

**Makrogazdasági elemzés és
előrejelzés a Költségvetési
Tanács részére**

2013. szeptember



© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A jelentést Virovác Péter kutatási csoportvezető szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítették: Ádám János, Ballér Kata, Cseh András, Pitz Mónika és Virovác Péter.

A felhasznált adatbázis szeptember 12-én zárult le. A kiadványban megjelenő előrejelzés módszertana megtalálható a Statisztikai Szemle 89. évfolyamának decemberi számában (Balatoni András – Mellár Tamás [2011]: Rövid távú előrejelzésre használt makroökonometriai modell. (1213–1241. oldal).

Tartalomjegyzék

Előszó.....	1
Vezetői összefoglaló.....	2
Nemzetközi környezet.....	5
Az Európai Unió kilábalta a recesszióból.....	5
Súlyosbodott az uniós munkaerő-piaci válság	7
Az enyhén emelkedő infláció csak átmeneti lehet	7
A Fed monetáris politikája mozgatja a piacokat	8
Az EU fiskális konszolidációjának üteme várhatóan lassul	10
<i>A 2014-es fiskális előrejelzések közötti eltérés legfőbb oka az intézkedési hatás</i>	<i>14</i>
<i>2014-től kiadás oldali konszolidáció látható.....</i>	<i>15</i>
Az USA fiskális konszolidációja erősnek bizonyul.....	16
<i>Az adósságplafon ismételt emelése várható ősszel</i>	<i>17</i>
A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és rövidtávú kilátásai.....	19
Az újonnan beérkező adatok szerkezetváltásra utalnak.....	21
<i>A gazdaság növekvő pályára állt</i>	<i>21</i>
<i>A közfoglalkoztatás növelte a foglalkoztatottságot</i>	<i>25</i>
<i>Az infláció historikusan alacsony szintre süllyedt</i>	<i>27</i>
<i>Folytatódott a jegybank kamatvágási ciklusa.....</i>	<i>29</i>
A hazai gazdaság kiegyensúlyozott növekedési pályán haladhat	32
<i>Feltevéseink alakulása az alappályán</i>	<i>32</i>
<i>A növekedés jövőre megközelítheti a 2 százalékot</i>	<i>34</i>
A külső és belső egyensúlyi helyzet értékelése, várható alakulása	39
A globális likviditás szűkülése megtörheti a kockázati környezet javulását	40
A magánszektor mérlegalkalmazkodása csökkenti a külső adósságot	43
Kockázatokkal, de tartható a 2013-as költségvetési hiány	45
<i>A bevételi oldalon jelentős elmaradás látható.....</i>	<i>46</i>
<i>A kiadások a tervekkel közel megegyezően alakulnak.....</i>	<i>48</i>

<i>Az önkormányzati egyenleg többletet mutathat</i>	<i>49</i>
<i>Az évközi bejelentésekkel teljesülhet a hiánycél</i>	<i>50</i>
<i>Az államadósság 2013-as alakulása nem sérti az Alaptörvényt.....</i>	<i>53</i>
Hajszálon múlhat a 2014-es deficitcél.....	53
<i>A magasabb nominális növekedés húzza a bevételeket</i>	<i>53</i>
<i>A kiadások nem nőnek érdemben</i>	<i>54</i>
<i>2014-ben is teljesül az adósságszabály.....</i>	<i>55</i>
Az adósságszabály revíziót igényel	57
Törvényi áttekintés.....	57
A stabilitási törvény előírásait teljesítő költségvetési egyenleg megbecslése.....	58
A stabilitási törvény előírásai és az európai költségvetési szabályoknak való megfelelés ..	60
A stabilitási törvény előírásait teljesítő költségvetési kiigazítás hatása a növekedésre	61
Kockázati forgatókönyvek	63
A devizahitelek megsegítése és a Növekedési Hitelprogram bővítése	63
A Fed mennyiségi lazításának kivezetése.....	65
Táblázatok	67

Előszó

A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült azzal a céllal, hogy a költségvetési folyamatok tervezése szempontjából releváns makrogazdasági környezet jelenlegi állapotát és várható alakulását bemutassa. Elemzésünk és előrejelzésünk célja, hogy érdemben támogassa a Költségvetési Tanács munkáját, segítse az optimális döntések kialakítását, és ezzel hozzájáruljon a megfelelő költségvetési politika kialakításához, a várakozások horgonyzásához és a makrostabilitás megteremtéséhez.

