező ütemű növekedést feltételeztünk a rendszeres keresetekben, valamint a 13. havi fizetésen és az egyösszegű bértkiegészítésen felül becsült jutalmakban. Az illetményalap-emelés mértéke 2008 januárjában 5% volt, 2009 januárjára pedig az Országos Közzszolgálati Érdekegyeztető Tanács 2007. decemberi megállapodása szerint minimálisan ígért 4%-kal számoltunk.

2007-ben az előrehozott 13. havi fizetés-részletekkel az állami alkalmazottak bruttó keresete 6,4%-kal emelkedett, míg a 2007-re esedékes 13. havi fizetésekkel 2,9% lett volna a növekedés. Ez az átcsoportosítás kompenzálta a közzsférában dolgozókat a csupán 2,7%-os 2007-es rendszeres bért növekedésért és a megugró inflációért. Ám 2008-ban már az eseti kiegészítéssel is csak 5,4%-kal nőnek a keresetek, szemben az elvileg esedékes 6,1%-kal.

2009-ben jön a nagy visszaesés: bár eredmény szemléletben 4%-os keresetnövekedés várható, az erős 2008-as pénzforgalmi szemléletű bázis miatt a ténylegesen kifizetett bérek csak 2%-kal nőnek. Ráadásul a havonta folyósított összegek csökkennek majd azáltal, hogy a 13. havi fizetés visszavált haviról éves folyósításra. Mindez különösen az infláció vártnál lassabb mérséklődése esetén válhat ki ellenállást a közzsférában, ami a tervezettnél nagyobb ütemű béremeléshez vezethet.

Lassú javulás 2008-2009-ben

2009-ben már növekvő foglalkoztatás

Az elmúlt hónapokban a munkapiac túlléphetett a mélyponton, így a következő másfél évben enyhe javulás várható. A foglalkoztatás 2008 egészében még csökken, de 2009-ben már némi bővülés várható. Az aktivitás visszaesése ezzel párhuzamosan megáll. A két folyamat eredőjeként a munkanélküliségi ráta 2008-ban átlag 7,4%, 2009-ben 7% lesz.

A munkahely-teremtés továbbra is elsősorban a piaci szolgáltatások körében várható. Az ipar és a talpraálló építőipar hozzájárulása szerény marad, míg a közösségi szolgáltatások körében inkább további elbocsátásokra számítnak.

Eltérő bérfolyamatok a vállalatoknál és a közszférában

Korábbi előrejelzésünk óta nem változott a keresetekkel kapcsolatos képünk. A bruttó keresetnövekedés 2008-ban átlag 6,8% körüli lehet, 2009-ben pedig az élénkülő gazdasági növekedésnek köszönhetően megközelíti a 8%-ot. Az átlagkeresettel rendelkezők számára ez 2008-2009-ben már 0,5% mértékű reálkereset-emelkedést hozhat. A versenyszféra és a költségvetési szféra folyamatai ugyanakkor merőben másak lesznek. A vállalatoknál 7% illetve 10%-os bruttó valamint 1,5-2% körüli reálkereset-növekedés képzelhető el. A költségvetési szférában a keretes írásban részletezett folyamatok miatt 2009-ben jelen információk szerint idén kb. 5,4%, jövőre igen szerény, alig 2% feletti bruttó keresetnövekedés várható, ami mindkét évben 1%-ot meghaladó reálbér-csökkenést jelent az átlagkeresettel rendelkezőknél. Az inflációs várakozások beragadása illetve újabb külső inflációs sokkok felfelé mutató kockázatot jelentenek a bruttó bérekre.

A nemzetgazdasági szintű munkatermelékenység növekedése továbbra is lassú, de a fajlagos munkaköltség 2008-ban mégis 2%-kal csökkenhet a mérsékelt bérnövekedésnek köszönhetően. 2009-ben megmarad a gyenge termelékenység-növekedés, de erőre kaphatnak a bérek, így a fajlagos munkaköltség kissé emelkedhet.

4. Infláció, monetáris kondíciók

Májusban a fogyasztói árak emelkedése újra gyorsulni kezdett, aminek főként külső okai voltak, de a maginfláció alakulása az infláció perzisztenciájának erősödését is valószínűsítette. Emiatt a júniusi kedvezőbb inflációs adat értékelés is bizonytalan még. 2008-ban 6,4%-os, 2009-ben 4,4%-os átlagos inflációt várunk, a 2009. év végi inflációs cél valószínűleg nem fog teljesülni. A pénzpiacok mindemellett kedvezően értékelik a monetáris politika lépéseit és azok kommunikációját, erre utal a forint árfolyamának és az állampapírpiazi hozamok legutóbbi időszaki alakulása is.

Továbbra is magas az infláció, a pénzpiaci bizalom azonban jelentősen erősödött

2008 első hónapjaiban a fogyasztói árak 12 havi növekedése a várakozásaink szerint magasan maradt (7% környékén), de egészen áprilisig lassú, de határozott mérséklődést mutatott. Ugyanakkor már az áprilisi adat is csak a vizitdíj eltörlésének köszönhetően lett alacsonyabb a márciusinál, miközben az élelmiszerárak növekedésének dinamikája továbbra is növekvő maradt, ráadásul az energiaárak újabb meglödulása is a levegőben lógott. Ez aztán a májusi infláció mértékében igen erőteljesnek mondható, újbóli felugráshoz vezetett. A legutolsó rendelkezésre álló, júniusi, adat ugyanakkor a vártnál kedvezőbb volt.

