

2009. december 14.

### **Globális kilátások - törékeny növekedés várható a fejlett országokban**

A legfontosabb konjunktúra indikátorok az év első felében elérték mélypontjukat, azóta határozott fordulat következett be. Az Európai Unióban technikai értelemben véve véget ért a recesszió, és az USA is meggyőző növekedést mutatott fel a harmadik negyedévben. Azonban a szükségessé váló fiskális kiigazítás miatt a jövőben csak lassú – a válság előtti évek növekedésétől érdemben elmaradó – bővülésre számítunk.

### **Túl a nehezén – a hazai gazdaság túljutott a legnehezebb időszakon**

A magyar gazdaság visszaesése lassult a második negyedévben, és a harmadik negyedévről rendelkezésre álló előzetes GDP adatok alapján a negyedév/negyedév alapú visszaesési dinamika tovább, 1,8%-ra mérséklődött. A mély recesszió miatt erőteljes munkaerő-piaci alkalmazkodást figyelhettünk meg: a vállalatok a jelentős létszámcsökkentés mellett a munkaidő rövidítésével és visszafogott bérezéssel – többek között a prémium kifizetések visszafogásával – reagáltak. A visszaeső kereslet jótékony hatással volt az inflációs folyamatokra, mivel az indirekt adóemelésekből a kereskedők kevesebbet háritottak át a fogyasztókra, mint amit a korábbi ÁFA-emelések tapasztalatai alapján várni lehetett volna.

### **Javuló növekedési és inflációs kilátások**

A javuló külső körülményekkel összhangban javuló gazdasági teljesítményre számítunk az elkövetkezendő évben. Ugyanakkor kedvezőtlen, hogy növekedésünk újraindulásával egyértelműen a külső konjunktúrára leszünk utalva, a belső keresleti komponensek továbbra sem tudnak majd pozitívan hozzájárulni a felíveléshez. A gyenge belső kereslet ugyanakkor kordában tartja majd az árnövekedés mértékét, ezért arra számítunk, hogy az elmúlt hónapok pozitív inflációs folyamatai hosszabb távon is fennmaradnak majd.

### **Államháztartás: A fiskális politika mozgásterét továbbra is szűk marad**

A szigorú költségvetési politika mérsékli a magas államadósság miatt meglévő kockázatokat. Előrejelzési időhorizontunkon 4% körüli deficitekkel számolunk (2009: 4,1%, 2010: 4,4%). Az idei 3,9%-os deficitcél teljesüléséhez a korábbi évekre nem jellemző szigorú intézményi kiadás-visszafogásra lenne szükség és a társasági adó befizetéseket is kiemelt kockázat övezi. 2010-ben a kormányzati hiánycél 3,8%, azonban jövőre mind a helyi önkormányzatok hiánya, mind a költségvetési szervek kiadásai nagyobbak lehetnek a büdzsében tervezettnél és a közösségi közlekedést érintő megtakarítások sem feltétlenül válnak effektívvé.

### **Külső egyensúly: Jelentősen csökken az ország pénzügyi sebezhetősége**

2009. egészében a nemzetgazdaság nettó finanszírozási igénye jelentősen - akár nullára – csökkenhet. Az államháztartás hiányát a háztartások megtakarítása mind 2009-ben, mind jövőre finanszírozni tudja. A vállalati szektor nettó finanszírozási igénye a historikus tapasztalatok jövőre már növekedhet, így az idei 1,5%-os fizetési mérleg hiány jövőre a GDP 3,1%-ára emelkedhet.

### **Monetáris politika: a kamatsökkentési ciklus folytatódik**

A külső körülmények javulása valamint a pozitív inflációs folyamatok lehetővé tették egy agresszív kamatsökkentési politikát, így az elmúlt hónapok során 300 bázisponttal csökkenthetett az alapkamat. Megítélésünk szerint a jegybank inflációs célja lazább monetáris kondíciókkal is elérhető, ami még nem veszélyezteti a pénzügyi stabilitási célokat sem. Ezért a lazítási ciklus folytatására számítunk, 2009 végére 6%-ra csökkenhet az alapkamat, amit 2010-ben további 50, kedvező esetben pedig 100 bázispontos csökkentés követhet.

**A fontosabb makrogazdasági mutatók prognózisa**

(változás év/év, ha másként nem jelezzük)

Főbb makrogazdasági mutatószámok	Tény					Előrejelzés	
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nominális GDP (folyó áron, mrd Ft)	20 696	21 993	23 775	25 479	26 621	<b>25 484</b>	<b>26 033</b>
Bruttó hazai termék (volumen)	4.7%	3.9%	4.0%	1.2%	0.6%	<b>-6.7%</b>	<b>-0.3%</b>
Lakossági fogyasztás (volumen)	2.8%	3.5%	1.9%	-1.4%	0.1%	<b>-6.3%</b>	<b>-2.5%</b>
Háztartások fogyasztási kiadásai (volumen)	2.5%	3.4%	1.9%	0.5%	-0.5%	<b>-7.3%</b>	<b>-2.9%</b>
Közösségi fogyasztás (volumen)	-0.1%	-0.1%	4.9%	-4.5%	-1.9%	<b>1.5%</b>	<b>1.9%</b>
Állóeszköz felhalmozás (volumen)	7.9%	5.8%	-3.7%	1.8%	-2.6%	<b>-6.0%</b>	<b>-4.3%</b>
Export (volumen)	15.0%	11.3%	18.6%	16.4%	4.8%	<b>-13.0%</b>	<b>2.2%</b>
Import (volumen)	13.7%	7.0%	14.8%	13.4%	4.7%	<b>-19.3%</b>	<b>1.5%</b>
Kormányzati szektor egyenlege (mrd Ft)	-1 320	-1 721	-2 201	-1 258	-1 009	<b>-1 035</b>	<b>-1 147</b>
GDP arányában	-6.4%	-7.8%	-9.3%	-4.9%	-3.8%	<b>-4.1%</b>	<b>-4.4%</b>
Folyó fizetési mérleg egyenlege (mrd euró)*	-6.9	-6.0	-5.4	-6.1	-8.9	<b>-1.4</b>	<b>-3.0</b>
GDP arányában	-8.4%	-6.8%	-6.0%	-6.4%	-8.4%	<b>-1.5%</b>	<b>-3.1%</b>
Bruttó nominális keresetek**	7.5%	7.0%	7.1%	6.6%	7.0%	<b>1.2%</b>	<b>2.1%</b>
Bruttó reálkeresetek	0.7%	3.3%	3.1%	-1.2%	0.9%	<b>-2.9%</b>	<b>-1.9%</b>
Rendelkezésre álló jövedelem***	10.9%	8.7%	3.1%	2.9%	5.7%	<b>-1.2%</b>	<b>0.4%</b>
Reál rendelkezésre álló jövedelem	3.9%	4.9%	-0.8%	-4.7%	-0.3%	<b>-5.2%</b>	<b>-3.5%</b>
Foglalkoztatottság	-0.6%	0.1%	0.7%	-0.2%	-1.1%	<b>-2.6%</b>	<b>-1.0%</b>
Munkanélküliségi ráta (éves átlag)	6.1%	7.2%	7.5%	7.4%	7.8%	<b>10.1%</b>	<b>11.0%</b>
Infláció (éves átlag)	6.7%	3.6%	3.9%	8.0%	6.0%	<b>4.2%</b>	<b>4.0%</b>
Infláció (dec/dec)	5.5%	3.3%	6.5%	7.4%	3.5%	<b>5.7%</b>	<b>2.7%</b>
Jegybanki alapkamat (év vége)	9.50%	6.00%	8.00%	7.50%	10.00%	<b>6.0%</b>	<b>5.5%</b>
1 éves dkj-kamatláb (átlag)	10.7%	6.8%	7.3%	7.4%	9.0%	<b>8.6%</b>	<b>6.1%</b>
Reálkamat (átlag, ex post)	3.7%	3.1%	3.3%	-0.5%	2.8%	<b>4.2%</b>	<b>2.0%</b>
EUR/HUF árfolyam (átlag)	251.4	248.0	264.2	251.3	251.5	<b>281.0</b>	<b>272.5</b>
EUR/HUF árfolyam (év vége)	245.2	252.7	252.3	253.4	264.8	<b>275.0</b>	<b>270.0</b>

Forrás: KSH, MNB, OTP Bank

\*: A folyó fizetési mérleg hivatalos hiánya (tévedések és kihagyások nélkül)

\*\*: A bérek számításánál a versenyszféra esetében a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt, míg a költségvetési bérek esetében az eredmény szemléletű bér adatok használtak

\*\*\*: A Pénzügyi Számlák alapján alulról számított rendelkezésre álló jövedelem

**A fontosabb makrogazdasági mutatók prognózisainak változása legutóbbi Makro Monitorunkhoz képest**

	Prognózis 2009-re		Prognózis 2010-re	
	Előző	Új	Előző	Új
	(2009 június)	<b>(2009. dec.)</b>	(2009. június)	<b>(2009. dec.)</b>
GDP (volumen)	-6,8%	<b>-6,7%</b>	-0,7%	<b>-0,3%</b>
Háztartások fogyasztási kiadása (volumen)	-7,4%	<b>-7,3%</b>	-2,0%	<b>-2,9%</b>
Közösségi fogyasztás (volumen)	0,6%	<b>1,5%</b>	0,6%	<b>1,9%</b>
Állóeszköz-felhalmozás (volumen)	-10,0%	<b>-6,0%</b>	0,0%	<b>-4,3%</b>
Export (volumen)	-15,6%	<b>-13,0%</b>	3,4%	<b>2,2%</b>
Import (volumen)	-15,4%	<b>-19,3%</b>	3,1%	<b>1,5%</b>
Folyó fizetési mérleg (a GDP %-ában)*	-1,5%	<b>-1,5%</b>	-3,1%	<b>-3,1%</b>
Államháztartás egyenlege (a GDP %-ában)	-4,1%	<b>-4,1%</b>	-4,3%	<b>-4,4%</b>
Infláció (átlag)	5,2%	<b>4,2%</b>	6,1%	<b>4,0%</b>
Jegybanki alapkamat (év vége)	9,5%	<b>6,0%</b>	7,5%	<b>5,5%</b>
1 éves dkj-kamatláb (átlag)	9,9%	<b>8,6%</b>	8,7%	<b>6,1%</b>
EUR/HUF árfolyam (átlag)	287,8	<b>281,0</b>	278,1	<b>272,5</b>
EUR/HUF árfolyam (év vége)	285,0	<b>275,0</b>	275,0	<b>270,0</b>

Forrás: KSH, MNB, OTP Bank Elemzési Központ

\* A folyó fizetési mérleg hivatalos hiánya (tévedések és kihagyások nélkül)

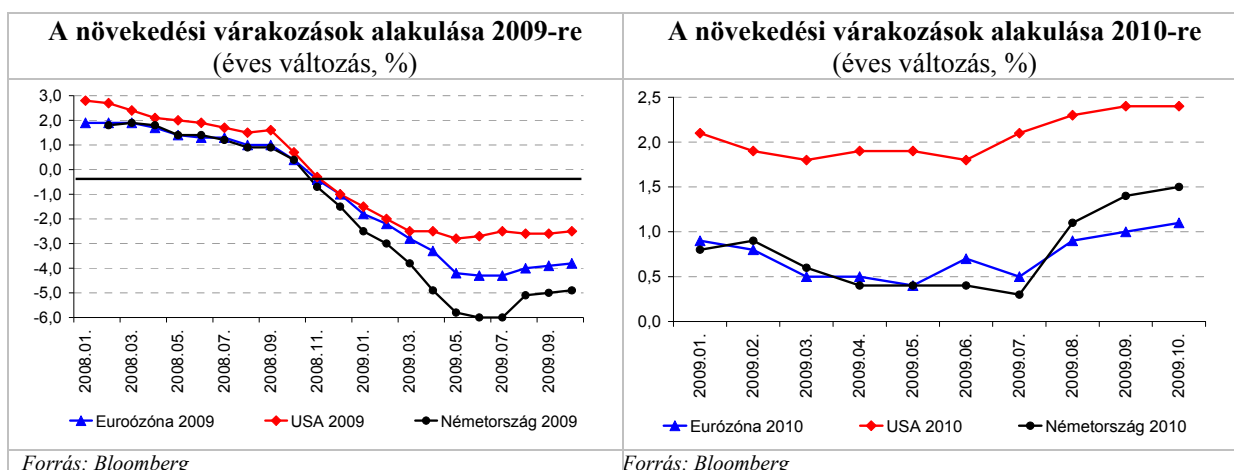
## TÖRÉKENY NÖVEKEDÉS VÁRHATÓ A FEJLETT ORSZÁGOKBAN

(Eppich Győző – Szaniszló Bálint)

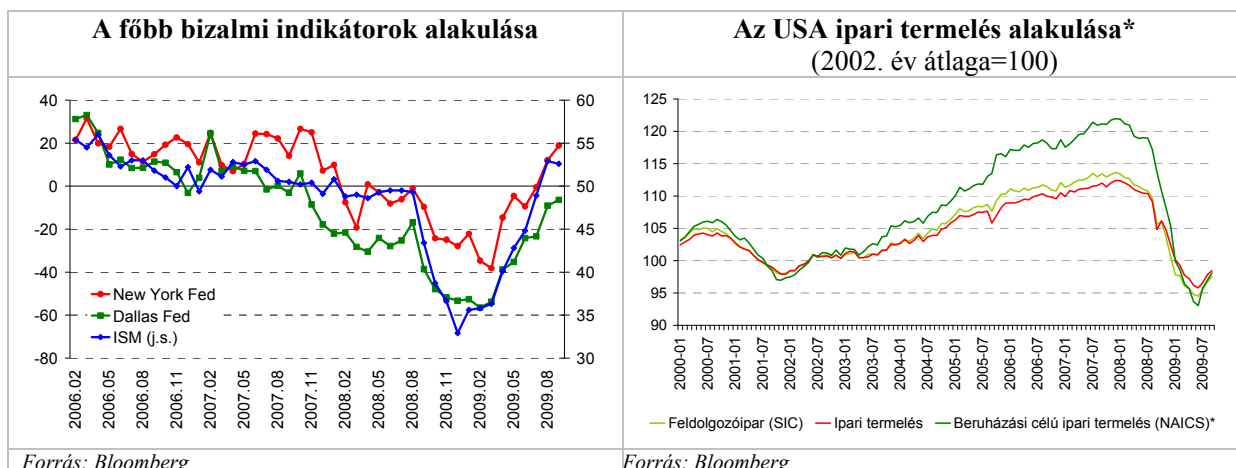
Júniusi Makro Monitorunk írásakor még úgy gondoltuk, a mélypontot 2009 harmadik-negyedik negyedében éri el majd a világgazdaság – azóta azonban jelentősen javult a helyzet. A legfrissebb (előzetes) harmadik negyedéves GDP adat alapján az USA-ban már növekedést láthattunk negyedév/negyedév alapon, és Európában is hasonló tendenciák uralkodnak. Emiatt a fejlett országok esetében a piac, az Európai Bizottság és az IMF is növekedést vár. Az előrejelzések szórása azonban nem elhanyagolható, a hivatalos szervek optimizmusa mérsékeltebb.

A kockázatok azonban lefelé, a vártnál alacsonyabb növekedés irányába mutatnak. Az USA, az Egyesült Királyság, Japán, és néhány GMU tagállam esetében a költségvetési politika – az automatikus stabilizátor funkciókon túlmutató egyéb intézkedések miatt – hosszú távon egyértelműen fenntarthatatlanná vált az adósság várható nagymértékű emelkedése miatt. Németország és a GMU legtöbb országa esetében azonban ez a probléma nem, vagy sokkal kevésbé releváns. Az érintett országok esetében azonban kérdéses, hogy a válságkezelő intézkedések hatásának kifutása, illetve a középtávon elkerülhetetlen fiskális kiigazítási kényszer elodázható-e addig, amikor már a magánszektor egyedül is képes biztosítani a gazdasági növekedést.

A harmadik negyedévről beérkező konjunktúra indikátorok jellemzően kedvezőbben alakultak az elemzői várakozásoknál, aminek következtében fokozatosan javultak a 2010. évre vonatkozó növekedési várakozások a világban. A javuló várakozásokat a harmadik negyedéves előzetes GDP adatok is alátámasztották; az adatok alapján az eurózónában technikai értelemben véve véget ért a recesszió (egymást követő két negyedévben emelkedett a gazdasági aktivitás).



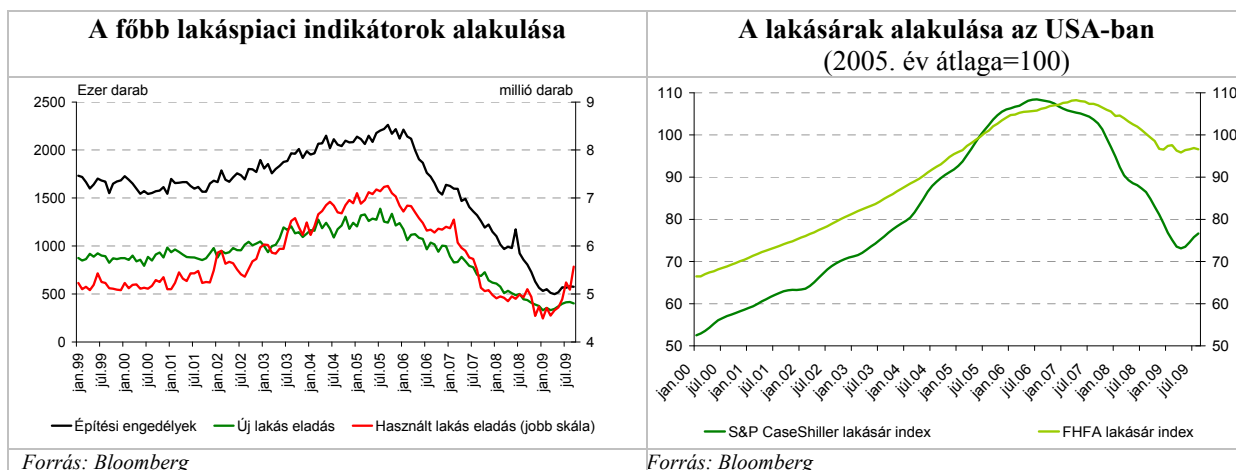
Miután a főbb bizalmi indikátorok az év első harmadában emelkedésnek indultak, a gazdasági aktivitás élénkülése immár a statisztikai adatokban is megjelent: az USA-ban a legfontosabb konjunktúra indikátorok túljutottak alsó fordulópontjukon.



\*: beleértve a tartós fogyasztási cikkeket is

A lakáspiaci indikátorok júniustól határozottan fordulópontra mutatnak. A főbb ingatlanpiaci mutatók csökkenése megállt és több mutató esetében mérsékelte, néhol pedig határozott növekedés indult meg. Érdemben nőtt a használt lakás értékesítés – amiben a lakásvásárlási támogatásoknak jelentős szerepe volt – a kiadott lakásépítési engedélyek és az új építkezések pedig enyhén emelkedtek a második negyedéves mélypontról. A lakásárak esetében a 20 legnagyobb város ingatlanpiaci adatait összegző S&P CaseShiller index ismét az árak növekedését mutatja. Az átfogóbb FHFA lakásár index egyelőre stagnálást, enyhe csökkenést mutat, de ez az index a 2007. évi fordulópontra is csak jelentős késéssel jelezte a CaseShiller indexhez képest.

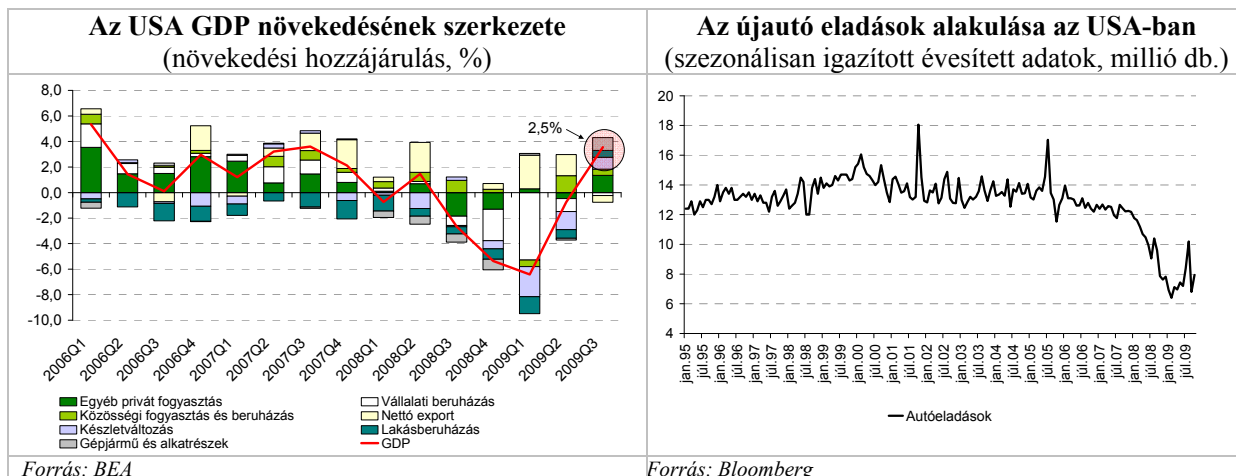
Az ingatlanpiaci folyamatok azonban törekenyek, a jelenlegi stabilizációt ugyanis nagyban támogatta, hogy az USA kormányzat beindította a „home buyer tax credit” nevű programját, aminek keretében a lakásvásárlásokat adókedvezményekkel próbálják serkenteni<sup>1</sup>. Emellett a hitelezési válságokot követő recesszió egyik fontos jellemzője, hogy az építési beruházások, és ezen belül a lakásberuházások is tartósan elmaradnak a válság előtti szinthez képest. Noha az új építkezések és a használtlakás-vásárlás száma mélyen az egyensúlyi érték alatt vannak, így középtávon emelkedniük kell, kérdéses, hogy a program kifizetése után rövid távon folytatódhat-e az ingatlanpiaci folyamatokban tapasztalt javuló trend.