A tanulmány adatbázisa 2013. szeptember 12-én zárult le, így elemzésünk, valamint előrejelzésünk alappályája az addig beérkezett statisztikai adatokra támaszkodik. A 2013. szeptember 9-i héten megjelent, nem adatjellegű információkat, azok elemzését és várható hatását az alappályá nem tartalmazza. A devizahitelek megsegítéséről szóló újabb tervezet (a jelenleg is futó árfolyamgát átalakítása), valamint a Növekedési Hitelprogram keretének további 2 000 milliárd forinttal történő kibővítése ugyanakkor a feltételezéseken alapuló alternatív scenáriónkban megjelenik.

A tanulmány készítésekor a Kormány még nem nyújtotta be a költségvetési törvényt az Országgyűlés számára, ezért a költségvetés várható alakulásáról nem állt módunkban részletes előrejelzést készíteni. Anyagunkban a várható makrogazdasági folyamatok és a már megismert intézkedések költségvetésre gyakorolt hatásait próbáltuk meg számszerűsíteni, a kormányzat diszkrecionális kiadási tételeinél pedig a konvergenciaprogramra támaszkodtunk. Így a bemutatott költségvetési pálya egy technikai kivetítésnek tekinthető.

A költségvetés tervezése szempontjából a növekedés, annak összetétele, a foglalkoztatás, az infláció, a kamatkörnyezet és az árfolyam alakulása a legfontosabb makrogazdasági változók.

Vezetői összefoglaló

A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült azzal a céllal, hogy a költségvetési folyamatok tervezése szempontjából releváns makrogazdasági környezet várható alakulását bemutassa. A tanulmány készítésekor a Kormány még nem nyújtotta be a költségvetési törvényt az Országgyűlés számára, ezért a költségvetés várható alakulásáról nem állt módunkban részletes előrejelzést készíteni. Anyagunkban a várható makrogazdasági folyamatok és a már megismert intézkedések költségvetésre gyakorolt hatásait próbáltuk meg számszerűsíteni, a kormányzat diszkrecionális kiadási tételeinél pedig a konvergenciaprogramra támaszkodtunk. Így a bemutatott költségvetési pálya egy technikai kivetítésnek tekinthető.

A költségvetés tervezése szempontjából a növekedés, annak összetétele, a foglalkoztatás, az infláció, a kamatkörnyezet és az árfolyam alakulása a legfontosabb makrogazdasági változók.

A Századvég Gazdaságkutató Zrt. megítélése szerint 2014-ben erősödik és kiegyensúlyozottabbá válik az idén megindult gazdasági növekedés, de továbbra is sérülékeny marad. Az idei 0,5 százalékos GDP-bővülés után jövőre a növekedés megközelítheti a 2 százalékot. A növekedést a kedvezőbbre forduló nemzetközi konjunktúra és a belföldi kereslet élénkülése egyaránt támogatja. Várakozásaink szerint a reáljövedelmek jövőre is emelkedni fognak, a versenyszektorban a kedvezőbb konjunktúra, az állami szektorban pedig a pedagógusi életpályamodell bevezetése támogatja a magasabb bérnövekedési ütemet. Az adósságleépítési folyamat továbbra is fékezheti a lakossági kiadások dinamikáját, de a kormányzatnak a devizahitelek kivezetésére vonatkozó intézkedései jelentős hatással lehetnek a lakosság fogyasztói megtakarítói döntéseire. Ennek hipotetikus hatásait egy alternatív forgatókönyvben számszerűsítettük. Az európai költségvetési tervezési periódus végére sűrűsödő forráslehívás, és a növekvő állami beruházási tevékenység pozitív impulzust ad a növekedési pályának. Várakozásaink szerint a javuló konjunktúrakilátások, valamint a Növekedési Hitelprogram következtében enyhülő finanszírozási kondíciók a magánszektor beruházásait is ösztönözhetik. Ugyanakkor a hitelezés alakulása szempontjából kockázatot jelent, hogy a devizahitelek kivezetése mekkora terhet ró a bankokra, és ehhez hogyan alkalmazkodnak.