Az év első hat hónapjában összességében 6,8%-kal voltak magasabbak a fogyasztói árak mint 2007 azonos időszakában. Leginkább az élelmiszerárak emelkedtek (12,6%), bár az idényjellegű élelmiszerárak júniusi csökkenése miatt a növekedés üteme mérséklődött valamelyest. A háztartási energiaárak növekedésének mértéke 9,3% volt az év első felében; májusban itt is egy csökkenő tendenciát tört meg a gázár-emelés. A világpiacon olajárak emelkedése az üzemanyag-árak növekedésén keresztül ugyancsak májustól vezetett az egyéb cikkek és üzemanyagok termékcsoportban az infláció ismételt meglödulásához. A forint erősödése júniusban már tompítólag hatott ebben a termékkörben, de így 6,4%-kal voltak átlagosan magasabbak az árak az idei első félévben mint 2007 első felében.

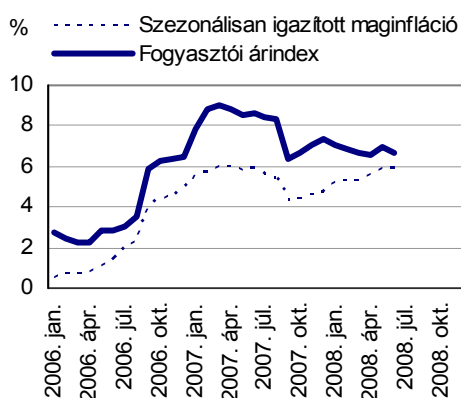
Biztatón alakult a szolgáltatás termékkör árindexe, mely január óta stabilan csökkenő trendet mutat (ebben persze az is közrejátszik, hogy a személyszállítási árak 2007 eleji kétszeri emelése eltűnt az éves indexből). Ez a mutató júniusban már csak 4,7%-os növekedést mutatott 2007 júniusához képest (éven belül kumulált növekedése még 5,7%-os). Kevésbé jó a tartós fogyasztási cikkek termékkör inflációja, melyben a forint erősödése ellenére is jóval kisebb az árcsökkenés mértéke, mint a korábbi években. A maginfláció alakulása pedig kimondottan a bizonytalanságot növelő tényező, hiszen a 2007. szeptemberi, bázishatásoknak tulajdonítható csökkenése óta 4%-ról 6% közelébe emelkedett vissza, ami az inflációs várakozások növekedésére, másodlagos hatások kialakulásának veszélyére figyelmeztet.

Összességében a fogyasztói árak az év első felében átlagosan 6,8%-kal voltak magasabbak a múlt év azonos időszakánál, és alakulásukból csak nagyon gyengén rajzolódik még ki valamiféle dezinflációs trend.

A forint euróval szembeni árfolyama március elejéig a magyar

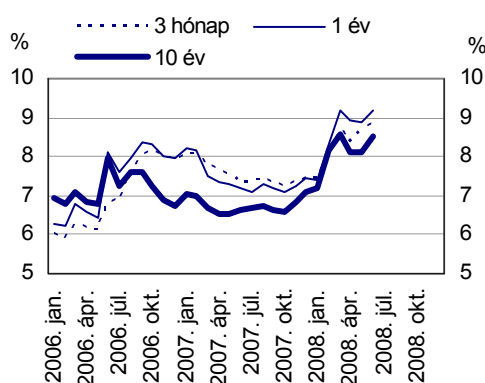
4-1. ábra: Inflációs mutatók

(változás előző év azonos hónapjához képest)



Forrás: KSH

4-2. ábra: Állampapírpiazi referencia-hozamok



Forrás: ÁKK

4-1. táblázat: A fogyasztói árak alakulása főbb kiadási csoportok szerint

(éves növekedési ütem százalékban)

	2007	2008e	2009e
Élelmiszerek	11,5	11,8	7,0
Alk. és dohány	6,7	5,0	4,2
Ruházati cikkek	1,0	0,2	0,5
Tartós fogy.	-1,3	-0,4	0,1
Házt. energia	23,9	9,8	6,7
Üzemanyagok	4,0	6,2	4,1
Szolgáltatások	7,4	5,0	4,0
Teljes CPI	8,0	6,4	4,4

Forrás: KSH és saját előrejelzés (e)

fizetőeszköz lassú gyengülését, onnantól kezdve azonban eleinte lassú, később gyors erősödését mutatta, amit a belpolitikai feszültségek keltette bizonytalanság is csak átmenetileg tudott megakasztani. A forint június 20-án áttörte a február végén megszűntetett árfolyamsáv erős szélét (240 forint/euró), majd meredeken erősödve július 9-én a 230-as szintet is megközelítette (egy kötés erejéig be is nézett ez alá a szint alá). Történt ez annak ellenére, hogy júniusban a Monetáris Tanács változatlanul hagyta a jegybanki alapkamatot, pedig a magas májusi inflációs adat és a nem túl kedvezőnek ítélt áprilisi béradat következtében szinte minden piaci szereplő és elemző kamatemelést várt. A forint erősödésében egyaránt szerephez jutottak regionális hatások (több ország valutája jelentősen erősödött a térségben), pénzügyi pozíciók kiépítése és zárása, de részben alighanem a szigorú monetáris politika kedvező piaci fogadtatása is.

