



# Negyedéves előrejelzés a magyar gazdaságra

2008 tavasz



# Negyedéves előrejelzés a magyar gazdaságra

## 2008 tavasz

**Az elemzést készítették:**

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

**Az elemzéshez használt adatbázis 2008. április 11-én zárult le.**

### **Céginformáció**

Az ICEG European Center független gazdaságkutató intézet, amely Kelet- és Közép-Európa gazdasági folyamatait elemzi. Tudományos kutatásokat folytat, elemzéseket és előrejelzéseket készít, továbbá tanácsadással és rendezvények szervezésével foglalkozik. Tagja számos nemzetközi kutatási hálózatnak, illetve több hálózatot maga koordinál. További információt az intézet honlapján olvashat: [www.icegec.hu](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. Globális és regionális trendek</b>	<b>6</b>
<b>2. Gazdasági növekedés</b>	<b>9</b>
<b>3. Munkapiac</b>	<b>13</b>
<b>4. Infláció, monetáris kondíciók</b>	<b>15</b>
<b>5. Államháztartás</b>	<b>17</b>
<b>6. A külső egyensúlyi folyamatok</b>	<b>20</b>

# Összefoglaló

**A világgazdasági növekedés jelentősen lefékeződik, de Európa viszonylag simán vészelheti át a globális lassulást**

Ha az explicit visszaesést nem is lehet biztosra venni, az elkerülhetetlennek látszik, hogy az Egyesült Államok gazdasága nagyon élesen lelassuljon 2008-ban és jövőre is gyenge teljesítményt nyújtson. A korábbi világgazdasági dekonjunktúrákkal szemben azonban az Európai Unió már kevésbé függ az amerikai üzleti ciklustól, mivel diverzifikáltabb külkereskedelmi szerkezettel bír, így növekedésének lassulása lényegesen mérsékeltebb lesz az egyesült Államokénál. Ez Magyarország (és a régió más országai) számára is lehetőséget ad, hogy viszonylag kedvező külső konjunktúrát élvezzen(ek) az elkövetkező időszakban.

**Lassan tér magához a belföldi kereslet, de a nettó export lendülete is csak lassan csökken, így komótosan ugyan, de gyorsul a növekedés**

Az újabb csalódást keltő 2007 negyedik negyedévi GDP-adatból két biztató folyamat mégis kiolvasható volt: egyrészt az export és az import közötti növekedési rés lassabban zárul a feltételezettnél, másrészt a beruházásoknál már kisebb fellendülés jelei mutatkoznak. Ezzel egyidejűleg azonban továbbra is nyomott a lakossági fogyasztás alakulása, és a rövidtávú kilátások még közel sem bátorítóak. Csak a konjunkturális értékelésre hagyatkozva ismét bekövetkezhetne egy 2% alatti GDP-bővülés 2008-ban, azonban a naptári hatások segítségével ezt a mértéket eléri az idei növekedés. 2009-ben pedig már egyértelműen fellendülő belföldi kereslettel, bár közel azonos ütemben bővülő exporttal és importtal számolhatunk, ami 3,1%-os GDP-bővülést eredményezhet.

**Továbbra is pang a munkaerőpiac, a reálkeresetek pedig csak kisebb mértékben növekednek 2008-ban**

2008 elején a foglalkoztatási ráta többéves mélypontra süllyedt, amint egyrészt a legnagyobb visszaesést elszenvedett szektorokban és a költségvetési szférában is elbocsátásokra került sor, másrészt maga az aktivitás is visszaesett egyedi tényezők következtében. Így a regisztrált munkanélküliek száma is gyorsan emelkedett. A piaci szolgáltatások gyorsuló növekedése azonban új munkahelyek teremtésével jár a szektorban, így a munkanélküliség az év átlagában 7% közelébe csökkenhet vissza, és a csökkenés 2009-ben is folytatódhat. A jövedelemkilátások az átlagkeresettel rendelkezők szintjén némileg pozitívnak tűnnek 2008-ra, az átlagnál magasabb keresettel bírók azonban csak 2009-től számíthatnak reáljövedelem-növekedésre.

**Igen lassú dezinflációs pálya mellett szigorú monetáris politika várható, fokozatos lazításnak csak 2008 második felétől van valószínűsége**

Korábbi várakozásainknak megfelelően a fogyasztói árak 2008 első negyedévében magasan maradtak, 2007 azonos időszakához mérten 6,9%-kal növekedtek. Az ezen belül különösen kimagasló árnövekedést elért élelmiszerárakban azonban a legutóbbi adatok alapján már érzékelhető a lassulás, és csillapodóban van az energiaárak valamint a szolgáltatások árindexének növekedése is. Ugyanakkor a tartós fogyasztási cikkek árának alakulása 2008-ban már nem segíti a korábbi években megszokott mértékben a dezinflációt. 2008 egészében összességében 6%-os éves inflációt várunk, ami 2009-re 4,1%-ra csökkenhet. A nemzetközi pénzügyi turbulencia áttételes hatásaként a magyar pénzügyi piacokon is átmeneti likviditás-szűke lép fel, amely többek között a forint árfolyama volatilitásának és a kamatkülönbözet növekedésében csapódik le. A jegybanknak az infláció letörése mellett ezt is szem előtt kell tartania. Vélekedésünk szerint ezért csak 2008 második felétől várható, hogy ismét kamatcsökkentési pályára lépjen az MNB.

**Az államháztartási hiány csökkenése 2008-ban a tervezettnél megfelelően folytatódhat, de a kiigazítás szerkezete továbbra is károsan hat az ország nemzetközi versenyképességére**

Túlnyomórészt a bevételi oldal erős növekedésének köszönhetően 2007-ben túlteljesült a tervezett fiskális deficitcsökkentés: a GDP arányában 5,5%-ra mérséklődött a költségvetési hiány, s az államadósság sem nőtt számottevően tovább a GDP 66%-áról. Mivel 2008-ban még csaknem garantált a bevételi oldal további javulása, a 4%-os GDP-arányos hiánycél elérését aligha fenyegeti veszély. A kiigazítás azonban továbbra is a növekedést leginkább lassító beavatkozásokon alapul, nem pedig érdemi szerkezeti reformokon. Így mind a 2008 utáni további hiánycsökkenés, mind a növekedésbarát fiskális politika garanciái hiányoznak, s ez problémákat jelenthet 2009-cel kezdődően.

**Csekély mértékben, de tovább javul a külső egyensúly, a külföldi adósság azonban magas szinten rögzül**

Mivel az export növekedése a vártnál lényegesen kevésbé lankad, így további javulás valószínű a kereskedelmi mérlegben, s az EU-források beáramlásának növekedésével együtt ez már ellensúlyozni képes az egyre növekvő külföldi tartozások miatt mind magasabb nettó jövedelem-átutalásokat. A külső finanszírozási igény 2008-ban a GDP 4%-a alá süllyedhet és 2009-ben kis mértékben tovább mérséklődhet. A finanszírozás szerkezetében ugyan továbbra is az adóssággeneráló tőkebeáramlások dominálnak, de a bruttó külföldi adósság számításaink szerint a GDP 100%-a alatt tetőzik 2008-ban, bár onnan csak lassan kezd csökkenőbe fordulni.

**Fő makrogazdasági mutatók, 2006-2009**

	2006	2007	2008e	2009e
GDP folyóáron (milliárd Ft)	23 757	25 374	27 200	28 900
GDP növekedés (változatlan áron, %)	3,9	1,3	2,0	3,1
- Lakossági fogyasztás	2,1	-2,1	0,4	1,8
- Közösségi fogyasztás	6,6	-3,2	-0,2	1,5
- Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-2,8	1,0	3,4	4,6
- Export	18,9	14,2	11,4	9,5
- Import	14,5	12,2	10,5	9,2
Éves átlagos infláció (%)	3,9	8,0	6,0	4,1
Jegybanki alapkamat (év végén, %)	8,00	7,50	7,25	6,00
Rövid hozamok (év végén, 3 hónapos állampapír, %)	7,90	7,45	7,20	6,20
Hosszú hozamok (év végén, 10 éves állampapír, %)	6,71	7,08	6,90	5,80
Forint / euró (éves átlag)	264,14	251,12	256,76	255,00
Forint / euró (év vége)	252,30	253,35	255,00	255,00
Államháztartási egyenleg <sup>1</sup> / GDP (%)	-9,2	-5,5	-4,0	-
Államadósság / GDP (%)	65,6	66,0	66,5	-
Külkeresk. mérleg / GDP <sup>2</sup> (árúk és szolgáltatások, %)	0,4	2,5	2,8	2,9
Külső finanszírozási igény / GDP <sup>2</sup> (%)	-5,3	-4,0	-3,8	-3,7
Bruttó külföldi adósság / GDP <sup>2</sup> (%)	90,6	96,5	99,3	98,3
Munkanélküliségi ráta (%)	7,5	7,3	7,1	6,8
Reál ULC (%)	1,2	1,2	-1,2	-1,0

Megjegyzés: e = előrejelzés

<sup>1</sup> ESA-95 szerinti egyenleg;

<sup>2</sup> Európában kifejezett adatokból képzett hányadosok

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

# 1. Globális és regionális trendek

Továbbra is a világgazdaság növekedésének lassulására kell felkészülni 2008-ban, azonban mégha az Egyesült Államokat kemény megrázkódtatás érheti is, Európa – külkereskedelmének jobb diverzifikáltsága miatt – a korábbi dekonjunktúrákban tapasztaltnál könnyebben átvészeli a lassulást. Mivel azonban a lassulásra ráerősítő pénzügyi válság következményei még nem ismertek teljes körűen, az előrejelzésekkel kapcsolatos kockázatok az átlagosnál magasabbak.