A harmadik negyedéves GDP 3,5%-kal növekedett az USA-ban. Ehhez a lakáspiaci kedvezmények bevezetését követően a lakásberuházások mintegy 0,5 százalékponttal járultak hozzá, azonban bizonytalan, hogy a lakossági beruházás a jövőben – a program egyszeri hatásának kifizetésével – továbbra is képes lesz-e pozitívan

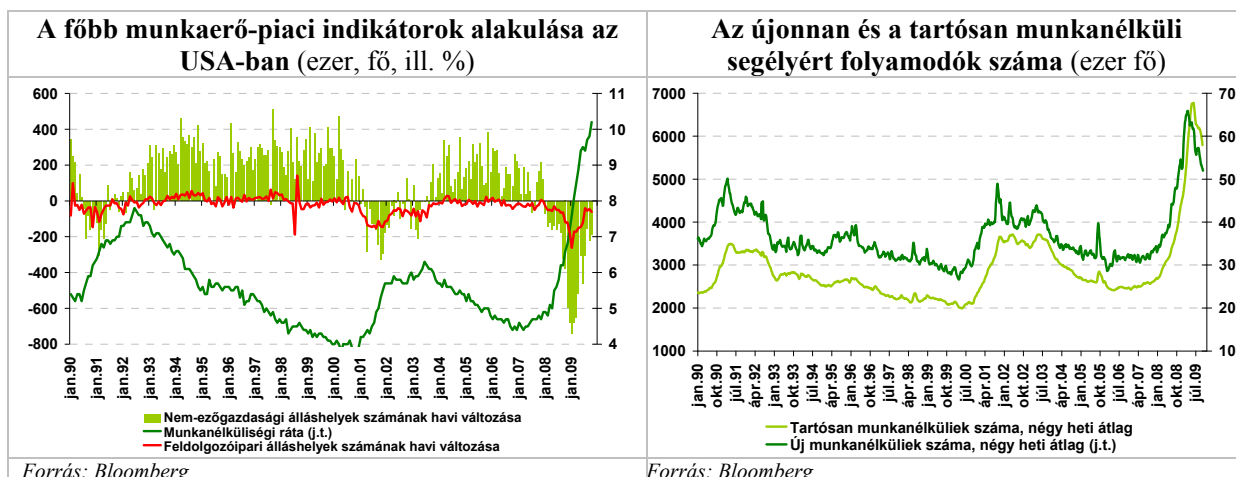
<sup>1</sup> A program a 2009. január 1-je és 2009. december 1-je között megkötött, első lakás vásárláshoz kapcsolódó adásvételek esetében, 75000 dolláros jövedelem korlátig biztosított maximum 8000 dolláros adóhitelt. A programot nemrég kiterjesztették egészen 2010. április 1-ig.

hozzájárulni a növekedéshez. A várakozásokat meghaladó harmadik negyedéves amerikai GDP esetében azonban felfedezhetünk további egyszerű tételeket: a növekedéshez közel 1,7 százalékponttal járult hozzá a gépjármű értékesítések felfutása (a gépjárművek és alkatrészek értékesítése együtt 1,1%-ot magyaráz), ami a nyár folyamán bevezetett „Cash for Clunkers” programnak köszönhető. A program július 1-jén indult és a kongresszusi források felhasználásáig tartott. A keretösszeg 3 milliárd dollár volt. A program keretében az autót vásárlók egyösszegű transzfert kaptak, új, üzemanyag takarékos autók vásárlásához. A program kifizetése után azonban arra számítottunk, hogy ezen tételnek a GDP növekedéséhez való hozzájárulása csökken, kedvezőtlen esetben pedig akár a negatív tartományba is fordulhat.



Az elmúlt negyedévek jelentős készletcsökkenése után a készletfeltöltés 0,9 százalékponttal növekedési hozzájárulást biztosított. Ez véleményünk szerint szintén egyszerű tétel lehet, vagy legalábbis a következő negyedévekben ezen tétel növekedési hozzájárulása jelentősen csökkenhet. Így a 3,5 százalékos növekedésből az újonnan bevezetett kormányzati keresletélénkítő lépések, valamint a jelentős készletfeltöltés, összesen 3 százalékot magyaráz. Ezért azt gondoljuk, hogy az USA jelenlegi gyors növekedési üteme hosszabb távon nem fenntartható, így a következő negyedévekben mérsékelt ütemű felívelésre kell számítani.

A kilábalás szempontjából meghatározó munkaerő-piaci folyamatok esetében az USA-val foglalkozó elemzők 2010-ben még a munkanélküliség további emelkedését várják, és csak ezt követően számítanak javulásra, ami összecseng a korábbi válságok tapasztalataival. Ami viszont egyértelműen fordulópontra jelez, hogy az újonnan munkanélkülivé váltak (new jobless claims) és a közülük 4 hétig munkát nem találók száma (Continuing claims) június óta folyamatosan csökken. Márpedig az utóbbi mutató az elmúlt 50 évben (amióta gyűjtik az adatokat) mindig megbízhatóan jelezte előre a recesszió végét.



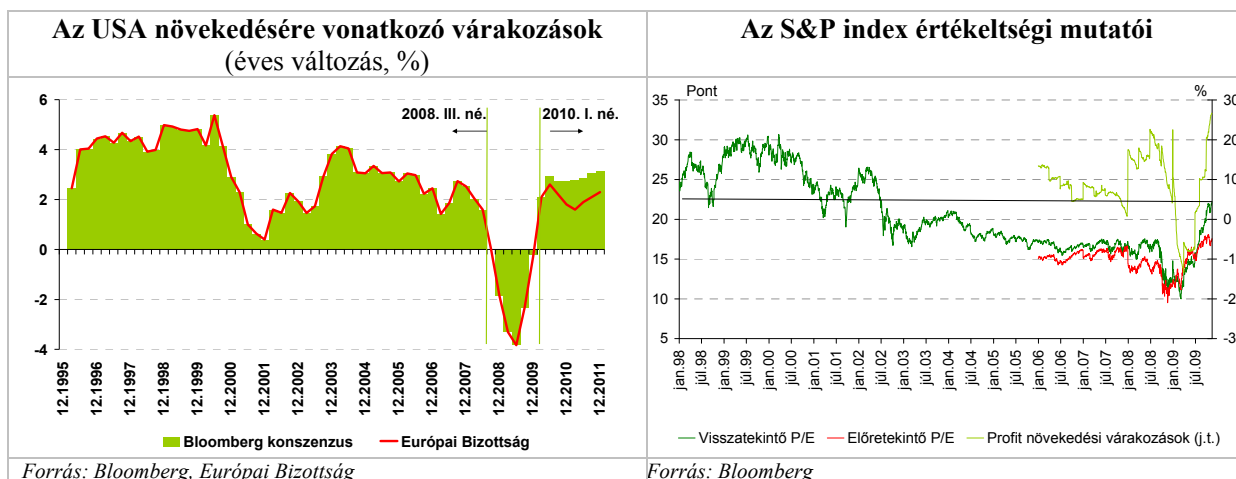
Az USA növekedését az elkövetkezendő negyedévekben a kormányzati élénkítő csomag keretében beinduló beruházások tarthatják meg. Az elfogadott 787 milliárd dolláros keresletélénkítő csomag elköltését a következő lebontásban tervezték: 2009-ben mintegy 35, 2010-ben körülbelül 45, valamint 2011-ben további 15 százalék (a maradék 5-10 százalékot pedig később). Ez azt is jelenti, hogy a továbbiakban már nem számolhatunk az állami keresletélénkítés jelentős addicionális növekedést gyorsító hatásával. Az USA kormányzat által készített hatástanulmányok szerint 2009 második negyedévében az évesített negyedév/negyedév növekedéshez az állami ösztönzés mintegy 2, a harmadik negyedéves mutatóhoz pedig 3 százalékponttal járulhat hozzá (ez még nem számolt a nyáron bevezetett roncsautó prémium programmal).

A program első fázisaiban az USA kormányzat adókedvezményekkel vagy egyösszegű transzferekkel próbálja meg a jelentős mértékben hitelből vásárolt beruházás jellegű termékek iránti keresletet stabilizálni, így kiváltva a jelenleg nem működő banki hitelezési csatornákat. Jelenleg nem mutatkozik jel arra, – a második negyedéves pénzügyi számlák adatai szerint – hogy az Egyesült Államok bankrendszere újraindítaná a hitelezést.

Az USA növekedésével kapcsolatos további kockázat, hogy amennyiben a tőzsdei folyamatok kedvezőtlenbé válnak, akkor a jelentős vagyonhatáson keresztül ez visszavetheti a lakossági fogyasztást. Az utóbbi negyedévben jelentős növekedési hozzájárulást biztosító készletciklus tartóssága is bizonytalan. Ezért az USA növekedésére vonatkozó piaci konszenzust túlságosan optimistának ítéljük meg, és arra számítunk, – az Európai Bizottság legfrissebb előrejelzésével összhangban – hogy a jövő évben, a második-harmadik negyedévtől, az USA negyedév/negyedév alapú növekedési dinamikája erőteljesen moderálódhat<sup>2</sup>.

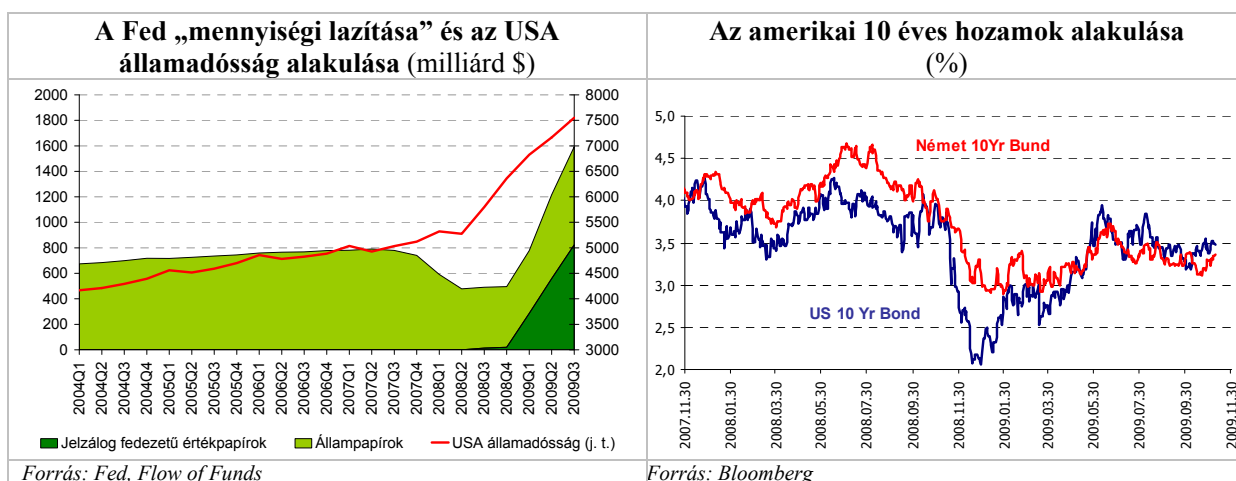
<sup>2</sup> A Bloomberg konszenzus, az IMF és az Európai Bizottság előrejelzése a 2010-es, illetve 2011-es átlagos USA növekedésre: 2,6%, 1,5%, 2,2% (2010), illetve 3%, 2,8%, 2,0% (2011).





Szintén bizonytalan az, hogy hogyan fog alakulni a fiskális „kilépési” stratégia, amiről egyelőre semmit sem lehet tudni. Ebből kifolyólag a nemzetközi szervezetek USA hiányra adott prognózisai is széles sávban mozognak: az IMF 2011-ben 7,5% körüli, míg az Európai Bizottság 10%-ot meghaladó hiánnyal számol. A fiskális kiigazító intézkedések kitolása erőteljesen veszélyezteti a hosszabb távú növekedési kilátásokat, hiszen a felépülő jelentős mértékű állományok fenntartható pályára való visszaterelése jelentős kibocsátási veszteséget okozhat.

Továbbá a fiskális kilépési stratégiák kitolása esetében kérdéses, hogy a piac milyen áron hajlandó finanszírozni az USA egyre növekvő államadosságát. A legfrissebb adatok szerint az USA államadossága 2009. október végén elérte a 7489 milliárd dollárt<sup>3</sup>, ami jelentős emelkedést jelent a 2008. év végi 6361 milliárdos értékhez képest. Az időszak alatt a Fed 300 milliárd dollárral növelte állampapír állományát, amely a több mint 1100 milliárdos nettó új állampapír kibocsátás 25 százalékának felel meg. Ezen kívül az amerikai jegybank a „quantitative easing” keretében bejelentett további 1250 milliárd dollár értékű jelzálog fedezetű értékpapír vásárlást, amiből a harmadik negyedév végéig mintegy 820 milliárd valósult meg. Ez a program 2010 első negyedévében fog kifutni. A jelentős mennyiségi lazítás ellenére az amerikai hosszú állampapírok hozamai jelentősen emelkedtek a múlt év vége óta. A mennyiségi lazításból való kilépés, illetve az ezután szükségessé váló állampapír értékesítés a jövőben a hosszú hozamok emelkedésével járhat, ami jelentősen növelné a válság utáni fiskális kiigazítás szükséges méretét.



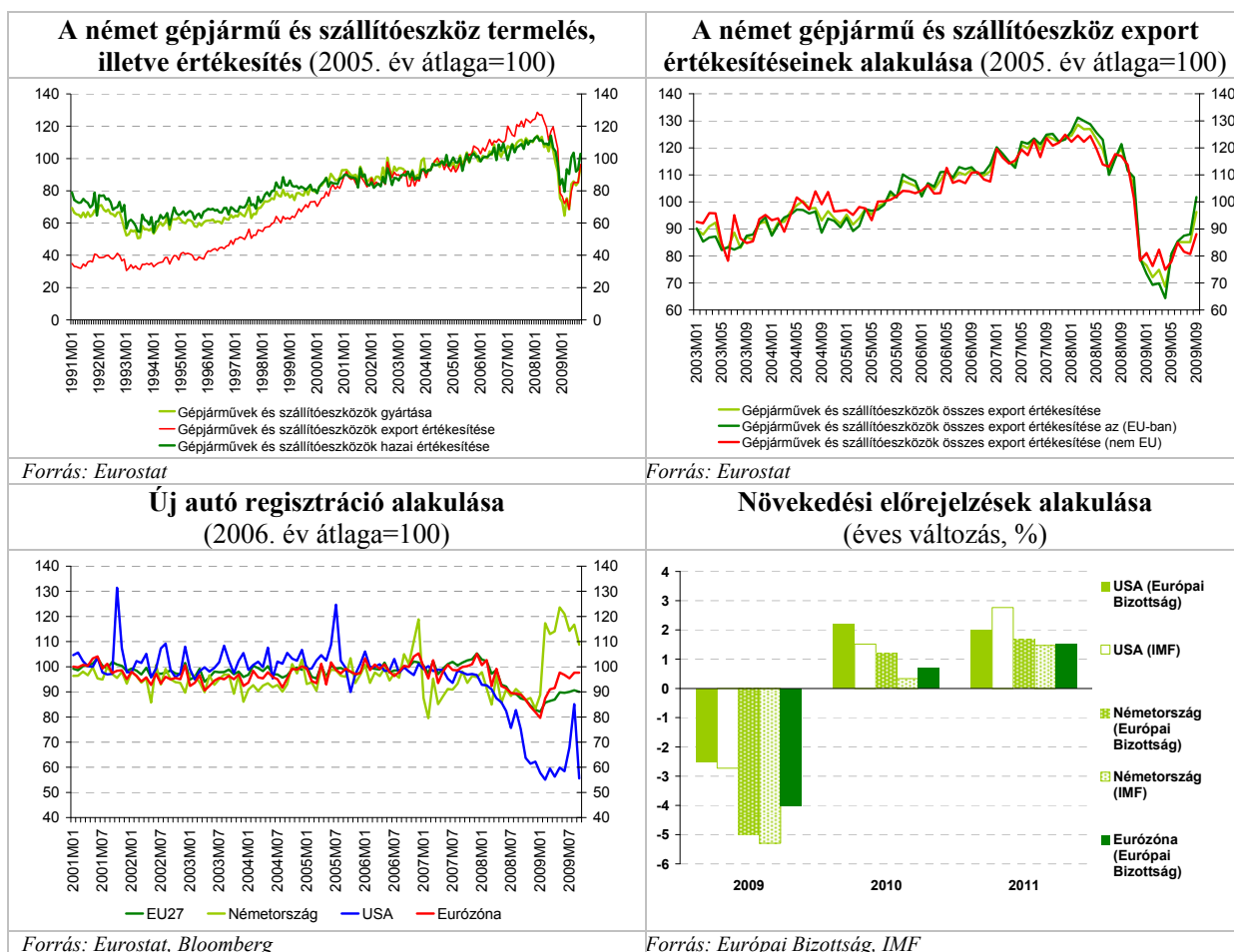
<sup>3</sup> Az adat nem tartalmazza a piaci forgalomba nem kerülő kormányzaton belüli konszolidált állományt.



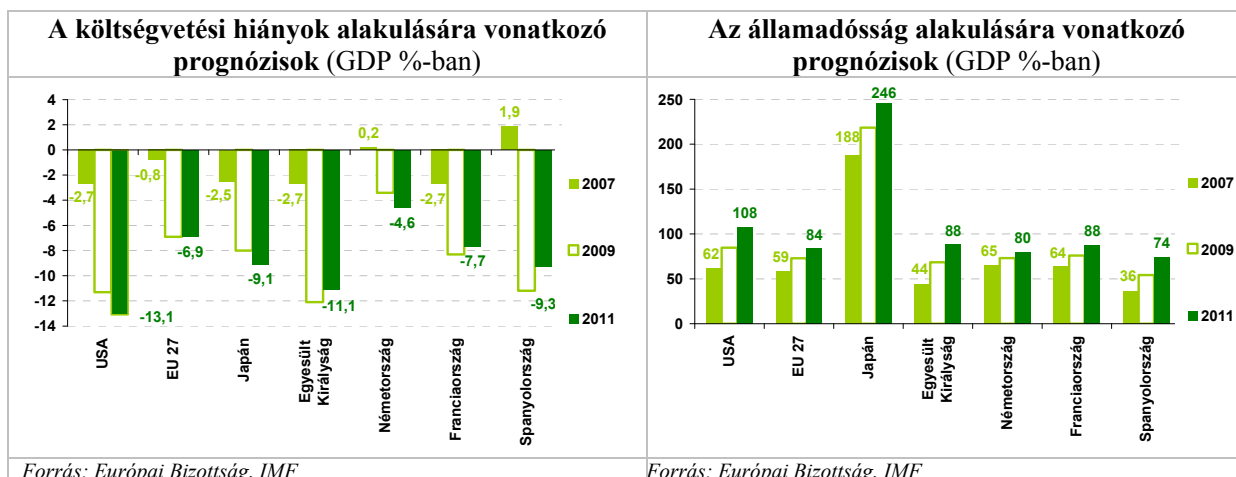
## Technikai értelemben véget ért a recesszió az EU-ban

A harmadik negyedéves GDP gyorsbecslések alapján az eurózóna 0,4 százalékkal, míg az EU27-ek 0,2 százalékkal nőhettek a tárgyidőszakban a második negyedévhez viszonyítva. Ezzel két egymást követő negyedévben is pozitív volt a negyedév/negyedév alapon mért növekedés, ami azt jelenti, hogy technikai értelemben véget ért a recesszió az öreg kontinensen. Az EU legnagyobb gazdaságának számító Németország a második negyedéves 0,4 százalék után 0,7 százalékkal (évesítve 1,8, illetve 2,9 százalék) bővült negyedéves alapon.

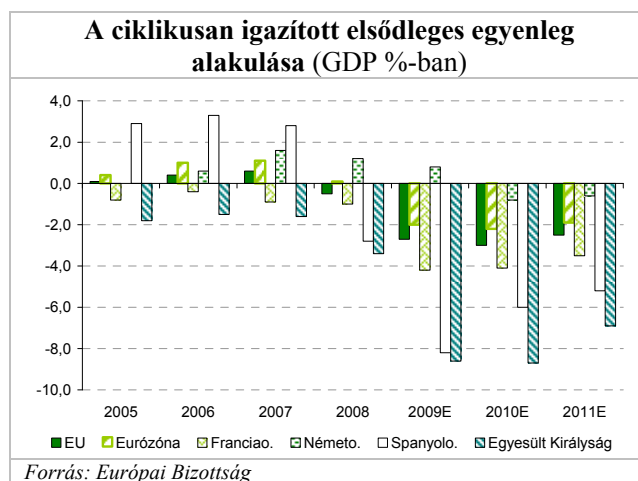
Az USA-hoz hasonlóan azonban itt is jelentősek a kockázatok. A német ipari termelés alakulásából jól látszik, hogy a gépjárművek és szállítóeszközök gyártása jelentős növekedést mutatott fel március óta, ami az állami autvásárlást ösztönző programok bevezetésének volt köszönhető.



Az előrejelzések szerint az Unió gazdasági növekedése a következő két évben ugyan elmarad majd az USA növekedésétől, azonban a hosszabb távú növekedési kilátásait – az érdeemben kisebb kiigazítási kényszer miatt – kedvezőbbnek ítéljük meg. Az Egyesült Királyságot leszámítva a nagyobb európai gazdaságok mindegyikében érdeemben alacsonyabb költségvetési hiány alakulhat ki, mint a tengerentúlon, ez pedig az államadósság növekedési ütemében is tükröződik: amíg az USA-ban 2007-hez képest 45 százalékponttal nőhet az államadósság GDP arányos értéke, addig Németország esetében csupán 15, Franciaországéban 24, az EU27 esetében pedig 25 százalékpontos növekedés várható.



Az eurózóna legnagyobb gazdaságának számító Németország a válság után különösen kedvező helyzetbe kerülhet, hiszen a nagy fejlett országok közül a német GDP arányos államadósság lesz a legalacsonyabb. Ezen kívül a jelenleg viszonylag szigorú fiskális politikának köszönhetően a ciklikusan igazított elsődleges egyenlegük egyensúly közeli állapotban maradhat, ami miatt a növekedés újraindulásával jelentősen csökkenthetőek lesznek a fiskális kiigazítás költségei.