Legutóbbi előrejelzésünk óta a Magyar Nemzeti Bank két lépésben összesen 50 bázisponttal 8,5%-ra emelte a jegybanki alapkamatot, míg júniusban változatlanul hagyta. A piaci elemzők nagy részét meglepő döntés mögött az az érvelés állt, hogy a jegybank a májusi inflációs előrejelzése óta nem észlelt lényegi változást az inflációs pályát meghatározó tényezőkben, márpedig májusban már emelt 25 bázisponttal a Monetáris Tanács. Az érvelés és a hozzá kapcsolódó további határozott antiinflációs retorika meggyőzte a piacot, hiszen az árfolyam tovább erősödött és július első két hetében az állampapírok referencia-hozamgörbéje lefelé tolódott: a rövidebb illetve a leghosszabb lejáratokon 10-30 bázisponttal, a 3 és 5 éves lejáratok esetében pedig 50 bázispontot meghaladóan csökkentek a referenciahozamok.

Lassú dezinfláció szigorú monetáris kondíciók mellett

Az infláció idej és jövő évi alakulásával kapcsolatban továbbra is meghatározó marad az élelmiszerárak és az energiaárak alakulása, bár egy éven túlmutató távlatban már a forint erősödése is számottevő hatással járhat, amennyiben nem gyengül vissza a magyar fizetőeszköz az euróval szemben. Az élelmiszerárak növekedése lassan fékeződőben van: a mezőgazdasági termelői árak emelkedése ugyan továbbra is erőteljes, de a jó termés kilátásoknak köszönhetően várható egy számottevőbb mérséklődés a harmadik negyedévtől kezdődően. Az energiaárak alakulása kevésbé kedvező: a magas olajárak és a késleltetéssel ugyan, de emelkedő gázárak a hazai fogyasztói termékosárban is hatni fognak: augusztusban a távfűtési díjak emelkednek majd, és vagy 2008 végén vagy 2009 elején valószínűsíthető egy jelentősebb gázár-emelés és esetleg egy további távhődíj- és áramár-emelés. Lassulhat a szolgáltatások dezinflációja is, ugyanis további bázishatások már nem segítenek, de ismét elképzelhető a személyszállítási tarifák növekedése a megnövekedett üzemanyag-költségek miatt.

Mindezeket figyelembe véve 2008 második félévében is csak lassú lesz az infláció csökkenése, és decemberre az éves index várakozásaink szerint csak 5,5%-ig süllyed vissza, átlagosan pedig 6,4%-os lesz a 2008. évi infláció. 2009-ben minden jelentősebb termékkörben a fogyasztói árak emelkedésének mérséklődését várjuk, de a háztartási energiát illetően léteznek felfelé mutató kockázatok. 2009 decemberére az éves növekedés csekély

mértékben ugyan, de az inflációs célsáv felső része fölötti lesz (számításaink szerint 3,6%-os értéken), az év egészében pedig 4,4% lehet a fogyasztói árak átlagos növekedése.

Az inflációs helyzet alapján tehát úgy tűnik, hogy a Monetáris Tanács jó ideig nem lesz abban a helyzetben, hogy enyhítsen, ugyanakkor a júniusi döntés óta a pénzügyi fejlemények alapvetően megnyugtatóak, a júniusi inflációs adat pedig inkább pozitív semmint negatív meglepetést hozott. A dezinfláció előrejelzésünk mögött feltételezett második félévi kibontakozásával, valamint a pénzügyi piacok alapvető nyugalmával kalkulálva (amibe a forint 240-245-ös szintig való kisebb visszagyengülése is beleférhet) a jegybank az év vége felé már akár egy szimbolikus kamatcsökkentést is végrehajthat. Erre vélhetően a novemberben frissítendő inflációs előrejelzésük nyilvánosságra hozatalakor kerülhet sor. Addig további kamatemelésre sem számítunk, így az idei év végén várakozásaink szerint 8,25% lesz a jegybanki alapkamat szintje. 2009-ben több kisebb lépcsőben faraghat irányadó kamatán a jegybank, alapvetően azonban szigorú marad a monetáris politika. Vélekedésünk szerint 2009 végén 7,25%-on áll majd a jegybanki alapkamat.

5. Államháztartás

A költségvetési hány egyre ígéretesebben mérséklődik, a 2008-as 4%-os hiánycél továbbra is elérhető, ugyanakkor abszolút értelemben és regionális összehasonlításban is még mindig túlzottan magas, amely mellett az államadósság állománya továbbra is növekvő tendenciát mutat. 2009-ben a tervezett 3,2%-os hiány magasabb kockázatok mellett ugyan, de teljesülhet.

