



# Negyedéves előrejelzés a magyar gazdaságra

2008 ősz



# Negyedéves előrejelzés a magyar gazdaságra

## 2008 ősz

**Az elemzést készítették:**

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

**Az elemzéshez használt adatbázis 2008. október 16-án 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](http://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](mailto: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

<b>Összefoglaló</b>	<b>4</b>
<b>1. A külső környezet alakulása</b>	<b>6</b>
<b>2. Gazdasági növekedés</b>	<b>10</b>
<b>3. Munkapiac</b>	<b>14</b>
<b>4. Infláció, monetáris kondíciók</b>	<b>16</b>
<b>5. Államháztartás</b>	<b>19</b>
<b>6. Külső egyensúlyi folyamatok</b>	<b>21</b>

# Összefoglaló

**Drámaian romlik külső környezet a hitelválság miatt, egyelőre nem látszik a mélypont**

A világgazdasági folyamatok alapvetően rajzolják át a magyar gazdaság jövőjéről alkotott képünket. A globális pénzügyi válság szeptember-októberben súlyosbodott, amely befektetők kockázati étvágyának visszaesését, a finanszírozási lehetőségek szűkülését eredményezte. A fő exportpiacaink lassulnak, Nyugat-Európára recesszió vár, melynek mértéke egyelőre ismeretlen. Az bizonyos, hogy a külső kereslet nem lesz képes tovább húzni a magyar gazdaságot. Egyedüli pozitívum az olaj, az élelmiszerek és más nyersanyagok áresése, amely a hazai dezinflációt is segíti.

**Emiatt a zsenge hazai fellendülés is elsorvad: újabb lassulás következik, és recesszió sem zárható ki**

Bár a nyári hónapokban még a gazdaság lassú talpraállását mutatták a statisztikák, a hitelkínálat és a külső kereslet beszűkülése drámaian rontja a növekedési kilátásokat. Felhasználási oldalon a lakossági fogyasztás ugyan túljutott a mélypontra, de nem lesz képes húzni a növekedést. A beruházásokat a hitelszűke, a romló kilátások és a költségvetés mozgásterének csökkenése fogja vissza, míg a nettó export növekedési hozzájárulása az export visszaesése miatt negatívba vált 2009-ben. Az idei év 1,7%-os növekedését jövőre még szerényebb 1,1% követheti. Sőt, mivel a nemzetközi válság mélypontját egyelőre nem látjuk, még a recesszió sem zárható ki.

**A munkanélküliség ismét emelkedik, a reálkeresetek jövőre legfeljebb stagnálnak**

A reálgazdasági problémák a munkapiacra is éreztetik hatásukat. A munkanélküliség az év első felében még mérséklődött – igaz, csökkenő foglalkoztatás mellett. Az előttünk álló időszakban viszont a munkanélküliségi ráta elérheti, sőt meghaladhatja a 8%-ot, míg a reálkeresetek 2009-ben legfeljebb stagnálnak majd.

**Bár a dezinfláció kedvezően halad, a forint árfolyama kockázatot jelent, és a befektetői bizalmatlanság miatt késik a kamatcsökkentés**

A nyersanyagárak csökkenése és a gyenge belső kereslet hozzájárul a dezinfláció folytatódásához, mely a legutóbbi időszakig a vártnál gyorsabb ütemben zajlott. Amennyiben a forint árfolyama visszatér a 250 Ft/euró körüli szinthez, az infláció üteme 2008-ban átlag 6,3%, 2009-ben pedig 3,8% lehet; 260-270 Ft/euró körüli árfolyam esetén ennél 0,2-0,4 százalékponttal magasabb lehet a jövő évi ütem. Bár az infláció kedvezően alakul, a pénzügyi válság és Magyarország sérülékenysége miatt idén még nem várunk jegybanki kamatcsökkentést – ez 2009-ben kezdődhet meg.

**A költségvetésben maradt tartalék a hiány további csökkentéséhez, ám ismét elmaradnak a szerkezeti reformok**

A költségvetés 2008-ban is a konvergencia-pályán maradt, sőt volt benne annyi tartalék, hogy a befektetői bizalom erősítésére leszállítsák az idei és jövő évi hiánycélt. Bár a költségvetés átdolgozás alatt áll, elképzelhetőnek tartjuk az idei 3,4% után akár a tervezettnél kissé jobb, 2,8%-os hiány teljesítését is 2009-ben. Bár a költségvetési felelősség intézményrendszere erősödhet, továbbra is hiányoljuk azokat a kiadási oldali illetve adóreformokat, amelyek a gazdaság potenciális növekedési ütemét emelhetik.

**Kissé nő a külső finanszírozási igény**

Az export visszaesése miatt a kereskedelmi mérleg aktívuma 2009-ben csökken. Bár az országban működő külföldi cégek jövedelmezősége mérséklődik, a bizonytalanság miatt erőteljesebb profit-repatriálásra számítunk, és drágul az adósság típusú külső finanszírozás. Így a külső finanszírozási igény a 2008-as javulás után jövőre ismét nő majd, a GDP 3,3%-áig. Emiatt a bruttó külföldi adósság is tovább emelkedik, megközelítve a GDP összegét.

## Fő makrogazdasági mutatók, 2006-2009

	2006	2007	2008e	2009e
GDP folyóáron (milliárd Ft)	23 795	25 406	27 400	28 800
GDP növekedés (változatlan áron, %)	3,9	1,3	1,7	1,1
- Lakossági fogyasztás	1,9	-1,9	0,5	0,9
- Közösségi fogyasztás	5,8	-3,1	-1,2	1,0
- Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-2,5	0,1	-0,5	1,5
- Export	19,0	14,2	9,4	3,0
- Import	14,7	12,0	8,9	3,5
Munkanélküliségi ráta (%)	7,5	7,4	7,8	8,0
Reál ULC (%)	1,7	1,2	-2,1	0,0
Éves átlagos infláció (%)	3,9	8,0	6,3	3,8
Jegybanki alapkamat (év végén, %)	8,00	7,50	8,50	7,00
3-hónapos benchmark hozam (% , év vége)	7,93	7,45	8,30	7,30
10-éves benchmark hozam (% , év vége)	6,71	7,08	7,80	6,70
Forint / euró (éves átlag)	264,14	251,31	250,58	252,50
Forint / euró (év vége)	252,30	253,35	251,13	250,00
Államháztartási egyenleg <sup>1</sup> / GDP (%)	-9,2	-5,5	-3,4	-2,8
Államadósság / GDP (%)	65,5	65,9	66,6	67,2
Külker. mérleg / GDP <sup>2</sup> (árak és szolgáltatások, %)	0,4	2,5	2,8	1,6
Külső finanszírozási igény / GDP <sup>2</sup> (%)	-5,3	-4,0	-3,1	-3,3
Bruttó külföldi adósság / GDP <sup>2</sup> (%)	90,5	96,9	97,8	99,9

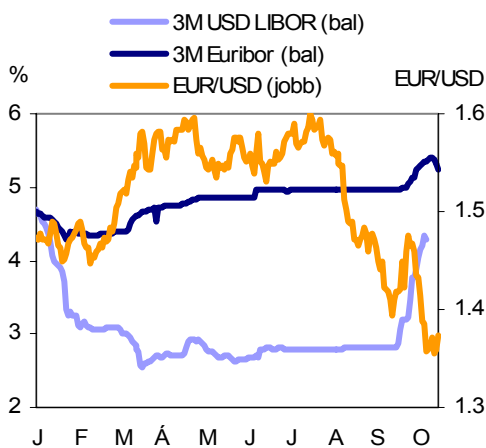
Megjegyzés: e = előrejelzés, <sup>1</sup> ESA-95 szerinti egyenleg; <sup>2</sup> Euróban kifejezett adatokból képzett hányadosok

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

# 1. A külső környezet alakulása

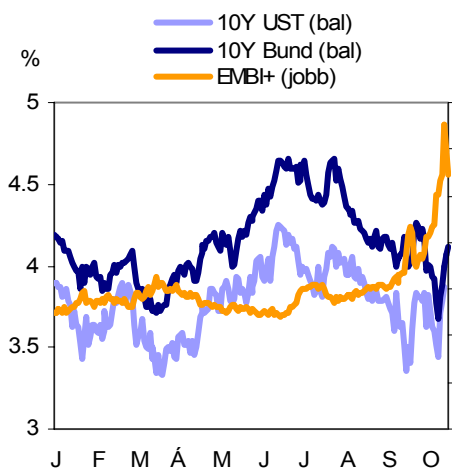
Az elmúlt hetekben a pénzügyi válság súlyosbodott. Bár a meghirdetett állami mentőakciók némi megnyugtatóssal szolgáltak a piacok számára, a rendszerszintű kockázatok magasak, és a feltörekvő országok sebezhetősége is nagy. A pénzügyi válság mélyülésével a világgazdaság – és különösen Európa – növekedési kilátásai is jelentősen romlottak. A küszöbön álló recesszióból való helyreállítás várhatóan lassú és fokozatos lesz. A reálgazdasági problémák miatt a nyersanyagárak mérséklődnek, ami tovább enyhíti az inflációs kockázatokat.

1-1. ábra: Bankközi kamatok és az euró-dollár árfolyam 2008-ban



Forrás: Cbonds.info

1-2. ábra: Kötvényhozamok 2008-ban



Forrás: Cbonds.info

## Pénzügyi pánik szeptember-októberben

A globális pénzügyi válság előző előrejelzésünk (július eleje) óta súlyosbodott, és a világgazdasági kilátások meghatározó tényezőjévé vált. Ezért a szokásostól eltérően a pénzügyi folyamatokkal kezdjük a külső környezet ismertetését.