## TÚL A NEHEZÉN

(Dunai Gábor –Eppich Győző)

A magyar gazdaság visszaesése lassult a második negyedévben, és a harmadik negyedévről rendelkezésre álló előzetes GDP adatok alapján a negyedév/negyedév alapú visszaesési dinamika tovább mérséklődött. A gazdasági ágazatok közül a feldolgozóipar szenvedte el a legnagyobb visszaesést, míg az építőipar – a régiós országokban tapasztalt folyamatoktól eltérően – meglepően jól teljesített. Számos indikátor azonban azt mutatja, hogy ez a stabilitás csak ideiglenes lesz. A mély recesszió mellett, a korábbi várakozásainknál némileg erőteljesebb munkaerő-piaci alkalmazkodást figyelhettünk meg: a vállalatok a jelentős létszámcsökkentés mellett a munkaidő rövidítésével és visszafogott bérezéssel – többek között a prémium kifizetések visszafogásával – reagáltak. A visszaeső kereslet jótékony hatással volt az inflációs folyamatokra, mivel az indirekt adóemelésekből a kereskedők kevesebbet hárítottak át a fogyasztókra, mint amit a korábbi ÁFA-emelések tapasztalatai alapján várni lehetett volna.

### Lassuló visszaesés

A második negyedévre vonatkozó részletes adatok alapján a hazai gazdaság visszaesése – várakozásunkkal összhangban – lassult<sup>4</sup>. A vállalati szektor hozzáadott értéke a második negyedévben kissé nagyobb mértékben csökkent az előző negyedévhez képest, mint amivel júniusi Makro Monitorunkban számoltunk. A növekedés mértéke nem, azonban szerkezete jelentősebb mértékben eltért várakozásunktól: az ipari szektor rosszabbul, a gazdaság többi alszektora viszont jobban teljesített mint prognózisunk.

#### Előrejelzésünk és a tényadatok alakulása a második negyedévben

(előző negyedévhez mért százalékos változás, szezonálisan igazított változatlan áras adatokból számolva)

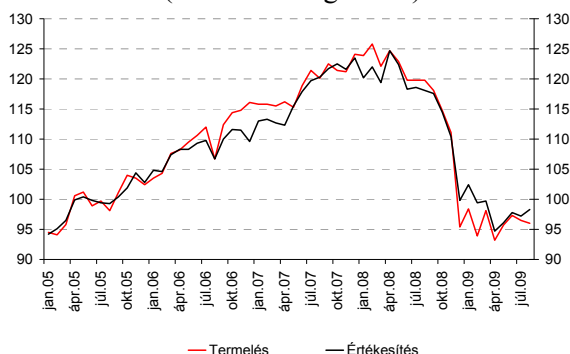
	Előrejelzés	Tény	Eltérés	Hozzájárulás
Ipar	-0,6	-5,0	4,4	1,2
Építőipar	-3,2	1,4	-4,6	-0,3
Piaci szolgáltatások	-1,0	-0,8	-0,2	-0,1
Versenyszféra GDP (mezőgazdaság nélkül)	<b>-1,0</b>	<b>-2,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
Mezőgazdaság	-13,9	-6,3	-7,6	-0,5
Versenyszféra GDP	<b>-2,0</b>	<b>-2,3</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>

Forrás: KSH, OTP Elemzés

Az év eddigi részére jellemző volt, hogy az ipari vállalatok gyorsabb ütemben állították le termelésüket, mint amennyire értékesítéseik visszaestek, ami a feldolgozóipari készletállomány jelentős csökkenésével járt együtt. A hazai, illetve exportra termelő vállalatok értékesítéseiben eltérő tendenciákat tapasztalhattunk: míg az exportértékesítések a február-márciusi mélypont óta emelkedést, addig a hazaiak folyamatos csökkenést mutatnak. A kettő eredőjeként stagnáló ipari termelést tapasztaltunk a hazai vállalati szektorban. Megítélésünk szerint az élénkülő exportértékesítési adatokban jelentős szerepe van a külföldi kormányzatok keresletélénkítése kapcsán bevezetett roncsautó-prémium programoknak. Erre utal az, hogy a tartós fogyasztási cikkek gyártó ipari ágazatok export értékesítései nagymértékű növekedést mutattak az év elején tapasztalt visszaesés után. Ez tükröződött a gép és szállítóeszköz exportunkban is, mely szintén jelentős felfutást mutatott az elmúlt hónapokban, jelentősen hozzájárulva a rekordméretű külkereskedelmi mérleg többletünk kialakulásához.

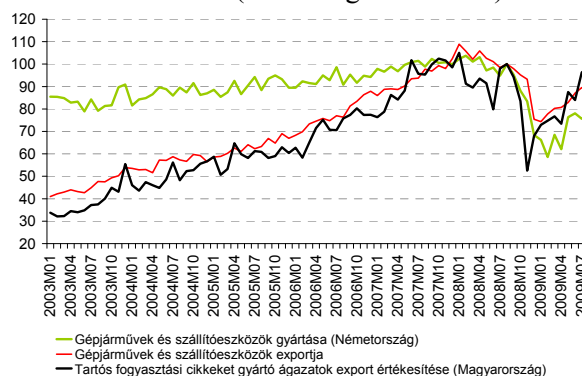
<sup>4</sup> A harmadik negyedévről beérkezett előzetes GDP adat szerint a visszaesés üteme a harmadik negyedévben tovább lassult.

### Az ipari termelés ill. értékesítés alakulása (2005. év átlaga=100)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

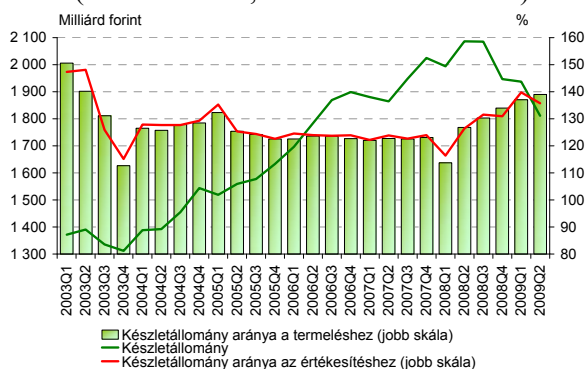
### A roncsautó programok hatása az ipari termelésre (2008. augusztus=100)



Forrás: KSH, Eurostat, OTP Elemzés

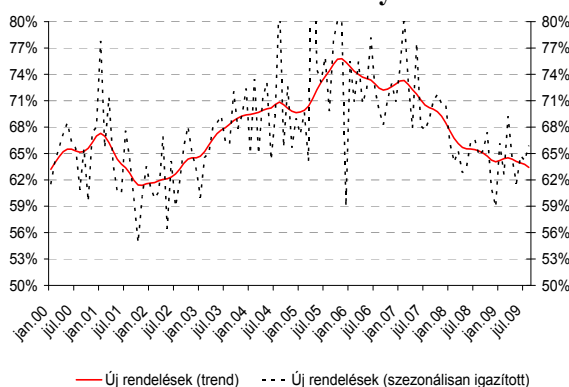
Bár rövid távon a jelentős készletcsökkenés pótlása pozitívan hathat a termelésre is – ahogy azt az USA harmadik negyedéves GDP-je esetében láthattuk – ezt a várakozást azonban árnyalja, hogy a készletállomány termeléshez viszonyított aránya historikusan magasnak mondható, így a vállalatok kevésbé érdekeltek azok további növelésében. A feldolgozóipari új rendelések szintén kedvezőtlenül alakulnak, mivel az új rendelések termeléshez viszonyított aránya folyamatos csökkenést mutat, ami szintén nem ösztönzi az iparági vállalatokat termelésük növelésére.

### A készletállomány alakulása (milliárd forint, ill. a termelés %-ában)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

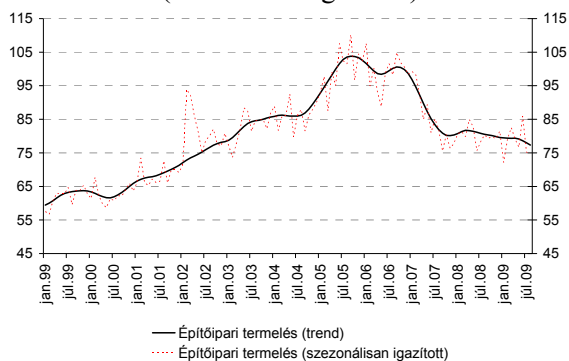
### A feldolgozóipari új rendelések alakulása a termeléshez viszonyítva



Forrás: KSH, OTP Elemzés

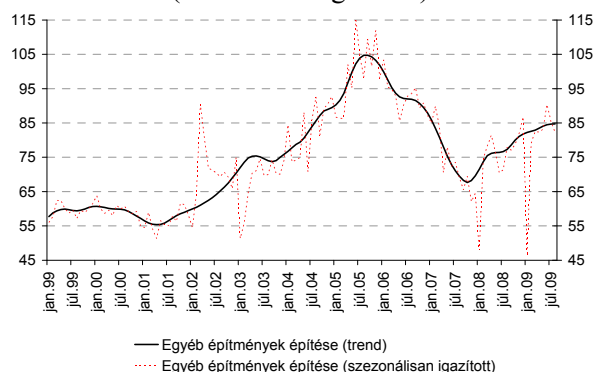
### Az építőipar egyelőre jól teljesít

Az építőipar jellemzően a legnagyobb vesztese a hitelválságokat követő recesszióknak. Bár Magyarországon az elmúlt években nem alakult ki beruházás „boom”, így az építőipar sem került túlfűtött állapotba, és a konszolidáció már a 2006-os kormányzati egyensúly-javító intézkedések óta tart, ennek ellenére meglepő, hogy az építőipari teljesítmény lényegében stagnált az elmúlt 12 hónapban. A stabilitás mögött azonban két ellentétes hatás húzódik meg: amíg főként a magánszektor beruházásaihoz köthető építőipari tevékenység továbbra is erőteljes csökkenést mutat, addig a kormányzati szektorhoz kötődő építőipari aktivitás jelentősen emelkedett.

**Az építőipari termelés alakulása**  
 (2005. év átlaga=100)


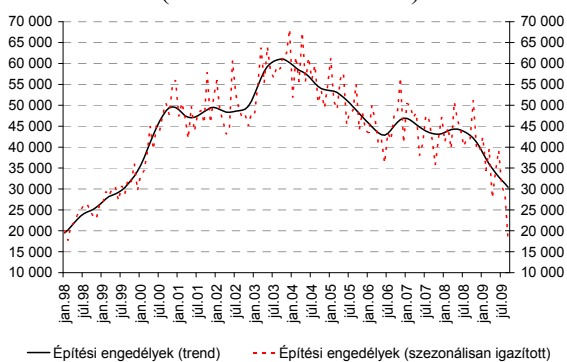
Forrás: KSH, OTP Elemzés

\*: Ez az alágazat végzi a főként a kormányzati beruházásokhoz köthető építőipar tevékenységet

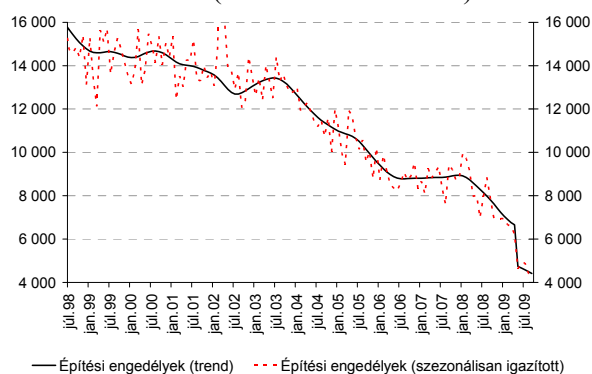
**Egyéb épületek építése alágazat termelése\***  
 (2005. év átlaga=100)


Forrás: KSH, OTP Elemzés

A beérkező adatok alapján azonban úgy véljük, hogy az építőipar még nem jutott túl a válság nehezén. A magánszektor jövőbeli beruházási szándékait mutató kiadott építési engedélyek száma – ez jellemzően 2-3 negyedévvél előzi meg a beruházások alakulását – mind a lakások, mind a nem lakáscélú épületek esetében történelmi mélypontra esett szeptemberben. A vállalati szektor részéről mutatkozó kereslet további indikátorai – irodakihasználtság, raktárkihasználtság – szintén rendkívül kedvezőtlenül alakulnak. Ezért arra számíthatunk, hogy a jelenleg befejezés alatt álló projektek végeztével újabb visszaesési hullám indulhat az építőiparban.

**Lakásokra kiadott építési engedélyek száma**  
 (évesített havi adatok)


Forrás: KSH, OTP Elemzés

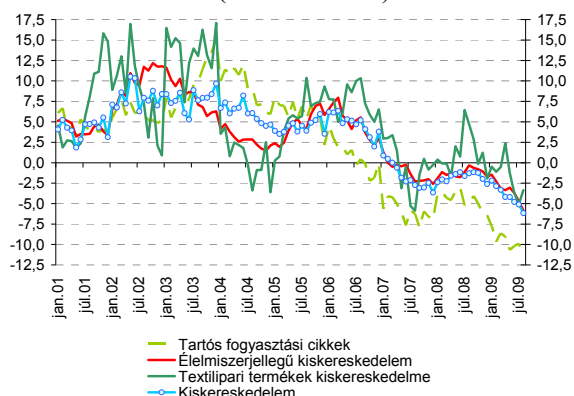
**Nem lakóépületekre kiadott építési engedélyek száma**  
 (évesített havi adatok)


Forrás: KSH, OTP Elemzés

### Tovább csökkenő lakossági fogyasztás

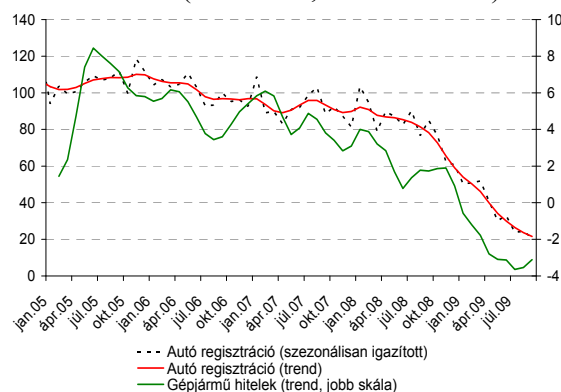
A lakossági fogyasztás csökkenése várakozásunkkal összhangban, a júniusi ÁFA-emelés miatti előrehozott vásárlást leszámítva, folytatódott az elmúlt hónapokban. A finanszírozási források elapadásával összhangban különösen a tartós fogyasztási cikkek, illetve az autóeladások estek vissza nagy mértékben.

### A kiskereskedelmi forgalom alakulása (éves változás)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

### Az autóértékesítések és gépjármű hitelezés alakulása (2006=100, ill. mrd. forint)



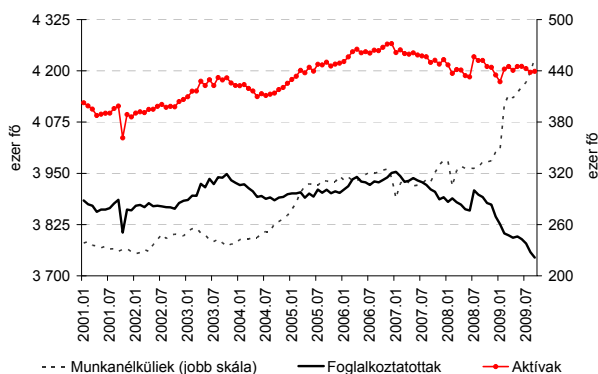
Forrás: MNB, Eurostat, OTP Elemzés

A lakossági fogyasztási kiadásokat leginkább meghatározó reál rendelkezésre álló jövedelem az év eddigi részében várakozásainkkal összhangban alakult, ami mögött azonban két ellentétes hatás húzódik meg: egyrészt az infláció alakulása, másrészt a bankok hitelezési aktivitása is elmaradt korábbi várakozásunktól.

### Erős alkalmazkodás a munkaerőpiacon

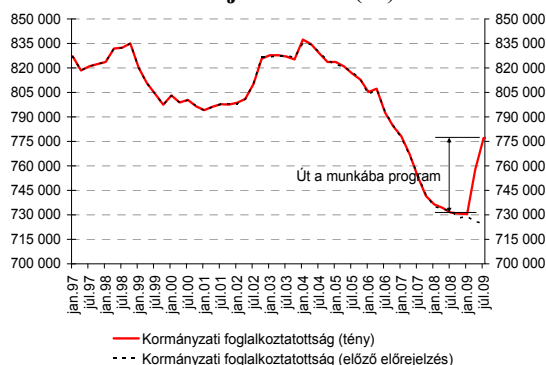
Tavaszi várakozásunkhoz képest kisebbnek bizonyult a foglalkoztatottság visszaesése. Ez főként arra vezethető vissza, hogy a kormányzat meghirdette az „Út a munkába” programot, aminek köszönhetően a második negyedévben lelassult a foglalkoztatottak számának csökkenése.

### A munkaerő-piac összefoglaló adatai



Forrás: KSH, OTP Elemzés

### A foglalkoztatottság alakulása ill. júniusi előrejelzésünk (fő)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

Az „Út a munkába” program keretében március-májusban számításaink szerint kb. 50 ezer fő áramlott be a munkaerőpiacra<sup>5</sup>. A program június óta nem bővül tovább, így a harmadik negyedévben már ismét számottevő mérséklődést figyelhettünk meg a foglalkoztatottak számában. Ha a program hatását kiszűrjük, a foglalkoztatottak száma kedvezőtlenebbul alakult korábbi előrejelzésünknel.

<sup>5</sup> Az „Út a munkába” programban főként olyan, korábban szociális segélyben részesülő emberek kerülhettek, akiket munkaképesnek minősítettek. Őket főként közmunka programokban foglalkoztatják. Az „Út a munkába” program ezért a korábban inaktív emberek munkaerő-piacra visszaáramlásával járt együtt.

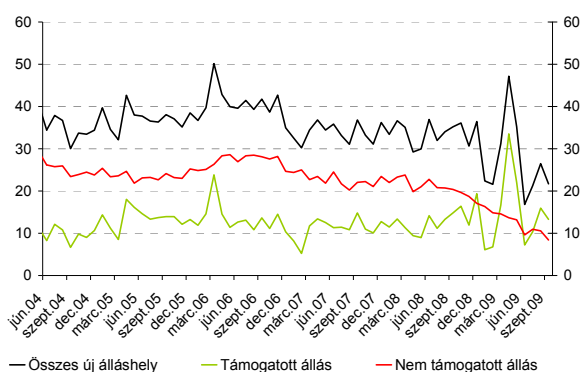
### A főbb munkaerő-piaci mutatók alakulása a 3. negyedévben és előző előrejelzésünk

	Foglalkoztatottak	Aktívak	Munkanélküliek
Előző előrejelzés	3736,8	4126,7	436,6
Előző előrejelzés ("Út a munkába" programmal)	3782,3	4175,7	
Tény	3760,3	4151,2	439,9
<b>Eltérés</b>	<b>-22,0</b>	<b>-24,5</b>	<b>3,2</b>

Forrás: KSH, OTP Elemzés

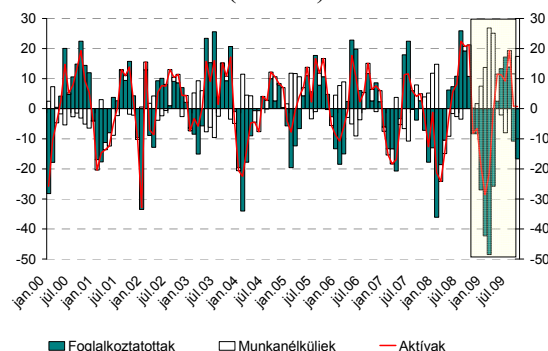
A létszámbeli alkalmazkodás másik jellemzője volt korábban, hogy a foglalkoztatottak létszámváltozásának egy jelentősebb része az inaktívak létszámának változásában csapódott le. A január óta megfigyelt létszámcsökkenés azonban sokkal inkább a munkanélküliség emelkedésével járt együtt. Ez arra utal, hogy azok az emberek, akik a jelenlegi környezetben váltak munkanélkülivé, szorosabban kötődnek a munkapiachoz. Azaz egyrészt tényleges munkakináltként jelennek meg, amivel lefelé ható nyomást helyeznek a bérekre (ezáltal növelve a dezinflációs erőt), másrészt nagyobb kockázatot hordoznak a bankrendszer szempontjából<sup>6</sup>, mint a korábbi időszakokban munkanélkülivé váltak. További kedvezőtlen fejlemény, hogy a magánszektor állásteremtő képessége tovább – historikus mélypontra – csökkent az elmúlt hónapokban, így a foglalkoztatás újbóli növekedésére a közeljövőben nem lehet számítani.

**A támogatott ill. a nem-támogatott új munkahelyek alakulása (ezer fő)**



Forrás: KSH, OTP Elemzés

**A munkaerő-piaci áramlások alakulása (ezer fő)**



Forrás: KSH, OTP Elemzés

Ahogy a létszám esetében, a béreknél is egyértelműen megfigyelhető az alkalmazkodás. A kormányzat szigorú politikája következtében a költségvetési szektor bértömege lényegében stagnált idén<sup>7</sup>. A béralakulás megítélése esetében a jelenlegi erőteljes létszámcsökkenések mellett, fontos kiemelni egy tényezőt, az összetétel hatás alakulását. A válság az alacsonyabb képzettségű és fizetésű fizikai munkakörben foglalkoztatottak létszámát erőteljesebben érintette, így az alkalmazottakon belül nőtt a magasabb bérűek aránya, ami növeli a megfigyelt átlagbért. Ez az összetétel hatás az idei évben különösen erőteljes.