Az államháztartás alakulása 2008 második negyedévében

A második negyedév közepén igen kedvezően alakult az államháztartási egyensúly. Az első negyedév végi 2,2%-os GDP-arányos deficithez képest május végére 1,6%-ra csökkent a költségvetés konszolidált hiánya. Ez részben köszönhető az SZJA bevallási időszak eredményének, de sokkal inkább azoknak a vártnál magasabb bevételeknek, amelyek az ÁFA-ból, a különadóból és a társadalombiztosítási járulékokból folytak be. Június végére az államháztartás hiánya – helyi önkormányzatok nélkül – elérte a 722 milliárd forintot, ami a GDP 2,6%-ának, illetve az aktuális éves hiányprognózis 66,8%-ának felel meg. Júniusban a központi költségvetés 307,6 milliárd forintos hiánnyal zárt, a TB alapok 8,8 milliárd forintos, az elkülönített állami pénzalapok 1,6 milliárd forint többletet értek el.

Miközben a második negyedéves társasági adóbevétel 3,5-4%-kal elmaradt az egy évvel ezelőttihez és a pénzügyminisztérium előrejelzéseire képest, a vállalkozások különadója a tavalyi érték 3-4-szerese volt a második negyedévben, ami nyilván gyengíteni fogja az adónem eltörlését célzó törekvéseket.

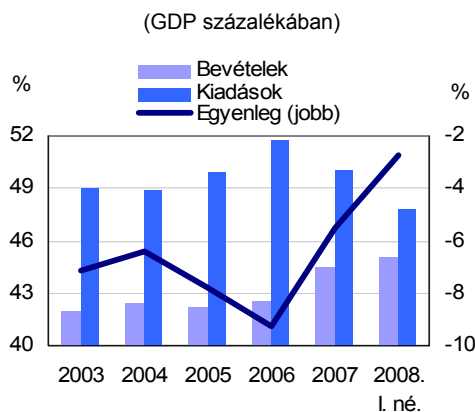
Az ÁFA-bevételek nem várt mértéke mögött egyértelműen az élelmiszer- és energiaárak húzódnak meg. A kisebb adónevek tekintetében a bányajáradék növekvő mértéke is segítette a költségvetési egyensúly elérését (nagyjából 5,4 milliárd forintos tétel, miközben a játékadóból származó bevételek csökkentek.

A TB-járadékbevételek a második negyedévben havonta 5-5,5%-kal magasabbak lettek a vártnál. A TB alapok kiadásait két rendkívüli tétel növelte, mindkettő májusban: az 1,1%-os többlet-nyugdíjmelés az infláció és bérek növekedése alapján valamint a nyugdíjas bányászok évi esedékes szénjárandóságának pénzbeli megváltása.

A költségvetés második negyedéves egyenlegét javította egy rendkívüli tétel is, ugyanis a még az előcsatlakozási támogatásokhoz kapcsolódó SAPARD pénzek utolsó 5%-a, 2 milliárd Ft áprilisban áramlott be a költségvetésbe. Ezen kívül uniós forrásokból csupán a vám 25%-aként havi 600-800 millió Ft érkezett be.

A kiadási oldalon az alábbi kérdéses tételek jelentkeztek, amelyeket a későbbiekben kiadáscsökkentéssel érdemes volna mérsékelni vagy felszámolni. Májusban a vasúti személyszállítás egy havi normatív támogatása 14,2 milliárd forint volt. A fogyasztói árkiegészítés 9,4 milliárd forint – igaz, ez még így is 2 milliárd forinttal kevesebb, mint a 2007. májusi tétel, ami viszont 65%-ban annak köszönhető, hogy május 1. miatt 1,3 milliárd forintot előre

5-1. ábra: Államháztartás konszolidált bevételei, kiadásai és egyenlege



Forrás: PM

hoztak áprilisra. Lakástámogatásra havonta nagyjából 15 milliárd forintot fordított a kormányzat a második negyedévben. Előrehozták a második félévről a MÁV 43 milliárd forint értékű termelési támogatását. A havi kamatkidadás 46 milliárd forint volt a második negyedévben. A négyes metró építésére áprilisban 4 milliárd forintot fizetett ki a költségvetés.

Az államadósság a 2007. év végi 65,9%-ról 2008 első negyedévé végére 67,1%-ra bővült, ami a második negyedév után tovább növekedett 67,5%-ra. Áprilisban csak a forintban kibocsátott adósságállomány növekedett 305 milliárd forint értékben, májusban viszont a 282 milliárdos többlet forintadósság mellett a kormány összesen 350 millió svájci frank értékben bocsátott ki devizakötvényt. Így nagyjából havonta 3%-kal növekedett a második negyedévben az adósság állományi értéke.

Az államadósság 2008 első negyedév végi állományának 28,5%-a külföldi devizában volt kibocsátva (elsősorban svájci frank és euró). Az elmúlt negyedév forinterősödése jelentős mértékben átértékelte az adósságállomány és a kapcsolódó adósságszolgálat ezen részét. 2007 decembere és 2008 májusa között az árfolyamerősödés következtében 4%-kal értékelődött le a külföldi devizában denominált adósságállomány. A kormányzatnak megfontolandó lehet a deviza-államadósság rész csökkentésén gondolkodnia, amit mind a nem várt költségvetési bevételek, mind a forinterősödés erősen indokolhat (lásd keretes írásunkat).