A nyári hónapokban egyre bizonytalanabbá vált a két amerikai kormányzati háttérű jelzáloghitel-refinanszírozó, Fannie Mae és Freddie Mac helyzete a subprime jelzálogpiacon elszenvedett veszteségeik miatt. Az amerikai kormányzat szeptember 7.-én jelentette be kimentésüket az amerikai jelzálogpiacon betöltött alapvető szerepük miatt. Ezzel egyidejűleg a Lehman Brothers befektetési bankot engedték csődbe menni (a bank szeptember 14.-én kért csődvédelmet). E lépés célja a morális kockázat elleni fellépés volt.<sup>1</sup> Ám az amerikai hatóságok több szakértő szerint elszámították magukat, mert a Lehman bukása megrengette a pénzügyi rendszerbe vetett bizalmat. Szeptember 16.-án már az AIG biztosítót kellett kimentenie az amerikai államnak 85 milliárd dollárnyi hitellel. Az AIG a credit-default swap piac központi szereplője volt, ezért bukása világszerte súlyos veszteségeket okozhatott volna. Ráadásul az AIG kb. 300 milliárd dollár értékben bocsátott ki európai bankok részére tőkefelelőséget szolgáló derivatívákat – többek közt emiatt terjedt át a biztosítóval szembeni bizalmatlanság az európai bankokra. A partnerkockázat befagyasztotta a kötvény- és pénzpiacokat, így a bankok szolvenciája és likviditása is veszélybe került. Az USA-ban és Nyugat-Európában több bank ment csődbe vagy szorult állami kimentésre.

A pénzügyi pánik végigsöpört a világon: a befektetők kockázati étvágya szinte nullára csökkent, tömegesen szabadultak feltörekvő országbeli eszközeiktől, hogy amerikai állampapírokba fektessék pénzüket. Ez lenyomta utóbbiak kamatát, illetve a feltörekvő országok kockázati prémiumát jelző EMBI+ index az egekbe szökött.

Több jegybank, főként a Federal Reserve a likviditáshiány enyhítésére kiterjesztette hitelezési tevékenységét. Október 8.-án a Fed, az Európai Központi Bank, és a Bank of England koordinált 50 bázispontos meglepetésszerű kamatcsökkentést hajtott végre, melyhez világszerte több jegybank csatlakozott. E lépésre azért is nyílt mozgástér, mivel a közelgő recesszió és a csökkenő olajár háttérbe szorította az inflációs kockázatokat.

A bankrendszer megmentésére a Fed és az amerikai

<sup>1</sup> A pénzügyi intézmények a „biztos kimentés” reményében túlzott kockázatot vállalnak, ami növeli a kimentés szükségességének esélyét.

pénzügyminisztérium közösen dolgozott ki programot (TARP – Troubled Asset Relief Program): eszerint az amerikai állam két év alatt 700 milliárd dollár értékben vásárolhat a bankoktól problémás eszközöket. A programot a Kongresszus először elutasította, ami tőzsdei pánikhoz vezetett; kiegészített változatát október 3.-án elfogadták. A program több szakértőtől kapott kritikát azért, mert nem a bankok feltőkésítésére koncentrált (ami a problémák egyik alapvető oka), ezért az állami források egy részének szabad felhasználási lehetőségét kihasználva az amerikai pénzügyminisztérium már ezt is mérlegeli.

Az Egyesült Királyságban kidolgozott mentőcsomag ezzel szemben a bankok tőkéhez jutását segíti 50 milliárd fontnyi közvetlen állami részesedés-vásárlással, 200 milliárd font likviditásnövelő jegybanki hitellel és ugyanekkorra összegű bankközi hitel-garanciavállalással. Hasonlóan tőkeemelésről és a bankközi hitelek garantálásáról határozott Németország és Franciaország is 500 illetve 360 milliárd euró értékben.

Koordinált, nemzetek feletti európai mentőcsomagot nem dolgoztak ki. Egyedüli közös intézkedésként az Európai Unió pénzügyminiszterei október 7.-én megállapodtak a betétbiztosítási limit minimum 50 ezer euróra való általános emeléséről, de több ország (pl. Dánia, Görögország, Németország és részben Írország) korlátlan betétbiztosítást is vállalt. Az eddig bajba jutott bankokat (pl. Dexia, Fortis, Hypo Real Estate) is az érintett nemzeti kormányok tőkésítették fel. Az „egymásra licitáló” nemzeti lépések kockázata, hogy a nagyobb garanciát kínáló országok elvonhatják másoktól a megtakarítókat, növelve ott a bankok sebezhetőségét. Másfelől a garanciavállalás a költségvetés potenciális terheit is növeli, ami szélsőséges esetben (pl. Izland) akár az államadósság kockázati megítélését is ronthatja.

Bár a gazdaságpolitikai válaszok nemzetközi koordinálása hiányos volt, több lépést is értek szakmai kifogások, illetve rövid távon alig hatottak a piaci hangulatra, e jelentés megjelenésekor úgy tűnik, összességében mégis képesek voltak megfékezni a pánikot. A pénzügyi rendszer összeomlásának közvetlen veszélye így elhárult, bár a rendszerszintű kockázat továbbra is magas. A piaci nyugtalanságot azonban tovább fűtik a küszöbönálló recesszióval, valamint a feltörekvő országok (köztük Magyarország) sebezhetőségével kapcsolatos félelmek és bizonytalanságok.

### **A vártnál erőteljesebb világgazdasági lassulás**

A vártnál mélyebb és tartósabb hitelválság jelentős reálgazdasági áldozatokkal jár majd. Az amerikai és nyugat-európai bankrendszer forrásbevonása rendkívül nehézzé vált, ami a hitelezés lassulásához vezet. A fokozódó makrogazdasági bizonytalanság visszaveti a fogyasztási és beruházási kedvet mind a fejlett, mind a fejlődő országokban. A súlyosbodó pénzügyi válság miatt egyre valószínűbb, hogy a lassulás elhúzódó lesz, és különösen 2009-re nyomja rá bélyegét. A világgazdasági növekedés a korábbi évek 5% körüli mértékéről idén 4% alá, jövőre akár 3%-ig csökken.

A fő növekedési kockázat jelenleg a pénzügyi rendszer válságának súlyosbodása illetve elhúzódása, amely a hitelezés tartós beszűkülésén keresztül veti vissza a fogyasztási és beruházási keresletet. A feltörekvő országokat eddig kevésbé érintette a pénzügyi krízis, de a kockázati étvágycsökkenése rontja külső



finanszírozási lehetőségeiket, és a válság fertőzőszerű tovaterjedésének veszélyét is felveti.

### **Európán kívüli gazdasági centrumok**

Az Egyesült Államok gazdasága mind közelebb sodródik a recesszióhoz. Bár az amerikai GDP a második negyedévben még 0,7%-kal bővült, a National Bureau of Economic Research (NBER) által a recessziók definiálásához használt összes többi indikátor hanyatlik. A második félévben már nagy valószínűséggel negatívba fordul a növekedési ütem. Sőt az ingatlanárak további esése és a pénzügyi válság elhúzódása esetén az átlagnál hosszabb, akár 2009 egészén keresztül tartó recesszió sem zárható ki.

**1-1. táblázat: Növekedési kilátások jelentős gazdasági centrumokban**

	2007	2008	2009
Világ	5,0	3,9	3,9
USA	2,0	1,6	0,1
Euró-övezet	2,6	1,3	0,2
Németország	2,5	1,8	0,0
Japán	2,1	0,7	0,5
Kína	9,3	7,9	6,9
Oroszország	8,1	7,0	5,5

*Forrás: IMF World Economic Outlook, 2008. október 8.*

A japán gazdaság a második negyedévben 3% évesített ütemben zsugorodott, és 2008-09 egészében is csak 0,5% körüli, a potenciálistól messze elmaradó növekedés várható. A belső kereslet növekedési hozzájárulása nulla körüli, egyedül a feltörekvő ázsiai piacokra irányuló export ad lendületet a gazdaságnak. Kína az első félévben még 10,5%-kal nőtt a robusztus beruházásoknak és fogyasztásnak köszönhetően, de az exportkilátások romlása és a magasabb infláció miatt folytatódik a lassulás, és az éves növekedés idén és jövőre is 10% alatt marad.

### **Európa**

Európa a vártnál erőteljesebben lassul, és a helyreállítás is jobban elhúzódik majd. A második negyedévben negatív növekedést produkált Németország, Franciaország és Olaszország, míg az Egyesült Királyság és Spanyolország is alig maradt pozitív tartományban. Az elmúlt negyedévekben elsősorban az erős euró, az emelkedő infláció és a gyenge fogyasztói és üzleti bizalom fékezte Nyugat-Európát. Az ingatlanpiac visszaesése a nagy gazdaságok közül elsősorban az Egyesült Királyságot és Spanyolországot érinti. Bár a vállalati szektor pénzügyi helyzete egyelőre kedvező, a banki finanszírozás relatíve nagy jelentősége és a romló gazdasági kilátások miatt a beruházások gyengék maradhatnak. A magyar export közel harmadát felvevő német gazdaság élesen lassul, a 2007. évi 2,5% után idén 2% alatti, jövőre zéró növekedés várható. Az importkereslet gyengülése a kelet-közép-európai országokat is érzékelhetően fékezi, bár növekedésük így is átlag feletti lesz majd (2009-ben 4-6% közti), azaz a reálkonvergencia lassabb növekedési ütemek mellett is folytatódik.

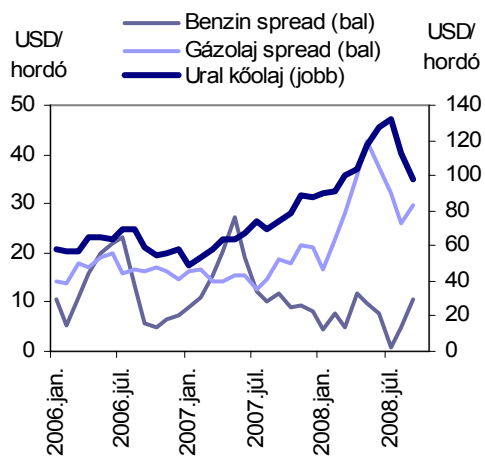
Az EU-n kívül is lassulásra számítnak. Jelentős európai kereskedelmi partnereink közül Ukrajna pénzügyi rendszere is komoly nehézségekkel szembesül, míg Oroszországot a gyengülő exportbevételek és a bankrendszer gondjai fékezhetik. Az ukrán növekedés az idén várható 6% feletti mértékről jövőre 2-3% közé süllyedhet, az orosz gazdaságpedig 7%-ról 5,5%-ig lassulhat az IMF szerint.