## Általános kilátások és az olajár

A leginkább mérvadó előrejelzések globális gazdasági lassulást vetítenek előre 2008-ra, amelynek első számú okát az Egyesült Államokból kiindult jelzálogpiaci válság áttételes hatásaiban vélik felfedezni. Az ehhez kapcsolódó veszteségek nagysága még mindig nem világos; a becslések 200 és 600 milliárd US dollár közötti sávban szóródnak, de még a kisebbik összeg is igen érzékenyen érintheti a globális pénzpiacokat. Ebben a környezetben Magyarország is kárát láthatja, hogy a befektetők egyre kevésbé elnézőek a gyenge gazdasági mutatókkal rendelkező országokkal szemben, s fennáll a veszély, hogy pénzüket egyre inkább igyekeznek az ilyen helyekről kimenekíteni. A válsáért részben felelőssé tett hitelminősítők szigorúsága is várhatóan növekedni fog, problémás esetekben nem „fukarkodnak” majd a leminősítésekkel.

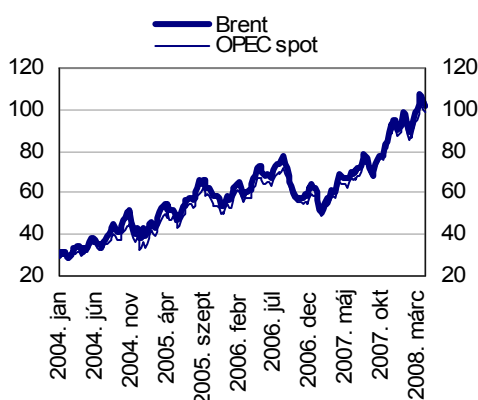
A világgazdaság 2008-as lassulása valójában szinte ténynek tekinthető, legfeljebb a lassulás mértéke lehet vitatott. Az IMF a *World Economic Outlook* legújabb kiadásában januári 4,1%-os előrejelzését lefelé módosítva 3,7%-os bővüléssel számol az idei évben, ami 2002 óta a legalacsonyabb ütemet jelentené. Egyelőre 2009-re is hasonló mértékű világgazdasági bővülést prognosztizálnak.

Az alacsonyabb növekedés következtében ugyanakkor idén enyhülhet az az inflációs nyomás is, amit a kereslet megugrása miatt gyorsan növekvő nyersanyag- és élelmiszerárak okoztak. A globális infláció csökkenésének irányába hat a fejlett országok ingatlanpiacain tapasztalható megtorpanás is. Így az infláció felpörgése 2008-ban nem várható. 2009-től azonban lehetséges, hogy ismét erősödik a globális pénzromlási ütem, mindenképp az élelmiszerárak további növekedése és a környezetvédelmi kiadások erőteljes emelkedése okán növekvő vállalati költségek következtében. Ugyanakkor szerephez juthat az eddig jelentős dezinflációs hatással bíró, az alacsonyabb bérű feltörekvő országokból származó feldolgozóipari export bérnövekedéssel összefüggő drágulása is.

A monetáris politika szempontjából összetett a kép. Bár jelentősek a gazdasági kockázatok, a maginfláció gyorsulása nem várható a közeljövőben. Az Egyesült Államokban például a lakóingatlanok értékvesztése a fogyasztók vagyoni helyzetét olyan mértékben alááshatja, hogy a visszaeső fogyasztói bizalom és a hitelek iránti mérsékelt kereslet miatt a kereskedők nem érvényesítik teljes mértékben áraikban a beszerzési költségek növekedését. Ezen ok és a gazdasági visszaesés hatásainak mérséklése miatt az Egyesült Államokban további kamatcsökkentés várható; a Fed a harmadik negyedévig akár további 0,75 százalékponttal (összességében 1,5%-ra) csökkentheti majd az irányadó rátát (a nyáron kirobbant jelzálogpiaci válság óta a Fed több lépésben vágott kamatot, 5,25%-

1-1. ábra: A nyersolaj világti árjegyzése

(US dollár)



Forrás: EIA

ról 2,25 %-ra). Bár óvatos kamatmérséklések Európában is elképzelhetőek, a belföldi gazdasági aktivitás növelésének, illetve a dollárral szemben várható valutaerősödés hatásainak enyhítése érdekében ennek mértéke korlátozott.

Az olajárak alakulása tekintetében jelentős a bizonytalanság, az azonban biztosnak látszik, hogy az idén is magas marad a „fekete arany” ára. Becslések szerint valamivel 100 US dollár alatti átlagos ár várható, amiben szerepe van egyrészt az amerikai valuta gyengülésének, másrészt annak, hogy az olajkitermelés költségei egyre nagyobbak.

## A nem-európai gazdasági centrumok

Az Egyesült Államok és Japán 2008. évi gazdasági növekedése jóval 2% alatt maradhat a szigorodó hitelfeltételek, az alacsonyabb világkereskedelmi növekedés és a fogyasztói bizalom megingása következtében csökkenő belföldi kereslet miatt. Különböző elemzések az Egyesült Államok gazdaságának 1% körüli, sőt az alatti bővülését valószínűsítik, de nem kevés azon elemzők száma sem, akik már idén bizonyosra veszik a recessziót Amerikában. Az IMF szerint az amerikai növekedés idén mindössze 0,5%-os lesz, 2009-ben pedig 0,6%-os. Nem zárta ki a recessziós időszak lehetőségét Ben Bernanke, a Fed elnöke sem a kongresszus gazdasági bizottsága előtt.

2008 első féléve ennek megfelelően minden bizonnyal gyengébb gazdasági aktivitást hoz magával a mind az Egyesült Államokban, mind pedig – az importkereslet csökkenése révén – a világgazdaság többi régiójában. Így még akár Kína növekedési üteme is egyszámjegyre csökkenhet az idei évben, bár az erős hazai keresletnövekedés „megmentheti” a kétszámjegyű bővülést. Japán esetében 1,5% körüli növekedés várható. Az olajexportőrök (így Oroszország is) és az (elsősorban jelentősebb infrastrukturális beruházások formájában) fiskális keresletnöveléssel operáló feltörekvő országok változatlanul viszonylag magas növekedésre számíthatnak. A második félévben ugyanakkor valószínűsíthető, hogy a monetáris és fiskális erőfeszítéseknek köszönhetően az Egyesült Államokban élénkül a gazdaság, aminek jótékony hatása lehet a világgazdaság egészére is.

## Európa

A legfrissebb előrejelzések szerint 2% alá kerül az idén az euróövezet növekedési üteme, míg 2009-re visszakapaszkodhat a bővülés 2% közelébe. Az IMF viszont az idei évre mindössze 1,3%-os növekedést jósol. Az euróövezet gyengébb gazdasági teljesítménye különösen kedvezőtlen Magyarországnak ebben a helyzetben, amikor a belföldi kereslet lefulladása miatt a nettó export lehet az egyetlen jelentős növekedési forrás a gazdaság számára. Az euróövezeten kívüli legnagyobb EU-gazdaságnak, az Egyesült Királyságnak is alacsony, 1,5% körüli növekedési ütemet prognosztizálnak, ami különösen a múlt évi, 3% feletti ütemmel való összehasonlításban tűnik kedvezőtlennek. A brit gazdaság várhatóan 2009-ben sem javít jelentősen a teljesítményén. Ugyanakkor az eddigi adatok alapján az Egyesült Államok gazdaságának lassulása a korábbi dekonjunkciók idején tapasztaltnál kevésbé húzta magával az euróövezetet, megerősítve azt a hipotézist, hogy Európa az elmúlt időszakokhoz képest

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

(éves növekedési ütem százalékban)

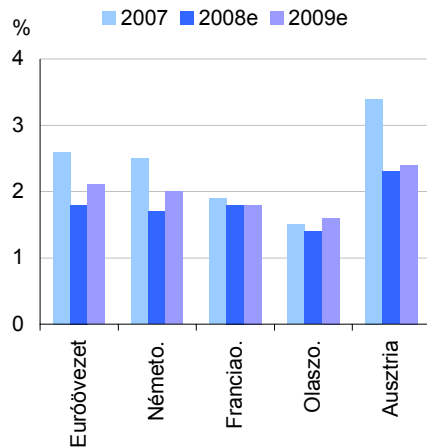
	USA	Japán	Kína
2007	2,2	2,1	11,4
2008e	0,5	1,4	9,3
2009e	0,6	1,5	9,5

e: előrejelzés

(IMF: World Economic Outlook, 2008. ápr.)

**1-2. ábra: Az euróövezet és néhány nagyobb európai gazdaság GDP-je**

(éves növekedési ütem százalékban)



Forrás: Eurostat, saját feltételezés (e)

lényegesen diverzifikálta külkereskedelmét és az abból származó kitétségeit.

A márciusi fogyasztóiár-adatok az euróövezet harmonizált éves inflációjának 3,5% közelébe való emelkedését jelzik, ami 1,5 százalékponttal meghaladja az Európai Központi Bank középtávú célkitűzését. Ennek megfelelően rövidtávon nem túl valószínű, hogy az EKB kamatot csökkentsen. Ugyanakkor az év folyamán, amennyiben az inflációs adatok javulást mutatnak, várható, hogy 4% alá kerüljön az irányadó ráta. A pénzromlás ütemének rosszabbodása esetén azonban – még a többnyire lefelé mutató gazdasági növekedési kockázatok mellett is – kamatemelést helyezett kilátásba a német jegybank elnöke.

Az egyre aktívabbá váló magyar áru- és tőkekapcsolatok miatt kedvező, hogy az új EU-tagországokra vonatkozó előrejelzések - a növekedési ütemek valamelyes lassulása mellett – az egész régiót tekintve 5% feletti átlagos növekedést jeleznek az idei és a jövő évre is. Magyarország esetében kedvező, hogy különösen azokban az országokban marad magas a gazdaság bővülésének üteme, melyekkel külkereskedelmi kapcsolataink az utóbbi években a legnagyobb mértékben intenzifikálódtak (Csehország, Lengyelország, Románia, Szlovákia). Ugyanakkor a térség korábbi „bezzeg-országai”, a balti államok (különösen Észtország és Lettország) növekedési ütemük éles lefékezésével kell, hogy számoljanak mind 2008-ban mind 2009-ben.



## 2. Gazdasági növekedés

A gazdaság a vártnál is erőteljesebben lassult a tavalyi évben: a növekedés belföldi mozgatórugóit a fiskális keresletkorlátozó intézkedések lényegében teljesen kioltották. Nagyon fokozatos helyreállítás képzelhető csak el, miközben az eddigi mentőövet jelentő külső konjunktúra is gyengül. 2008-ban a GDP bővülésének mértéke még éppen csak eléri a 2%-ot, és 2009-ben is csak 3,1%-ig emelkedik vissza.