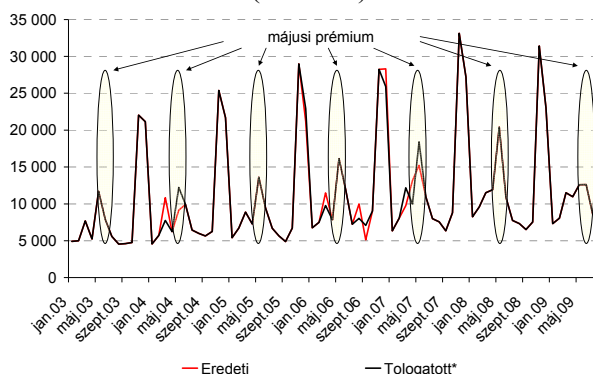
A béralkalmazkodás, a termeléshez hasonlóan a feldolgozóiparban volt a legnagyobb mértékű: mind a rendszeres, mind a prémium kifizetések rendkívül visszafogottan alakultak.

<sup>6</sup> Ezek az emberek nagyobb eséllyel voltak banki ügyfelek, így jövedelmük elvesztése vélhetően jobban emeli a nem-teljesítő hitelek arányát. A banki portfóliók romlása pedig késlelteti a hitelezés újraindulását.

<sup>7</sup> Eredmény szemléletben, a tizenharmadik havi illetmény megváltozott kifizetési rendjével korrigálva.



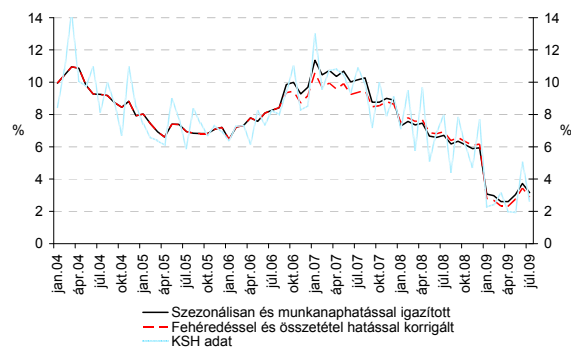
### A feldolgozóipari prémiumok alakulása (forint/fő)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

\*: a prémiumok megváltozott szezonálisával korrigált adatok

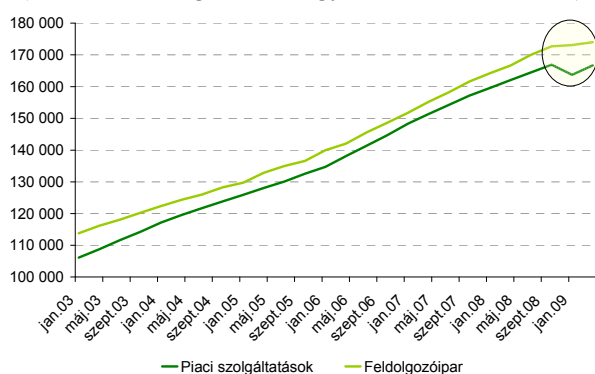
### A feldolgozóipari rendszeres bérek alakulása (éves változás)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

A versenyszféra többi ágazatában is visszafogott bérezés valósult meg, ezt mutatja, hogy a rendszeres bérkifizetések, a fentebb említett összetétel hatás ellenére is gyakorlatilag stagnáltak a 2008. decemberi szinthez képest. A munkaerő-piac a természetéből fakadóan csak lassabban képes alkalmazkodni a gazdaságot érő sokkokhoz, mint a kibocsátás; ez átmenetileg csökkenő termelékenységet eredményez, ezáltal pedig a munkaerőegység-költséghez emelkedéséhez vezet. Ezért a munkaerő-piacról érkező inflációs nyomás közep-távon részben ellensúlyozza a negatív kibocsátási rés dezinflációs hatását.

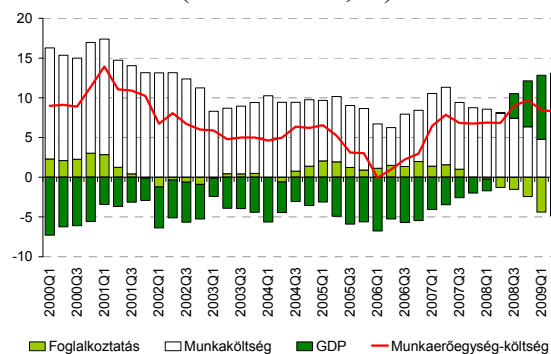
### A rendszeres kifizetések alakulása (szezonálisan igazított negyedéves adatok, ft/fő)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

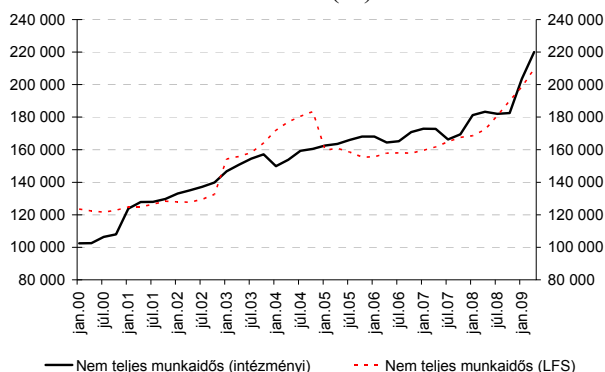
\*: a mezőgazdaság nélkül számított vállalati szektorban

### A munkaerőegység-költség alakulása\* (éves változás, %)

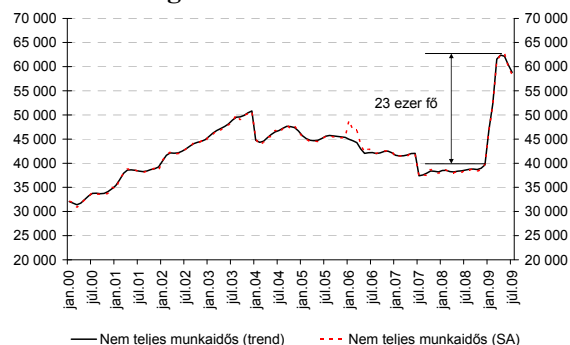


Forrás: KSH, OTP Elemzés

A béralkalmazkodás egy másik formája a vállalatok esetében a munkaidő rövidítés volt, így emelkedett a nem teljes munkaidőben foglalkoztatottak száma. Ez a típusú alkalmazkodás arányaiban szintén a feldolgozóiparban volt a legerőteljesebb, mivel a – 2008. december és 2009. májusa között bekövetkezett – nem teljes munkaidős foglalkoztatás mintegy 35 ezer fős emelkedéséből mintegy 20-25 ezer fő ehhez a szektorhoz köthető.

**A nem teljes munkaidőben foglalkoztatottak száma (fő)**


Forrás: KSH, OTP Elemzés

**A feldolgozóipari nem teljes munkaidőben foglalkoztatottak száma**


Forrás: KSH, OTP Elemzés

**A vártnál alacsonyabb infláció az adóemelések után**

Júniusi előrejelzéseinkkel összevetve a tényadatokat látható, hogy három területen számottevő az eltérés. Az élelmiszerek áralakulása jelentősen elmaradt várakozásunktól. A termékcsoport esetében azzal számoltunk, hogy az idén várható gyengébb terméseredmények majd az árakban is tükröződnek. A kalászos gabonák terméseredményeiről beérkezett eddigi információk alapján a terméseredmények csökkenésére vonatkozó várakozásunk igazolódott, azonban ez az árakban nem éreztette hatását. Másrészt az indirekt adók emelésének árfelhajtó hatása is számottevően kisebb volt, és a hatósági ártámogatások leépítése sem történt meg. Az indirekt adóemelések várakozásoknál kisebb átgyűrűzése is jelzi, hogy a negatív kibocsátási rés is erőteljesen hozzájárul a dezinflációhoz.

**Júniusi inflációs előrejelzésünk és a tényadatok alakulása<sup>8</sup> a harmadik negyedévben**

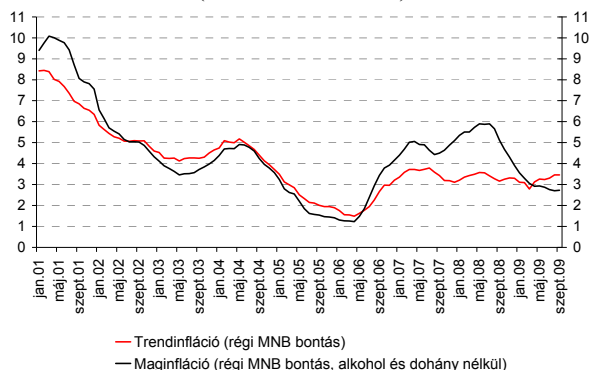
	Előrejelzés	Tény	Eltérés	Súly	Hozzájárulás
Trendinfláció*	3,1	3,4	0,2	44,7%	0,1
Feldolgozott élelmiszerek*	2,5	0,3	-2,2	11,6%	-0,3
Feldolgozatlan élelmiszerek*	10,4	4,0	-6,4	5,9%	-0,4
Alkohol, dohány*	5,3	6,5	1,2	9,2%	0,1
Üzemanyagok*	-12,9	-10,9	2,0	5,3%	0,1
Hatósági árak*	4,7	4,9	0,2	21,5%	0,0
Piaci energia*	-6,8	-3,8	3,0	1,7%	0,1
<b>Infláció (VAI) *</b>	<b>3,0</b>	<b>2,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>-0,3</b>
Indirekt adóemelés	3,2	2,3	-0,9		
Ártámogatások csökkentése	0,3	0,0	-0,3		
<b>Infláció</b>	<b>6,5</b>	<b>5,0</b>	<b>-1,5</b>		

\*: változatlan adótartalmú árindexek

Ugyanakkor a gazdasági szereplők árazási magatartását jobban megragadó trendinfláció kedvezőtlenebbül alakult előrejelzésünkénél, ami a kedvező fogyasztói árindex adatok mellett felhívja a figyelmet a kockázatokra is: az iparcikkek esetében – a jelentősen visszaerősödő árfolyam ellenére – folytatódott az árindex emelkedése, míg a szolgáltatások esetében is megfigyelhetünk kedvezőtlen jeleket.

<sup>8</sup> Az MNB régi csoportbontása alapján

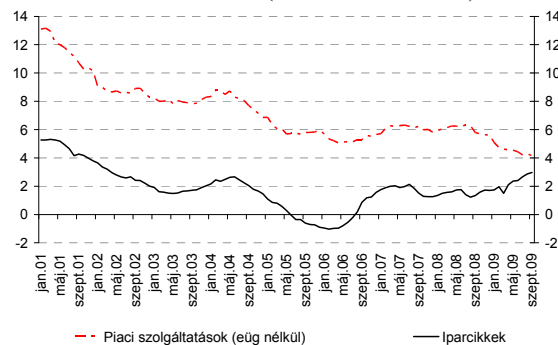
### A trendinfláció alakulása\* (éves változás, %)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

\*: régi MNB csoportbontás szerint

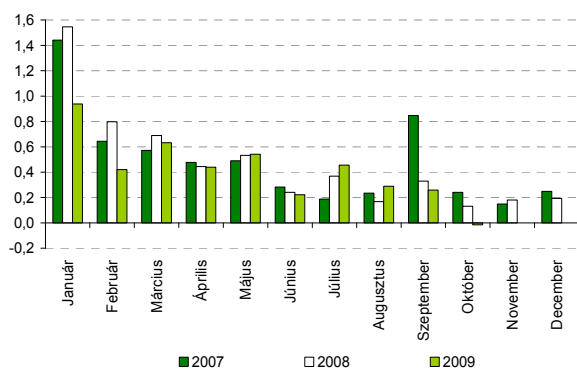
### A piaci szolgáltatások és iparcikkek áralakulása\* (éves változás, %)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

A piaci szolgáltatások havi árindexeinek mérséklődése (az előző évek értékeihez képest) az év eleji átárazási időszakban (január-február), a válság legnehezebb időszakában volt számottevő. A termékkör inflációjának nyári-ősz eleji csökkenése nagyrészt egyetlen termékkör, az üdülési szolgáltatások dezinflációjával magyarázható, ami a vendégéjszakák drasztikus csökkenésével (a múlt évi csúcshoz képest közel 10%-kal mérséklődött az eltöltött vendégéjszakák száma) hozható összefüggésbe. Az üdülési szolgáltatások azért tekinthetők speciálisnak a szolgáltatásokon belül, mert a termékkör többi komponenséhez képest sokkal inkább mutat „tradeable” jellemzőket, melyek áralakulása szempontjából az inflációs várakozások kevésbé meghatározóak. Amennyiben kiszűrjük az üdülési szolgáltatásokat, azt láthatjuk, hogy az árváltozások havi ütemei nem térnek el az előző években tapasztalttól, vagyis a szolgáltatások inflációs ragadóságának megtörését továbbra is kockázatok övezik.

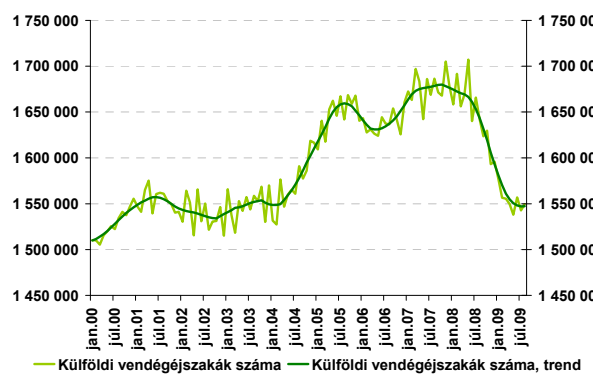
### A piaci szolgáltatások\* havi árindexeinek alakulása (az üdülési szolgáltatások árindexétől szűrt igazítatlan indexek, %)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

\*: régi MNB csoportbontás szerint

### A vendégéjszakák számának alakulása (szezónálisan igazított, darab)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

Az élelmiszerek áralakulása továbbra is volatilis, az utóbbi hónapokban azonban ismét csökkenő trend alakult ki az árindexekben. A feldolgozatlan élelmiszerek árszintje május és augusztus között közel 14%-kal csökkent (szezónálisan igazítva), ami komoly dezinflációs erőt jelentett.

A legfontosabb kérdés természetesen az adóváltozások árfelhajtó hatásának mértéke. Eddig a várakozásoknál kevésbé emelkedtek a fogyasztói árak július 1-ét követően. Számításaink szerint az ÁFA-emelés a nem jövedéki adó-köteles termékkörben 1,8%-kal emelte az árszintet szeptember végéig, miközben az elméleti hatás 2,7% lett volna. A jövedéki adó hatálya alá eső termékek esetében – a rendelkezésünkre álló eszközökkel – nem különíthető el az ÁFA- ill. a jövedéki adó hatása. A két adóemelés együttesen elméletileg 0,8%-kal emelte volna a termékkör árszintjét miközben az általunk számított emelkedés ehhez közeli, 0,6%-os.

**Az indirekt adóemelések hatása az inflációra**

	számított	elméleti	arány
AFA-emelés hatása a jövedéki adó hatálya alá nem eső termékek esetében	1.8	2.7	65.4%
ÁFA- és jövedéki adó emelés hatása a jövedéki adós termékek esetében	0.6	0.8	68.9%
<b>Teljes indirekt adóhatás</b>	<b>2.3</b>	<b>3.5</b>	<b>66.2%</b>

Az indirekt adóemelések számított hatásának értékelésekor két módszertani problémára kell felhívni a figyelmet, amelyek miatt a fent számszerűsített hatást inkább alsó becslésnek tekinthetjük. Az egyik, hogy a feldolgozatlan élelmiszereken belül nagy súlyt képviselő szezonális élelmiszerek esetében a szezonális ármozgások olyan mértékűek, hogy az adóhatások statisztikai eszközökkel történő meghatározása gyakorlatilag nem lehetséges. A másik, hogy a jövedéki adó hatálya alá eső termékek esetében csak a júliusi árszintnövekedést tudjuk mérni, miközben az adóhatások áthárítása a korábbi tapasztalatok alapján több hónap alatt zajlik le.

## JAVULÓ NÖVEKEDÉSI ÉS INFLÁCIÓS KILÁTÁSOK

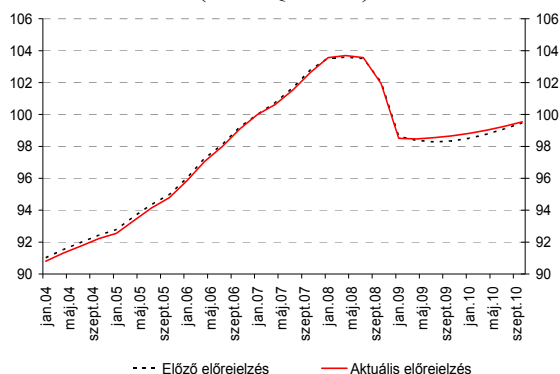
(Eppich Győző)

A javuló külső körülményekkel összhangban legutóbbi prognózisunkhoz képest optimistábban ítéljük meg gazdasági kilátásainkat az elkövetkezendő évben. Ugyanakkor kedvezőtlen, hogy növekedésünk újraindulásával egyértelműen a külső konjunktúrára leszünk utalva, a belső keresleti komponensek továbbra sem tudnak majd pozitívan hozzájárulni a felíveléshez. Előrejelzésünk szerint az elmúlt hónapokban tapasztalt pozitív inflációs folyamatok folytatódhatnak, így 2010 második felében az infláció a jegybank célja alá süllyedhet.

### Előrejelzésünk alapfeltevései

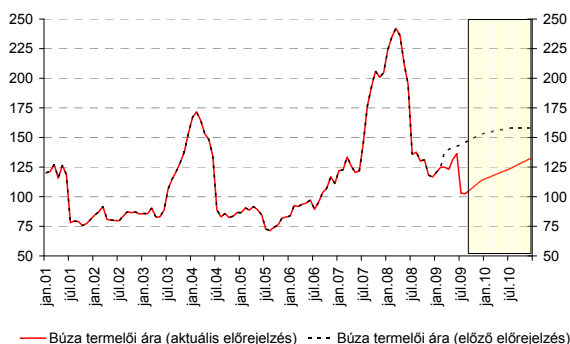
Az előrejelzésünket befolyásoló exogén tényezők közül a búza árak és a forint árfolyama is kedvezőbben alakulhat korábbi várakozásainknál, míg a forintban mért olajár – a forint/dollár árfolyam erősödése miatt – érdemben nem módosult. Külkereskedelmi partnereink 2010 végéig várható GDP alakulására vonatkozó várakozásunk nem változott érdemben, azonban időbeli lefutása némileg eltérő: az idén kisebb lehet a visszaesés mértéke, míg jövőre – a mostani egyszeri fiskális élénkítő tételek hatásának kiesése miatt – valamivel visszafogottabb lehet a növekedés. Azonban továbbra is azzal számolunk, hogy összes fontosabb külkereskedelmi partnerünk a jövő évben már növekedhet.

**A GDP alapú külső keresletünk alakulása**  
(2007Q1=100)



Forrás: Bloomberg, Eurostat, OTP Elemzés

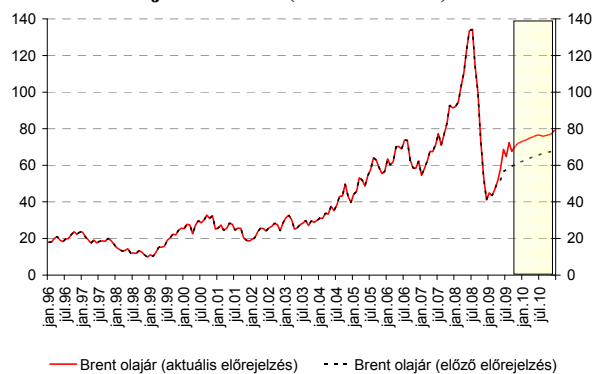
**A búza termelői árának várható alakulása**  
most és júniusban (2000. év átlaga=100)



Forrás: KSH, Bloomberg, OTP Elemzés

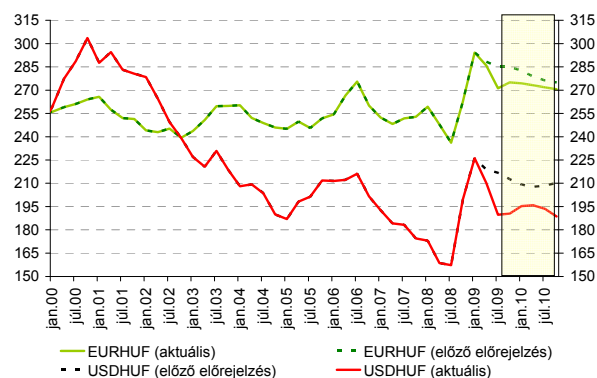
\*: negyedéves átlagárfolyamok

**A Brent típusú olajár várható alakulása most és júniusban** (dollar/hordó)



Forrás: Bloomberg, OTP Elemzés

**A főbb devizaárfolyamok várt alakulása most és júniusban\***



Forrás: Bloomberg, OTP Elemzés

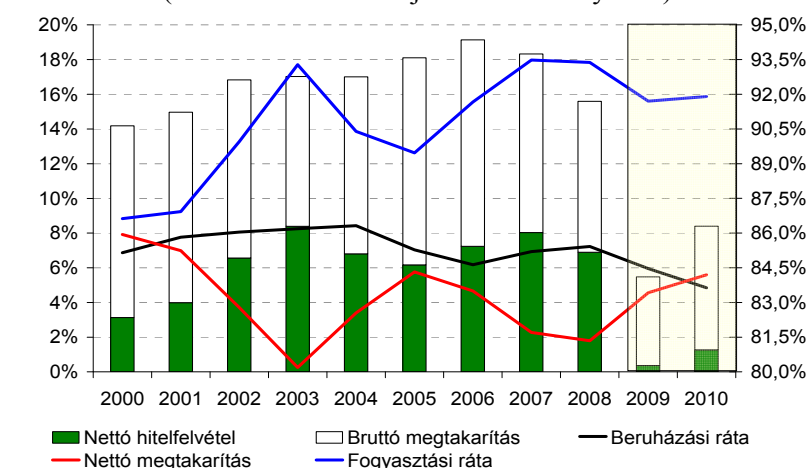
## Reálgazdasági kilátások

Mivel a magyar kormányzatnak nincsen lehetősége anticiklikus gazdaságpolitikát folytatni, ezért növekedési lehetőségeinket alapvetően külgazdasági partnereink teljesítménye határozza meg.