### **Mérséklődő nyersanyagárak**

A kőolaj ára 2008. június-júliusban tetőzött, az átlagos ár hordónként 130 dollár felett járt e két hónapban. Azóta a folyamatosan romló világgazdasági kilátások miatt mérséklődött az olajár, és október elején ismét 90 dollár körül jár. Az International Energy Agency legfrissebb előrejelzésében a korábbi 0,8% helyett 0,5% éves kereslet-bővülést vár 2008-ban, és 0,8%-ot 2009-ben. Mivel a világgazdasági kilátások az előrejelzés óta tovább romlottak,

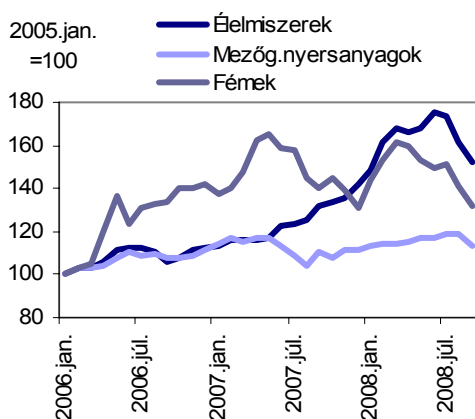


**1-3. ábra: A kőolaj és olajszármazékok árának alakulása**



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

**1-4. ábra: Nyersanyagok világpiaci árának alakulása**



Forrás: IMF

ezért e számokat inkább felső korlátként érdemes tekinteni. Az OPEC-en kívüli kínálatot a Mexikói-öböl hurrikánjai korlátozták, míg az OPEC szeptember 9.-i találkozásán a jelenlegi kitermelési kvóták fenntartása de szigorúbb betartása mellett döntött. A következő, rendkívüli találkozót november 18.-ára hívták össze. Nem zárható ki, hogy a világgazdasági lassulás és az olajexportőrök is érintő pénzügyi nehézségek miatt az olajár stabilizálására törekszik majd a szervezet akár a kvóták csökkentésével is.

Az olajpiac strukturális feszültségei (motorbenzin bőség, dízel szűkösség) fennmaradtak, bár enyhülnek. Ezt a csökkenő, de továbbra is kimagasló dízel spread is jelzi. Emiatt, valamint a forint gyengülése és volatilitása következtében az üzemanyag-termékek hazai ára csak késleltetve lesz képes követni a világgazdasági olajár-trendeket. A földgáz beszerzési költségek az olajár és a forint árfolyam stabilizálódása esetén 2008-ban összesen 53%-kal emelkednek, de 2009-ben átlagosan már nem nőnek tovább.

Az olajhoz hasonlóan az élelmiszerek és fémek világpiaci árai is lejtmenetbe kerültek az elmúlt hónapokban, míg a korábban visszafogottan emelkedő mezőgazdasági nyersanyagok drágulása is visszajára fordult. Az élelmiszerár-csökkenés elsősorban a gabonaféléknek köszönhető, míg a rizs és a húsfélék árcsökkenése eddig mérsékeltebb volt. A tavalyinál lényegesen jobb termésnek köszönhetően a mérséklődés a következő hónapokban is folytatódhat, így az élelmiszerekben rejlő inflációs nyomás folyamatosan enyhül. A csökkenő nyersanyagárak ugyanakkor több feltörekvő gazdaság növekedési kilátásait rontják, ami makrogazdasági sebezhetőségüket is növeli.

## 2. Gazdasági növekedés

A globális pénzügyi válság kiteljesedésével a magyar gazdaság amúgy sem fényes növekedési kilátásai nagyon borússá váltak. A pénzpiacok kiszáradása és a pénzügyi szektor komoly nehézségei következtében a külső konjunktúra teljesen összeomlott, és a belföldi kereslet felívelésének esélye is semmivé foszlott. Még a recesszió sem kizárható, hiszen egyelőre a válság mélypontja sem látszik. A szinte naponta változó viszonyok alapján jelenleg a magyar gazdaság 2008. évi növekedési ütemét 1,7%-ra, a 2009. évit mindössze 1,1%-ra várjuk.

### A pénzügyi válság megfojtja a zsenge fellendülést

2008 második negyedévében a GDP 2%-kal bővült 2007 azonos negyedévéhez képest, és szezonális ingadozásoktól megtisztítva 0,6%-kal nőtt az idei év első negyedévéhez viszonyítva. Mindez alátámasztani látszott a magyar gazdaság növekedésének már korábban feltételezett élénkülését.

A növekedési pályát azonban Magyarország esetében is teljesen átrajzolja, hogy a már több mint egy éve kibontakozott – eleinte főként Amerikára lokalizálódó – pénzügyi válság az elmúlt napokban teljes erővel berobbant az európai pénzpiacokra is. Nyomában a bankszektor megingása, a befektetők pánikszerű eladásai járnak, amelyek olyan erős likviditásszűkéhez vezettek, hogy az már a reálgazdaságot sem hagyja érintetlenül. A befektetésekhez szükséges források elapadásával mindenhol a gazdasági növekedés erős lassulása várható, így a külső konjunktúrára alapozott magyar exportnövekedés nem folytatódhat. A válsághelyzetben a hazai beruházások sem élénkülhetnek, ráadásul az ország külső sebezhetőségét enyhítendő újabb államháztartási szigorítások is várhatók, melyek a belföldi kereslet kibontakozását ugyancsak visszavetik.

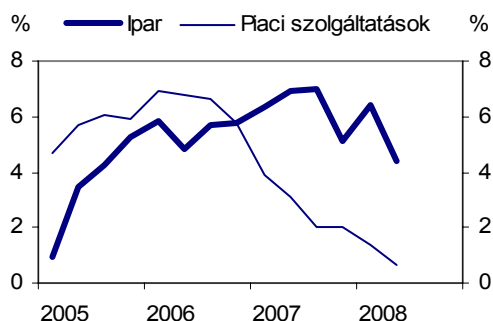
### Termelés

A „jó” híreket, sajnos, röviden el lehet intézni: egyedül a mezőgazdasági termelés az, amely jelentős növekedést mutatott fel a második negyedévben. A hozzáadott érték 33%-kal volt magasabb mint 2007 második negyedévében. Emögött azonban elsősorban a tavalyi, aszályoshoz képest lényegesen kedvezőbb időjárás húzódik meg, és lényegében nem történt más, mint hogy három év folyamatos hanyatlása után a mezőgazdaság lényegében visszatért a 2004. évi termelési szintre. A további bővülésnek azonban már nincsenek ilyen extern lehetőségei, így a további bővülés mértéke behatárolt, vagyis ez alighanem csak egy egyszeri mentőöv a magyar gazdasági növekedés számára.

A külső kereslet második negyedévben tapasztalt erős lefékeződésével a magyar ipari termelés lendülete is megtorpant. A hozzáadott-érték ugyan 2007 második negyedévéhez képest még 4,2%-os növekedést mutatott, szezonális ingadozásoktól megtisztítva azonban 2008 első negyedévéhez viszonyítva már stagnált. Az ipari termelés havi adatai júliusban már csak 0,6%-os növekedést, augusztusban pedig 5,9%-os visszaesést jeleztek az előző év azonos időszakához, és jól tetten érhető az adatokban az exportértékesítés lassulása. Az üzleti várakozások enyhébb romlása szeptemberben még csak az előszele a kilátások lényeges romlásának, hiszen az adatfelvétel még azelőtt történt, hogy a

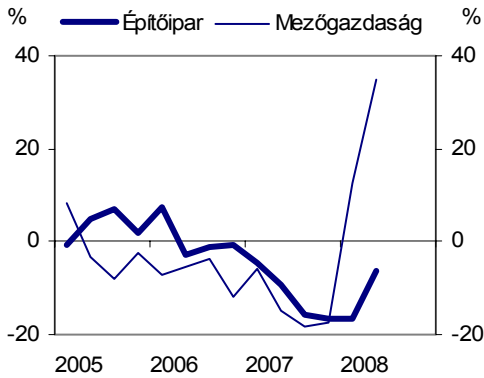
2-1. ábra: Hozzáadott érték a versenyszektorban

(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 (szezonálisan kiigazított adatokból)

nemzetközi pénzügyi válság október elején a hazai pénzügyi piacokra is teljes erővel lecsapott volna.

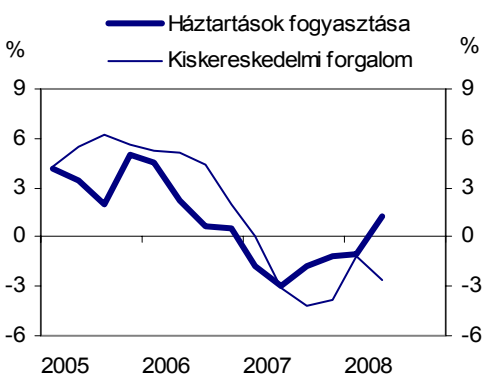
A jórészt a belföldi keresleten alapuló piaci szolgáltatások hozzáadott-értéke a második negyedévben éves alapon visszaesett, ha csak szerény mértékben is (0,2%-kal). Negatív értékre még egyáltalán nem volt példa ebben az időszorban amióta a GDP adatokat negyedéves gyakorisággal közli a KSH. A visszaesés főként a kereskedelemhez, valamint a pénzügyi és ingatlanokkal kapcsolatos szolgáltatásokhoz kapcsolódik. Ezekből az adatokból végképp kezd egyértelművé válni, hogy a belföldi keresletben nem indult meg az a felívelés, amelyet többen is a 2007. évi gazdasági visszaesést követő korrekció hajtóerejének vártak. A harmadik negyedévben valamint az október elején bekövetkezett fejlemények miatt pedig további gyengülést várunk a szolgáltatások hozzáadott értékében.