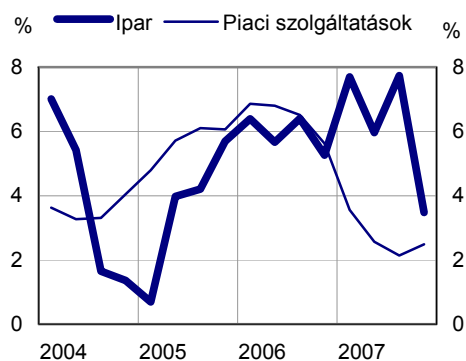
**2-1. táblázat:**  
**A GDP éves bővülése és a termelési oldali növekedési hozzájárulások**  
(százalék)

	2004	2005	2006	2007
<b>GDP</b>	<b>4,8</b>	<b>4,1</b>	<b>3,9</b>	<b>1,3</b>
Ipar	0,8	0,8	1,3	1,4
Piaci szolg.	1,3	2,0	2,3	1,0
Mezőgazdaság	2,3	-0,1	-0,4	-0,7
Építőipar	0,1	0,1	0,0	-0,5
Egyéb*	0,3	1,3	0,7	0,1

\* Községi szolgáltatások és nem-allokált h. ért.

Forrás: KSH

**2-1. ábra:**  
**Hozzáadott érték a versenyszektorban**  
(változás az előző év azonos időszakához képest)



Forrás: KSH (szezónálisan kiigazított adatokból)

### Termelés

A tavalyi negyedik negyedévi adatok rendelkezésre állásával a termelési oldalról élesen kirajzolódik a gazdasági növekedés lassulásának szerkezete (lásd az 1. táblázatot). A kedvező külső konjunktúrát meglovagoló ipar még növelni is tudta növekedési hozzájárulását 2006-hoz képest, miközben részben az államháztartási kiigazító lépések belföldi keresletet korlátozó hatása, részben kedvezőtlen externális tényezők hatására minden egyéb termelési tevékenység növekedési hozzájárulása visszaesett. A piaci szolgáltatások gyengélkedése mögött egyértelműen a belföldi kereslet visszaesése mutatható ki, míg a mezőgazdaságot emellett a kedvezőtlen időjárás is jelentősen visszavetette. Az építőipari kibocsátás erőteljes visszaesésében leginkább az állami beruházások drasztikus visszafogása játszott szerepet. A gazdaság teljes lefékeződését tehát az ipari hozzáadott érték bővülése akadályozta meg, de ez is lényegében két-három exportorientált feldolgozóipari alágazat (a gépgyártásban illetve a vegyiparban) teljesítményére korlátozódott.

A negyedik negyedévet tekintve ugyanakkor az ipari hozzáadott érték növekedésének lendülete is megtört: az előző év azonos időszakához képest a bővülés mértéke 3,5%-ra csökkent, ami negyedéves alapon visszaesést mutat. A külső konjunktúra 2007 közepén megkezdődött fékeződése ilyen nagymértékű visszaesést önmagában nem magyarázna, ráadásul a februárig rendelkezésre álló ipari termelés adatok továbbra is erős ipari kibocsátás-növekedésre utalnak. Feltételezhetően a negyedik negyedévi erős visszaesést egyedi tényezők (a korábbi éveket meghaladóan elhúzódó ünnepek körüli szabadságolások illetve üzemi leállások) magyarázzák, így erőteljes lassulásra nem kell még számítani az ipar teljesítményében. Egy kisebb fékeződés azonban a külső konjunktúra idénre várható gyengülésével elkerülhetetlennek látszik: a tavalyi 6,2%-os bővülés után 2008-ban 4,4%-os, 2009-ben pedig 3,9%-os növekedésre számítunk az ipari hozzáadott értékben.

Az iparral szemben a versenyszektor másik csoportjában, a piaci szolgáltatásokban a negyedik negyedév már némi gyorsulást eredményezett: 2,5%-os bővülés volt tapasztalható 2006 negyedik negyedévéhez képest (szezónálisan kiigazított időszorból), miközben a rövid távú (negyedéves) növekedési dinamika is tovább javult. Mindazonáltal ebből az élnkülésből sem lehet még messzire menő következtetésekre jutni, ugyanis leginkább a kereskedelmi-javítási szolgáltatások növekedtek a negyedik negyedévben, ami a belföldi kereslet alakulásával kielégítően nem magyarázható, miközben a szállítási-távközlési illetve a pénzügyi szolgáltatások növekedése visszafogottabb maradt. Vélhetően a piaci szolgáltatások a belföldi kereslet lassú magára találásának megfelelően csak mérsékelten bővülnek: a tavalyi 2,7%-os bővülést idén 3%-os, 2009-ben pedig

3,5% körüli növekedési ütem követheti. Mind az ipari, mind a piaci hozzáadott érték alakulására adott előrejelzésünk tekintetében a lefelé irányuló kockázatokat érezzük erőteljesebbnek.

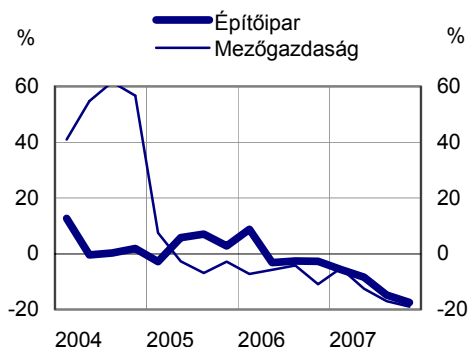
Az építőipari kibocsátás hanyatlása 2007 negyedik negyedévében is erőteljesen folytatódott: az előző év azonos időszakához képest a visszaesés mértéke a szezonális ingadozásokat kiszűrve 17,5%. A januári építőipari adat sem utal fordulatra, a kibocsátás visszaesése lényegében változatlan ütemben folytatódott, míg a szerződésállomány volumene a tavaly januárinál jóval alacsonyabb. Az NFÜ ugyan nemrégiben bejelentett egy 1500 milliárd forintos volumenű állami megrendelést az építőiparnak 2009 végéig (amiből 1000 milliárd autópálya-építést finanszírozna), ez azonban az építőipari teljesítményben elhúzódóan jelentkezik majd, s elsődlegesen nem idén és 2009-ben. Így az idei év hátralévő részében mérséklődik ugyan a szektor visszaesése, de a tavalyi 11,6%-os csökkenést még egy további 4,5%-os követheti az idén. 2009-ben, a választási ciklus közeledtével, már bővülésre számítunk, annak mértéke azonban vélhetően visszafogott, mintegy 3,5%-os lesz.

A mezőgazdaság 13,3%-kal alacsonyabb hozzáadott értéket hozott létre tavaly mint 2006-ban, ráadásul a visszaesés üteme a negyedik negyedévben is gyorsuló volt. Ennek háttérében természetesen jelentős szerephez jutott a nagyon kedvezőtlen időjárás is, azonban mégha ennek megismétlődésére nem is számítunk, gyors korrekcióban sem lehet bizakodni, mivel tavalyhoz képest nagy kiterjedésű vetésterület kerülhet ki a termelésből (részben megszűnés, részben parlagon hagyás következtében). Így a terményátlagok esetleges javulása ellenére is legfeljebb 4%-os bővülést várunk az ágazatban 2008-ban, érdemi, közel 12%-os bővülésre csak 2009-ben számítunk.

A közigazgatási és egyéb közösségi szolgáltatások 2007-ben ugyancsak visszaestek, és vélhetően 2008 és 2009 folyamán is nyomottak maradnak. Ha a költségvetési politika nem lazul fel a választásokhoz közeledve, akkor lényegében mindkét évben stagnálásra számíthatunk.

**2-2. ábra:**  
Hozzáadott érték az építőiparban és a mezőgazdaságban

(változás az előző év azonos időszakához képest)

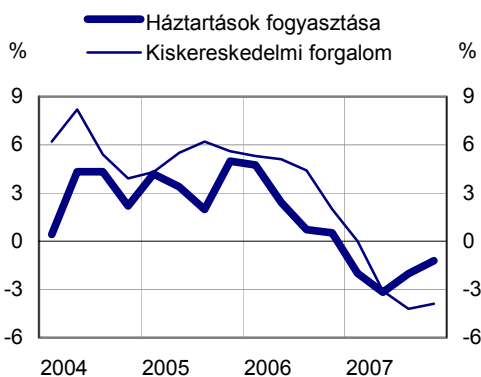


Forrás: KSH (szezonálisan kiigazított adatokból)

## Felhasználás

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

(változás az előző év azonos időszakához képest)



Forrás: KSH

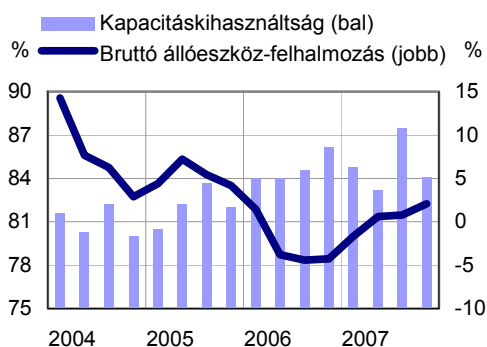
2007 negyedik negyedéve nem hozott fordulatot a háztartási fogyasztást tekintve: bár lassuló ütemben, de továbbra is visszaesés volt tapasztalható. A szezonális ingadozásoktól megtisztítva az előző év utolsó negyedévéhez képest a lakossági fogyasztás 1,9%-kal csökkent. Figyelemreméltó azonban, hogy a fogyasztási kiadások már alig voltak alacsonyabbak az egy évvel korábinál, a visszaesés már szinte csak a természetbeni juttatásokat érintette. Jelentősebb élénkülésről ugyanakkor korai volna még vizionálni. Az infláció folytatódó erős üteme miatt a reáljövedelmek csökkenése nem állt meg, s bár a fogyasztási hitelek állománya a GDP arányában töretlenül tovább nőtt (amit a külföldi devizában denominált hitelek növekedése okozott, a forintban denominált hitelek állománya valamelyest csökkent), a kisimításra való törekvés egyre korlátozottabb hatásokkal bír. A fogyasztói bizalom indexe a 2007. novemberi mélypontot követően valamelyest javult ugyan, de a januári kiskereskedelmi forgalom adataiból semmi komolyabb élénkülésre következtetni engedő fejlemény nem olvasható ki. A 2008 első felében nem túl bátorító

jövedelmi kilátások mellett a mostanában kibontakozott belpolitikai bizonytalanságok is visszafoghatják a fogyasztás növekedését, amennyiben óvatosságból a lakosság fékezi további eladósodásának ütemét. Az idei év első felében tehát inkább még stagnálás várható, az év második felétől lehet csak kisebb élénkülésre számítani a háztartások végső fogyasztásában. Ez ahhoz lehet elég, hogy 2008-ban 0,4%-os, 2009-ben pedig 1,8%-os bővülés következék be.