A kormányzati egyensúlyjavító intézkedések több tétele – közzsféra 13. havi bérének megfelelése, a 13. havi nyugdíj második részletének eltörlése, szociális ellátások befagyasztása és a lakástámogatás megszüntetése – csak az idei év második felében lépett életbe, ezért a lakosság fogyasztási és beruházási kereslete az év második felében továbbra is kedvezőtlenül alakulhat. A lakosság reál rendelkezésre álló jövedelmének alakulása a legutóbbi prognózisunk szerinti pályánál némileg kedvezőbb, ami alapvetően a várakozásunknál kedvezőbb inflációs folyamatokkal magyarázható. Ugyanakkor a nettó hitelfelvétel az év eddigi részében elmaradt várakozásunktól, ami ellensúlyozta ezt a pozitív hatást.

A jövő évi folyamatok esetében az infláció kedvezőbb alakulása és a költségvetés kifizetései (pénzbeli társadalmi juttatások és a kormányzati szektorban foglalkoztatottak bértömege) pozitív, míg a kamattörlesztések csökkenése és az alacsonyabb nettó hitelfelvétel negatív irányba változtatta a jövő évi reál rendelkezésre álló jövedelem prognózisunkat. Az eddigi adatok alapján a megtakarítási ráta – véleményünk szerint az óvatossági megtakarítások növekedése miatt – kismértékben meghaladhatja korábbi várakozásainkat. A fenti tényezők eredőjeként legutóbbi prognózisunkhoz képest némileg kedvezőtlenebb fogyasztási pályával számolunk a jövő évre vonatkozóan.

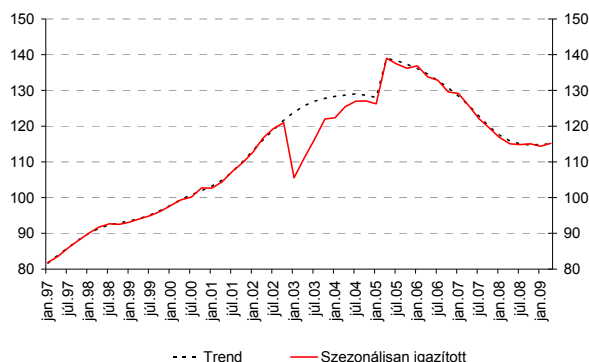
**A lakossági jövedelmek felhasználása**  
(a rendelkezésre álló jövedelem arányában)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

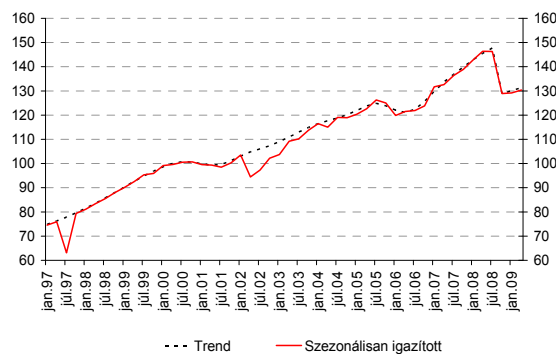
A belföldi kereslet másik fontos tételében, a beruházásokban az év első felében – a nemzetközi tapasztalatok fényében – moderált volt a visszaesés. Ez annak köszönhető, hogy az építési beruházások nem csökkentek, ami a felpörgő kormányzati beruházási tevékenységgel hozhatóak összefüggésbe. Ugyanakkor a beruházások mintegy 60%-a a második félévben realizálódik, ami miatt az év első felében tapasztalt pozitív folyamatokat érdemes óvatosan kezelni. Szintén óvatosságra int az a tény, hogy az év első felében még számos olyan beruházás befejezése történt meg, amiket a cash-flow biztosítása miatt már nem érte meg leállítani. A lakástámogatási rendszer leépítése, az iroda és ipari ingatlan kihasználtság csökkenése, valamint a továbbra is szűkös forrásbevonási lehetőségek miatt arra számítunk, hogy ezen projektek kifizetésével az újonnan elindított beruházások száma egy újabb hullámot indíthat el az építési beruházások csökkenésében.

### Az épület beruházások alakulása (2000. év átlaga=100)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

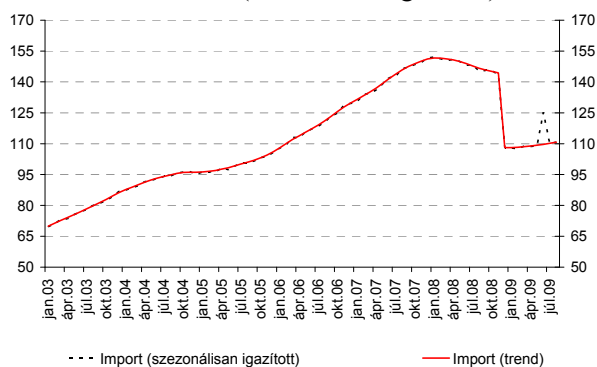
### Az gépberuházások alakulása (2000. év átlaga=100)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

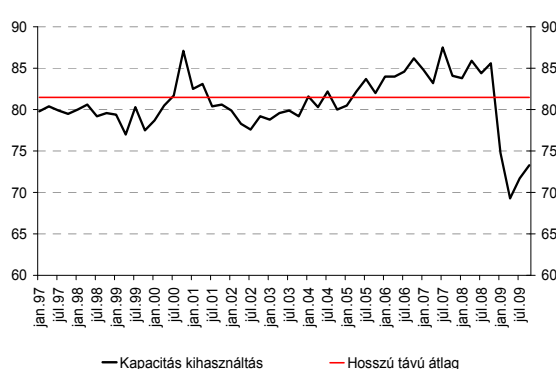
A gépberuházások visszaesése már az év eddigi részében is jelentős volt, és a gép és szállítóeszközök importjának elmúlt hónapokban tapasztalt alakulása arra utal, hogy nem várható élénkülés ezen a téren az év hátralévő részében. Emellett a historikus mélypontra tartózkodó feldolgozóipari kapacitás kihasználtság azt valószínűsíti, hogy a gépberuházások még a jövő évben is visszafogottan alakulhatnak majd.

### A gép és szállítóeszközök importjának alakulása (2005. év átlaga=100)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

### A feldolgozóipari kapacitás-kihasználtóság alakulása

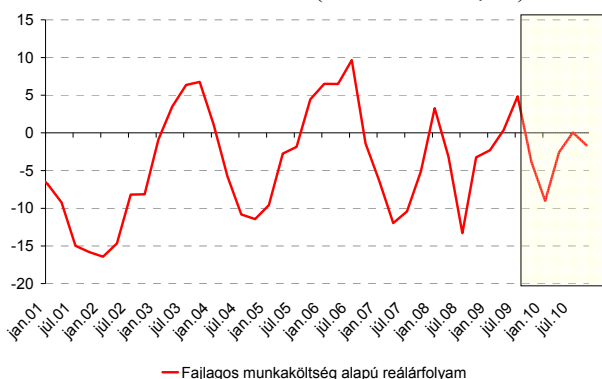


Forrás: Eurostat, OTP Elemzés

Kivitelünkre vonatkozó prognózisunk ellentétesen mozdult el az idej, illetve a jövő évben. A beérkező tényadatok kedvezőbbek lettek várakozásunknál, ugyanakkor azt gondoljuk, hogy részben egyszeri tételeknek (roncsautó prémium) köszönhető, így a jövő évben lassabb lehet a növekedés mértéke. Emellett a visszaerősödő árfolyam miatt a fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyamunk ismét felértékelődő pályára kerülhet, miközben a termelékenységi folyamatok jelenleg ezt nem indokolják. Ez a versenyképesség romlás jövőre hátráltathatja kivitelünk dinamikusabb növekedését.

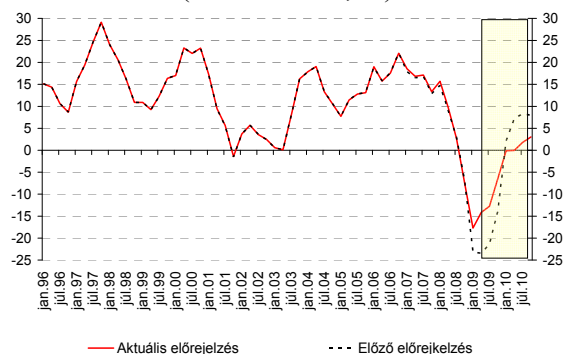


### A fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam várható alakulása (éves változás, %)



Forrás: KSH, MNB, OTP Elemzés

### Export előrejelzésünk változása (éves változás, %)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

Bár export előrejelzésünk kedvezőtlenül változott a jövő évet tekintve, a nettó export növekedési hozzájárulása mégis magasabb lehet, mint amivel legutóbbi Makro Monitorunkban számoltunk. Ennek hátterében az áll, hogy az importunkat meghatározó belföldi keresleti komponensek – beruházás, fogyasztás – illetve exportunk importvonzatának alakulása miatt behozatalunkra vonatkozó prognózisunk még nagyobb mértékben csökkent.

Jövőre jelentős növekedést jelent majd az idei készletcsökkenés hatásának kiesése: az idei év eddigi részében a termelés nagyobb mértékben esett vissza várakozásunknál, míg a felhasználás oldali tételek – főként a nettó export miatt – valamivel kedvezőbben alakultak. Ez jelentős készletcsökkenést eredményezett. Ez a negatív hatás várakozásaink szerint a jövő évben eltűnik.

Növekedési előrejelzésünkkel kapcsolatban továbbra is a lefelé mutató kockázatokat érezzük hangsúlyosabbnak. E mögött elsősorban az áll, hogy várakozásaink szerint a belső kereslet jövőre sem tud pozitívan hozzájárulni a növekedéshez, így növekedésünk teljesen a külgazdasági folyamatokra lesz utalva. Ugyanakkor úgy gondoljuk, hogy a nemzetközi növekedés rendkívül törekenynek bizonyulhat miután a jelenleg bevezetett állami intézkedések keresletélénkítő hatása kifut.

### Növekedési előrejelzésünk változása júniushoz képest

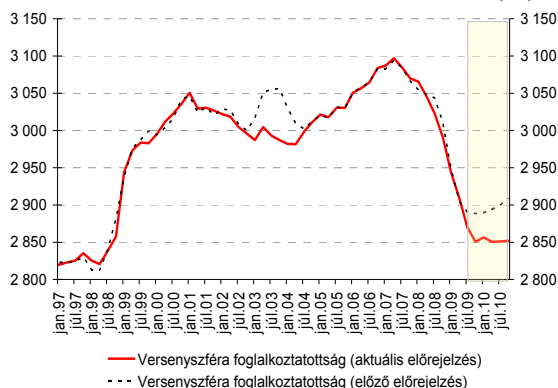
	Júniusi előrejelzés		Novemberi előrejelzés		Eltérés	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Reál GDP	-6,8%	-0,7%	-6,7%	-0,3%	0,1%	0,4%
Háztartások fogyasztási kiadása	-7,4%	-2,0%	-7,3%	-2,9%	0,1%	-0,9%
Természetbeni társadalmi juttatás (kormány)	-2,5%	-0,4%	-2,4%	-0,9%	0,1%	-0,6%
Természetbeni társadalmi juttatás (non-profit)	-2,5%	-0,4%	-2,4%	-0,9%	0,1%	-0,6%
Háztartások végső fogyasztása	-6,4%	-1,7%	-6,3%	-2,5%	0,1%	-0,8%
Közösségi fogyasztás	0,6%	0,6%	1,5%	1,9%	0,8%	1,2%
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-10,0%	0,0%	-6,0%	-4,3%	4,0%	-4,3%
Export	-15,6%	3,4%	-13,0%	2,2%	2,7%	-1,2%
Import	-15,4%	3,1%	-19,3%	1,5%	-3,9%	-1,5%

### Erős munkaerő-piaci alkalmazkodás

Az elmúlt hónapok inflációs adatai arra utalnak, hogy a vállalatok áremelő képessége – a gyenge belső kereslet miatt – korlátozott, így a termelés csökkenéséből fakadó jövedelem mérséklődés hatásainak – korábbi várakozásainkhoz képest – nagyobb részét kénytelenek a munkaerő-piacon keresztül érvényesíteni. A nagyobb munkaerő-piaci alkalmazkodási igény – a beérkező adatok szerint – nagyobb része csapódik le a foglalkoztatás változásában, mint a béralkalmazkodásban. E mögött feltehetően a nominális bémerevségek állnak. Ezen túlmenően a beérkező új álláshelyek adatai azt mutatják, hogy a vállalati szektor munkahely teremtő képessége tovább gyengült az elmúlt hónapokban. A fentiek alapján korábbi várakozásunknál nagyobb mértékű

létszámcsökkenéssel számolunk a versenyszektorban, és arra számítunk, hogy a foglalkoztatási folyamatok ebben a szegmensben csak a jövő év második felében stabilizálódnak majd.

### A vállalati szektor foglalkoztatására vonatkozó várakozásunk változása\* (fő)

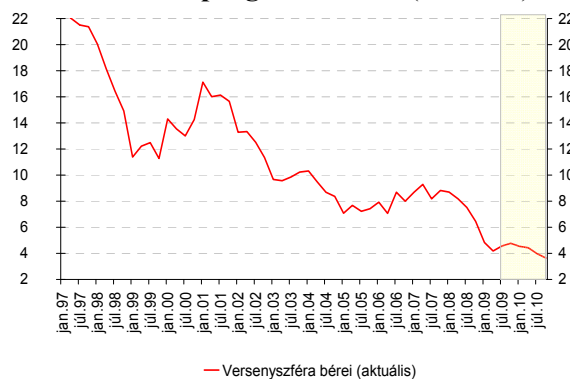


Forrás: KSH, OTP Elemzés

\*: az időszorban tapasztalható eltérést 2003-ban módszertani változás okozza

\*\*\*: bérek és egyéb jövedelmek alakulása, amely magában foglalja a nem teljes munkaidőben, ill. a munkaszerződés szerint 60 óránál rövidebb időben alkalmazásban állók jövedelmeit is

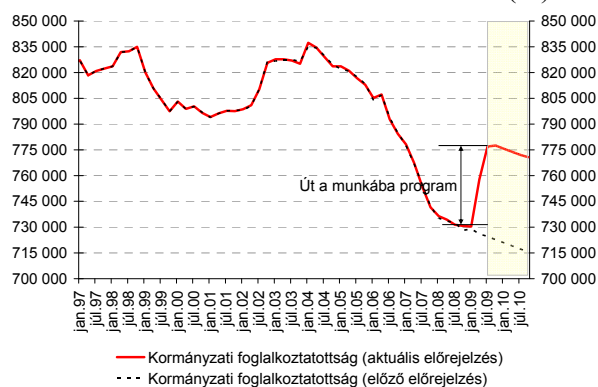
### A versenyszférában fizetett jövedelemre vonatkozó prognózisunk\*\* (év/év, %)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

Az állami szektor esetében korábban további kismértékű létszám csökkenéssel számoltunk a jövő évben, azonban az „Út a munkába” program keretében foglalkoztatottak (közel 50 ezer ember) létszámának alakulását bizonytalanságok övezik. Előrejelzésünkben nem számoltunk a programban résztvevők számának érdemi csökkenésével, így továbbra is csak moderált foglalkoztatás mérséklődésre számítunk ebben a szegmensben.

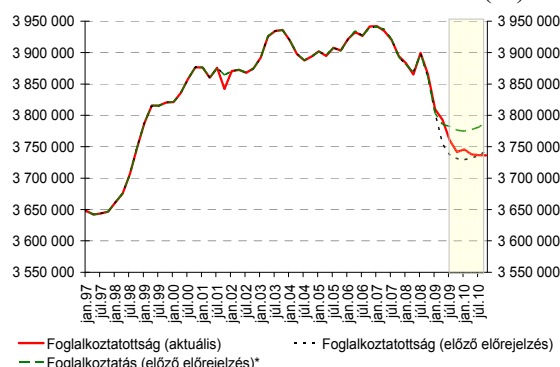
### A kormányzati szektor foglalkoztatására vonatkozó várakozásunk változása (fő)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

\*: Előző előrejelzésünk az „Út a munkába” program hatásával

### A nemzetgazdasági foglalkoztatására vonatkozó várakozásunk változása (fő)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

## Megtörhet az inflációs ragadósság?

Inflációs előrejelzésünk jelentősen csökkent a legutóbbi Makro Monitorunkban felvázolt pályához képest. Az eltérések legnagyobb része három tételhez köthető: egyrészt az ÁFA és jövedéki adóemelések esetében az áthárítás mértéke elmaradt a korábbi várakozásoktól, a korábban tervbe vett hatósági ártámogatások leépítése elmaradt, valamint az élelmiszer árak is sokkal kedvezőbben alakulnak korábbi előrejelzésünknel.

### Inflációs előrejelzésünk változásának dekompozíciója júniushoz képest

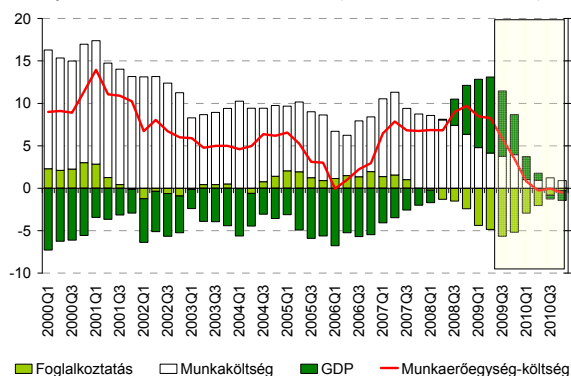
	Júniusi előrejelzés		Novemberi előrejelzés		Eltérés		Súly	Hozzájárulás	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010		2009	2010
Trendinfláció*	2,9	3,1	3,0	2,5	0,0	-0,6	44,7%	0,0	-0,2
Feldolgozott élelmiszerek*	3,8	4,6	1,6	-1,1	-2,2	-5,7	11,6%	-0,3	-0,7
Feldolgozatlan élelmiszerek*	7,4	-0,4	4,8	-2,5	-2,6	-2,1	5,9%	-0,2	-0,1
Alkohol, dohány*	5,5	5,7	6,3	9,3	0,9	3,6	9,2%	0,1	0,3
Üzemanyagok*	-11,1	4,6	-10,5	0,9	0,6	-3,6	5,3%	0,0	-0,2
Hatósági árak*	5,4	3,6	5,6	3,1	0,1	-0,4	21,5%	0,1	-0,1
Piaci energia*	-2,8	0,1	-0,7	2,6	2,1	2,6	1,7%	0,0	0,0
<b>Infláció (VAI) *</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,1</b>	<b>2,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,9</b>	<b>100,0%</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,9</b>
Indirekt adóemelés	1,6	2,1	1,1	1,3					
Ártámogatások csökkentése	0,3	0,6	0,0	0,0					
<b>Infláció</b>	<b>5,2</b>	<b>6,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,0</b>					

\*: változatlan adótartalmú index

A gazdasági szereplők árazási magatartását jobban megragadó trendinflációs előrejelzésünk ellentétes irányba mozdult 2009-ben, illetve 2010-ben előző előrejelzésünkhöz képest. 2009-es várakozásunk a beérkező tényadatok miatt kismértékben emelkedett, ugyanakkor a hosszabb távú folyamatokban már érvényre jut a korábbi várakozásainknál erősebb forintárfolyam dezinflációs ereje.

A monetáris politika szempontjából egyre inkább relevánssá váló 2011-es év esetében azonban jó esély van a mutató további érdemi csökkenésére, hiszen a negatív kibocsátási rés a jövő esztendőben tovább tágul majd, miközben az erőteljes munkaerő-piaci alkalmazkodásnak és a TB hozzájárulások csökkentésének köszönhetően, a munkaerőegység-költség rendkívül visszafogottan alakulhat.

#### A munkaerőegység-költséget meghatározó tényezők várt alakulása\* (éves változás, %)

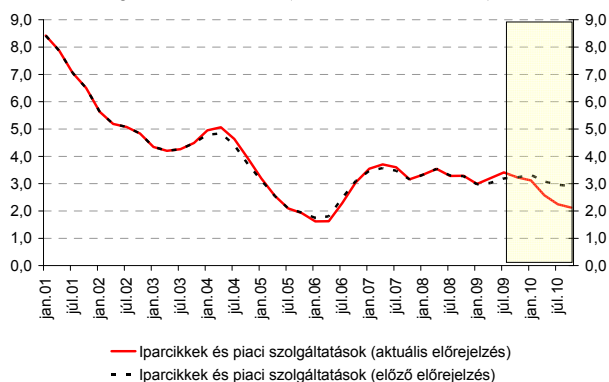


Forrás: KSH, OTP Elemzés

\*: az adatok a mezőgazdaság nélküli versenyszférára vonatkoznak

\*\*.: az adatok nem tartalmazzák az indirekt adó emelések hatását

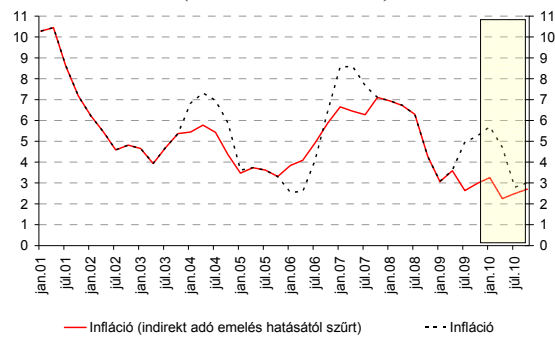
#### A trendinfláció várható lefutása most és júniusban\*\* (éves változás, %)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

Előrejelzésünk szerint az infláció 2010 második felében a jegybank 3%-os célja alá süllyedhet, és jó esély mutatkozik arra, hogy 2011 folyamán az infláció továbbra is a cél alatt maradjon.