Amint arra az előző (nyári) negyedéves előrejelzésünkben utaltunk, az építőipari hozzáadott-érték első ránézésre valóban kedvezően alakult a második negyedévben: a szezonális ingadozásoktól megtisztított időszor 2,6%-os növekedést mutatott az első negyedévhez képest. Úgy nézett ki tehát, az építőipar kimászhat a mély gödörből, amelybe főleg az állami beruházások elmaradása valamint a lakásépítések csökkenő volumene taszította. Az építőipari termelés havi adatainak elemzése azonban azt mutatja, hogy a szektor zsugorodása még nem ért véget. Sőt, a pénzügyi válság eredményeként az amúgy is folytonos finanszírozási gondokkal küzdő ágazat olyan nehéz helyzetbe kerül, amely akár tömeges leépítésekhez és vállalkozások nagy számban történő megszűnéséhez vezethet. Ezt csak részben ellensúlyozhatja, hogy sok építőipari vállalkozás a külföldön keres (és részben már talált) lehetőségeket.

A közigazgatási jellegű és közösségi szolgáltatások 2008 első felében ugyan már enyhébb bővülést mutattak. Mivel azonban a pénzügyi válság eszkalálódásával az ország külső sebezhetőségének gyors enyhítésére van szükség, a költségvetési hiány csökkentését biztosító további államháztartási lépések várhatók (részben már bejelentésre is kerültek), melyek következtében az említett javulás tisztavirág-életűnek bizonyulhat.

**Felhasználás**

**2-3. ábra: A háztartások fogyasztása és a kiskereskedelmi forgalom**  
(változás az előző év azonos időszakához képest)

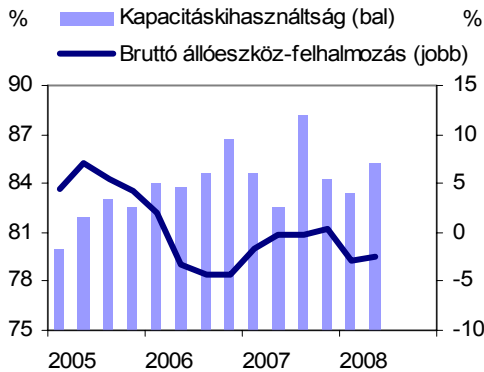


Forrás: KSH

Az előző év azonos időszakához viszonyítva a lakosság végső fogyasztása a második negyedévben 1,2%-kal bővült ugyan, figyelembe kell venni azonban, hogy ez a tavalyi rendkívül gyenge adat következtében jórészt bázishatásra, nem pedig a fogyasztás tényleges élénkülésére vezethető vissza. Az infláció lassulásával ugyan már tapasztalható egy roppant szerény mértékű reáljövedelem-növekedés, ez azonban kevés a korábban vázolt fogyasztás-élénküléshez. A reáljövedelem további bővülése pedig aligha várható, hiszen a globális pénzügyi válság következtében olyan államháztartási korlátozások várhatók, amelyek inkább a reálbérek stagnálása vagy akár újbóli csökkenése irányába mutatnak. Ráadásul – ugyancsak a pénzügyi válság eredményeként – most már egészen bizonyosan nehezedik a lakosság fogyasztási célú hitelfelvétele (kiadványunk írásának idejéig máris több kereskedelmi bank jelezte, hogy leállítja a deviza alapú hitelnyújtást), így a korábban látott mértékben fogyasztás-kisimításra sem lesz már lehetőség. Ráadásul a már felvett hitelek

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

(arány illetve változás az előző év azonos időszakához képest)



Forrás: KSH, DG ECFIN

törlesztése is drágulhat a pénzügyi kamatok emelkedésével és a forintárfolyam esetleges tartós gyengülésével.

Ugyancsak erőteljesen sújtja a hitelhez jutás nehézségének fokozódása, s az így előálló likviditásszüke a beruházási tevékenységet. A bruttó állóeszköz-felhalmozás visszaesése már a második negyedévben is folytatódott ugyan (2,2%-os visszaesés 2007 második negyedévéhez képest), az igazi visszaesés azonban még csak ezután várható. A hitelfelvételi kondíciók romlása azzal is fenyeget, hogy a az EU-forrásokra pályázó vállalkozások és önkormányzatok még az önrészt (aminek forrásául a korábbi években jórészt szintén banki hitelfelvétel szolgált) sem tudják biztosítani beruházási projektjeikhez, így azonban a bruttó állóeszköz-felhalmozás oldaláról is irreális volna a belföldi kereslet gyorsulására számítani.

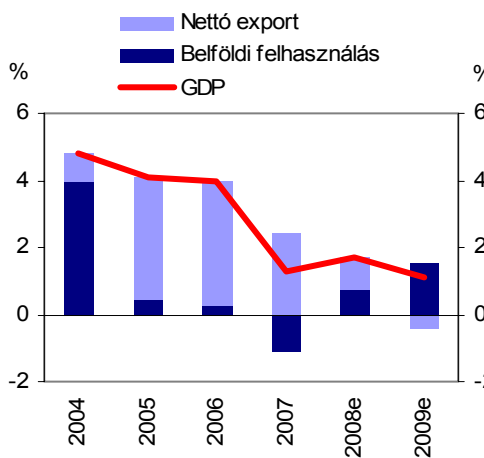
A jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján az import éves növekedési dinamikája (11,2%) utolérte az exportét (11,1%). A külső kereslet volumene a második negyedévben már csökkent szintjében, ami kis késéssel ugyan, de azonnal érződni kezdett az exportértékesítési lehetőségek apadásában. A helyzet várhatóan tovább romlik, hiszen 2009-ben legfontosabb külkereskedelmi partnereink szinte kivétel nélkül a recesszió ellen küzdenek majd, így a magyar export növekedési üteme régen látott mélységekbe zuhan vissza. Ezt ugyan az import növekedési üteme is követi, de középtávon így is kereskedelmi mérleg romlása várható. Az import exportét meghaladó növekedési üteme már a júliusi külkereskedelmi termékforgalmi adatokból is jól kirajzolódott.

**Borús növekedési kilátások**

Az idei év második negyedévéig még tartotta magát az elképzelés, hogy egy fokozatosan gyengülő külső konjunktúra, valamint egy lassú, de folyamatos belföldi kereslet-növekedés következtében a magyar gazdasági növekedés gyorsuló pályára áll. Mostanra világossá vált, hogy a külső konjunktúrára a recesszió árnyéka vetült; a pénzügyi válság eredményeképpen főbb exportpiacaink többéves növekedési mélypontra zuhannak. A Magyarországra is áterjedt válság ugyanakkor a belföldi kereslet tényezőinek növekedését is visszaveti.

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

(éves változás illetve növekedési hozzájárulás)



Forrás: KSH és saját előrejelzés (e)

Termelési oldalon az ipar az exportértékesítés lassulásával a tavalyi 6,3%-os bővülés után már csak 4%-ot éppen meghaladó ütemben nő majd, ez 2009-re 2% alá csökken. Még gyengébb dinamikák várhatók a piaci szolgáltatásokban: már az idei évben sem éri el a növekedés az 1%-ot sem, s az év hátralévő részében negyedévről negyedévre visszaesésre számítunk. A mezőgazdaság ugyan idén közel 30%-kal bővíülhet, azonban a következő évben már csak kisebb növekedés várható, az építőipar pedig egy további erőteljes visszaesést szenved el az idén, s 2009-ben is legfeljebb csak stagnál majd.

A felhasználási oldalon lényegesen gyengébb lesz mind a lakossági fogyasztás, mind a beruházások bővülése, mint azt korábban vártuk. A beruházások volumene 2008-ban valójában mintegy 0,5%-kal még csökken is, s 2009-ben is legfeljebb 1,5%-os növekedésre számítunk, hiszen, mint említettük, még az EU-források teljes körű felhasználása is kétségessé vált. Előrejelzéseink szerint a lakossági fogyasztás növekedése sem haladja meg egyik évben sem az 1%-ot. Bár a belső kereslet gyengülkedése az import növekedését is

nyomott szinten tartja, az export dinamikája még ezt is meghaladó mértékben csökken. A 2008. évben még éppen csak két számjegy alatti növekedési ütemekre számítunk (export: 9,4%; import: 8,9%), 2009-ben azonban az export bővülése 3% közelébe, az importé 3,5%-ra lassul.

Ezen fenti folyamatok eredőjeként a GDP 2008-ban mindössze 1,7%-os ütemben bővül, s még ehhez a lefelé revideált értékhez is tartoznak lefelé mutató kockázatok (a fogyasztás valamint az export vártnál is erőteljesebb lassulása). 2009 vélhetően a mélypont lesz mind a külső környezet mind a belföldi kereslet alakulásának szempontjából. A GDP várakozásaink szerint mindössze 1,1%-kal növekszik majd, tehát múltkori előrejelzésünket képest 2 teljes százalékponttal csökkentettük. Ez utóbbi számhoz hozzátesszük, hogy 2009 első felében (különösen az első negyedévben) akár negatív éves GDP-növekedési ütemek felbukkanása sem zárható ki.

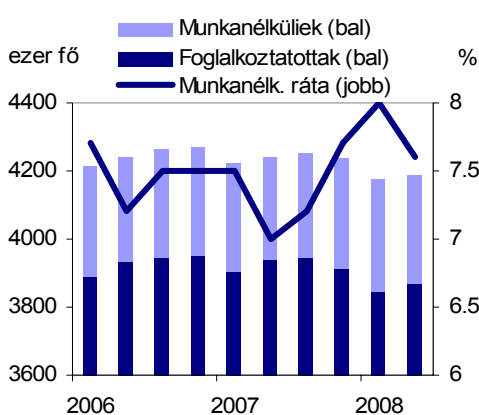
## 3. Munkapiac

A munkanélküliség romló foglalkoztatás mellett mérséklődött a második negyedévben. Az inflációs várakozások ragadóságára utal a rendszeres keresetek stabil dinamikája. A jutalomfizetések idén először korrigálták a tavalyi visszaesést, majd a nyári hónapokban ismét lassulást mutattak. A lényegesen romló növekedési kilátások miatt a munkanélküliség 2008-09-ben tovább nőhet, míg a reálkeresetek jövőre stagnálni fognak.