A közösségi fogyasztás negyedik negyedévi adata ezen felhasználási tétel volatilitásának további növekedését támasztja alá, így szinte lehetetlen konjunkturálisan értékelni ezt az időszakot. A tavalyi negyedik negyedévi adatot, mely egy váratlan nagyságú pozitív kiugrás volt, vélhetően lefelé irányuló korrekció követi 2008 első felében, de aztán a majdani év végi adat megint átírhatja az egész folyamatot. Így igencsak nagy bizonytalanság mellett várjuk azt, hogy az idei évben a közösségi kiadások mértéke már csak kisebb mértékben, éves átlagban 0,2%-kal, esik vissza, míg 2009-ben, 1,5%-os mértékben, már bővíthet.

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

(arány illetve változás az előző év azonos időszakához képest)



Forrás: KSH, DG ECFIN

A bruttó állóeszköz-felhalmozás 2007 utolsó negyedévében kissé kedvezőbben alakult a vártnál: az előző év azonos időszakához képest 2,6%-kal bővült és magas súlya miatt (az éves bruttó állóeszköz-felhalmozás több mint egyharmada a negyedik negyedévben valósul meg) végül az éves átlagos növekedési mutató is a pozitív tartományban maradt. Az állami beruházások elmaradása továbbra is meghatározó, azonban a feldolgozóiparban azonban még az év eleji Hankook-beruházás kiszűrésével is úgy tűnik, hogy valamelyes javulás már mutatkozik. Ez a folyamat 2008 elején tovább élénkülhet, hiszen a legutóbbi vállalati felmérések arra utalnak, hogy az üzleti bizalom javulóban van. Igaz ugyanakkor, hogy a 2007 harmadik negyedévi felugrás után a kapacitáskihasználtság indexe ismét visszaesést mutat. Emelkedhetnek az idei év közepétől az eddig meredeken visszaeső állami beruházások is, különösen ezek önkormányzati komponense, mégpedig az EU-források bővülő rendelkezésre állásán keresztül. Így, még ha a lakossági beruházások továbbra is nyomottak maradnak, 2008-ban akár 3,4%-os bővülés is bekövetkezhet a bruttó állóeszköz-felhalmozásban, míg 2009-ben a növekedés már 4,6%-ot érhet el.

Az áru- és szolgáltatásexport dinamikája gyengült valamelyest a negyedik negyedévben, ami az ipari exportértékesítés (és hozzáadott érték) ugyanezen időszakban való visszaesésével állítható párhuzamba. Ettől függetlenül a szezonális ingadozások kiszűrése után a növekmény mértéke 2006 negyedik negyedévéhez képest így is elérte a 10,4%-ot. 2008-ban az eddig kedvező külső kereslet lassulása akár az export növekedésének erőteljesen lefékeződéséhez is vezethet, bár a januári és februári termékforgalmi adatok továbbra is intenzív exportról tanúskodnak: a kivitel értéke forintban mérve 20%-os ütemben bővült. Az év második felétől mindazonáltal számítani lehet a növekedési ütem mérséklődésére. Összességében 2008-ban az áru- és szolgáltatásexport 11,4%-os, 2009-ben pedig 9,5%-os bővülésére számítunk.

Míg egy negyedévvél korábban úgy tűnt, hogy az áru- és szolgáltatásimport dinamikája kezdi meghaladni az exportét, mind a negyedik negyedévi adatok, mind 2008 első két hónapjának termékforgalmi adatai arra utalnak, hogy az export javára

megmutatkozó növekedési rés továbbra is fennáll. Az import bővülése 9,2%-os volt 2007 negyedik negyedévében 2006 azonos időszakához képest, a külkereskedelmi áruforgalomban pedig 16%-kal haladta meg a behozatal 2008 január-február időszakában az egy évvel korábbit. A belföldi kereslet lassú élénkülése miatt ugyan vélhető, hogy az importdinamika végülis felzárkózik az exportéhoz 2008 folyamán, de az év átlagában növekedésének mértéke még majdnem 1 százalékponttal az exporté alatt marad. 2008-ban egészében 10,5%-os, 2009-ben pedig 9,2%-os importbővülésre számítunk.

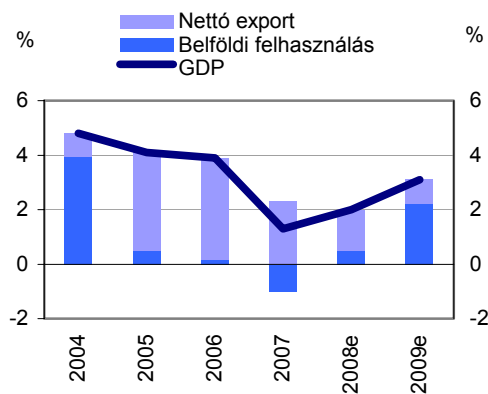
### A bruttó hazai termék

A GDP a tavalyi év utolsó negyedévében mindössze 0,8%-kal bővült éves szinten, s így a 2007. évi növekedési ütem 1,3%-os lett, ami 1996 óta a legszerényebb, regionális kitekintésben ugyancsak a legalacsonyabb. Noha teljesen egyértelmű, hogy a gazdaság erőteljes 2007. évi lassulását mindenekelőtt a fiskális kiigazítás belföldi keresletet korlátozó intézkedései eredményezték, valójában a belföldi kereslet már 2005-ben és 2006-ban is gyengélkedett. S bár a nettó export javulása továbbra is erőteljes maradt, ennek mértéke már alacsonyabb volt 2007-ben, mint a két megelőző évben.

A fentebb leírt folyamatok eredményeként a belföldi kereslet enyhe élénkülése várható, míg a nettó export növekedési hozzájárulása, bár az egyenleg továbbra is javul, csökkenő lesz 2008 illetve 2009 folyamán. Az idei évben még így is a nettó export húzza a növekedést, de a GDP mindössze 2%-kal bővül (és csupán konjunkturális alapon még ennél is kisebb lehetne a növekedés mértéke, de a szökőév-hatás idén pozitívan járul hozzá a végső számhoz). 2009-ben már lényegesen élénkebb belföldi felhasználás, de zsugorodó nettó export-növekmény mellett a bruttó hazai termék 3,1%-os ütemben bővülhet.

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

(éves változás illetve növekedési hozzájárulás)



Forrás: KSH és saját előrejelzés (e)

## 3. Munkapiac

A foglalkoztatási és munkanélküliségi mutatók romlása folytatódik, és érdemi javulás 2009-ig nem várható. A rendszeres bérek növekedési üteme a versenyszférában csökken, míg a közszférában visszafogott. A reálbérek 2008-ban még csak az alacsonyabb jövedelműek körében nőhetnek, 2009-ben viszont szélesebb rétegek számára.

### Foglalkoztatás

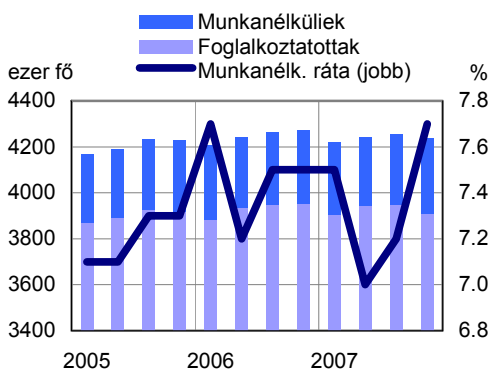
2008 elején folytatódott a foglalkoztatás és az aktivitás egyidejű csökkenése, így a foglalkoztatási mutatók rég nem látott mélypontra kerültek. A munkapiaci felmérés szerint a 15-74 éves foglalkoztatottak száma 2007 decembere és 2008 februárja között 1,9%-kal (71,5 ezer fővel) maradt el az egy évvel korábbitól. A foglalkoztatási ráta 2003 eleje óta nem állt a jelenlegihez hasonlóan alacsony szinten: 2007. december – 2008. február közt csupán átlag 49,9%-ot ért el. Az aktívok száma ugyanezen időszak során 1,1%-kal (47 ezer fővel) mérséklődött. Ezek eredőjeként a (15-74 évesek körében mért) munkanélküliség szintje és rátája is emelkedett, utóbbi 8%-ig ért el. A regisztrált munkanélküliek száma 2007 és 2008 februárja között közel 4%-kal nőtt, mellyel az elmúlt tíz év legmagasabb értékét érte el az év elején.

Az intézményi statisztikák szerint az alkalmazásban állók száma 2007 és 2008 januárja között 2%-kal csökkent. Az ipari létszám összességében csökkent, bár ezen belül a feldolgozóipari foglalkoztatás változatlan maradt. Az építőiparban 6,6%-os mértékű volt a csökkenés. A piaci szolgáltatások összességében létszámnövekedést regisztráltak, de ezen belül a szállítás, raktározás, posta, távközlés ágazatban jelentős (4%-os) csökkenés volt megfigyelhető. A legnagyobb, több mint 48 ezres kiáramlás a közösségi szolgáltatásokból volt megfigyelhető, amely alapvetően meghatározza a nemzetgazdaság egészének folyamatait.