### Infláció várható alakulása (éves változás, %)



Forrás: KSH, OTP Elemzés

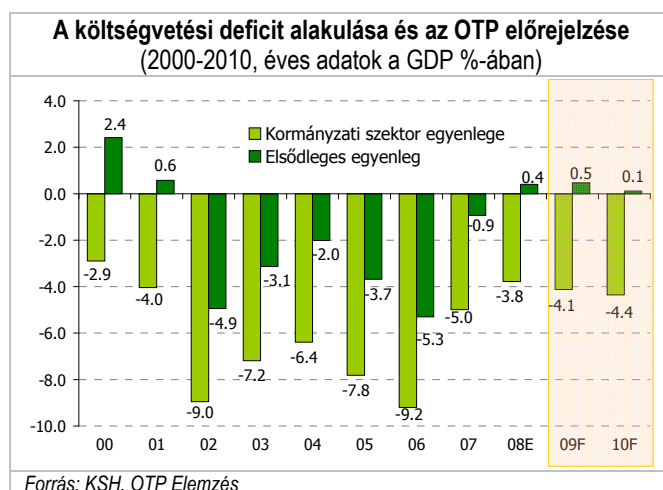
## KÖLTSÉGVETÉS: A FISKÁLIS POLITIKA MOZGÁSTERE TOVÁBBRA IS NAGYON SZŰK MARAD

(Kondora Szilárd)

Az idei 3,9%-os deficitcél teljesüléséhez 55 mrd Ft költségvetési többletre lenne szükség az év utolsó két hónapjában, ami nem lehetetlen, de ehhez a korábbi évekre nem jellemző szigorú intézményi kiadás-visszafogásra lenne szükség és a társasági adó befizetések is kiemelt kockázat övezi. Kockázatérzékelésünk szerint az alacsony év végi intézményi költségek nem organikus módon biztosítanák a hiánycél teljesülését, ami tovább gyarapítaná a jövő évi költségvetési kockázatok körét. 2010-ben a kormányzati hiánycél 3,8%, azonban jövőre mind a helyi önkormányzatok hiánya, mind a költségvetési szervek kiadásai nagyobbak lehetnek a büdzsében tervezettnél és a közösségi közlekedést érintő megtakarítások sem feltétlenül válnak effektívvé. Előrejelzési időhorizontunkon így 4% feletti deficitekkel számolunk (2009: 4,1%, 2010: 4,4%), amely jövőre nulla közeli kamatkidadások nélküli egyenleget biztosít. Ez az elsődleges egyenleg a legkedvezőbb lehet jövőre az Európai Unióban.

### A deficitpályában a felfelé mutató kockázatokat érzékeljük erőteljesebbnek

Júniusi Makro Monitorunkban a kormány 2009-es hiánycélját (3,9% a GDP arányában) reális célkitűzésnek tartottuk és szigorú költségvetés mellett teljesíthetőnek ítéltük. 4,1%-os hiány-előrejelzésünk mellett azt vetítettük előre, hogy a kormány a tartalékok zárolásával vagy a tervek kisebb módosításával közel kerülhet a deficitcélhoz. A hiányterv teljesülését övező kisebb kockázatok a tartalékok egy részének (0,3%/GDP) zárolása után is fennmaradtak, mivel a költségvetési intézmények költsége a szigorú kiadáskontroll ellenére magasabb lehet a kormányzati előrejelzéseknél. Előző Makro Monitorunkban külön fejezetben foglalkoztunk a társasági adó várható alakulásával, amely adónem előirányzatát optimistának gondoltuk. A csökkenő vállalati nyereség és a tavalyi év többletbefizetések visszatérítése miatt a társasági adó bevétele várhatóan az akkori prognózisunkban számított mértéket sem éri el; sőt az indirekt adó-emelések áthárításának korlátozott lehetősége (amely a legutóbbi inflációs adatokban is megmutatkozik) még erőteljesebb lefelé mutató kockázatot jelent az adónem várható befizetéseiben. Pontbecslésként (csakúgy, mint júniusban) 4,1%-os hiányt jelzünk előre, de nem tartjuk lehetetlennek a kormányzati hiánycél teljesülését, amihez a korábbi évekre nem jellemző szigorú intézményi kiadás-visszafogásra és egyszeri tételek (rendkívüli osztalékok előírása állami vállalatoknak, kiadások, visszatérítések elhalasztása) beemelésére is szükség lehet. A hiánycél kockázatérzékelésünk szerint tehát legfeljebb nem organikus módon valósulhatna meg, amely a jövő évre vonatkozó kockázatokat tovább gyarapítaná.

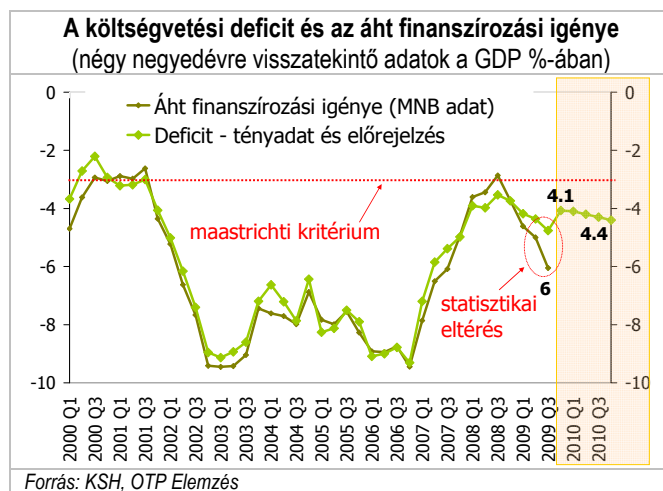


A közszolgák bérének mérséklése, a 13. havi nyugdíj eltörlése, valamint az energia- és a lakástámogatások csökkentése jelentik a 2010-es költségvetés fő pilléreit. 2010-ben jelenlegi előrejelzésünk szerint 4,4% lehet az államháztartási deficit (ez 0,1%-kal magasabb, júniusi prognózisunknál), amely elmarad a kormányzati 3,8%-os tervtől. A kormányzati előrejelzéseknél mintegy 90 mrd Ft-tal kevesebb bevétellel számolunk; egyenként 20 mrd Ft-nál magasabb elmaradást valószínűsítünk a társasági adó, az ÁFA és az ingatlanokhoz kapcsolódó adók területén és alappályánkban a tartalékok felhasználásán túl is legalább 60 mrd Ft kiadási többlettel kalkulálunk. Az államháztartás gazdasági szerepvállalásának elemzése szempontjából fontos konszolidált,

eredményeszemléletű kiadási és bevételi főösszegek 2010-ben mintegy 1%-ponttal csökkenhetnek GDP-arányosan (az összes GDP-arányos kiadás 2008. után újra 50% alá, 49,4%-ra mérséklődhet).

### A visszatekintő adatok szerint cél felett az államháztartás finanszírozási igénye

Az MNB harmadik negyedévre vonatkozó előzetes pénzügyi számlája szerint az államháztartás nettó finanszírozási igénye a GDP 6%-a volt az elmúlt 4 negyedévben. A tavalyi év utolsó negyedévének több, mint 700 mrd Ft-os deficitje közel felét adja a négy negyedévre visszatekintő hiánynak – ez a következő adatból már kiesik –, így az MNB mutatószáma is jelentősen csökkenti fog 2009. egészére.



KSH és az MNB hiányszáma közt meglévő módszertani eltérések most nagymértékben hozzájárultak a magas finanszírozási igényhez. Az MNB statisztikájában a nemzeti bank tranzakciókon (a nettó kamatkidadásokon) elért vesztesége eredményeszemléletben része az adott negyedév finanszírozási igényének, míg a KSH – a vonatkozó uniós előírásoknak megfelelően – később, a veszteségtérítés időpontjában számolja el nemzeti bank hiányát.

### Változások a költségvetési kiadásokra adott előrejelzésünkben

A **közférre bértömegére** adott előrejelzésünk jelentősen emelkedett, miután az Út a munkába programban résztvevőket az államháztartási foglalkoztatottak között jelenítjük meg (2009-ben éves átlagban mintegy 30 ezer fő, jövőre 40 ezer fő). Az előbbi alkalmazottak átlagbére számottevően alacsonyabb, mint a köztisztviselők vagy közalkalmazottak bére; ez az összetétel-hatás is magyarázza azt, hogy az előrejelzésben 6,5%-kal mérséklődik az átlagos eredményeszemléletű bér az államháztartásban (a „rég” költségvetési foglalkoztatottakra -3,5%-kal kalkulálunk). Az államháztartási hiány szempontjából is kulcskérdésnek számít a 2009. végi prémiumfizetések alakulása, mert az év során eddig kisebb mértékű prémiumalkalmazkodást látunk, mint azt júniusban előrevetítettük. Összességében 2009-ben és 2010-ben több, mint 100 milliárd forinttal magasabb bértömeggel kalkulálunk decemberi prognózisunkban, mint júniusi előrejelzésünkben, ennek mintegy 30%-a adódik az Út a munkába program megváltozott becslése miatt. Ez a kiadás-növekedés azonban csak kisebb mértékben jelenik meg a deficit-prognózisban, a bérjellegű kiadások adó-és járuléktartalma miatt.

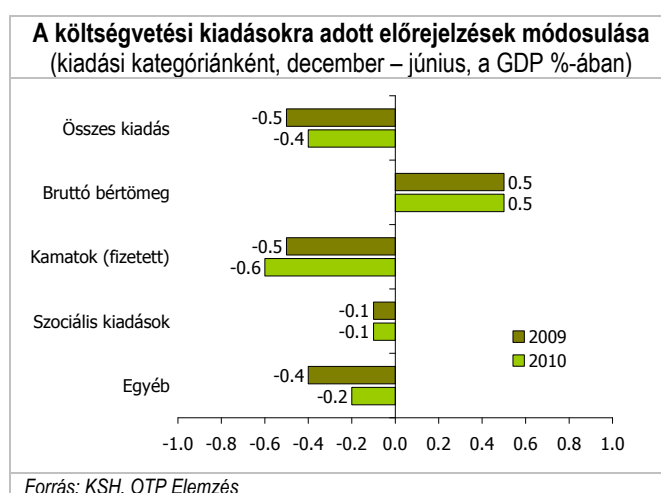
A **szociális kiadások** között eddig nettó módon szereplő fenti transzfereket tehát bruttóként és adóbevételként is elszámoljuk, ennek hatására kissé – mintegy 20 mrd Ft-tal - csökkent a szociális kiadások idei és jövő évre tervezett értéke. A 2010-es szociális kiadásokat előző előrejelzésünkhöz képest további, mintegy 30 mrd Ft-tal mérsékljük, mivel a nyugdíjakat a kormányzati inflációs prognózissal, 4,1%-kal valorizáljuk, szemben a júniusi 5,2%-kal.

A **kamatkiadások** prognózisa az alacsonyabb jegybanki alapkamat-pálya és a lényegesen csökkenő állampapírhozamok miatt szintén jelentősen módosult, jelenlegi előrejelzésünkben mind idénre, mind jövőre



több, mint 100 milliárd forinttal kevesebb kamatkiadást vetítünk előre, mint júniusban. A kormányzati szektor kamatkiadásainak mértékét nagymértékben befolyásolja az a tény, hogy a nemzetközi devizahitelekkel kapcsolatban felmerülő nettó kamatkiadások egy része technikailag a Magyar Nemzeti Banknál jelentkezik, amely nem része a kormányzati szektornak. Az MNB előbbi műveletekből fakadó vesztesége az intézmény saját becslése szerint 2010-ben 126 mrd Ft, 2011-ben 111 milliárd forint lehet, amit a hatályos rendelkezések szerint a 2011-es és a 2012-es év állami költségvetésében jelenhet meg egyenlegrontó tételként. Nem ismerünk olyan módszertani állásfoglalást, amely a veszteségek eredményszemléletű elszámolását írná elő, így a 2010. év jegybanki vesztesége után 2010-ben még nem számolunk állami veszteségtérítéssel (ahogy már említettük, a pénzügyi számlák statisztika eredményszemléletben számolja el a veszteségeket).

Az *egyéb költségvetési kiadásokra* vonatkozó becslésünk azért csökkent, mert a KSH felülvizsgált szektorbontása alapján alacsonyabb EU-s társfinanszírozásból származó működési vagy felhalmozási transzferet jelenítünk meg a bruttó kiadások között 2009-10-ben. A kiadási főösszegre vonatkozó előrejelzés változásának nagyobb része ebből a technikainak tekinthető tényezőtől fakad.



### Keretes írás: A költségvetési szervek kiadásai idén is és jövőre is kockázatokat jelentenek

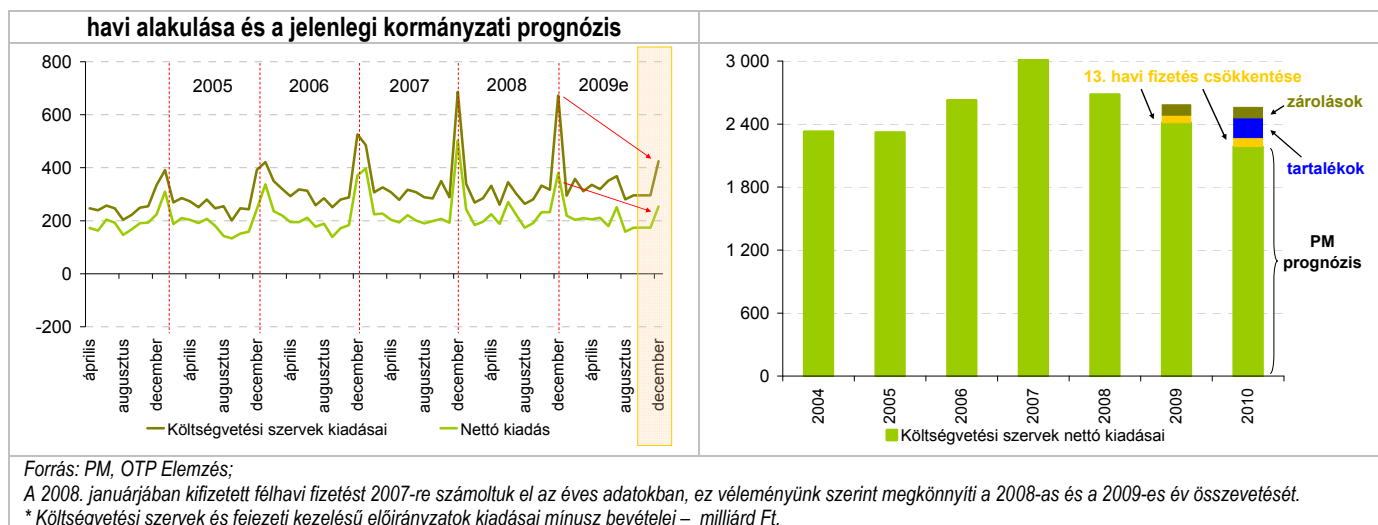
Az alábbi ábrák a költségvetési szervek kiadásait ábrázolják. A költségvetési gazdálkodás sajátossága, hogy a hiánycél megvalósításáért felelős Pénzügyminisztérium csak részleges költségvetési kontrollt gyakorol az intézmények költségvetési tervei és azok megvalósítása felett. Az intézmények a múltbeli adatok tanúsága szerint a saját bevételeiket alultervezik, a bevételi terveken felül beérkező pénzeket pedig elköltik (magasabb év végi bruttó kiadás – lásd bal oldali ábra). Jellemzően nemcsak a bruttó, hanem a nettó kiadások is magasabb értékeket vesznek fel az év utolsó hónapjaiban (különösen decemberben), mivel az év utolsó hónapjában pl. felgyorsulhat a szállítók kifizetése, prémiumfizetésekre vagy az előirányzat maradványok felhasználására kerülhet sor, ezek pedig a költségvetési kiadások között jelennek meg.

A jelenlegi kormányzati prognózisokban (mind 2009-re mind 2010-re vonatkozóan) – akár a tavalyi évhez képest is – számottevően csökken a költségvetési szervek nettó kiadása. A 2009. decemberi nettó költés ugyan kisebb mértékben csökkenne a tervek szerint, mint a bruttó kifizetés (bal oldali ábra), azonban így is jelentősen elmaradna a korábbi években tapasztalt értékektől. A 2010-es költségvetés további mérsékléseket tervez ezen a rovaton (jobb oldali ábra). Mivel a tétel 2007-ben elérte a 3000 milliárd forintot, így - feltételezve a feladatellátás színvonalának szinten maradását – első ránézésre rendkívül kockázatosnak tűnhet a költségvetési szervek nettó kiadásainak további több százmilliárd forintot elérő csökkentése.

A költségvetési szervek kiadásainak és nettó kiadásainak\*

A költségvetési szervek nettó kiadása\*





A költségvetési szervek nettó kiadásai idei évre prognosztizált és jövő évre tervezett nettó kiadásai kisebb kockázatokat hordoznak, amennyiben néhány tétellel korigálunk. Az idei év költsége például azért lehet kisebb, mint a tavalyi kiadás, mert a költségvetési szerveknél foglalkoztatottaknak csökkent a bértömege (mintegy 70 mrd Ft; ez részben az átlagos tb-kulcs júliusi csökkentésének eredménye) és még korábban 100 milliárd forintot zároltak az intézmények előirányzataiból. Figyelemre méltó azonban, hogy még ezekkel a korrekciókkal is kevesebb költés valósulna meg a kormányzati előrejelzés szerint idén, mint 2008-ban, ami a folyamat fenntarthatóságának kérdését veti fel.

A 2010-es intézményi költségek szintje csak akkor nem eredményezi az állami szolgáltatások színvonalromlását, ha a költségvetésbe tervezett tartalékok egy részét ezeken a rovatokon használják fel. A jövő évi költségvetésbe 4 címen összesen 311,5 milliárd tartalékot terveztek. A 79 mrd Ft-os stabilitási tartalékot várhatóan a költségvetési szervek kiadásaival szemben törlik majd (az idei évhez hasonlóan) és várhatóan itt költik el a 13. havi fizetés megmaradó részét (ez becslésünk szerint mintegy 80 mrd Ft lehet). Előbbi kalkulációinkban 159 milliárd forint tartalékot hozzászámoltunk a 2010-es intézményi kiadásokhoz. A céltartalék fennmaradó részét (45 mrd Ft) a távhő ÁFA csökkentésének ellentételezésére, a gyermekétkeztetés finanszírozására költhetik el és az egészségügyi intézmények is pluszforráshoz juthatnak.

A jövő évi költségvetés tartalékaival kapcsolatban tehát kétféle interpretáció is létezhet. Amennyiben azt hangsúlyozzuk, hogy magasabbak az idei költségvetésbe tervezett tartalékok a 2009-es szintnél, akkor kockázatként jelenik meg a költségvetési intézményekre tervezett fenntarthatatlanul alacsony költés. Ha a tartalékok egy részét hozzászámoljuk az intézményi kiadásokhoz, kevésbé tűnik kockázatosnak a költségvetési szervek költése, azonban ekkor az alacsony tartalékszint jelenne meg kockázatként.

### A költségvetési bevételek a korábban előrejelzett pályák mentén alakulhatnak

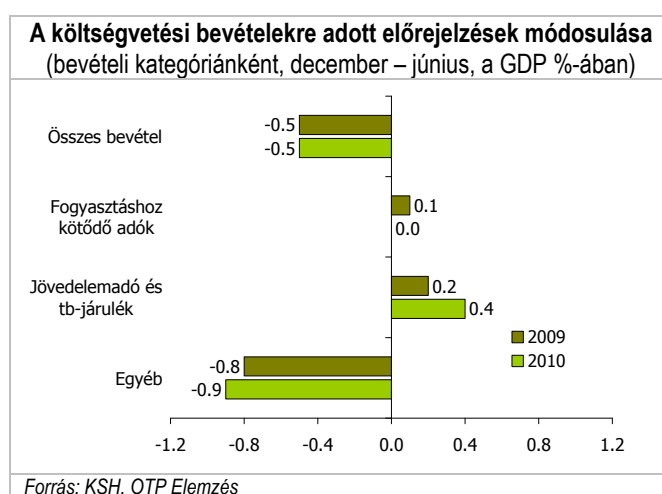
A költségvetési bevételeket meghatározó makro-paraméterek körében júniusi előrejelzésünkhöz képest a legfőbb változás a 2010-es nominális GDP előrejelzésünk csökkentése (26 303 mrd Ft-ról 26 033 mrd Ft-ra). Ennek háttérben főként a háztartások fogyasztására adott pesszimistább reáldinamika és az alacsonyabb fogyasztói árindex prognózis áll. A háztartások nominális fogyasztásától függő adónemek (*ÁFA, jövedéki adó*) nominális bevétele ezért némileg csökkent 2010-es előrejelzésünkben, de ez a GDP-arányos bevételeket – az alacsonyabb vetítési alap miatt – nem érintette.

A társasági jövedelemadó 2009-es előirányzatával kapcsolatban érzékelt kockázatokról már júniusi Makro Monitorunkban is írtunk. Ma már bizonyos, hogy a *vállalati eredményekhez kötődő adók* (társasági adó és különadó, energiaellátók jövedelemadója, hitelintézeti járadék) legfeljebb júniusi pesszimista prognózisunk

szerint teljesülhetnek, ami 685 mrd Ft. 2010-ben kockázatérzékelésünk szerint a vállalati veszteségelhatárolások miatt maradhat mérsékelt a társasági adó befizetése.

A **személyi jövedelmekhez kapcsolódó adók és járulékok** (SZJA és tb-járulék) előrejelzésében a kormányzati prognózisokban szereplő értékekhez hasonló bevételekkel számolunk. Az adó-és járulékalapként megjelenő bruttó keresettömeg 2009-ben nominálisan is csökkenhet a foglalkoztatottság jelentős visszahúzódása mellett. Jövőre már bővíülhet a keresettömeg, annak ellenére a foglalkoztatottság prognózisunkban tovább esik. Júniushoz képest járulék-előrejelzésünk javulása háttérben az Út a munkába programban résztvevők után fizetett tb-járulékok bevétele áll, illetve mostani prognózisunkban mintegy 300 mrd Ft-tal alacsonyabb nominális GDP jelenik meg vetítési alapként.

Az **egyéb bevételek** csökkenése mögött az uniós finanszírozás szektorbesorolásának felülvizsgálata áll főként, de az intézményi bevételek esetében is kissé pesszimistább az előrejelzésünk.