Az országhoz tartozó kockázat a növekvő adósságállomány ellenére, talán éppen a csökkenő költségvetési hiánynak köszönhetően csökkent, ami az államkötvények lefelé tolódott hozamgörbéjében is megmutatkozik.

Mire használjuk fel a nem várt bevételeket?

Elsősorban az áfa és a jövedéki adó bevételek terén az áremelkedések, továbbá a TB-járulékok esetében a foglalkoztatási mélyponton való túllendülésnek és a gazdaság fehéredésének köszönhetően folyt be eddig és várható továbbra is a 2008-ra tervezett célszámokat meghaladó jelentős többletbevétel. Hamar kerültek olyan gondolatok, amelyek ezt a lehetőséget az államháztartás rövid távú mozgásterének bővüléseként értelmezték. Ám, mivel a költségvetési tervezés középtávú kell, hogy legyen, már a 2009-es év 3,2%-os GDP-arányos deficit-célkitűzésére is gondolni kell.

Ennek fényében csak olyan felhasználási módot érdemes választani, ami mérsékli a jövőbeni kiadásokat, vagy növeli a jövőbeni adóbevételeket. A kiadást mérséklő hatást egyértelműen az államadósság csökkentésével lehet elérni, hiszen ezzel mérséklődik a havonta nagyjából 47,5 milliárd forint adósságszolgálat, aminek körülbelül 97%-a kamatfizetés. 2008 harmadik negyedévében kiváló alkalom adódik a deviza adósságállomány csökkentésére a forint erősödése következtében. (Igaz, ez az erősödés a devizás kamatterhek értékét és relatív súlyát is csökkenti átmenetileg.)

A bevételi oldal növekedését eredményező felhasználás adócsökkentés formájában jelentkezhet, de csak és kizárólag olyan módon, ami közvetlenül a vállalkozások profithoz vagy bérekhez kapcsolódó adóterhét mérsékli, hiszen ettől várható némi gazdasági élénkülés, és növekvő adóalap. Ennek sokkal bizonytalanabb a kimenetele, mint az adósságcsökkentésnek, és semmilyen fogyasztáshoz kapcsolódó adó mérséklése nem indokolt, mert az csak tovább torzítaná az adórendszert az eddig is túlzottan preferált fogyasztás javára, továbbá torzítaná a világgiacról a nemzetgazdaságba érkező, takarékosabb felhasználásra ösztönző jelzéseket, amely középtávú versenyképesség-romlási kockázatokkal járhat.

Elvileg létezik egy harmadik elfogadható megoldás is, nevezetesen, hogy a többletbevételeket az aktuális kiadások fedezetére fordítják mérsékelve ezzel az államháztartás adósságból való finanszírozási igényét 2008-ban. Ugyanakkor ez nem vinné közelebb a pénzügyi kormányzatot a 2009-es hiánycélhoz. Ilyen áron nem éri

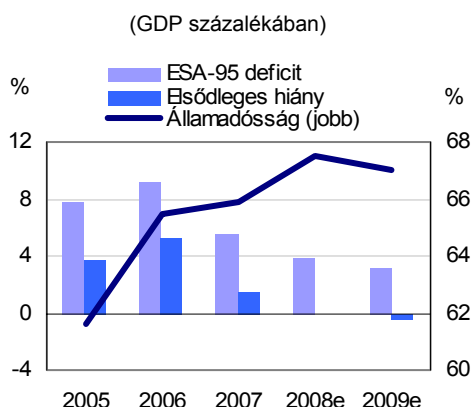
meg igazán túlteljesíteni sem a 2008-as hiánycélt, mert Magyarország esetében, az elmúlt évtized tapasztalata alapján már az is jelentős piaci bizalomerősödést eredményez, ha képesek tartani a kitűzött fiskális célt. Így marad tehát az államadósság csökkentése, mint legjobb megoldás.

5-1. táblázat: Az államháztartás alrendszerének egyenlege, 2008

	(milliárd Ft)		
	I-VI. hó tény	Évesi elő-irányzat	Éves prog-nózis
Központi költségvetés egyenlege	-783,0	-1117,6	-1072,9
Elkülönített alapok egyenlege	54,3	4,9	5,0
TB-alapok egyenlege	6,7	2,0	-12,8
Teljes egyenleg	-722,0	-1110,7	-1080,7

Forrás: PM

5-2. ábra: Államháztartási hiánymutatók



Forrás: KSH és saját előrejelzés

Várható egyenlegjavulás a következő három évben

A 2008-as ESA-szemléletű államháztartási hiányra vonatkozóan a GDP 3,8%-át kitevő értéket várunk. Ez alacsonyabb is lehet, ha a többletbevételeket a folyó kiadásokra fordítják, viszont amennyiben nagyobb arányú adósságtörlesztésre, akkor egy kicsivel magasabb érték is adódhat. 2009-re elérhetőnek tartjuk a pénzügyminisztérium 3,2%-os deficit-célkitűzését, de továbbra is hangsúlyozzuk, hogy ehhez a korábbi időszakoknál erősebb költségvetési fegyelem szükséges, és még így is vannak a magasabb hiány felé mutat kockázatok.