A kereslet élénkülése ellenére előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés jövőre mérséklődik, de továbbra is negatív marad, ezzel összhangban az inflációs mutatókban fokozatos emelkedést prognosztizálunk. A maginflációs körben a magasabb olajárak, a termelést terhelő adók költségnövelő hatása az inflációs célt meghaladó mutatókat eredményezhet, amit a maginfláción kívüli tételek kisebb növekedése ellensúlyoz. A teljes fogyasztóiár-index alakulásában továbbra is jelentős lesz a kormányzat regulált árakat leszorító politikájának hatása. A rezsicsökkentés éves szinten közel 1 százalékponttal mérsékli az infláció várható nagyságát, így összességében jövőre is a cél alatti, 2,7 százalékos inflációra számítunk.

A javuló, de még mindig visszafogott növekedési kilátások mellett a monetáris politika mozgásterét az inflációs folyamatok és a kockázati környezet változása korlátozhatja. Bár a maginfláció prognosztizált növekedését részben átmeneti tényezők okozzák, a célt tartósan meghaladó mutatók és a nominális bérek magas növekedési üteme inflációs kockázatokat jelezhet. A jelenlegi támogató kockázati környezetben az európai adósságválsággal kapcsolatos fejlemények és a fejlett országokban folytatott mennyiségi lazító programok kivezetésével kapcsolatos hírek okozhatnak változást. Miközben a nagy jegybankok előretékintő kamatkommunikációval igyekeznek alacsony szinten tartani a hosszú hozamokat, a Fed mennyiségi lazító politikájának leállítására vonatkozó eddigi bejelentések a hosszú hozamok és a kockázati felárak emelkedésével jártak. Ezzel párhuzamosan a magyar hozamgörbe meredeksége is jelentősen növekedett. A fentiekkel összhangban arra számítunk, hogy az MNB lazító ciklusa az idei évben eléri a mélypontját, és jövőre megindul egy fokozatos szigorító ciklus. Bár a fejlett országok jegybankjai arra törekszenek, hogy az alkalmazkodásra időt hagyva, előre tervezhető módon vonják vissza mennyiségi lazító eszközeiket a piacról, nem zárható ki, hogy ez a folyamat piaci turbulenciával fog együtt járni, ami a magyarországi tőkeáramlásokat és kockázati megítélést is érintheti. Ennek hatásait is bemutatjuk egy kockázati forgatókönyvben.

Mivel alappályánkban a referenciakamatokhoz viszonyított kamatkülönbségünk emelkedik, némileg erősödő árfolyamra számítunk. Ezzel szemben a devizahitelek kivezetése és a külső kockázati prémiumsokk forgatókönyve egyaránt az árfolyam gyengülését feltételezik.