2007 egészében az ágazatok létszámváltozása néhol eltérően alakult az intézményi adatok és a munkapiaci felmérés szerint. Az építőiparban és a közösségi szolgáltatások terén az intézményi adatok nagyobb csökkenést mutatnak. Az utóbbi felmérés nem tartalmazza az 5 főnél kevesebbet foglalkoztató vállalkozásokat, valamint a bejelentés nélkül foglalkoztatottakat. Így egyfelől elképzelhető, hogy a létszámcsökkenés az átlagosnál kisebb volt a mikrovállalkozások körében. Erre enged következtetni, hogy az ÁFSZ 2007 I. negyedévi munkaerő-gazdálkodási felmérésében a szektorok mikrovállalkozásai erőteljes létszámnövelést terveztek 2007 folyamán, míg a nagyobb vállalkozások csekély mértékű felvételt vagy inkább elbocsátásokat terveztek. Másfelől nem zárható ki az sem, hogy a legális foglalkoztatás csökkent nagyobb mértékben, és a be nem jelentettek részaránya növekedett. E bizonytalanság többek közt megnehezíti annak értékelését, hogy a 2006-ban bevezetett megemelt minimális járulékalap illetve a szigorodó adóellenőrzések milyen mértékben vezettek a foglalkoztatás fehéredéséhez.

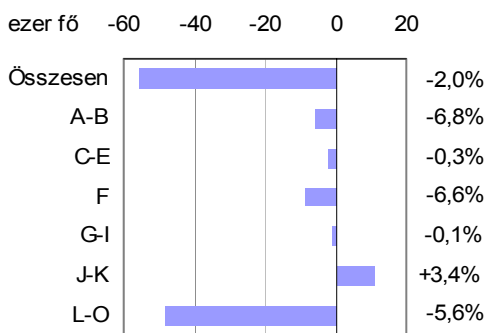
A korábban vártnál is kedvezőtlenebb gazdasági kilátások miatt a foglalkoztatás várhatóan csak igen szerény mértékben növekedhet 2008-2009 során. A 2008 I. negyedévi munkaerő-gazdálkodási felmérés is megerősíti azt a képet, amely az egyes szektorok

3-1. ábra: Aktivitás és foglalkoztatás



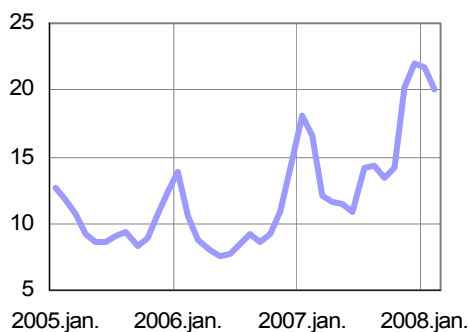
Forrás: KSH

3-2. ábra: Ágazati foglalkoztatás 12 havi növekedése 2008 januárjában (%)



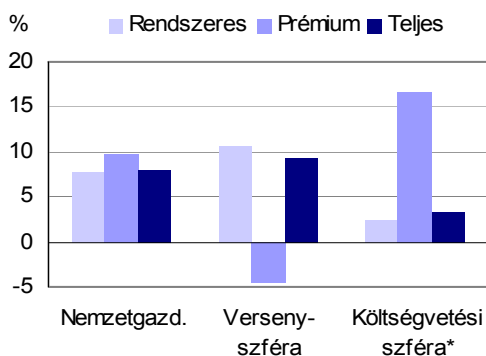
Megjegyzés: Forrás: KSH

**3-3. ábra: Az egy bejelentett üres álláshelyre jutó álláskeresők száma**



Forrás: ÁFSZ

**3-4. ábra: Bruttó keresetnövekedés 2007-ben**



Megjegyzés: \* nem tartalmazza a 2007. évi 13. fizetés részlegesen előrehozott kifizetését. Forrás: KSH, ICEG EC

**3-1. táblázat: Keresetnövekedés különböző kereseti szintek mellett 2008-2009**

		Összeg,	Növekedés, %	
		Ft (2007)	2008	2009
Átlag-kereset	Bruttó	165.600	6,5	8,2
	Nettó	105.100	7,7	4,9
	Reál	-	1,7	0,8
Átlag-kereset 130%-a	Bruttó	215.300	6,5	8,2
	Nettó	126.600	5,4	6,5
	Reál	-	-0,5	2,3

Forrás: KSH, ICEG EC becslések a hatályos adó- és járulékfizetési szabályok figyelembevételével

növekedési kilátásaiból adódik. A feldolgozóipari foglalkoztatás stabil marad, mert az exportkilátások romlásával a növekedési lehetőségek szűkösebbek lesznek. Az egyéb ipari szektorok, az építőipar és a közösségi szolgáltatások létszámcsökkenése lassan folytatódik, míg a piaci szolgáltatásokban további felvételekre számítunk. A gyenge munkakeresletet az is jelzi, hogy az egy bejelentett álláshelyre jutó álláskeresők száma továbbra is nő. A foglalkoztatottak száma 2008 egészében még csökken, de 2009-ben már enyhe, 0,5%-os növekedésre számítunk.

Az aktivitás a romló munkapiaci helyzet és a szigorodó nyugdíjazási szabályok miatt 2008-ban még csökken, de 2009-ben már stabilizálódik. Ezek eredőjeként a munkanélküliségi ráta 2008-ban 7,1%-ot érhet el, 2009-ben pedig 6,8%-ig mérséklődhet.

### Keresetek és munkaköltség

2007 egészében a bruttó átlagkereset növekedése 8,1%-os volt. Mérsékelt, 7% körüli emelkedés jellemezte a közösségi szolgáltatásokat és bizonyos piaci szolgáltatásokat, míg az átlagnál gyorsabb volt a növekedés a más szektorokhoz képest jó évet záró iparban, továbbá a minimális járulékalap emelése miatt az építőiparban.

A rendszeres keresetek és prémiumok kifizetése teljesen eltérő módon alakult a vállalati és a költségvetési szférában. A rendszeres keresetek növekedési üteme a versenyszférában 10,6% volt, alapvetően a tavalyi év során tetőző inflációhoz igazodva. A prémiumkifizetések viszont 2007-ben 4,5%-kal csökkentek a lassú növekedés miatt gyenge vállalati jövedelmezőség következtében. A rendszeres bér dinamikája lecsengőben volt 2007 második felében, és decemberre 8,2%-ig csökkent a 12 havi növekedési ütem. Januárban 8,7% volt az éves bérnövekedés, ám egyetlen hónap adata alapján még nem jelenthetjük ki, hogy megfordult volna a trend.

A költségvetési szférában a megszorítások hatására a rendszeres bérek csupán 2,3%-kal emelkedtek. A 2007. évi 13. fizetés 50%-ának előrehozott kifizetése miatt a prémiumok tavaly 35%-kal emelkedtek. Ha ettől az átütmezéstől eltekintünk, akkor tavaly becslésünk szerint 16-17%-kal nőttek a költségvetési szféra prémiumfizetései és 3,4%-os volt a teljes kereset emelkedése. Ez arra utalhat, hogy az intézmények saját forrásból igyekeztek kompenzálni alkalmazottaikat az alacsonyabb rendszeres keresetnövekedésért és magasabb inflációért.

A bruttó keresetnövekedés 2008-ban átlag 6,5% körüli lehet, 2009-ben pedig az élénkítő növekedésnek köszönhetően kissé meghaladja a 8%-ot. Az átlagkeresettel rendelkezők számára ez 2008-2009-ben már reálkereset-emelkedést hozhat. Magasabb keresetek esetén idén még stagnáló, vagy akár enyhén csökkenő reálkeresetekre lehet számítani, és növekedés csak 2009-től várható.

A termelékenység-növekedés tavaly kissé alatta maradt a nominális bérnövekedés ütemének, így a fajlagos munkaköltség 1,2%-kal emelkedett. 2008-ban e mutató várhatóan negatív tartományba kerül, és 2009-ben is ott marad, de a lassú termelékenység-növekedés miatt ismét emelkedik.

## 4. Infláció, monetáris kondíciók

2007 végének világgpiaci ársokkjai után várható volt, hogy a 7% fölé visszakúszó fogyasztóiár-emelkedés csak nagyon fokozatosan csökken 2008 elején. Bár az év második felében felgyorsulhat a dezinfláció, ahhoz nem lesz kellően gyors, hogy 2009-re a megcélzott inflációs cél gond nélkül teljesülhessen. Az árfolyamsáv eltörlése és a március végi kamatemelés után a pénzpiac még mindig nem teljesen bizonyos a jegybank kamatdöntéseinek mozgatórugóiát illetően, így az infláció jelentősebb lassulásáig vélhetően kitarthat a hozamok növekedésében lecsapódott pénzügyi feszültség.

### Infláció

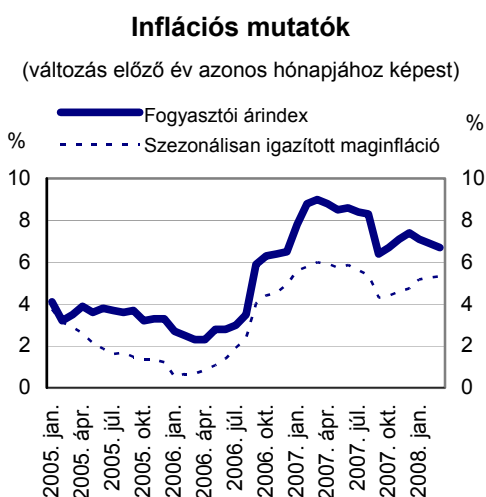
2008 első három hónapjában várakozásainknak megfelelően 7% körüli 12-havi fogyasztóiár-inflációs adatok jelentek meg, és ugyancsak korábbi elképzeléseinknek megfelelően alapvetően csillapodni látszik az áremelkedések üteme.

A háztartási energiaáraktól az élelmiszerárak vették át a leggyorsabb árnövekedést felmutató termékcsoport szerepét: az első negyedévben ebben a körben 12,5%-ot ért el az infláció. Februárban a háztartási energia árában bekövetkezett újabb áremelkedések egy kisebb lökést adtak a termékkör fogyasztói árainak, így itt is átlagon felüli, 8,3%-os növekedés mutatkozott 2008 első szakaszában. Figyelemre méltó továbbá, hogy a tartós fogyasztási cikkek árindexeinek változása (összefüggésben az infláció globálisan megfigyelhető erősödésével) egyre inkább a pozitív tartomány felé törekszik, s ez az év hátralévő időszakában az egyik lehetséges kockázatot jelenti az inflációs pálya tekintetében.