## Kockázatok és várható folyamatok

Már júniusi elemzésünkben is kockázati tényezőként nevesítettük a helyi önkormányzatok jövő évi kiadásait. A helyi önkormányzatok központi támogatása ugyan 85 milliárd forinttal csökken és a recesszió következtében egyéb forrásból származó bevételeik sem haladják majd meg lényegesen az idei szintet, kiadásaiak mégis növekedhetnek a választási évben. Az önkormányzatok betétállománya az MNB adatai szerint a GDP 2%-át éri el, a historikus átlag 1%, így a helyhatóságok a választási évben betétállományuk csökkentésével reagálhatnak központi és egyéb forrásból származó bevételeik mérséklődésére.

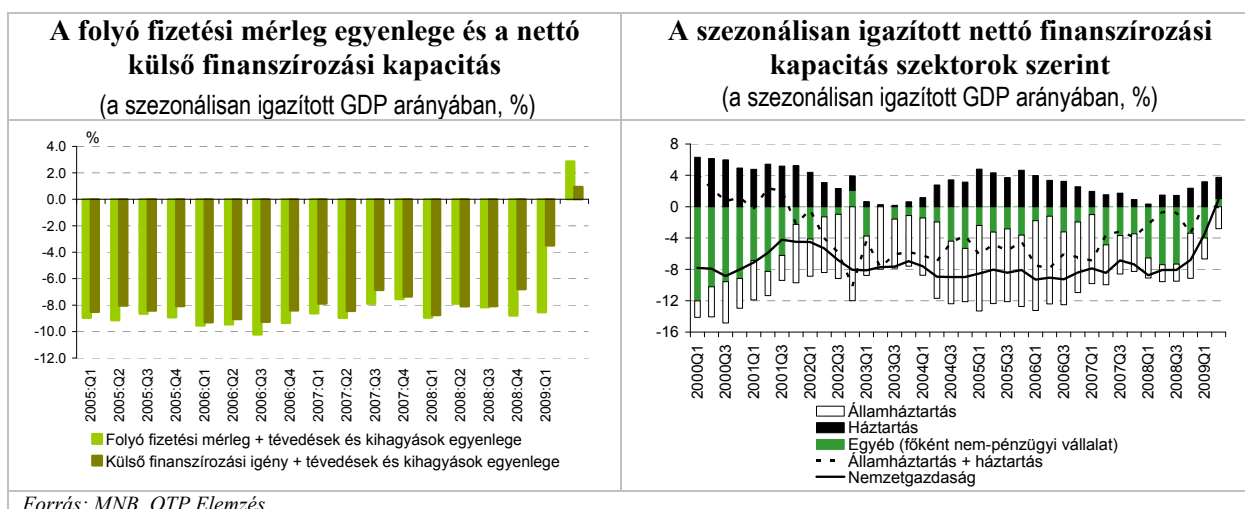
A közösségi közlekedés központi támogatása 40 milliárd forinttal csökken a 2010-es költségvetés szerint. A közlekedésben részt vevő vállalatok strukturális átalakítása nélkül a transzfer csökkentése a cégek eladósodását eredményezi, a hiány pedig újratermelődhet. Az Európai Bizottság novemberi vagy a Költségvetési Tanács októberi elemzéséhez hasonlóan nem számítunk arra, hogy az előirányzott megtakarítás effektívvé válhat.

A közvélemény kutatások azt vetítik előre, hogy a 2010-es parlamenti választások után a legnagyobb ellenzéki párt alakít kormányt. Előbbi párt vezető gazdaságpolitikusának jelzése szerint az új kormány átvállalhatja az eladósodott állami vállalatok (a MÁV Zrt. és a BKV Zrt.) hiteleit. Az adósságvállalás időpontjában a cégek felé állami transzfert kell elszámolni, amely így megnövelheti az államháztartási deficitet. Amennyiben az államháztartási hiány általunk gondolt legvalószínűbb jövő évi értékére kellene becslést adnunk – ez a szám részben későbbi döntések következménye, de itt figyelembe vesszük azt a tény, hogy az ország rendkívül magas külső eladósodottsága következtében nincsen lehetőség laza költségvetési politikára – a 6%-os értéket fogalmazzunk meg.

## FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG: A MEGVÁLTOZOTT FINANSZÍROZÁSI KÖRÜLMÉNYEKHEZ TÖRTENŐ ALKALMAZKODÁS SZÁMOTTEVŐEN CSÖKKENTI A GAZDASÁG KÜLSŐ SEBEZHETŐSÉGÉT

(Kondora Szilárd)

A második negyedéves folyó fizetési mérleg közel 0,5 milliárd eurós többlettel zárt. A historikusan szokatlan pozitív egyenleg háttérében a nemzetgazdaság számára rendelkezésre álló új külföldi források elapadása áll, aminek következtében a belföldi felhasználás és az import jelentősen visszaesett. Várakozásainkat meghaladó módon alkalmazkodott a vállalati szektor a megváltozott finanszírozási körülményekhez, a negatív előjelű közvetlen tőkebefektetések és a készletállomány csökkenése miatt pozitívba fordult a szektor finanszírozási kapacitása. 2009. egészében a nemzetgazdaság finanszírozási igénye jelentősen - akár nullára - csökkenhet, a mérséklődésnek az IMF-től és az uniótól érkező hitelek, az EU-s transferek és a várhatóan pozitív nettó működőtőke-beáramlás szabhat gátat. Az államháztartás és a háztartás összesített egyenlege nulla körül alakulhat, a vállalati szektor finanszírozási igénye a historikus tapasztalatok szerint növekedhet, így az idei 1,5%-os fizetési mérleg hiány jövőre a GDP 3,1%-ára emelkedhet.



### A fizetési mérleg tételeinek alakulása

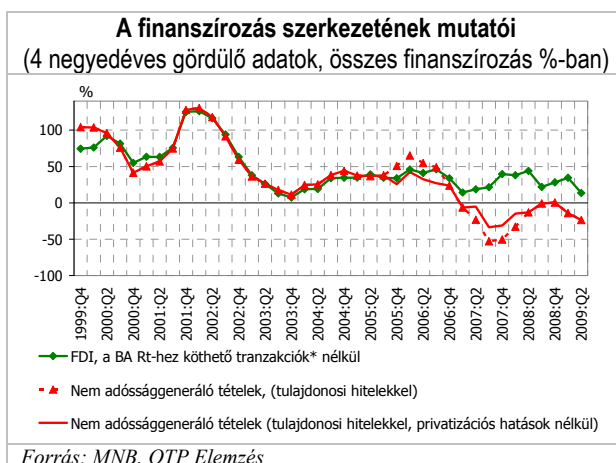
2009. második negyedévében a folyó fizetési mérleg többlete 476 millió eurót ért el. A szezonálisan igazított egyenleg ennél is magasabb, 648 millió euró volt, ami a szezonálisan igazított GDP 2,9%-a. Utoljára 1995-ben volt arra példa, hogy egy negyedév folyó fizetési mérleg adata pozitív legyen. A folyómérleg alkalmazkodásának fő vezérlője a meredeken csökkenő külföldi finanszírozás (a pénzügyi mérleg deficitje) és az ennek következményeként megfigyelhető belföldi alkalmazkodás. A korábbi várakozásainkat is meghaladó alkalmazkodás háttérében a vállalati szektor finanszírozási igényének számottevő csökkenése állt. A második negyedévben mind a háztartások, mind az államháztartás finanszírozási igénye várakozásainknak megfelelően alakult, sőt a háztartások a július eleji ÁFA-emplés miatt előrehozták fogyasztásukat, ami csökkentette a szektor finanszírozási kapacitását. A vállalatok felé irányuló közvetlen tőkebefektetés viszont negatívvá vált a negyedévben, ezen kívül a szektor finanszírozási szükségletét jelentősen mérsékelte a vállalati készletek csökkenése (a készletváltozás értéke a negyedéves GDP 5,5%-a volt), aminek következtében a vállalatok finanszírozási kapacitása pozitívba (0,9% a szezonálisan igazított adatok szerint) fordult, ami historikus adatokra tekintve rendkívül szokatlan.

A második negyedévben Magyarország 1,4 milliárd euró hitelt vett fel a nemzetközi intézményektől, a teljes pénzügyi mérleg ennek ellenére 2 milliárd eurós deficitet mutatott. A finanszírozási deficitet elsősorban a közvetlen tőkebefektetések -0,9 mrd eurós és a portfólió befektetések -1,3 mrd eurós egyenlege eredményezte, ez utóbbi tételen belül kiemelhetjük, hogy a nem-rezidensek által tartott kötvények állománya a második negyedév során több, mint 2 mrd euróval csökkent. A külső források elapadása következtében mind a háztartások

fogyasztása, mind a beruházás meredeken csökken. A folyó fizetési mérlegben ezért folytatódott az import meredek visszaesése (folyó áron -32,2% év/év), az árumérleg ezért majdnem 1,4 mrd eurós többlettel zárt.

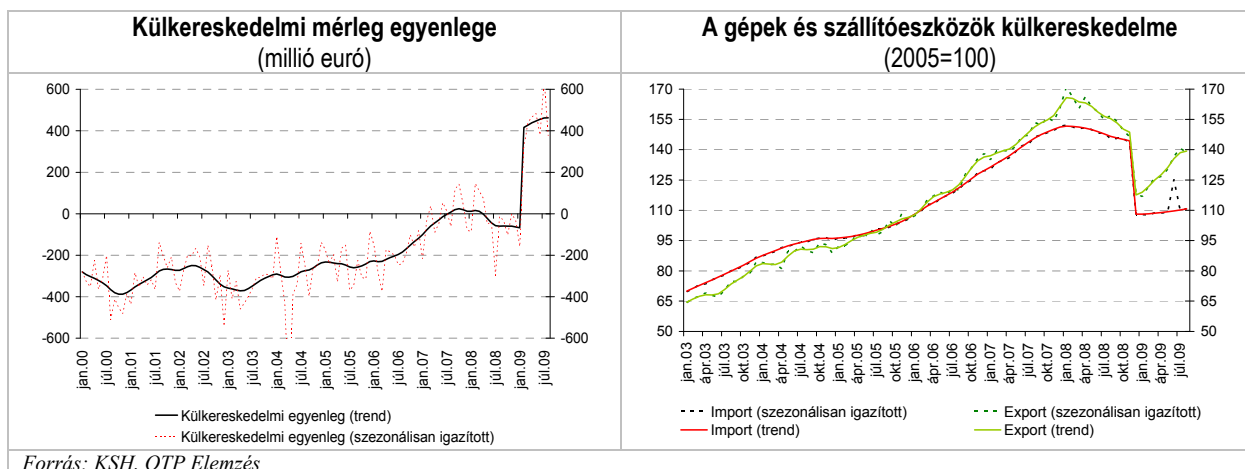
Az MNB által végrehajtott módszertani változások közül az EU-transzferek eredményszemléletű elszámolását emelnénk ki, amely konzisztenciát biztosít a nem-pénzügyi és pénzügyi számlák statisztikákkal. Ezzel kapcsolatban fontos megjegyeznünk, hogy az unióból érkező folyó- és tőketranszferek 715 millió euróval járultak hozzá az ország finanszírozási kapacitásához.

### A folyó fizetési mérleg hiányának finanszírozása



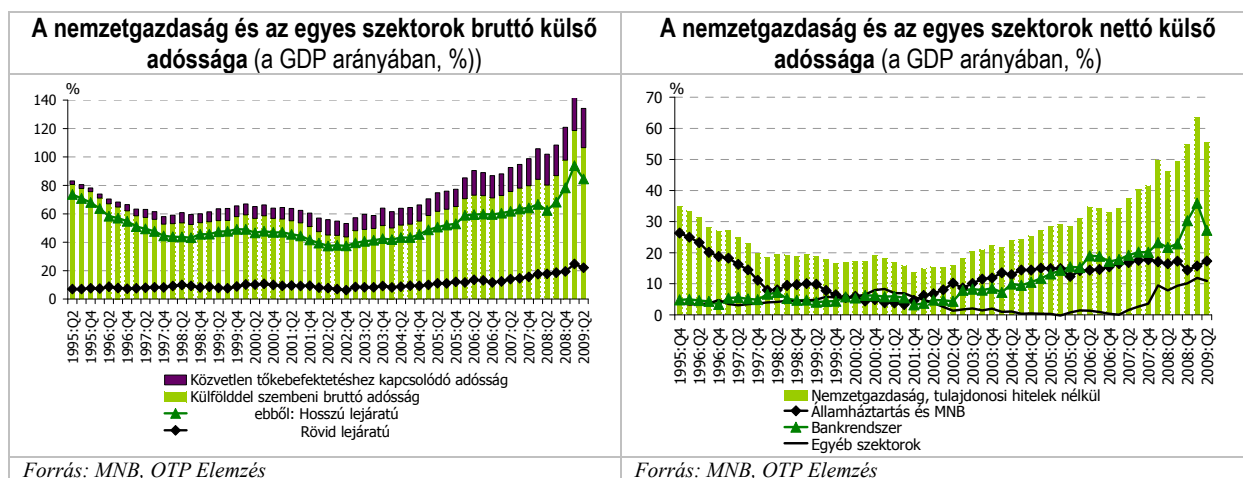
### A pozitív szaldójú külkereskedelmi mérleg háttérében álló folyamatok

Kivitelünk várakozásainkhoz képest kevésbé, még behozatalunk nagyobb mértékben esett vissza, ami jelentős javulást eredményezett külkereskedelmi egyenlegünkben. Az import nem várt mértékű visszaesése mögött elsősorban a különösen nagy importigényű felhasználás oldali tételek (autók, tartós fogyasztási cikkek, gépberuházások) álltak. Ezzel szemben exportunkra jótékony hatással volt mind a forint árfolyama, mind pedig a több külkereskedelmi partnerünknel beindított roncsprémiumok hatása. Ez tükröződik a gépek és a szállítóeszközök kivitelében, amely a januári mélypont óta közel 20%-kal emelkedett. Elképzelhetőnek tartjuk azonban, hogy a roncsautó-prémiumok által megemelkedett autóipari kibocsátás hatása átmenetinek bizonyul, ami a hazai gépexport mérséklődését vonja maga után, a külkereskedelmi többlet pedig mérséklődésnek indulhat. Ehhez járulhat hozzá az óriási visszaesés után újraéledő hazai autópiac és tartós fogyasztási cikkek iránti kereslet.



## A bruttó és a nettó külső adósság alakulása

A nemzetközi szervezetektől felvett devizahitelek értéke Magyarország esetében eddig 14,7 milliárd eurót ér el, ebből 13,3 milliárd forintot a kormányzati szektor vett fel, 1,4 milliárd eurót az MNB. A bruttó államadósság szintjét csak a kormányzati szektor által devizatartalékként elhelyezett 8,8 milliárd euró és a kereskedelmi bankok felé továbbhitelezett 2,1 milliárd euró növelte teljes egészében. Hosszú- és középlejártú forintkötvények visszavásárlására és deficitfinanszírozásra 2,4 milliárd eurót fordított az adósságkezelő; ebből a kötvények visszavásárlása az adósságot nem, csak az adósság devizastruktúráját változtatta meg. Az IMF-hitelből csak a deficitfinanszírozásra fordított rész emelte az ország nettó külső adósságát. A többletbe forduló folyó fizetési mérleg mellett a forint felértékelődése (az euró árfolyama a március végi 309-ről június végére 272-re csökkent) is hozzájárult a GDP-arányos nettó adósság csökkenéséhez. A nemzetgazdaság nettó külső adóssága – tulajdonosi hitelek nélkül – a GDP 55,4%-a volt a második negyedév végén.



## Várható folyamatok

A válság következtében a külföld az eladósodott országok vonatkozásában lényegesen kisebb folyó fizetési mérleg hiányt tart majd fenntarthatónak, mint korábban. A válság alsó fordulópontján, 2009. második negyedévében a külföld kötvényekhez, pénzügyi eszközökhöz, pénzügyi derivatívákhoz és egyéb tartozásaihoz kapcsolódó adósságtípusú instrumentumainak 98%-át megújította. Az adósságmegújítás magas rátája miatt alapesetben sem érdemi (akár a GDP %-ában kétszámjegyű) többletbe forduló folyó fizetési mérleg egyenleggel, sem mostani előrejelzésünkben előrevetitennél mélyebb reálgazdasági korrekcióra nem számítunk. Ez egyszerűen azt is jelenti, hogy az ország bruttó külső adósságának fenntartható szintre csökkentése egy hosszabb folyamat lehet.

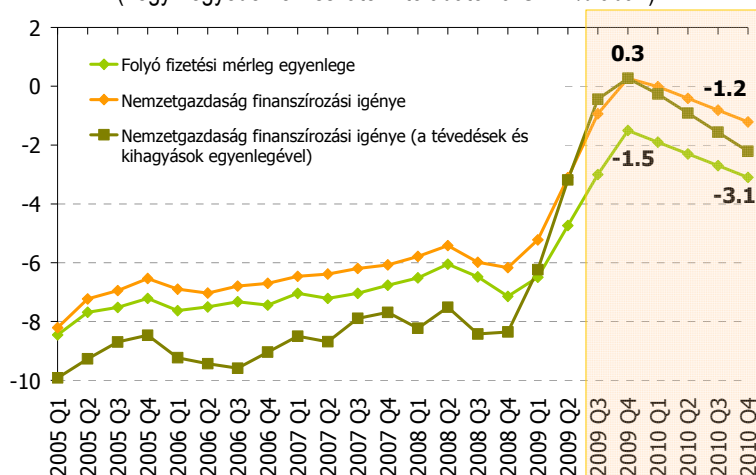
Az alacsony folyómérleg hiány egyik vezérlője hazánkban az államháztartás tartósan alacsonyabb deficitje lehet, idén 4,1%-os, jövőre 4,4%-os hiányt jelzünk előre. 2009-ben a háztartások nettó finanszírozási képessége a hitelfelvétel lassulása miatt emelkedhet. A háztartások finanszírozási képességének emelkedésében az óvatosság fontos motívum, ezért a folyamat tartós lehet. Prognózisunkban a háztartások finanszírozási kapacitása a GDP 3,2%-át éri el idén, jövőre pedig 3,3% közelében alakulhat. A vállalatok finanszírozási igénye a historikus tapasztalatok szerint növekedhet, a készletciklus fordulásával, majd a tőkeáramlások újraindulása után újra negatív lehet a vállalati egyenleg.

A folyó fizetési mérleg hivatalos egyenlege 2009-re vonatkozó prognózisunkban a GDP -1,5%-a lehet. A tökemérleg szaldója várhatóan megközelíti a GDP +2%-át a beáramló EU-forrásoknak köszönhetően. A tévedések és kihagyások egyenlege a szezonálisan igazított adatok szerint a második negyedévben nulla közelébe emelkedett (az elmúlt évben a GDP -2%-a volt). Az év egészét tekintve akár enyhén pozitív előjelű tévedések és kihagyások adatot is várhatunk, mivel a tétel alakulását elsősorban a külkereskedelem komponenseinek dinamikája befolyásolhatja, ez utóbbi statisztika pedig többletet és pozitív export-import ollót



mutat. A nemzetgazdaságnak 2009-ben mindezek eredményeként finanszírozási kapacitása lehet (+0,3% a GDP arányában), amely érdemi, de nem drasztikus alkalmazkodásnak tekinthető.

### A folyó fizetési mérleg egyenlege és a nettó külső finanszírozási kapacitás (négy negyedévre visszatekintő adatok a GDP %-ában)



Forrás: MNB, OTP Elemzés

Makrogazdasági alappályánkban 2010. első negyedévtől kezdődően már gazdasági növekedésével és újrainduló tőkeimporttal számolunk, ezért korábbi várakozásainkkal összhangban jövőre már növekedhet a folyó fizetési mérleg hiánya. Ugyan a tévedések és kihagyások egyenlege a revitalizáló importtevékenység miatt újra negatív lehet (-1% a GDP%-ában), az uniótól érkező transzferek miatt a tökemérleg egyenlege az idei évhez hasonlóan mintegy 2%-os szufficitet mutathat. Mindezek eredményeként a nemzetgazdaság finanszírozási szükséglete jövőre a GDP 1-2%-a körül alakulhat.