### Nyáron még a stabilizáció első jelei mutatkoztak

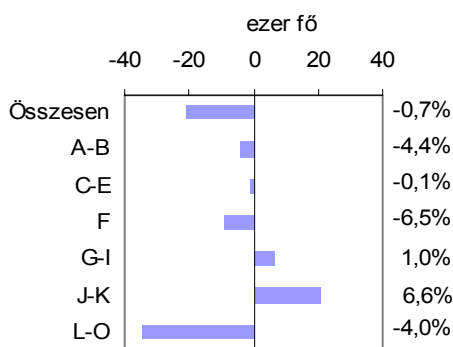
#### Foglalkoztatás és munkanélküliség

3-1. ábra: Aktivitás és foglalkoztatás



Forrás: KSH

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



Forrás: KSH

Bár a foglalkoztatottak száma június-augusztus között 0,9%-kal (kb. 33 ezer fővel) esett vissza az egy évvel korábbihoz képest, a munkanélkülieké pedig 4,1%-kal (12 ezer fővel) emelkedett, a munkanélküliségi ráta 7,5%-ig csökkent, amely egy éve a legalacsonyabb mérték. Az Állami Foglalkoztatási Szolgálatnál bejelentett álláskereső száma is tovább nőtt, szeptemberben 2%-kal múlta felül a 12 hónappal korábbi értéket. A mutatók dinamikája már kedvezőbb képet mutat lassuló ütemű foglalkoztatás-csökkenéssel illetve munkanélküliség-növekedéssel. Szintén pozitív fejlemény volt a nyári hónapokban, hogy a bejelentett üres álláshelyek száma bő két év csökkenés után stabilizálódni látszott.

A KSH intézményi statisztikái szerint az alkalmazásban állók száma 2007 és 2008 júliusa között 0,4%-kal csökkent, az év első hét hónapjában pedig 0,7%-kal (21 ezer fővel). Ebben az időszakban a közösségi szolgáltatások létszáma csökkent a leginkább, 34 ezer fővel. Ennél is nagyobb ütemű volt az építőipar létszámvesztése. A piaci szolgáltatások körében a nettó létszámösvény 27 ezer fő volt. Összességében tehát a versenyszféra nem volt képes teljes egészében felvenni a közzférából elbocsátottakat.

Míg a teljes idejű állások száma január-július közt 1,2%-kal csökkent az előző évhez képest, addig a részidős foglalkoztatottak száma 2,7%-kal nőtt. Ez néhány szektorban (ipar, oktatás) a teljes idősök részidősökkel való (részleges) helyettesítését jelenti, míg a piaci szolgáltatások terén mindkét típusú foglalkoztatás növekedett.

A teljesített munkaórák számán nyomot hagy az ipar nyáron érzékelhető lassulása: az összes túlóra több mint felét adó szektor túlóráinak száma bő 6%-kal esett vissza az első hét hónapban. A piaci szolgáltatások körében és különösen az egészségügyben nőtt a rendes munkaidőn túli munkavégzés, míg többi a közösségi szolgáltatás esetében csökkent.

#### Keresetek

A versenyszféra és a költségvetési szféra közti bérelló továbbra is fennáll: az előbbi szektorban 9,7% volt az átlagos bruttó keresetnövekedés január-július közt, míg az utóbbiban csupán 5,6%. A nemzetgazdaság átlagában 8,1% bruttó keresetnövekedés, ezen belül 7,7% rendszeres keresetnövekedés volt megfigyelhető. Ágazati bontásban továbbra is a pénzügyi tevékenységek, az ingatlan- és egyéb gazdasági szolgáltatások körében emelkedtek leginkább a keresetek; az ipari átlagkereset-növekedés az első hét



hónapban 7,7%-os volt.

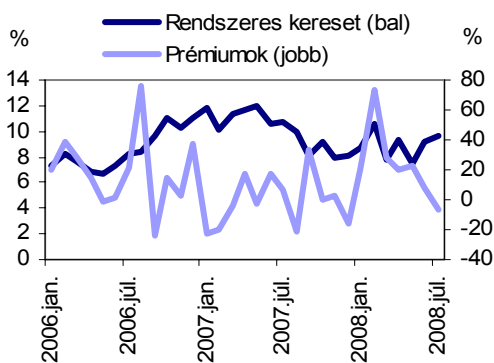
Az inflációs várakozások beragadására utal, hogy a kereset-növekedés 12 havi dinamikája a versenyszférában 9% körül maradt a nyári hónapokban is. A prémiumfizetések az elmúlt években hektikusan alakultak: 2006-ban az adóemelések miatt került sor előrehozott kifizetésekre, majd 2007-ben a gyenge gazdasági növekedés is visszavetette a jutalmazást. 2008 elején a jutalmak jelentősen nőttek az előző évi alacsony bázis miatt. A júliusi adatok viszont már azt vetíthetik előre, hogy a vártnál lassabb növekedés miatt ismét szerényebb jutalmak kerülnek kifizetésre.

## Romló kilátások a munkapiaccon

### Foglalkoztatás és munkanélküliség

A romló növekedési kilátások miatt a munkapiac nem a korábban várt talpraállás irányába mozdul majd a következő időszakban, hanem további visszaesésre számítunk. A belső felhasználás tartósan gyenge marad, így többek közt az építőipar és a kereskedelem munkakereslete is lanya marad. A kivitel lassulása az ipari foglalkoztatást érintheti kedvezőtlenül, a nemzetközi hitelválság pedig a hazai pénzügyi rendszer és az ingatlanszektor munkakeresletét vetheti vissza. A költségvetési szféra létszáma sem emelkedhet a folytatódó hiánycsökkentés miatt, így gyakorlatilag a gazdaság egészét átfogó foglalkoztatás-csökkenés következhet be 2009-ben. Az aktivitás e helyzetben tovább mérséklődhet majd, a munkanélküliségi ráta pedig ismét emelkedhet: 2008-ban átlag 7,8%-ot érhet el, majd 2009-ben meghaladhatja a 8%-ot.

3-3. ábra: Rendszeres keresetek és prémiumok a versenyszférában



Megjegyzés: 12 havi növekedések, versenyszféra = A-K szektorok. Forrás: KSH

### Keresetek

A vártnál gyorsabban mérséklődő infláció és a gazdasági visszaesés a kereseteken is éreztetni fogja hatását. A bruttó keresetnövekedés 2008-ban még 8,5% körüli lehet, de 2009-ben már legfeljebb 6% nominálbér-emelkedésre számítunk. A jelentés megjelenésekor kormányzati bejelentések alapján feltételezhetjük az adótörvények változatlanságát. Ez, valamint inflációs várakozásunk 2008-ban az átlagkeresettel rendelkezőknél még 2,2%-os reálbér-növekedést, 2009-ben viszont már stagnáló reálkeresetet eredményez.

A nemzetgazdasági szintű munkatermelékenység növekedése továbbra is lassú, míg a bérnövekedés üteme csak lassan mérséklődik. A létszámcsökkenésnek köszönhetően a fajlagos munkaköltség 2008-ban mégis 2%-kal csökkenhet. 2009-ben lassuló bér- és termelékenység-növekedés mellett stabil fajlagos bérköltséget várunk.



## 4. Infláció, monetáris kondíciók

A fogyasztói árak alakulásában a nagyon visszafogott gazdasági teljesítmény elősegíti az eddig feltételezettnél gyorsabb dezinflációt. Az idei évre 6,3%-ra, jövőre 3,8%-ra mérsékeljük inflációs előrejelzésünket. A pénzpiaci válság következtében azonban mind a forint árfolyamában, mind az állampapír-piacon komoly volatilitás mutatkozik, amelyek a gyengülő gazdasági teljesítmény és az infláció csökkenése ellenére sem tesznek lehetővé korai monetáris enyhítést.

### Dezinfláció a pénzpiaci válság árnyékában

#### Inflációs folyamatok

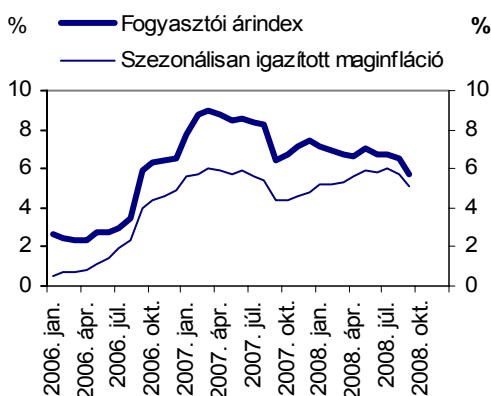
A legutóbbi előrejelzésünk óta eltelt hónapok igazolták, hogy a 2007 elejétől megkezdődött dezinflációs trend tovább folytatódott, a kedvezőtlen májusi adat csak egy egyszeri kiugrásnak bizonyult. A gazdaság recesszió közeli állapota, továbbá a világgazdasági élelmiszer- és energiaárak csökkenése tovább segíti az infláció lassulását. A 2009. évi inflációs elérése így – igaz, nem túl előnyös gazdasági háttérrel – de elérhetővé vált. Mivel sem költségoldali, sem béroldali sokkok nem fenyegetik az árak csökkenését, az egyetlen kockázatot jelenleg a forint erős leértékelődése jelenti.

Az év első kilenc hónapjában 2007 azonos időszakához képest összességében 6,7%-kal voltak magasabbak a fogyasztói árak, ez alig csökkent a három hónappal ezelőtti állapothoz képest. Az infláció lefutása azonban most már gyorsabb csökkenést vetít előre: a legutóbbi, szeptemberi adat már csak 5,7%-os növekedést mutat éves alapon. Az élelmiszerárak a júniusi 12,3%-os éves növekedésről 8,1%-ra süllyedtek szeptemberre, és mivel a mezőgazdasági termelői árak éves indexében október-november folyamán további erőteljes csökkenés várható, további jelentős süllyedést várunk az év végéig. A háztartási energiaárak növekedésének mértéke gyorsult, ami jórészt az augusztusi gázáremeléshez kötődik. Ugyanakkor az olajárak erős csökkenése következtében folytatódott a dezinfláció az egyéb cikkek és üzemanyagok termékcsoportban (az éves növekedés mértéke 5,1%-ra mérséklődött).