Az infláció perzisztenciája szempontjából aggodalmas, hogy a maginflációs mutatóban egyáltalán nem mutatkozott lassulás 2008 első hónapjaiban, sőt, a decemberi 4,8%-os értékről ez a mutató márciusra visszakúszott 5,3% fölé (szezónálisan kiigazított adatsor alapján). Abban a termékkörben tehát, ami a monetáris politika eszközeivel elvileg befolyásolható, egyelőre nyoma sincs a dezinfláció kibontakozásának.

Míg tehát az élelmiszerárak és a háztartási energiaárak 2008 második felétől várható csökkenése mérsékli majd az inflációt, addig a beragadó maginfláció a csökkenés mértékét bizonyos fókig lekorrólatozza. Ugyanakkor segíti a dezinflációt a gyenge gazdasági aktivitás, a lakosság fogyasztási keresletének stagnálása, továbbá a munkaerőpiaci pangás is. Prognózisunk szerint 2008 végére a 12-havi infláció mutatója 4,8%-ig csökkenhet, de az év átlagában a fogyasztói árak növekedésének mértéke eléri a 6%-ot.

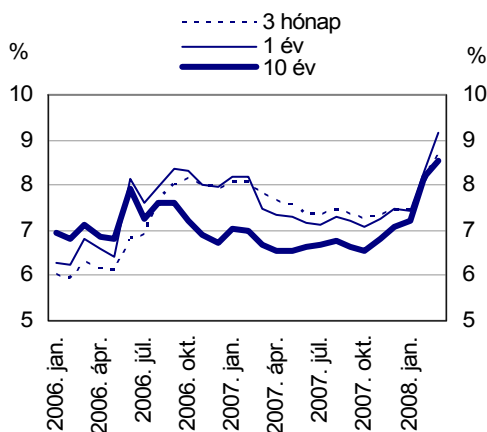
2009-ben, ha csak újabb világgpiaci ársokk nem következnek be, az inflációs nyomás számos termékkörben jelentősen csökken, s a fő árfelhajtó tényező a szabályozott árak – a mostani időszagnál egyébként határozottan alacsonyabb – emelkedése lesz, míg az élelmiszer- és az energiaárak növekedése moderált lesz, sőt, az energia (üzemanyagok) átlagos árszintje akár csökkenhet is. Azonban ez sem lesz kellően gyorsaságú csökkenés ahhoz, hogy az inflációs célkitűzésben szereplő 3%-os középérték körüli  $-/+0,5\%$ -os sávba biztosan beférjen 2009 végére a 12-havi fogyasztói árindex. A mi prognózisunk azzal számol, hogy a jövő év decemberében az index 3,5%-os növekedést mutat, miközben éves átlagban még meghaladja a 4%-ot az infláció.



Forrás: KSH

## Pénzpiacok, kamatok, árfolyam

Állampapíripiaci referencia-hozamok



Forrás: ÁKK

Az állampapíripiaci hozamok márciusi eleji, majd március végi megugrását több okkal magyarázták. Belpolitikai feszültségekkel eleinte a népszavazás, majd a kormánykoalíció válsága miatt, valamint a feltörekvő piacoktól való befektetői elfordulással, aminek rossz makrogazdasági mutatói következtében Magyarország itta meg a térségben leginkább a levét. Március végére így aztán a piaci hozamokba lényegében 100-150 bázispont közötti jegybanki alapkamat-emelés „árázódott be”, miközben a forint euróval szembeni gyengülése is erősítette a kamatemelés iránti várakozásokat. A pénzpiaci likviditás szűkülésének egyébként egy harmadik oka is volt, nevezetesen az, hogy a nyugdíjpénztárak mintegy 200-300 milliárd forinttal alacsonyabb volumenű állampapír iránti igénytel léptek fel, mert portfólióikban növelték a részvényhányadot.

Rövid lejáratú instrumentumokban persze már februárban beárazásra került egy kamatemelés, akkor azonban a jegybank a forint lebegtetési sávjának eltörlésével átmenetileg el tudta odáznai, hogy egy kamatemelési pályát nyisson. Március végén azonban, szembesülve a 2009-es inflációs célokat fenyegető mind erősebb kockázatokkal, valamint az egyre táguló kamatfelárakkal, végülis 8%-ra emelte az irányadó kamatot.

Pusztán fundamentális alapon egyébként a kamatemelés akár továbbra is elodázható lett volna, vélhetően azonban az MNB már jelzést akart adni a piacok számára antiinflációs elkötelezettségét illetően, és az emelés mértékével azt is igyekezett tudatni, hogy akár tartósabb kamatemelési ciklusba is hajlandó belemenni, ha az infláció és az azt meghatározó folyamatok alakulása azt igényli.

A kamatemelés óta eltelt közel két hétben a forint jelentősen erősödött, az állampapír-hozamok pedig egy bő fél százalékponttal csökkentek, de azért a rövidebb lejáratúak hozamszintje még mindig 100 bázispont körüli mértékben haladja meg a jegybanki alapkamat mértékét. Ebben a helyzetben pedig egy további kamatemelés április végén éppúgy esélyes, mint a tartás. Akármelyik eset következik is be, az biztos, hogy az év második felében már lesz tér némi enyhítésre, és véleményünk szerint a jegybanki alapkamat a harmadik negyedévtől több kisebb lépésben 7,25%-ig csökkenhet. 2009 már egyértelműen a lazítás éve lehet, várakozásaink szerint az év végén már 6%-on áll majd az irányadó ráta.

A forint árfolyamának legutóbbi napokban bekövetkezett erősödését átmenetinek, technikai jellegűnek tartjuk, amelyet részben vélhetően devizapiaci pozíciók zárása idézett elő. Hosszabb távon továbbra is az euróval szemben 255-ös centrummal lebegő forintot tartunk a jelenlegi folyamatok mellett leginkább fenntarthatónak (összeegyeztethetőnek), így reálgazdasági prognózisaink elkészítésében is erre a feltételezésre támaszkodtunk.



## 5. Államháztartás

Az államháztartás egyenlege a korábban prognosztizálnál kedvezőbben alakult 2007-ben, köszönhetően a tervezettet is meghaladó bevétel növekedésnek. Ugyanakkor a kiadási oldalon szerény változások történtek csak, bár idén még jelentősebb szerkezeti változások nélkül elérhető a 4%-os GDP-arányos deficitcél. 2009-ben azonban érdemi szerkezeti lépések nélkül nem várható további javulás.

### Folyamatok

A KSH jelentése szerint a kormányzati szektor ESA-95 szemléletű hiánya 2007-ben a nemzeti számlák előzetes adatai alapján 1393,6 milliárd Ft volt, ami a GDP 5,5%-ának felel meg. Az államháztartás hiányának alakulásában fontos jelentősége volt annak, hogy a központi költségvetés deficitjét mérsékelte a társadalombiztosítási alapok és az elkülönített állami pénzalapok közel 100 milliárd forintos többlete.

Az államháztartás és a központi költségvetés javuló egyensúlya a 2007-re tervezettnél kedvezőbb elsődleges hiány és kamategyenleg mellett valósul meg. Az eredményszemléletű egyenleg tervezettnél kedvezőbb szintje zömében a jobb elsődleges egyenlegnek tudható be. Tavaly a vártnál kedvezőbben alakultak az adó- és járulékbévételek, miközben a kiadások is magasabbak lettek, elsősorban az utolsó negyedévben felerősödött költségeknek köszönhetően. Ezek összességében a GDP 0,7%-át elérő egyenlegjavulást eredményeztek. Emellett 2007-ben kisebbek voltak a kamatkidadások és kedvezőbben alakultak a kamatbevételek is, ami kisebb javuláshoz vezetett a kamategyenlegben.

A hiány csökkenése úgy következett be, hogy a kiadások 385 milliárd forintos növekedését a bevételek 1193 milliárd forintos emelkedése kísérte, azaz a bevételi oldal gyors növekedése játszotta a hiány csökkenésében a meghatározó szerepet.

A bevételek a 2006. évi 9%-os növekedést meghaladva az előző évhez viszonyítva 11,8%-kal nőttek. A legnagyobb mértékű bevétel-növekedés a jövedelemadók (17,1%) és a társadalombiztosítási hozzájárulások (15,3%) területén következett be. A személyi jövedelemadó-bevételeknél bekövetkezett növekedésben a legális munkavállalás terjedése, a gazdaság kifehéredése játszott meghatározó szerepet. A társadalombiztosítási járulékok növekedésében elsősorban az adóalap kiterjesztése és az adóelkerülés elleni szigorúbb fellépés volt döntő hatású.

Az ÁFA befizetések átlagos mértékben, 11,8%-kal emelkedtek. Az ÁFA-ból keletkezett többletbevétel túlnyomó többsége a magasabb infláció miatti nominális forgalom növekedéséből, kisebb hányada pedig a gazdaság érzékelhető kifehéredéséből származott. A jövedéki adóból realizált jelentős bevétel-növekedés az adóemelésekkel, illetve a jövedéki termékek legális forgalmának növekedésével magyarázható.

Az egyéb bevételek közé sorolt kormányzati szolgáltatásokból származó bevétel csökkent. A bevételek megoszlásának szerkezete kissé változott, mert tavaly az adók és a társadalombiztosítási hozzájárulások aránya kissé emelkedett, míg az egyéb bevételeké csökkent.

A költségvetés kiadásainak 2006. évi 12%-os emelkedése után a 2007. évi kiadásnövekedés további 3,1%-ot ért el. A kiadási többlet

mögött néhány kiadási tétel tervezett meghaladó ütemű növekedése áll. Így 2007-ben több mint másfélszerese lett a tervezettnek a költségvetés által nyújtott egyedi és normatív támogatások összege, különösen miután a kormányzat engedélyezte a vasúttársaságok számára juttatott költségterítés előirányzatot meghaladó megemelését.