2008 második felében és az azt követő két évben is alapvetően a TB járulékok, a termelést terhelő adók és az import energia és élelmiszer ÁFÁ-ján keresztül várható a legnagyobb bevétel-növekedés. Kiadási oldalról a szociális – főképp nyugdíjbiztosítási – juttatások terén várható abszolút összegben jelentős nominális növekedés, ami a 2007-es bázis 8-10%-ának felel meg. Továbbá a közalkalmazotti bérkifizetésre vonatkozó jelenlegi tervek ismeretében az államháztartás bérköltsége 2008-ban 5,5-6%-kal, 2009-ben 2-4%-kal fog növekedni.

A kormányzati beruházások terén 2007-hez képest jelentős, 30-40%-os elmaradást várunk 2008-ra és 2009-re is, amit az igen alacsony 2008 első negyedévi adatra alapozunk. (2008 első negyedévében az állami beruházások mindössze 104 milliárd Ft-ot tettek ki, ami a 2007-es éves beruházásnak az 1/9 része.)

Az államadósság esetében lehetőséget látunk arra, hogy 2009-ben a növekvő trend megforduljon, és 67%-ra mérséklődjön. Az adósságállomány GDP-arányos szintjének csökkenésében amúgy jelentős szerepet játszik a külföldi devizában felvett kölcsönök forinterősödés miatti átértékelődése.

Szükség van az adóbevételei és a kiadási oldal további átalakítására és az államháztartás konszolidálására, az adóbázis szélesítésére, továbbá a rászorultsági elv érvényesülésének erősítésére a kiadások tekintetében.

Ahogy azt keretes írásunkban kifejtettük, az áremelkedésekből és a gazdasági aktivitásból származó bevételi többletet az államadósság csökkentésére kellene fordítani, elsősorban a külföldi devizában kibocsátott adósságállomány csökkentésére, amelyre kiváló lehetőséget ad a forint erősödése.

6. Külső egyensúlyi folyamatok

2008 első negyedévében jelentősen enyhült Magyarország külső finanszírozási igénye, elsősorban az áru- és szolgáltatás-külkereskedelem javuló mérlege, illetve az EU-tól érkező támogatások révén. Az EU-költségvetéssel kapcsolatos tranzakciók növekvő aktívuma következtében a már csak kisebb javulást felmutató külkereskedelmi egyenleg mellett is tovább mérséklődhet a külső finanszírozási igény: 2008-ban a GDP 3,3%-át, 2009-ben már csak 3%-át éri el várakozásaink szerint.

Külső finanszírozási igény

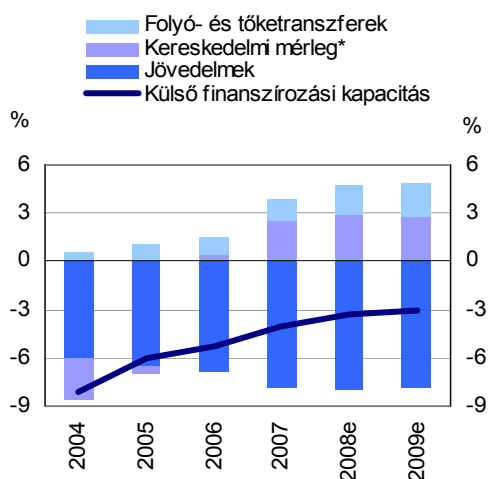
A folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege 367 millió eurós hiányt mutatott 2008 első negyedévében, így a gazdaság ún. felülről számított külső finanszírozási igénye csökkent az előző negyedévhez képest. A szezonálisan kiigazított adat (729 millió euró) a GDP 2,2%-ának felel meg. Ez mintegy hétéves horizonton a legalacsonyabb szintet jelenti. Az alulról számított külső finanszírozási igény, vagyis a pénzügyi mérleg egyenlege ugyanebben az időszakban 1375 millió euróra rúgott, ami a GDP 4,1%-a. Szintén kedvező, hogy az alacsonyabb költségvetési hiányt a háztartások megtakarításai idén eddig többé-kevésbé fedezik, amire szintén nem volt példa az utóbbi hét évben, és ami szintén a külső egyensúlyi helyzet javulását vonta magával.