A szolgáltatás termékkör árindexének alakulása (ez a termékcsoport csaknem 29%-os súlyt képvisel a fogyasztói árindexben) ugyancsak biztató, éves növekedésének mértéke szeptemberben mindössze 4,4% volt. A külső konjunktúra erős lefékeződését jelezve a jó részben importtermékekből álló tartós fogyasztási cikkek termékkörben is erősebb dezinfláció volt megfigyelhető (sőt, ebben a körben deflációról beszélhetünk, mivel az árszint 1,3%-kal csökkent 2007 szeptemberéhez képest). Kérdés, hogy a jelenlegi feszült pénzpiaci helyzetben a forint árfolyamának gyengülése nem akasztja-e meg a folyamatot. A maginfláció alakulása eddig jelentős bizonytalanságra adott okot, szeptemberben azonban végre ennek a növekedési indexe is nagyot esett: 5,1% volt 2007 azonos időszakához képest. Ehhez hozzávéve a jövőben várható gyenge reálgazdasági teljesítményt, úgy tűnik, hogy a dezinflációs trendet aligha fenyegeti veszély.

4-1. ábra: Inflációs mutatók

(változás előző év azonos hónapjához képest)



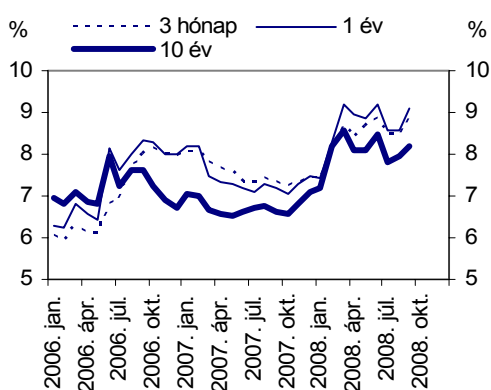
Forrás: KSH

### Forint árfolyam

A forint euróval szembeni árfolyama egészen szeptember végéig a megszokott szinteken alakult, október elején azonban a pénzügyi válság kiteljesedése által okozott pánik következtében az árfolyam volatilitása jelentősen erősödött, és az elemzés írásának időpontjában az árfolyam jelentősen gyenge szinten áll az euróval szemben (267 HUF/EUR). A globális likviditásszűke elsősorban azokra az országokra jelent fenyegetettséget, melyek jelentős külföldi adósságállománnyal rendelkeznek, hiszen ezek refinanszírozása nagyon megnehezül. Izland (és az izlandi bankszektor) nagyon látványosat bukott ebben a helyzetben a külföldi forrásokra való erős ráutaltsága miatt, és jelenleg úgy tűnik, hogy hasonló okokból a pénzügyi befektetők Magyarországot látják a következő leggyengébb láncszemnek. Ebben a helyzetben a józan elemzéseknek kevés helye van, így a forint árfolyamát egyelőre az sem tudta stabilizálni, hogy mind a magyar kormány és jegybank igyekezett megnyugtatni a piacokat (részben további intézkedéscsomagok felvázolásával), mind az IMF felajánlotta közreműködését a válság további mélyülése esetére.

### Pénz- és kötvénypiacok

**4-2. ábra: Állampapír-piaci referenciahozamok**



Forrás: ÁKK

A forinteszközöktől való általános tartózkodást mindenestre jól mutatja az állampapír-piaci hozamok erőteljes növekedése (az október 16.-i 12 hónapos kincstárjegy-aukcióon közel 11,49%-os átlagos hozam mellett jegyezték le a papírokat), továbbá az, hogy a vevői oldal szűkülése miatt az ÁKK kénytelen volt 200 milliárd forinttal csökkenteni az évi kibocsátási tervét. A pénzügyi piacok által a fizetőképesség alakulásának általánosan elfogadott mutatójaként létező 5 éves CDS (credit default swap) felárak ugyancsak jelentősen nőttek Magyarország vonatkozásában, amelyek arra utalnak, hogy a nemzetközi befektetők egy jó része egyre erősebbnek érzi egy esetleges magyar államcsőd veszélyét.

A hazai bankrendszer számára problémát jelent a devizaswap piac likviditásának hiánya a devizaforrások szűkössége miatt – alapvetően ez áll a devizahitelezések felfüggesztése mögött. Az MNB először közvetítőként igyekezett életet lehelni a piacba kevés eredménnyel. Október 16.-án megállapodás született az EKB-val: az európai jegybank az MNB részére 5 milliárd eurós hitelkeretet biztosít, melyet az MNB a devizaswap piacon kihelyezhet.

Az elmúlt hónapokban a jegybanki kamatláb szintje nem változott: a Monetáris Tanács május 27-i döntésével kialakult 8,5%-os szinten maradt. Az MNB kommunikációja ezen a téren világos volt: amíg nem alakul ki tartósan tekinthető deflációs környezet, addig korai lenne kamatcsökkentési ciklusba kezdeni. A helyzet mostanra némileg változott: a gyenge gazdasági növekedés (esetlegesen recesszió) következtében a defláció tartósulhat, ugyanakkor a megnövekedett pénzügyi kockázatok és a forint gyengülése miatt az irányadó kamat csökkentése rossz jelzést adhatna a külföldi befektetők felé.

## **Az infláció erősebb lassulása ellenére tolódik a monetáris enyhítés**

Az infláció idei és jövő évi alakulását alapvetően meghatározza a reálgazdaság lassulása mind Európában, mind belföldön. Ez a gyengélkedés egyértelműen az eddig vártnál is gyorsabb dezinflációt tesz lehetővé. Költségoldalról ugyanilyen irányban hat az élelmiszerárak csökkenése és a mérséklődő olajár. Ez utóbbi ellenére az energiaárak alakulásában még valószínűleg várható egy jelentősebb gázár-emelés (ez ugyanis a jelenlegi gázár-formula miatt késleltetve jelentkezik) és esetleg egy további távhődíj- és áramár-emelés. Lényegileg azonban a jelen helyzetben egyedül a forint árfolyamának esetleges tartós gyengése veszélyezteti a tartós dezinflációt; keresleti és kínálati oldalról egyaránt adottak a feltételek ahhoz, hogy a fogyasztói árak dinamikája akár erőteljesebben fékeződjön.

Mindezeket figyelembe véve 2008 decemberére a fogyasztói árak éves indexe várakozásaink szerint 5,2%-ig süllyed vissza, átlagosan pedig 6,3%-os lesz az idei infláció. 2009-ben minden jelentősebb termékkörben a fogyasztói árak emelkedésének mérséklődését várjuk, így a jövő év decemberére az éves növekedés az inflációs célsáv felső szélé alá kerülhet (jelenlegi számításaink alapján 3,2%-os értéken). Az év egészében pedig 3,8%-ra mérséklődhet a fogyasztói árak átlagos növekedése, de ezen pálya mögött a 250-es érték közelébe visszatérő forintárfolyam-feltevés húzódik meg, tehát amennyiben a forintárfolyam jelenlegi, gyengébb szintje tartósul, akkor ennél mintegy 0,2-0,4 százalékponttal magasabb növekedési ütemek várhatók.

Az inflációs folyamatok értékelése alapján tehát a jegybank akár meg is kezdené már 2008 hátralevő részében a monetáris kondíciók enyhítését. Erre a legjobb időpont a novemberi inflációs jelentés publikálása lehetne, hiszen mint mostani beszédeiben is utaltak rá a jegybank vezető tisztségviselői, a reálgazdasági növekedési prognózisukat és ezzel együtt vélhetően az inflációs prognózisukat is jelentősen lefelé módosítják majd. A pénzügyi válságnak azonban a mind koordináltabb állami-jegybanki fellépés ellenére sem látszik még a vége. Ilyen helyzetben pedig egy kamatcsökkentés a nemzetközi befektetők által éppen az egyik leggyengébb láncszemnek értékelt Magyarországon nagyon rossz jelzés lehetne. Ezért korábbi vélekedéseinkkel ellentétben úgy véljük, hogy 2008 folyamán már nem kerül sor az irányadó jegybanki kamat csökkentésére. A pénzügyi turbulencia mérséklődésével azonban 2009-ben tágabb tér nyílik majd enyhítésre, sőt, az szükséges is lesz, különben a reálkamatok olyan mértékűre tágulnak, hogy az akár tényleges recessziót válthatna ki a gazdaságban. Így vélekedésünk szerint 2009 folyamán több kamatcsökkentés is várható (és lesz köztük 25 bázispontot is meghaladó vágás is), év végére pedig 7%-on áll majd a jegybanki alapkamat.

# 5. Államháztartás

A költségvetés 2008 harmadik negyedévében is a kijelölt pályán haladt. Az intézményrendszer hiányosságai miatt jelentős tartalék maradt az államháztartásban. A pénzügyi válság súlyosbodása a költségvetés visszavonásához és átdolgozásához vezetett. A jelenlegi információk alapján a vártnál nagyobb mértékű egyenlegjavulásra számítunk 2008-09-ben, de mélyebb kiadási oldali illetve adóreform nem várható ezúttal sem.

## Továbbra is a kijelölt pályán haladt a költségvetés

Az államháztartás továbbra is a kijelölt konvergencia-pályán halad. Mindez elsősorban a fehéredő gazdaságnak köszönhető, amely következtében a korábban várt adó- és járulékbévételekhez képest többletbevétel keletkezett. A kormány nagyon óvatosan tervezi a költségvetési célokat, ami jól mutat akkor, amikor év végén nagyobb előrelépés mutatható ki a költségvetési egyensúly javításában, ellenben túl nagy mozgásteret enged a végrehajtás szintjén a többletbevételek felhasználásában. Az alultervezés ilyen formában is ronthatja a költségvetési hitelességet és fegyelmet.