A másik – előirányzatot jelentősen meghaladó – kiadási többlet a költségvetési szervek kiadása volt, mely közel harmadával lett magasabb a tervezett szintnél. A többlet egyaránt jelentkezett a személyi juttatások és járulékok, illetve a dologi kiadások esetében. A kiadások közül a beruházási kiadások 2006-hoz képest 13%-kal csökkentek, miközben a dologi kiadások és a munkavállalói jövedelmekre fordított kiadások a 2006. évi szinten maradtak. A legnagyobb kiadásnövekedés (10,5%) a kamatszolgáltatásban következett be, de a pénzügyi társadalmi juttatásokra fordított kiadások is 8,5%-kal emelkedtek.

Az elkülönített állami pénzalapok a 2007. évet jelentős többlettel zárták: esetükben a költségvetési törvényben tervezett jelentősen meghaladó egyenlegjavulás következett be, köszönhetően a bevételek kedvező alakulásának. A társadalombiztosítás pénzügyi alapjainak 2007. évi pénzforgalmi egyenlege többletet mutat a tervezett 27,5 milliárd Ft-os deficittel szemben: a kedvezőbb egyenleg elsődleges oka a bevételi oldalon mutatkozó jelentős járuléktöbblet volt, köszönhetően a járulékok módosuló vetítési alapjának, szigorúbb behajtásának. A bevételek mellett a kiadási oldalon is jelentkeztek megtakarítások a gyógyszer-, illetve a gyógyászati segédeszköz támogatások esetében.

A költségvetés hiánya 2007-ben a 2006. évi hiány 60%-át tette ki: a KSH jelentése szerint 808 milliárd forinttal volt kevesebb, mint 2006-ban. Az adatok egyértelműen jelzik, hogy a deficit mérséklődése a bevételek gyors növekedésének köszönhető, miközben a kiadások legfeljebb reálértéken mérséklődtek. A kiadások esetében a jelentősebb szerkezeti átrendeződések nem valósultak meg, így a közigazgatás, a központi költségvetés és tágabb értelemben az állami szektor foglalkoztatási szintje, az önkormányzatok és a jelentősebb állami vállalatok gazdálkodása tekintetében. A kifizetés problémája, hogy nem kapcsolódott össze a kiadások hatékonyságát erősítő szerkezeti reformokkal az egészségügyet kivéve.

Végezetül a 2007-es erőteljes egyenlegjavulás harmadik problémája, hogy a bevételek növekedése is kedvezőtlen, torz szerkezetben valósult meg, mert elsősorban a beruházások és a foglalkoztatás bővülését gátló adóbevételek növekedtek.

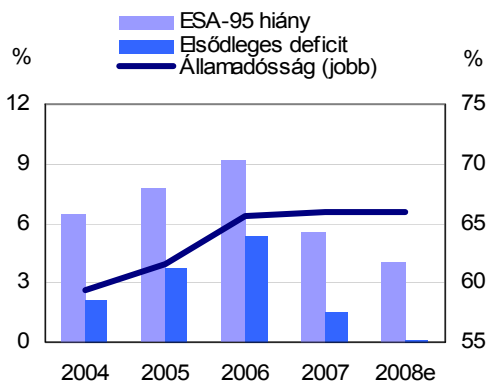
### **Kilátások 2008-ra**

2008 első negyedében az államháztartás hiánya – önkormányzatok nélkül – 508,1 milliárd forintot tett ki. A hiány kialakulásában a központi költségvetés és a társadalombiztosítási alapok hiánya mellett az elkülönített állami pénzalapok jelentős többlettel zártak. Az első negyedéves államháztartási folyamatok a tervezettnek és a prognózisoknak megfelelően alakultak. Összességében a 2008-ra tervezett 1100 milliárd Ft-os, a GDP 4%-ának megfelelő hiánycél teljesíthetőnek tűnik.

A költségvetési törvényben meghatározott makrogazdasági pálya valószínűleg alacsonyabb növekedés és magasabb infláció mellett fog megvalósulni, de ezek hatása összességében egymást

### 5-1. ábra: Államháztartási hiánymutatók

(GDP százalékában)



Forrás: KSH és saját előrejelzés

semlegesítő jellegű lesz. A magasabb infláció, a növekvő országkockázat és állampapír-piaci hozamok hatásának begyűrűzése a kamatkidadások közé 2008-ban még mérsékelt lesz, erőteljesebben majd 2009-ben fogja keretek közé szorítani a költségvetési politika mozgásterét. A népszavazás hatása az államháztartás egyenlegére elenyésző lesz, hiszen az egyenleg szempontjából nem számottevő bevételi források estek ki.

A hiánycél elérését segíti, hogy a kormányzati szektor fogyasztása 2008-ban mérséklődhet, köszönhetően elsősorban annak, hogy a GDP 1,5%-a körülire tehető egyszeri költségvetési kiadási tételek (Gripen vadászgépek beszerzése, korábban végrehajtott MÁV feltőkésítés elmaradása) kiesése nyomán csökkennek a kiadások. A kiigazítást segíti az is, hogy 2008-ban is folytatódik a kormányzati beruházások mérséklődése, bár az ütem csökkenése számottevően elmarad a korábban megfigyelt mértéktől.

A bevételek erőteljes növekedése idén is folytatódik, részben a bekövetkezett adórendszerbeli korrekciók, részben a kifizérések tartós hatása nyomán. A bevételi többlet és a bevételek növekedésének hozzájárulása a hiány mérséklődéséhez azonban érzékelhetően csökken 2008-ban az egyszeri hatások megszűnése, a magasabb bázis és a mérséklődő infláció következtében.

A kormányzat adósságállománya 2007-ben tovább nőtt és elérte a 16735 milliárd forintot. A GDP arányos értéke azonban alig nőtt, köszönhetően a nominális GDP ezt meghaladó ütemű emelkedésének: az adósságállomány így 2007 végén a GDP 66%-ának felelt meg. 2008-ban az adósságállomány a nominális GDP-vel közel azonos ütemben növekszik, amiknek eredményeképpen változatlan adósság/GDP mutatóra lehet számítani.

2008-ban az egyenleg javulása változatlan redisztribúciós és centralizációs szint mellett valósul meg, ami kedvezőtlen a növekedés szempontjából. A 2007-ben megemelkedett bevételi és kiadási szint bázisszemléletben beépül a költségvetési tervezésbe, megnehezítve az újraelosztás későbbi mérséklését, különösen mivel egyre kisebb az esélye annak, hogy érdemi szerkezeti változások következzenek be a bevételek és kiadások oldalán. A szerkezeti átrendeződés elmaradása következtében pedig a költségvetési folyamatok tavalyhoz hasonlóan idén is inkább gátolják, mint ösztönzik a gazdaság növekedését.

## 6. A külső egyensúlyi folyamatok

Miközben a külső finanszírozási igény 2007-ben a GDP 4%-ára csökkent, a finanszírozásban túlsúlyba kerültek az adóssághétközítő tételek, így a külföldi adósság állománya erőteljesen nőtt. A kereskedelmi mérleg korlátozott mértékben ugyan, de a gyengébb külső konjunktúra ellenére is tovább javulhat, így a külső finanszírozási igény idén és jövőre is a GDP 4%-a alatt marad. Az adósság ugyanakkor 2008-ban még tovább nőhet, mert a finanszírozás szerkezete csak lassan egyensúlyozódik ki. Jelenlegi számításaink szerint azonban a bruttó külföldi adósság a GDP 100%-a alatt tetőzik majd.

### Külső finanszírozási igény

2007 negyedik negyedévében a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege 765 millió euró deficitet mutatott, azaz ennyi volt a gazdaság ún. felülről számított külső finanszírozási igénye. A szezonális ingadozásoktól megtisztítva GDP-arányosan ez a hiány enyhe növekedését mutatja az előző negyedévhez képest. Bár a 2007. évi adatok még többszörös felülvizsgálaton mennek keresztül, ezen információk alapján a tavalyi évben a gazdaság felülről számított külső finanszírozási igénye 4025 millió euró volt, ami a GDP 4%-ának felel meg. Ugyanakkor, miután a tévedések és kihagyások egyenlege 2453 millió euró nettó tőkekiáramlást jelzett 2007-ben, az alulról számított külső finanszírozási igény 6478 millió eurót tett ki, azaz a GDP 6,4%-ának felelt meg.

A nemzetgazdasági szektorok közül az államháztartás nettó finanszírozási szükséglete a szezonális ingadozásoktól eltekintve 2007 negyedik negyedévében is tovább csökkent, és az év egészében a GDP 5,5%-ára mérséklődött a 2006.évi 9,3%-ról. Ezzel szemben a nem-pénzügyi vállalati szektor nettó finanszírozási szükséglete növekedett, a háztartások nettó finanszírozási képessége pedig folytatódóan csökkent 2007 végén, s az év egészében az előbbi a GDP 4%-ára emelkedett (2006-ban 2,6%), míg utóbbi a GDP 1,7%-ára (2006-ban 3,4%) csökkent. Összességében a nemzetgazdasági szektorok pénzügyi számlái alapján a külfölddel szemben 7,4%-os GDP-arányos nettó finanszírozási igény mutatkozott, ami magasabb, mint a fizetési mérleg statisztika alapján alulról számított külső finanszírozási igény. Ennek oka a kétféle statisztika eltérő megfigyelési módszertana.

Az áruforgalmi egyenleg a negyedik negyedévben 395 millió euró többletet mutatott, s korábbi vélekedésünkkel ellentétben trendje továbbra is javuló volt, mert az áruimport a vártnál gyengébb volt. A szolgáltatásforgalomban 237 millió euró aktívum keletkezett, itt azonban az egyenleg csökkenő trend mentén alakul, ami főként a növekvő idegenforgalmi kiadásoknak tulajdonítható. 2007 egészében így is 2555 millió eurót ért el az áru- és szolgáltatásforgalmat is magába foglaló kereskedelmi mérleg többlete, ami a GDP 2,5%-át is meghaladja. Az elmúlt években megfigyelhető erős javulás a gyengébb külső konjunktúra és a növekvő belföldi kereslet miatt mérsékeltebb lesz: az idei évben az áru- és szolgáltatásforgalom aktívuma 3 milliárd euróra (a GDP 2,8%-ára), 2009-ben pedig 3,3 milliárd euróra (a GDP 2,9%-ára) emelkedhet. Ez a prognózis enyhén romló külkereskedelmi cserearányt feltételez az elkövetkező időszakban.