A fizetési mérlegben az első negyedéves adatok az áruforgalom javuló, pozitív egyenlegét mutatják, ami a szezonális hatásoktól megtisztítottan eléri a 681 millió eurót. Mint már a növekedési fejezetben írtuk, az exportot a kedvezőtlenül alakuló külső konjunktúra ellenére jelentős dinamika jellemezte, amely viszont az év hátralevő részében mérséklődik majd. Változatlanul leginkább a gépek és szállítóeszközök termékcsoport kivételének növekedési üteme a legmagasabb, azon belül is a híradástechnikai termékek, elsősorban a mobiltelefonok kivitele ugrott meg. A relációkat tekintve az EU-n kívüli országokkal szemben növekedett gyorsabban a kivitel (38%) de a behozatal is (24 %). Az egyenleg azonban leginkább az EU-val folytatott külkereskedelemben javult. Ez utóbbi relációban elsősorban az új tagországokkal folytatott forgalom dinamikája magas és a pozitív egyenleg legnagyobb része is ebből a relációból származik (2008 január-április között több mint 1,5 milliárd euró). A szolgáltatásforgalom fizetési mérlegben közölt adatai szintén kiviteli többletet jeleznek, amelynek értéke ugyancsak magasabb az egy évvel ezelőttinél és a megelőző negyedévinél is (szezonálisan kiigazítva 269 millió euró). A többlet főként az idegenforgalomban keletkezett (294 millió eurós többlet). A forint erősödése és a nyári szabadságolások miatt az idegenforgalmi többlet apadása, továbbá az egyéb szolgáltatások első negyedévi hiánya (71 millió euró) alapján előrevetíthető enyhe negatív egyenleg összességében a szolgáltatásforgalomnak a múlt évinél kisebb aktívumát jelzi előre.

A jövedelem- és transzfermérlegben az adóssághoz és a nem-adósság típusú jövedelmekhez kapcsolódó kifizetések összege több mint 2,1 milliárd eurót tett ki az első negyedévben. Ez egybevág előző prognózisunkkal, hiszen egyrészt az egyre nagyobb külföldi adósságállománnyal, másrészt a jelentős közvetlen külföldi tőkebefektetés-állományhoz kapcsolódóan a Magyarországon megtermelt profittal kapcsolatban nőnek a külföldre irányuló

6-1. ábra: A külső finanszírozási igény alakulása

(GDP százalékában)



Forrás: MNB és saját előrejelzés (e)

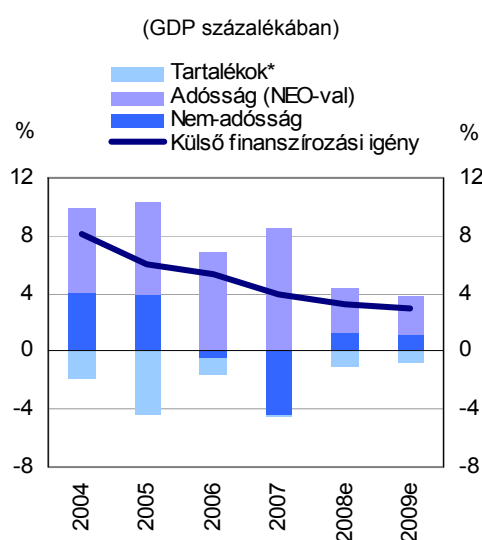
* Áru- és szolgáltatásforgalom

jövedelem-átutalások. Így a 2007-es nettó átutalás mértéke a GDP 7,9%-át érte el, s az idei évre további GDP-arányos emelkedést várunk, ami ezen a szinten maradhat 2009-ben is. A módszertani változásoknak köszönhető, hogy a munkavállalói jövedelmek elszámolása jelentős aktívumot mutat. Ezzel szemben szintén módszertani változás miatt jellemzi jelentős hiány (273 millió euró) a folyó transzferek egyenlegét. Itt szerepelnek a lakosság viszonzatlan átutalásai és a külföldi munkavégzéssel kapcsolatban fizetett adók és járulékok és onnan átutalt bérek.

A tökemérlegben jelenik meg az EU-tól érkező átutalások nagyobbik része. Előző prognózisunknak megfelelően, a 2007 egészére jellemző 1035 millió eurós aktívumot 2008 első negyedévében egy időarányosan nagyobb (795 millió eurós) többlet követte, ami 2008 egészére az előző évinél jelentősen nagyobb aktívumra enged következtetni. Ennek a tendenciának a folytatódását várjuk 2009-ben is.

Egészében véve folytatódik a külkereskedelem (főleg az áruforgalom) és a transzferek egyenlegének javulása, míg a jövedelem-egyenleg nem változik jelentősen, bár az előző időszakokkal való összehasonlítást a 2008 első negyedévtől érvényes módszertani változások nehezítik. A gazdaság külső finanszírozási igénye jelentősen mérséklődhet az idén: a 2007. évi 4%-ról 2008-ban a GDP 3,3%-ára csökkenhet. Ennek egyik eleme a kereskedelmi mérleg javulása, ugyanakkor a fizetési mérleg egészének a GDP-arányos deficitje nem változik. 2009-re a külső finanszírozási igény 3%-ra történő javulása valószínűsíthető.