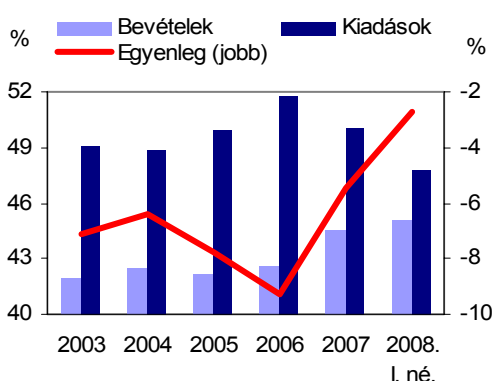
Az első nyolc hónap tényadatai alapján a központi költségvetés bevételei 17,8%-kal nőttek tavalyhoz képest, míg a kiadások csupán 6,8%-kal. A bevételnövekmény kétharmadát a személyi jövedelemadó, 20%-át a vállalkozások és 13%-át a fogyasztási adók adták. A jelentős kiadási tételek közt a költségvetési szervek kiadásai 1,1%-kal, a szakmai fejezeti kezelésű szervek 16,2%-kal csökkentek, az adósságszolgálat 17,8%-kal nőtt, a szociális juttatások és családi támogatások pedig 8%-kal emelkedtek. Az első nyolc hónap egyenlege 394 milliárd forintos javulást mutatott. A társadalombiztosítás járulékbévételei és hozzájárulásai 7,5%-kal emelkedtek. A társadalombiztosítás bevételi főösszege 0,5%-kal csökkent, míg a kiadások 2,5%-kal emelkedtek, így az egyenleg 82 milliárd forinttal romlott tavalyhoz képest.

Az első három negyedévben az összes költségvetési bevétel 70,8%-a kerülhetett beszédre, míg a kiadások 71,4%-on állhattak, ezáltal a hiány az előrejelzett érték 67,6%-át érthette el, ami időarányosan nem jelent túl nagy romlást az előző negyedévi 66,8%-os arányhoz képest. Az augusztus havi (szeptember 17.-én megjelent) költségvetési jelentés szerint a központi kormányzat szerint a bevételi főösszeg bő 4%-kal, a kiadások pedig 2,7%-kal múlhatják felül a törvényi előirányzatot. Ennek megfelelően az egyenleg 78 milliárd forinttal, nagyjából a GDP 0,2%-ával lehet jobb a tervezettnél.

A harmadik negyedév során kidolgozásra és a Parlamenthez benyújtásra kerültek a 2009-es adómódosítások és a költségvetési törvény. Ezeket azonban október közepén vissza is vonták a nemzetközi pénzügyi válság friss fejleményeinek hatására. Az adótörvények tervezett változtatása nem vitt volna jelentős adócsökkentést, sem jelentős adóteher-átrendezést a rendszerbe. Ugyan jó irányba mutattak a tervezett változtatások, például a különadó eltörlésével, és bizonyos vállalkozások esetében a járulékok csökkentésével, viszont érzékelhető gazdaságélénkítő hatással nem bírtak, mert nem érték volna könnyítésben azt a kritikus mértéket, amely a termelésben és a munkahelyteremtésben is megfelelő költségelőnyöket generálna. Ugyanakkor érthető is a

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

(GDP százalékában)



Megjegyzés: ESA szemléletű mutatók. Forrás: PM

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

(milliárd Ft)

	I-IX. hó tény	Éves elő-irányzat	Éves prog-nózis
Központi költségvetés egyenlege	-824,3	-1117,6	-1040,0
Elkülönített alapok egyenlege	77,1	4,9	15,1
TB-alapok egyenlege	16,2	2,0	-7,0
Teljes egyenleg	-731,0	-1110,7	-1039,1

Forrás: PM

költségvetési óvatosság, hiszen az egyensúlyjavítás célkitűzését jelentősen veszélyezteti, ha a gyökeresen megváltoztatott bevételi szerkezet nem a várakozásoknak megfelelően alakul. Másrészt viszont eddig nem látszott hajlandóság a kormányban arra, hogy a kiadási szerkezeten és mértéken változtassanak ezáltal teremtve mozgásteret a további munkabért és társasági eredményt terhelő adók csökkentésére. Egyelőre teljesen bizonytalan, hogy lesznek-e és ha igen, milyen változások a 2009-es év adótörvényeiben. A kormányzat egyensúlyra vonatkozó eddigi óvatosságából következően 2009-re nem várható érdemi adócsökkentés vagy teherátrendezés. Félő inkább, hogy az SZJA sávok változatlanul hagyásával inkább növekszik az élők munkaadóterhelése.

A Magyarországgal szembeni befektetői bizalmatlanság miatt az állampapíri forgalom október elején gyakorlatilag megszűnt. Erre reagálva az Államadósság Kezelő Központ bejelentette, idén 200 milliárd forinttal csökkenti nettó állampapír-kibocsátását a tervekhez képest. Továbbá átmenetileg feloldásra került a nyugdíjalapok részvénytartási arányra vonatkozó kötelezettsége, hogy helyreálljon a kereslet az állampapíri piacon.

### A hiány mint hitelességi horgony

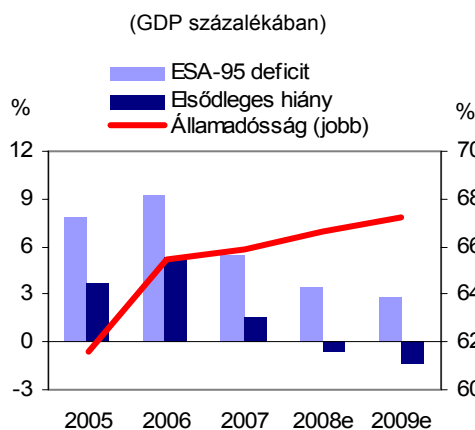
A nemzetközi pénzügyi válság a magyar költségvetést eddigi tudásunk szerint közvetetten fogja érinteni, mert eddig úgy tűnik, nem lesz szükség bankkonszolidációra. A két legfontosabb közvetett csatorna a gazdaság jelentős lassulása (ami elsősorban a bevételeket érinti kedvezőtlenül), valamint az államadósság kamatterhei. A magas kockázati prémiumok és az utóbbi napokban jelentősen gyengülő forint drágítják az adósságszolgálatot.

Ugyanakkor a kormány további hiánycsökkentési lehetőséget lát még az idei évben, egészen 3,4%-os mértékig (a maastrichti kritériumok számítási módszertana alapján ez 2,9%-os eredmény szemléletű hiánynak felel meg), a tartalékok befagyasztásával. Az október közepi nyilatkozatok alapján reálisnak tartjuk a már egyszer lefelé módosított hiánycél további mérséklését, főképp, ha az adócsökkentést valóban elhalasztják. A miniszterelnöki javaslatokban szereplő kiadáscsökkentés tartalma azonban még homályos, illetve a tartalékok zárolásán túl érdemi információkkal nem rendelkezünk. Ezzel együtt a 3,4%-os deficitcél teljesíthetőnek tartjuk – különösen mert a kormányzat ezt hitelességi kérdéssé tette a befektetők szemében. A 2009-re korábban kitűzött 3,2%-os költségvetési hiánycél szintén leszállítják 2,9%-ig. Vélekedésünk szerint a korábbiakhoz hasonlóan ismét túlteljesíthető lehet a cél, így saját előrejelzésünk 2,8%-os GDP arányos hiány 2009-re.

A közpénzügyi csomag elfogadása ugyan javíthat a fiskális politika hitelességén és az ország kockázati megítélésén, ám a beragadó lassú növekedés miatt a potenciális növekedési ütemet emelő reformok sem odázhatók sokáig.

Az államadósság dinamikáját fékezi, hogy a tervezettnél kisebb az államháztartás finanszírozási igénye 2008-2009-ben. Ugyanakkor a forintgyengülés, illetve a lassú gazdasági növekedés miatt a GDP-arányos adósság állománya tovább nő.

**5-2. ábra: Államháztartási hiánymutatók**



Forrás: KSH és saját előrejelzés



## 6. Külső egyensúlyi folyamatok

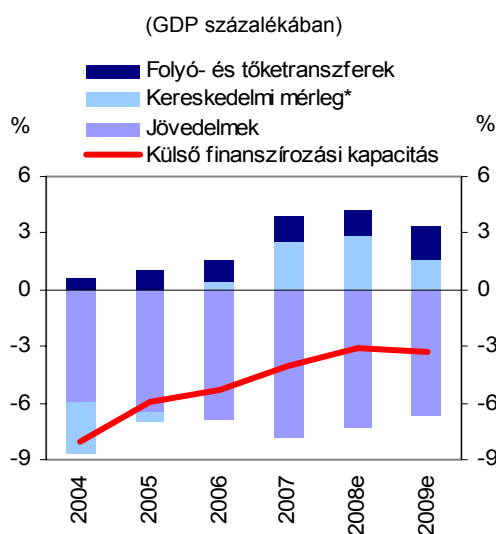
2008 második negyedévében kismértékben csökkent a folyó fizetési mérleg hiánya, ezzel együtt nőtt Magyarország külső finanszírozási igénye. A külső kereslet csökkenése az áru- és szolgáltatásexport visszaesését, a világgazdasági turbulenciák a nem adóssággeneráló finanszírozás csökkenését jelenthetik.

### Megáll a külső finanszírozási igény csökkenése

A folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege 1712 millió eurós hiányt jelzett 2008 második negyedévében, így a gazdaság ún. felülről számított külső finanszírozási igénye nőtt az előző negyedévhez képest, a szezonálisan kiigazított adat (1192 millió euró) a GDP 4,4%-át teszi ki. Az alulról számított külső finanszírozási igény, vagyis a pénzügyi mérleg egyenlege ugyanebben az időszakban 2548 millió euróra rúgott.