**6-1. táblázat: A nemzetgazdasági szektorok nettó finanszírozási képessége**

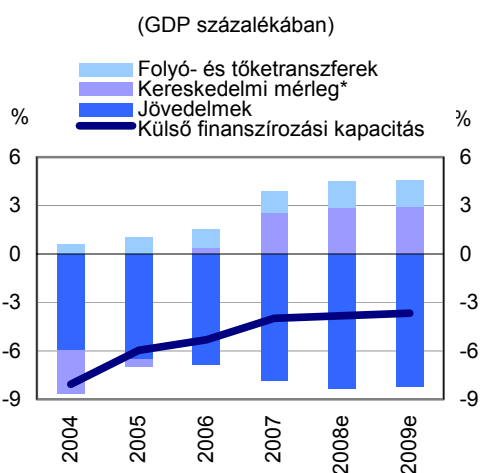
(GDP százalékában)

	2004	2005	2006	2007
Háztartások	2,4	4,2	3,4	1,7
Nem pü-i váll.	-4,9	-4,9	-2,6	-4,0
Állam	-6,9	-8,2	-9,3	-5,5
Külföld	-9,5	-8,1	-8,6	-7,4

Forrás: MNB

A jövedelmek tételben ugyanakkor mind a nem-adósság jellegű befektetések utáni kifizetések (tulajdonosi jövedelmek) mind az adósság utáni jövedelmek (kamattfizetések) körében növekszik a külföld felé való nettó átutalás mértéke (részben árfolyamváltozás, a forint euróval szembeni átlagos erősödése miatt). A tavalyi év negyedik negyedévében ez közel 2 milliárd eurót ért el, az év egészében pedig 7930 millió eurót, a GDP 7,9%-át. A jelentősen megnövekedett külföldi adósság és a külföldi közvetlen befektetéseken keletkező mind magasabb profit következtében a nem-rezidensek felé való jövedelem-átutalások 2008-ban még tovább növekednek és a GDP arányában eléri a 8,3%-ot (8800 millió euró), 2009-ben azonban ezen a szinten, GDP-arányosan, már stabilizálódhatnak (az egyenleg maga azonban 9300 millió euróra nőhet).

**6-1. ábra: A külső finanszírozási igény alakulása**



Forrás: MNB és saját előrejelzés (e)

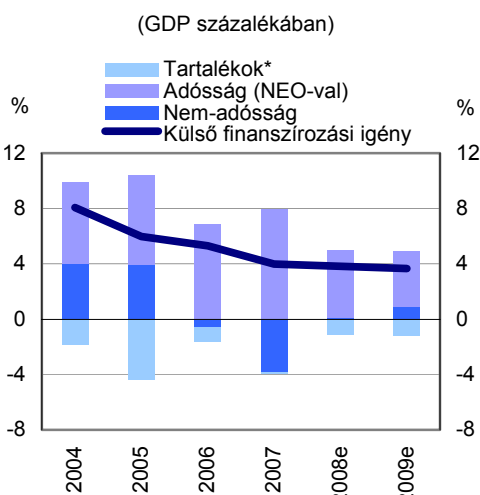
\* Áru- és szolgáltatásforgalom

A tökemérleg egyenlegének alakulását az határozza meg, hogy az EU-források növekvő mértékben ezen a csatornán kerülnek elszámolásra. A 2006. évi 675 millió euróval szemben ennek a tételnek az aktívuma 1035 millió euróra növekedett, és további javulás várható 2008-ban is és 2009-ben is. A folyó transzferék körében viszont inkább a megelőző két évben években tapasztalt alacsonyabb aktívumok megismétlődés várható, de a transzferék együttesen így is javuló GDP-arányos aktívumot mutatnak az előrejelzési időszakban (1,6 illetve 1,7%).

Összességében az enyhén javuló kereskedelmi és transzfermérleg valamint a némileg romló jövedelem-egyenleg együttes eredményeként 2008-ra a gazdaság külső finanszírozási igénye a GDP arányában 3,8%-ra sülyedhet a 2007.évi 4%-ról (ezen belül azonban a folyó fizetési mérleg deficitje 5%-ról 5,2%-ra romlik számításaink szerint). 2009-ben a kereskedelmi mérleg ugyan már alig javul, de az élénkülő GDP, és a GDP-arányosan már nem romló jövedelem-egyenleg következtében a külső finanszírozási igény kissé még tovább javulhat a GDP 3,7%-ára.

### A finanszírozás szerkezete és a külföldi adósság

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



Forrás: MNB és saját előrejelzés (e)

\* Negatív érték az állomány növekedését jelenti

2007 utolsó negyedévében 700 millió euró külföldi közvetlen befektetés valósult meg Magyarországon új tulajdonosi részesedés vásárlásának formájában, míg a már korábban meglévő befektetők 1764 millió eurót fektettek be újra megtermelt jövedelmükből. Ugyanakkor a külföldi székhelyű vállalatok magyarországi leányvállalataikkal való nettó tulajdonosi hitelforgalmában 704 millió euró kiáramlás mutatkozott. Összességében 4049 millió külföldi közvetlen tőke áramlott be a gazdaságba 2007 folyamán, ami a GDP 4%-ának felel meg. Ha azt is figyelembe vesszük, hogy ez egy jelentős negatív egyedi tételt (1,9 milliárd eurót kitevő második negyedévi visszavásárlást) is tartalmaz, akkor lényegében a Magyarországon megvalósult külföldi közvetlen befektetések hasonló intenzitásúak maradtak, mint 2006-ban, nagyjából a GDP 6%-a körül.

A rezidensek közvetlen befektetései külföldön nagyjából ugyancsak a tavalyi GDP-arányos szintet hozták 2007-ben. Új részesedésvásárlás formájában 1,8 milliárd euró került befektetésre (ebből 641 millió euró a negyedik negyedévében). Szemben a korábbi évekkal, amikor a magyarországi vállalkozások jelentősebb volumenű külföldi közvetlen befektetései a környező országokba (Románia, Szlovákia, Ukrajna valamint Oroszország) irányultak,

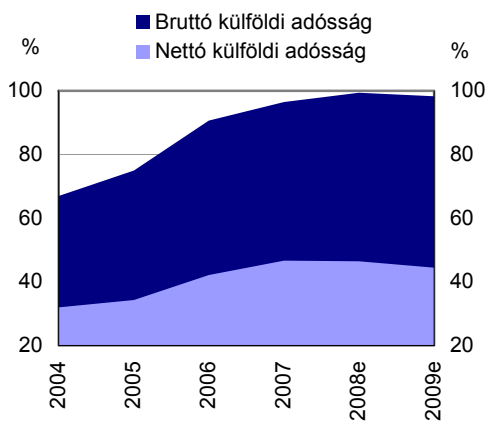
2007-ben az Egyesült Királyság és Olaszország fogadta a legtöbb magyar működőtőkét. Újrabefektetésre 870 millió euró került (ebből 300 millió a negyedik negyedévben), míg a magyar székhelyű vállalkozások nettó 334 millió euró tulajdonosi hitelt nyújtottak külföldi leányvállalataiknak (ebből a negyedik negyedévben 185 millió eurót). Így együttesen 3 milliárd euró közvetlen tőkebefektetést hajtottak végre a rezidens vállalkozások külföldön, ami a GDP 3%-át éri el.

A portfólió befektetések között a részvényekkel kapcsolatos tranzakciókban egyrészt folytatódott a magyar befektetők külföldi részvényvásárlásainak növekedése: a negyedik negyedévi nettó 356 millió eurónyi befektetéssel 2007 folyamán összesen 1714 millió euró értékű külföldi részvényt vásároltak a rezidensek. Ugyanakkor folytatódott a külföldi befektetők magyar részvényektől való „szabadulása”, aminek legnagyobb részét a MOL saját részvény vásárlásai tették ki. A korábbi évek jórészt nettó beáramlást mutattak a magyar részvényekkel kapcsolatos portfólió jellegű tranzakciók keretén belül, 2007-ben azonban összességében 3638 millió euró kiáramlás volt tapasztalható.

A részvény és tulajdonosi részesedés jellegű tranzakciók együttes egyenlege végülis 3852 millió euró kiáramlást mutatott 2007-ben, vagyis az adósságot nem generáló tőkeáramlások valójában addicionális finanszírozási igényt jelentettek a tavalyi évben. Ennek megfelelően a nem részvény portfólió befektetések (kötvények, pénzügyi eszközök) és az egyéb befektetések tételekben nettó 10,5 milliárd euró beáramlás történt 2007-ben. Ez természetesen a külfölddel szemben fennálló adósság jelentős növekedését eredményezte.

**6-3. ábra: A külső adósság alakulása**

(GDP százalékában)



Forrás: MNB és saját előrejelzés (e)

A 2006. év végi 81,5 milliárd eurós bruttó külföldi adósságállomány 2007 végére 97,5 milliárd euróra, a GDP 96,5%-ára hízott (ez az állomány tartalmazza a közvetlen tőkebefektetéseken belüli egyéb tőke 18,3 milliárd eurós, de nem tartalmazza a pénzügyi derivátívátartozások 2,2 milliárd eurós állományát). Ez még akkor is jelentős növekedés, ha jelentős hányada az árfolyamváltozásoknak tulajdonítható állományi átértékelődés. A nettó külföldi adósság állománya 37,8 milliárd euróról 47 milliárd euróra (utóbbi a GDP 46,6%-a) emelkedett 2007 folyamán. A devizatartalékok nagysága változatlan maradt 16,4 milliárd eurós szinten.

2008-ban és 2009-ben vélhetően kiegyensúlyozottabb lesz a finanszírozás szerkezete, de jelentős nem-adóssággeneráló nettó tőkebeáramlásra nem számítunk, azaz továbbra is az adósságjellegű befektetések dominálják a pénzügyi mérleget. GDP-arányosan 2008 végén valamivel 100% alatt tetőzhet a bruttó külföldi adósság, 2009-re pedig már a GDP 96%-a közelébe csökkenhet vissza. A nettó külföldi adósság a 2008. évi 46,6%-ról pedig 44,4%-ra mérséklődhet a GDP arányában 2009 végére.