6-2. ábra: A finanszírozás szerkezete



Forrás: MNB és saját előrejelzés (e)

* Negatív érték az állomány növekedését jelenti

A finanszírozás szerkezete és a külföldi adósság

2008 első negyedévében 292 millió eurós közvetlen külföldi tőkebefektetés valósult meg tulajdonosi részesedés formájában, újrabefektetett jövedelem formájában pedig 1366 millió euró. Az egyéb tőke (tulajdonosi hitel) egyenlege nettó kiáramlást jelez, 864 millió euró értékben. Ezeknek a tételeknek az eredőjeként a Magyarországon megvalósított összes közvetlen külföldi tőkeberuházás 793 millió eurót tett ki, amely nagyjából megfelel az előző év azonos időszakának, azonban az újrabefektetett jövedelem számbavételének 2008 első negyedévtől történt változása (amelynek eredményként nagyobb az éves teljes visszaforgatásból az első negyedévhez allokkált összeg) azt jelezhetné, hogy az idén a 2007-esnél némileg kisebb közvetlen külföldi tőkebefektetésre számíthatunk. A feltételezett csökkenést ugyanakkor kompenzálhatja a Mercedes kecskeméti nagyberuházása és a vállalatot követő befektetők további beruházásai. Így összességében, 2007-hez hasonlóan, a GDP 4%-a körüli, mintegy 4,4 milliárd euró körül lehet az éves beáramlás 2008-ban.

A rezidensek külföldi befektetéseit tekintve ennek végleges összege 344 millió euró volt az első negyedévben, ami alacsonyabb, mint 2007 bármelyik negyedévének értéke. Részvény és tulajdonosi részesedés formájában 84 millió euró volt a kiáramlás, a jelentős külföldi befektetés-állományhoz kapcsolódóan ennél jóval számottevőbb az újrabefektetett jövedelem, amely 342 millió eurót ért el. Az egyéb tőkemozgás egyenlege 82 millió eurós nettó Magyarországra történő beáramlást mutatott. Az alacsonyabb első negyedéves érték ellenére a kifelé irányuló befektetéseket jellemző erős koncentráció miatt várható, hogy egy-egy nagyobb projekt az

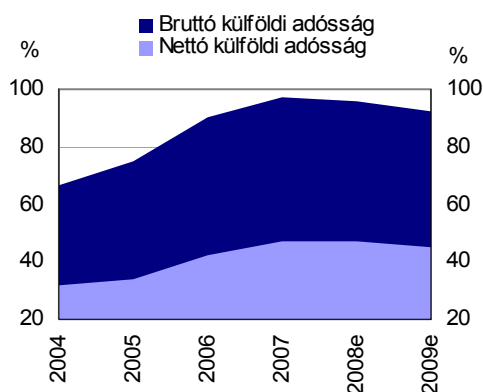
év végéig kompenzálja az első negyedév alacsonyabb értékét, és összességében 2007-hez és 2006-hoz hasonlóan 3 milliárd euró körüli éves adat várható, ami a GDP 2,7 %-ának felel meg. Nem változtat ezen érdemben az sem, hogy az OTP lehetségesnek tartja, hogy megváltik egy-két külföldi leánybankjától, mivel tervei szerint az így felszabaduló forrásokat a többi külföldi érdekeltségénél fekteti be.

A portfólió befektetéseknél tovább nőtt 2007 negyedik negyedévéhez képest a magyar befektetők külföldi részvényvásárlása, 521 millió euró értékben. A külföldiek viszont újra „felfedezték” a magyar részvényeket, és 989 millió euró értékben vásároltak nettó módon belőlük. A kötvények és egyéb eszközökbe áramló portfólió-befektetések a magyar befektetők külföldi érdeklődésének erősödését, a külföldiek magyarországi papírok iránti érdeklődésének változatlanságát mutatják: az előbbi 152 milliós kiáramlást, az utóbbi 983 millió eurós beáramlást eredményezett az első negyedévben.

Az előző negyedév végéhez képest enyhén nőtt a jegybanki tartalékok értéke, 16,4 milliárd euróról 16,8 milliárd euróra. A bruttó külföldi adósságállomány összevetését a megelőző negyedév végi adattal nehezíti, hogy itt is jelentős módszertani változás történt: az anyavállalattal kapcsolatos tőke mozgások mellett 2008 első negyedévével a leányvállalatok közötti tőke mozgást is számba veszik – ez megfelel a nemzetközi előírásoknak. Az új módszertan alapján a bruttó külföldi adósságállomány (a pénzügyi derivatívák állománya nélkül) 101,3 milliárd eurót tett ki 2008 első negyedévének végén, míg a nettó 49 milliárd eurón állt (GDP-arányosan 48%). A módszertani változásoktól eltekintve viszonylag alacsony volt az állomány növekedése. Részben annak köszönhetően, hogy az első negyedévben a nem adóssággeneráló tőke mozgások közel 1,7 milliárd euró nettó beáramlást mutattak, miközben az adóssággeneráló finanszírozás során (a hibák és kihagyások egyenlegét is idevéve) közel 900 millió euró nettó kiáramlás történt. Az év egészében azért ez utóbbi jellegű finanszírozás lesz a domináns, viszont a forint erősödése miatt az euróban kifejezett folyó áras GDP markánsan növekszik, így bár 2008 végére a bruttó külföldi adósságállomány elérheti a 107 milliárd eurót, az csak a GDP mintegy 96%-ának felel majd meg. Ez a mutató 2009-re 93% alá csökkenhet.

6-3. ábra: A külső adósság alakulása

(GDP százalékában)



Forrás: MNB és saját előrejelzés (e)