A fizetési mérleg második negyedéves adatai alapján megmaradt az áruforgalom többlete, ennek mértéke 283 millió euróra csökkent az előző negyedévi 321 millió euróról, azonban jelentősen magasabb, mint az először pozitív nettó exportot mutató 2007 második negyedévében volt (32 millió euró). A külkereskedelmi mérleg jelentős aktívuma mögött fontos tényező a kormányzati megszorító intézkedések hatása, ami elsősorban az importkeresletet fogja vissza. A KSH adatai alapján elsősorban a híradástechnikai eszközök forgalma és a közúti járművek kivitele nőtt gyorsan az első félévben, és természetesen importoldalón jelentősen nőtt az energiahordozók behozatala. Az EU-n belüli forgalmat tekintve az idén is gyorsabban bővült Magyarországnak az új tagországokkal folytatott külkereskedelme, mint a régiekkel, és ebben a viszonylatban javult leginkább a kereskedelmi mérlegünk is. A kedvező folyamatok ellenére nem kedvezőek a kilátások. A jelenlegi világgazdasági helyzetben a külső kereslet jelentős visszaesése valószínűsíthető a legfontosabb magyar exporttermékek, így a járműgyártás és a villamosgép-gyártás termékei iránt, aminek jelei már mutatkoznak, így már 2008 második felének adatait is várhatóan jelentős mértékben lefelé módosítják. Ennek a tendenciának a folytatódása várható 2009-ben is.

6-1. ábra: Külső finanszírozási igény



Megjegyzés: \* áru- és szolgáltatásforgalom.

Forrás: MNB és saját előrejelzés (e)

A szolgáltatásforgalom fizetési mérlegben közölt adatai szintén kiviteli többletet jeleznek, amelynek értéke nagyjából megegyezik az egy évvel ezelőttivel és a megelőző negyedévvél is (szezonálisan kiigazítva 228 millió euró). A többletért – a korábbi időszakokhoz hasonlóan – elsősorban az idegenforgalom felelős (321 millió eurós többlet). Az export csaknem felét adó üzleti szolgáltatások esetében 63 millió eurós hiány keletkezett a második negyedévben, ami kevesebb, mint az előző két negyedév negatívuma. Az előző évi tendenciák, a forint gyengülése, a bizonytalan világgazdasági helyzet és a külső kereslet jelentős visszaesése alapján a szolgáltatásforgalomnak a múlt évinél jelentősen kisebb aktívumát várjuk 2008-ban és 2009-ben is.

Össességében az áru- és szolgáltatás-kereskedelem növekedési ütemeinek jelentős lassulását várjuk 2008-ban és 2009-ben a megelőző évekhez képest. Az idén 10% alatti export- és importnövekedést valószínűsítünk, a kivitel növekedése éves szinten 9,4% körül, a behozatalé 8,9% körül alakulhat. 2009-ben

további jelentős lassulással 3% körüli bővülést várunk mind az export, mind az import esetében. Ezáltal a kereskedelmi többlet idén a GDP 2,8%-át érheti el, ám jövőre annak 1,6%-áig esik vissza.

A jövedelem- és transzfermérlegben az adóssághoz és a nem-adósság típusú jövedelmekhez kapcsolódó kifizetések összege csaknem 2,2 milliárd eurót tett ki a második negyedévben, ami enyhén magasabb az első negyedév adatánál, de így is a növekedés tendenciájának folytatódását jelzi. 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 jövedelem-átutalások. Az előző pénzügyi válságok tapasztalatai alapján várható, hogy a nehéz helyzetbe került vállalatok nyílt vagy burkolt profithazautalásai tovább nőnek már az idén és 2009-ben is. Végül az állampapír-hozamok emelkedése miatt a külföldi állampapír-tulajdonosok felé történő kamatfizetések is nőnek.

A tőkemérlegben jelenik meg az EU-tól érkező átutalások nagyobbik része. A 2008 első negyedévében megjelent 795 millió eurós többletet a második negyedévben 121 millió euró követte. 2008 egészére az előző évinél nagyobb, az 1 milliárd eurót jelentős mértékben meghaladó többletet várunk. Az EU-val kapcsolatos tranzakciók másik része a folyó transzferek között szerepel, itt az első negyedéves 52 millió eurós hiányt egy 7 millió eurós második negyedéves hiány követte, ami valószínűsíti, hogy az év egészére enyhe aktívum jellemzi majd ezt a tételt.

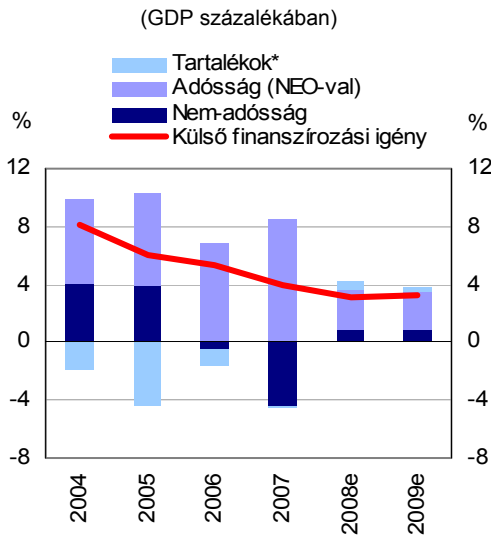
Az év egészére az áru- és szolgáltatáskereskedelmi mérleg enyhe többletét várjuk, a keresletnek a világgazdasági problémák miatti várható összehúzódása miatt az előzőleg prognosztizáltnál jóval kisebb értékben. A gazdaság külső finanszírozási igényének folyamatos emelkedését valószínűsítjük, a második negyedéves adatok alapján. 2008 egészében a külső finanszírozási igény a GDP 3,1%-át érheti el, 2009-ben pedig 3,3%-ig nőhet.

### **Továbbra is az adóssággeneráló finanszírozás dominál**

2008 második negyedévében az első negyedév 1,5 milliárdos forrásbeáramlásával szemben a nem adóssággeneráló finanszírozás formájában megvalósuló tőkemozgások egyenlege negatív, -1018 milliárd euró volt. A Magyarországon megvalósított közvetlen külföldi tőkebefektetések végső egyenlege negatív volt, ami egy 100 millió eurós részvény és egyéb befektetés és egy -496 millió eurós újrabefektetett jövedelem összegeként adódott. A magyarországi rezidensek külföldi befektetései összességében a befektetések kivonását mutatják: az újrabefektetett jövedelmek 566 millió eurós forráskivonást jeleznek, amit nem tudott kompenzálni az új befektetések (részvény és egyéb részesedés) 65 millió eurós értéke. Jelentős, bár az előző negyedévekhez képest nem kiugró a portfólió-befektetések, részvény és egyéb részesedés soron regisztrált 1123 millió eurós forráskiáramlás. (Ennek több mint fele magyar befektetők külföldi részvényvásárlása volt.) 2008 egészére nézve ugyanakkor, a romló világgazdasági helyzet ellenére sem várjuk, hogy a 2007-es, csaknem 5 milliárd dolláros negatív egyenleg jellemezze a nem adóssággeneráló finanszírozást. 2008-ban több olyan jelentősebb beruházás magyarországi



**6-2. ábra: A finanszírozás szerkezete**



Forrás: MNB és saját előrejelzés (e)

\* Negatív érték az állomány növekedését jelenti

megvalósítását jelentették be, amelyek a közvetlen tőkebefektetések beáramlási oldalán jelentősebb összegeket képviselhetnek, amennyiben a világgazdasági recesszió nem készíti a befektetőket terveik újragondolására. Ilyen elsősorban a Mercedes kecskeméti gyára, amely 800 millió eurós zöldmezős beruházást jelent, azonban ennek hatása 200-tól jelentkezik majd. (A beruházás várhatóan 2009 és 2011 között folyamatosan valósul meg.) Várható a Richter, OTP Garancia és MÁV Cargo ügyletei kapcsán egy jelentősebb beáramlás.

Az adósságeneráló finanszírozás egyenlege 3566 millió euró volt a második negyedévben, ami jelentősen meghaladta az első negyedéves értéket (452 millió euró). A közvetlen tőkebefektetésekhez tartozó egyéb tőkemozgásoknál (vállalati hitelek) a külföldi befektetők 1523 eurót „hoztak” Magyarországra, míg a magyar befektetők 106 millió eurót hiteleztek külföldi leányaiknak. Összességében a kifelé irányuló befektetéseket jellemző erős koncentráció miatt nem igazán jósolható meg, hogy hogyan alakul az év végi adat, bár valószínűsíthető, hogy a hazai nagybefektetők a gazdasági visszaesés körülményei között nem vállalkoznak jelentősebb külföldi beruházásokra.

Tovább nőtt a jegybanki tartalékok értéke, az első negyedév végi 16,8 milliárd euróról 17,3 milliárd euróra. A közvetlen befektetéshez kapcsolódó egyéb tőkével együtt a nettó külföldi adósságállomány 52,4 milliárd eurót tett ki 2008 első negyedévének végén (a GDP 50,2 %-a), az egyéb tőke nélküli nettó adósságállomány 48,3 milliárd eurón állt (GDP-arányosan 46,3 %), ami enyhe csökkenést jelent az első negyedév végi adatokhoz képest. A bruttó adósságállomány az egyéb tőke nélkül a 2007 végi 81 milliárd euróról az első negyedév végére 85 milliárd euróra, a második negyedév végére pedig csaknem 90 milliárd euróra emelkedett (kb. a GDP 86%-a). Ebből az államháztartás és az MNB csaknem 35 milliárd euróval, a magánszektor pedig 55 milliárd euróval „tartozik” a külföldnek. A növekedés részben annak köszönhető, hogy a nem adósságeneráló finanszírozás első félév végi egyenlege (550 millió euró) jóval alacsonyabb az adósságeneráló finanszírozás egyenlegénél (4 milliárd euró). A jelenlegi világgazdasági helyzetben valószínűsíthető ennek a tendenciának a folytatódása, ami a bruttó adósságállomány további növekedését jelenti: ez 2008-2009-ben a GDP 100%-a körüli szintet ér el.