### A fizetési mérleg fő sorainak adatai és az OTP előrejelzése

	2005	2006	2007	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2008	2009 Q1	2009 Q2	2009F	2010F
<b>Nem igazított adatok, millió euró</b>												
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege	-6380	-6 707	-6 872	-1 535	-1 550	-2 239	-2 268	-7 591	-562	476	-1 361	-2 962
II. Tökemérleg egyenlege	599	667	703	44	122	129	739	1034	300	415	1 633	1 815
III. Külső finanszírozási igény (I+II)	-5781	-6039	-6169	-1490	-1428	-2110	-1529	-6557	-261	891	272	-1 146
IV. Tévedések és kihagyások egyenlege (NEO)	-1704	-2 110	-1 643	-1461	-322	-744	208	-2 319	-174	629	0	-955
V. Folyó fizetési mérleg egyenlege +NEO	-8084	-8 816	-8 515	-2 996	-1 873	-2 982	-2 059	-9 910	-735	1 104	-1 361	-3 917
VI. Külső finanszírozási igény + NEO	-7485	-8 149	-7 811	-2 951	-1 750	-2 854	-1 321	-8 876	-435	1 520	272	-2 102
<b>Nem igazított adatok, a GDP %-ban</b>												
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege	-7.2	-7.5	-6.7	-6.0	-5.5	-8.1	-9.0	-7.1	-2.8	2.1	-1.5	-3.1
II. Tökemérleg egyenlege	0.7	0.7	0.7	0.2	0.4	0.5	2.9	1.0	1.5	1.8	1.8	1.9
III. Külső finanszírozási igény (I+II)	-6.5	-6.7	-6.0	-5.8	-5.1	-7.7	-6.0	-6.2	-1.3	3.9	0.3	-1.2
IV. Tévedések és kihagyások egyenlege (NEO)	-1.9	-2.3	-1.6	-5.7	-1.1	-2.7	0.8	-2.2	-0.9	2.7	0.0	-1.0
V. Folyó fizetési mérleg egyenlege +NEO	-9.1	-9.8	-8.3	-11.7	-6.6	-10.9	-8.1	-9.3	-3.6	4.8	-1.5	-4.1
VI. Külső finanszírozási igény + NEO	-8.5	-9.1	-7.6	-11.6	-6.2	-10.4	-5.2	-8.3	-2.2	6.6	0.3	-2.2
<b>Szezonálisan igazított adatok, a GDP %-ban</b>												
I. Folyó fizetési mérleg egyenlege				-6.5	-5.9	-5.9	-6.5		-7.3	2.9		
II. Tökemérleg egyenlege				0.6	0.5	0.4	2.5		1.9	1.9		
III. Külső finanszírozási igény (I+II)				-6.3	-6.1	-5.8	-4.5		-2.3	1.0		
IV. Tévedések és kihagyások egyenlege (NEO)				-2.4	-2.0	-2.3	-2.3		-1.2	-0.1		
V. Folyó fizetési mérleg egyenlege +NEO				-9.0	-7.9	-8.2	-8.8		-8.5	2.9		
VI. Külső finanszírozási igény + NEO				-8.8	-8.1	-8.1	-6.8		-3.5	0.9		
<b>Emlékeztető tételek</b>												
VII. Nettó külső adósság	24802	31057	41 767	49 643	50 951	54 019	55 241	55 241	53 980	52 697		
Nettó külső adósság/GDP	29	33	41	50	46	50	55	55	63	55		

## MONETÁRIS POLITIKA: MEDDIG CSÖKKENHET AZ ALAPKAMAT?

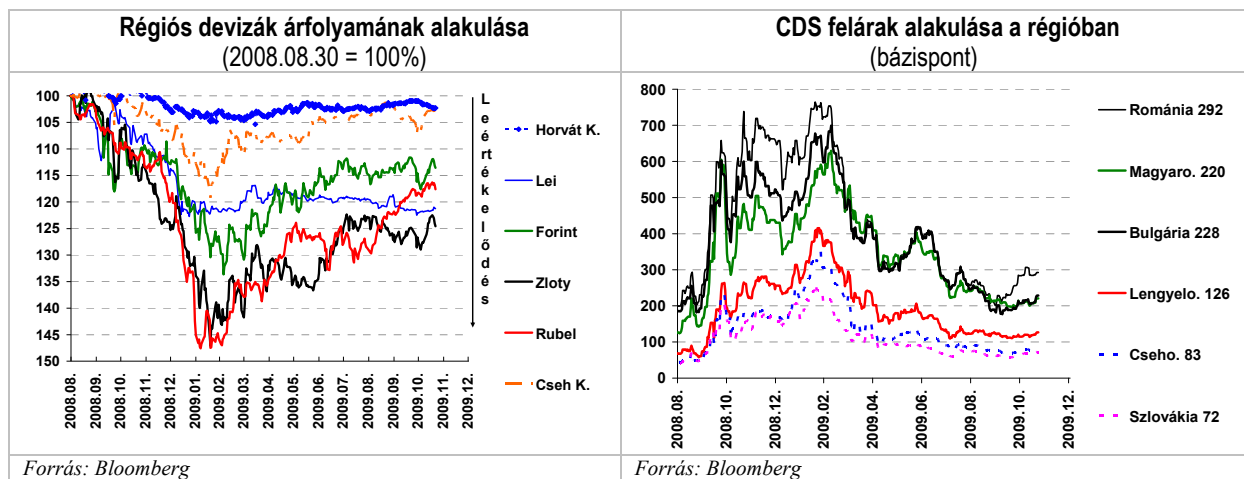
(Tardos Gergely)

Legutóbbi Makro Monitorunkban úgy véltük, a nagymértékű jegybanki kamatcsökkentést a kedvezőtlen külső környezet és a magasan ragadó infláció nem teszi lehetővé. A várttal szemben a külső környezet erőteljesen javult, az árfolyam a válságot megelőző szintek közelébe erősödött vissza, az infláció tekintetében pedig sorozatos pozitív meglepetésekre került sor. Mindez lehetővé tette egy erőteljes monetáris lazítási ciklus megindítását, az alapkamat 9,5%-ról 6,5%-ra csökkent és további kamatvágások várhatóak.

A legfontosabb kérdés most az, hogy meddig lehet úgy csökkenteni a kamatszintet, hogy a leértékelődés ne veszélyeztesse se az inflációs, se a pénzügyi stabilitási célokat. A legvalószínűbb forgatókönyv, hogy a jegybank 2009 végéig 6, 2010 elején pedig a piac által várt 5,5%-ig csökkenti az alapkamat szintjét. Meglepetés hiányában ez esetben az árfolyam a jelenlegi szint körül ingadozik majd. Ugyanakkor a fenti feltételeknek a jelenleginél gyengébb, akár a 275-285 árfolyamsávban ingadozó forint is megfelel, és ezzel párhuzamosan további lazításra is sor kerülhet, de ez esetben sem számítunk 5% alá csökkenő jegybanki alapkamatra. A kockázatok szimmetrikusak, az alappályától elsősorban a külső környezet, másodsorban pedig a hazai költségvetéssel kapcsolatos fejlemények téríthetik le a kamatpolitikát.

Előző Makro Monitorunkat azzal zártuk, hogy a kamatcsökkentési ciklus kitolódására, 2009-végéig 9,5%-os, 2010-ben pedig 7,5%-ra csökkenő alapkamatra számítunk, és legfeljebb egy erősen javuló külső környezet esetén kerülhet sor korábbi kamatcsökkentésekre. Az óvatos kamatpolitika mellett szóló legfőbb érünk az akkori előrejelzésünk szerint magasan ragadó infláció volt. Korábbi előrejelzésünk feltételezései azonban nem teljesültek.

A fejlett országokban a reálgazdasági folyamatok – részben az állami keresletöszönzés következtében – erőteljesen fordulatot vettek, ami a globális kockázatvállalási hajlandóság folyamatos emelkedéséhez és a régiós eszközök iránti kereslet erősödéséhez vezetett. A régiós devizák többsége sokat erősödött a tavaszi mélypontokhoz képest, a CDS felárak pedig drasztikusan mérséklődtek.



A külső környezet javulása mellett a belső tényezők is jobban alakultak a várakozásoknál. A költségvetési restrikciónak következtében Magyarország azon Európai Unió országok közé került, ahol a legalacsonyabb lehet a költségvetés hiánya a következő években. A költségvetésen túl a magánszektorban is erős alkalmazkodás indult be, mind a háztartások, mind a vállalatok nettó finanszírozási igénye drasztikusan csökkent. Emiatt többletbe fordult a folyó fizetési mérleg egyenlege és a következő években a háztartások nettó pénzügyi megtakarításai finanszírozni tudják majd a költségvetés hiányát. A visszaeső kereslet és az erős árfolyam miatt az inflációban is sorozatos pozitív meglepetésre került sor. A fenti tényezők együttesen azt eredményezték, hogy az enyhülő stabilitási kockázatokról a jegybank figyelme a mérséklődő inflációs nyomás és a recessziós hatások enyhítése felé fordulhatott, és elindulhatott egy erőteljes monetáris lazítási ciklus. Június óta öt alkalommal összesen 300 bázisponttal 9,5%-ról 6,5%-ra mérsékelte irányadó kamatszintjét a Monetáris Tanács.

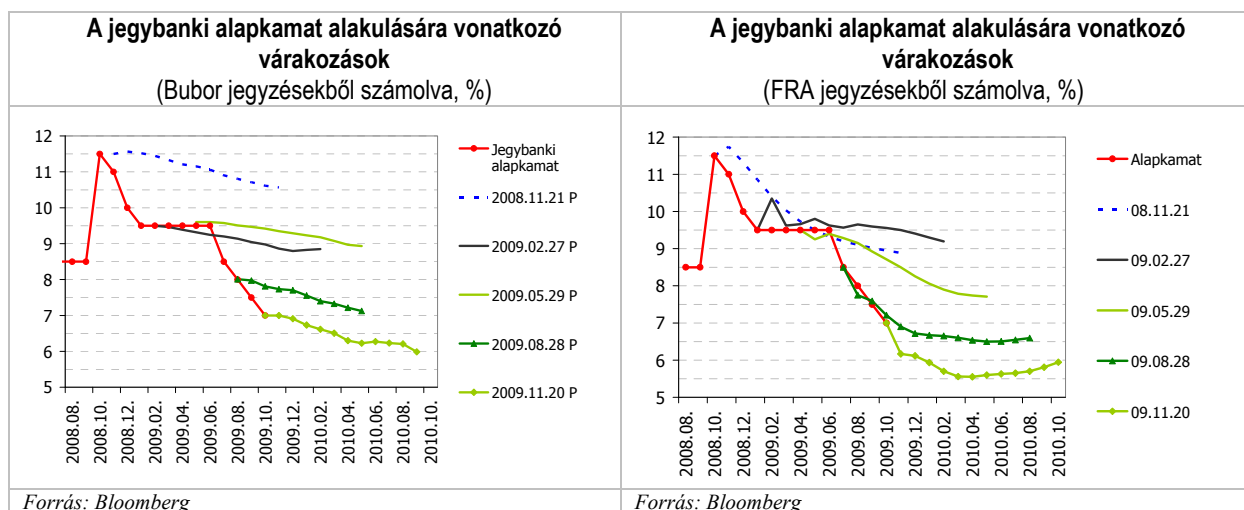


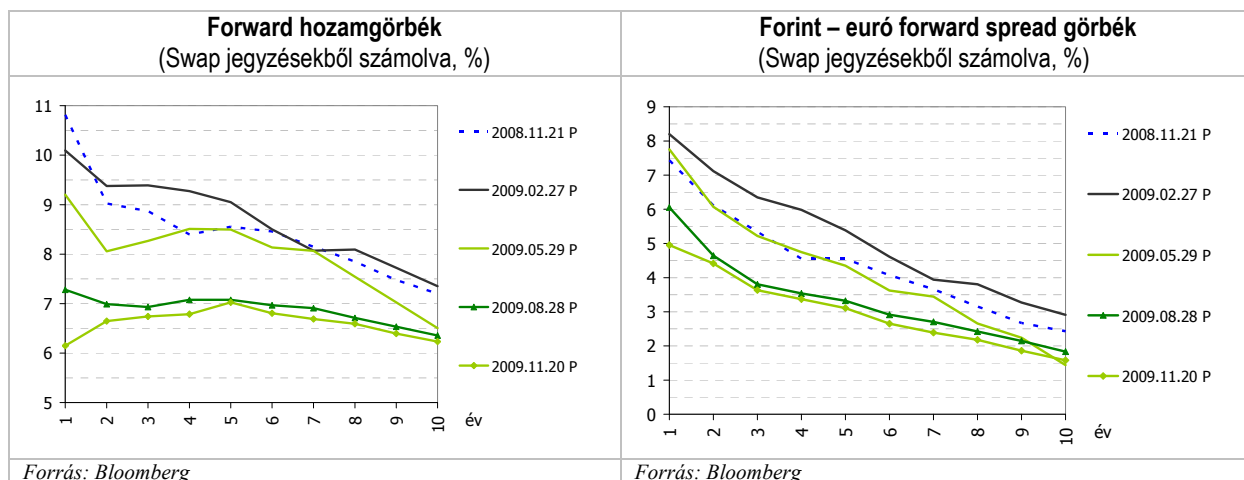
## Az év végéig 6, jövő év közepére 5,5%, kedvező esetben 5%-ig csökkenhet a jegybanki alapkamat

A monetáris politikát a következő negyedévekben továbbra is a pénzügyi stabilitás és az inflációs cél fogja meghatározni. Ezen célok között azonban az előrejelzési horizonton nagy valószínűséggel nem lesz ellentmondás, a gyenge belső kereslet miatt ugyanis folytatódhat a defláció, ami miatt a jegybank figyelhet a konjunktúrára is.

Az árfolyam jelenlegi szintje valószínűleg erősebb, mint amit a jegybank kívánatosnak tart. A korábbi Makro Monitorainkban többször leírtuk, a konjunktúra szempontjából van egy optimális mértéke a leértékelődésnek. Ez az optimum egyrészt abból fakad, hogy a gyengülő árfolyam versenyképességi hatása marginálisan csökkenő, mert az addicionális leértékelődés egyre nagyobb mértékben az árak emelkedésében jelenik meg. Ezzel szemben a leértékelődés a belső keresletre gyakorolt marginális hatása emelkedik a devizahitelezés miatt. A gyengülés az emelkedő törlesztőrészek miatt visszafogja a fogyasztást és a beruházást, ami még hozzávetőlegesen lineáris. De egy bizonyos mértékű leértékelődés után egy egységnyi leértékelődés recessziós hatásait növeli egyrészt az óvatossági megtakarítások felfutása, másrészt pedig a hitelezés leállása, illetve negatívba fordulása. A megfelelő mértékű leértékelődés számszerűsítése meglehetősen bonyolult, de a korábbi devizaválságok nemzetközi tapasztalatai alapján úgy véljük, 10-15%-os leértékelődés még nem okoz számottevő problémát a devizahitelezések esetében, miközben a versenyképességi hatások még jelentősek. Ez alapján valahol a 275 - 290 forint / eurós sávban lehet a fent említett optimum, amelyen belül a külső környezet sebezhetősége és az inflációs célok miatt a jegybanki komfortzóna inkább az erősebb szintek környékén lehet.

Úgy véljük, a jegybank 2009 végéig további 50 bázisponttal 6%-ra csökkenti a jegybanki alapkamat szintjét, majd 2010 elején egy, esetleg két lépésben gyorsan eléri a kamatciklus piacok által valószínűsített 5,5%-os alját. (Mind a piaci elemzők konszenzusa, mind a piaci FRA hozamgörbe alapján 5,5%-ot tükröz. Noha a Bubor forward hozamgörbe lassabban csökkenő irányadó kamatszintet tükröz, ez a hozamgörbe a múltban is kevésbé jól jelezte előre a monetáris politika irányait.) Ez esetben az árfolyam a jelenlegi 265-275 forint / eurós sávban ingadozhat majd.





### A külső környezet jelenti a legnagyobb kockázatot, a belső tényezők közül pedig elsősorban a költségvetésre érdemes figyelni

Az alappályával kapcsolatos kockázatok azonban továbbra is jelentősek, eloszlásukat szimmetrikusnak tartjuk. A magasabb kamatpálya irányába mutató kockázatok közül elsősorban a külső környezetre érdemes figyelni. A pozitív hangulat ugyanis törekény, a fejlett országok egy jelentős részében pedig aggodalomra adhat okot az államadósság várható gyors növekedése. Hamarosan a fejlett országoknak be kell mutatniuk azt, hogy hogyan képzelik a kilépést az eddigi erőteljes fiskális és monetáris expanzióból, ez pedig a növekedési várakozásokkal kapcsolatos optimizmus mérséklődését eredményezheti majd, valamint a kockázati étvágy csökkenését.

A belső kockázatokot tekintve az előttünk álló időszakot érdemes két periódusra bontani, a jövő évi országgyűlési választásokat megelőző, és az azt követő időszakokra. A választásokat megelőzően enyhén az alacsonyabb kamatpálya felé mutatnak a kockázatok. A jegybank dönthet úgy, hogy addig csökkenti az irányadó kamatszintet, amíg az árfolyam nem gyengül vissza a feljebb említett 275 - 290 forint / eurós sávba. A fiskális politika jövőjével kapcsolatos kockázatok miatt azonban ezen forgatókönyv esetén sem számítunk arra, hogy az első félévben 5% alá csökkenne az alapkamat-szintje.

Az új kormány felállása után azonban jelentősen átrendeződnek a kockázatok. A költségvetési alappályája és a célok között is számottevő feszültség van, 2010-ben csak érdemi addicionális megszorításokkal teljesülhetnek a vállalt kötelezettségek. Ezen túl a korábbi években felhalmozódott kvázi fiskális adósság esetleges átvállalása is feszültségeket eredményezhet a pénzpiacon és megnövelheti a forinteszközöktől elvárt felárat. Különösen, ha nem sikerül megfelelően kommunikálni azt, hogy ezen adósságok a múltban képződtek és nem kerül sor olyan intézkedésekre, ami a kvázi fiskális tevékenységből fakadó hiány és adósság újratermelődését megakadályozná. Emiatt 2010 második felében megítélésünk szerint csak akkor kerülhet sor további kamatcsökkentésre, ha a befektetők számára egyértelművé válik, hogy az államháztartás hiánya a jövőben erős kontroll alatt marad és az új kormányzat bejelent és a szükséges intézkedésekkel alátámaszt egy gyors euró-bevezetési céldátumot.

\* \* \*

### A fontosabb makrogazdasági mutatók prognózisa

(változás év/év, ha másként nem jelezzük)

Főbb makrogazdasági mutatószámok	Tény					Előrejelzés	
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Nominális GDP (folyó áron, mrd Ft)	20 696	21 993	23 775	25 479	26 621	<b>25 484</b>	<b>26 033</b>
Bruttó hazai termék (volumen)	4.7%	3.9%	4.0%	1.2%	0.6%	<b>-6.7%</b>	<b>-0.3%</b>
Lakossági fogyasztás (volumen)	2.8%	3.5%	1.9%	-1.4%	0.1%	<b>-6.3%</b>	<b>-2.5%</b>
Háztartások fogyasztási kiadásai (volumen)	2.5%	3.4%	1.9%	0.5%	-0.5%	<b>-7.3%</b>	<b>-2.9%</b>
Közösségi fogyasztás (volumen)	-0.1%	-0.1%	4.9%	-4.5%	-1.9%	<b>1.5%</b>	<b>1.9%</b>
Állóeszköz felhalmozás (volumen)	7.9%	5.8%	-3.7%	1.8%	-2.6%	<b>-6.0%</b>	<b>-4.3%</b>
Export (volumen)	15.0%	11.3%	18.6%	16.4%	4.8%	<b>-13.0%</b>	<b>2.2%</b>
Import (volumen)	13.7%	7.0%	14.8%	13.4%	4.7%	<b>-19.3%</b>	<b>1.5%</b>
Kormányzati szektor egyenlege (mrd Ft)	-1 320	-1 721	-2 201	-1 258	-1 009	<b>-1 035</b>	<b>-1 147</b>
GDP arányában	-6.4%	-7.8%	-9.3%	-4.9%	-3.8%	<b>-4.1%</b>	<b>-4.4%</b>
Folyó fizetési mérleg egyenlege (mrd euró)*	-6.9	-6.0	-5.4	-6.1	-8.9	<b>-1.4</b>	<b>-3.0</b>
GDP arányában	-8.4%	-6.8%	-6.0%	-6.4%	-8.4%	<b>-1.5%</b>	<b>-3.1%</b>
Bruttó nominális keresetek**	7.5%	7.0%	7.1%	6.6%	7.0%	<b>1.2%</b>	<b>2.1%</b>
Bruttó reálkeresetek	0.7%	3.3%	3.1%	-1.2%	0.9%	<b>-2.9%</b>	<b>-1.9%</b>
Rendelkezésre álló jövedelem***	10.9%	8.7%	3.1%	2.9%	5.7%	<b>-1.2%</b>	<b>0.4%</b>
Reál rendelkezésre álló jövedelem	3.9%	4.9%	-0.8%	-4.7%	-0.3%	<b>-5.2%</b>	<b>-3.5%</b>
Foglalkoztatottság	-0.6%	0.1%	0.7%	-0.2%	-1.1%	<b>-2.6%</b>	<b>-1.0%</b>
Munkanélküliségi ráta (éves átlag)	6.1%	7.2%	7.5%	7.4%	7.8%	<b>10.1%</b>	<b>11.0%</b>
Infláció (éves átlag)	6.7%	3.6%	3.9%	8.0%	6.0%	<b>4.2%</b>	<b>4.0%</b>
Infláció (dec/dec)	5.5%	3.3%	6.5%	7.4%	3.5%	<b>5.7%</b>	<b>2.7%</b>
Jegybanki alapkamat (év vége)	9.50%	6.00%	8.00%	7.50%	10.00%	<b>6.0%</b>	<b>5.5%</b>
1 éves dkj-kamatláb (átlag)	10.7%	6.8%	7.3%	7.4%	9.0%	<b>8.6%</b>	<b>6.1%</b>
Reálkamat (átlag, ex post)	3.7%	3.1%	3.3%	-0.5%	2.8%	<b>4.2%</b>	<b>2.0%</b>
EUR/HUF árfolyam (átlag)	251.4	248.0	264.2	251.3	251.5	<b>281.0</b>	<b>272.5</b>
EUR/HUF árfolyam (év vége)	245.2	252.7	252.3	253.4	264.8	<b>275.0</b>	<b>270.0</b>

Forrás: KSH, MNB, OTP Bank

\*: A folyó fizetési mérleg hivatalos hiánya (tévedések és kihagyások nélkül)

\*\*: A bérek számításánál a versenyszféra esetében a fehéredés és a prémiumok megváltozott szezonálisától szűrt, míg a költségvetési bérek esetében az eredmény szemléletű bér adatok használtak

\*\*\*: A Pénzügyi Számlák alapján alulról számított rendelkezésre álló jövedelem

Ezt az elemzést az OTP Bank Rt. a rendelkezésére bocsátott információkból állította össze. Mivel az információ forrásától az információk valóságnak megfelelőségéről, helyállóságáról és teljességéről biztosítékot nem kapott, a továbbadott, feldolgozott információkért és az azokból levont következtetésekért felelősséget nem vállal. Az elemzés az OTP Bank Rt. szakembereinek az elemzésben tárgyalt témára vonatkozó tudományos módszerek alapulvételével az elemzésben megjelölt időszakra kialakított véleménye, ami nem tekinthető ajánlatnak vagy befektetési eszközökre vonatkozó ügyletek megkötésére ösztönző nyilatkozatnak. Ezen elemzés a szerzői jogról szóló 1999. LXXVI. tv. szerinti védelem alatt áll, az OTP Bank Rt. ebből eredő minden jogot (pl. nyilvánosságra hozatal, felhasználás, terjesztés, stb.) fenntart.