A költségvetési folyamatokról eddig megismert információk alapján azt várjuk, hogy ha nem kerül sor az Országvédelmi Alap elköltésére, 2013-ban 3 százalék alatt marad a deficit. Az év közben meghozott bevételnövelő intézkedések ellenére a költségvetési törvényben tervezettnél a GDP 1,3 százalékával kisebb bevételi szint várható, ezért nincs lehetőség a zárolások feloldására. A 2014-re várt makrogazdasági alapfolyamatok kedvezően befolyásolják a költségvetés alakulását. A nagy adóalapok (vásárolt fogyasztás, bértömeg) várhatóan gyorsabban bővülnek, miközben a vállalati jövedelmezőségtől függő adóbevételek esetében az idei év alacsony szintje után jövőre is nagyon visszafogott bővülést várunk. A költségvetés bevételi oldalának tervezése szempontjából a legnagyobb kihívást az jelenti, hogy az új adóintézkedések hatása lényegesen elmaradt a költségvetésben feltételezettől. Miközben a költségvetés bevételi pozícióját javítja, hogy jövőre a 2013-ban, év közben bevezetett intézkedések teljes hatása érvényesül, a megemelt mértékű, illetve az új típusú adók és járulékok esetén a jövőben is kockázatot jelent az adóalapok zsugorodása.

A kedvező makrogazdasági pálya – ceteris paribus – mérsékli a költségvetés GDP-arányos kiadásait, ami elsősorban a transzferjellegű kifizetések indexálási szabályainak köszönhető. A konvergenciaprogrammal összhangban azt feltételeztük, hogy az önkormányzati támogatások és az egészségügyi kiadások is az inflációtól elmaradó mértékben fognak emelkedni. A kormányzat eddig megismert diszkrecionális intézkedései, a családi

adókedvezmény kiterjesztése, a pedagógusi életpályamodell többlépcsős bevezetése azonban a kiadási szint növelése irányába mutatnak. A szigorító és a lazító lépések eredőjeként a központi költségvetés szintjén némileg mérséklődhet a GDP-arányos elsődleges kiadási szint. Kockázatot jelent azonban, hogy a 2013-ban megtörtént központi és önkormányzati kör közötti feladatát szervezések pénzügyi hatásának értékeléséhez még nincs elegendő információ, és az új finanszírozási szabályok mellett nehéz képet alkotni az önkormányzatoknak a választási évben jellemző viselkedéséről. Összességében kismértékű deficitet tartunk valószínűnek. További kockázatot jelenthetnek a már meghirdetett, de nem specifikált kormányzati programok is, mint például a devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó költségek vagy a hús áfájának mérséklése, ezeket azonban nem állt módunkban beépíteni az előrejelzésünkbe.

Összességében sem az elsődleges egyenleg, sem az adósságteher alakulásában nem várunk jelentős elmozdulást a 2013-as évhez képest. De a bevételi és kiadási oldalon mutatkozó jelentős kockázatok miatt a költségvetési célok biztonságos teljesítése érdekében a jövőben is jelentős tartalékszint tervezésére lehet szükség. Az idei évhez hasonló mértékű költségvetési deficit előrejelzésünk azonban azt feltételezi, hogy ezek a kockázatok nem realizálódnak, és a kormányzat zárolja a tartalékokat.

A Századvég Gazdaságkutató Zrt. makrogazdasági előrejelzésének és fiskális feltételezéseinek teljesülése esetén 2014-ben a GDP-arányos államadósság mértéke várhatóan mérséklődik, így az alkotmányban meghatározott adósságszabály teljesül.

A 2014-re várható költségvetési folyamatok alapján képet lehet alkotni arról, hogy a 2015-ben hatályba lépő stabilitási törvény előírásainak teljesítéséhez milyen mértékű költségvetési kiigazításra van szükség. Számításaink szerint a stabilitási törvényben meghatározott követelmény teljesítéséhez szükséges kiigazítás mértéke meghaladja európai uniós kötelezettségeinket, és kedvezőtlenül befolyásolja a még törékeny növekedési pályáját. Ezért javasoljuk, hogy a Költségvetési Tanács indítványozza a Kormánynak a stabilitási törvény 2015-ös hatályba lépésének felfüggesztését, valamint az adósságszabály olyan irányú módosítását, amely megfelel az európai uniós elvárásoknak, és a jelenlegi szabályozásnál nagyobb lehetőséget ad arra, hogy a költségvetés gazdasági ciklusokat csillapító funkcióját ellássa.

Nemzetközi környezet

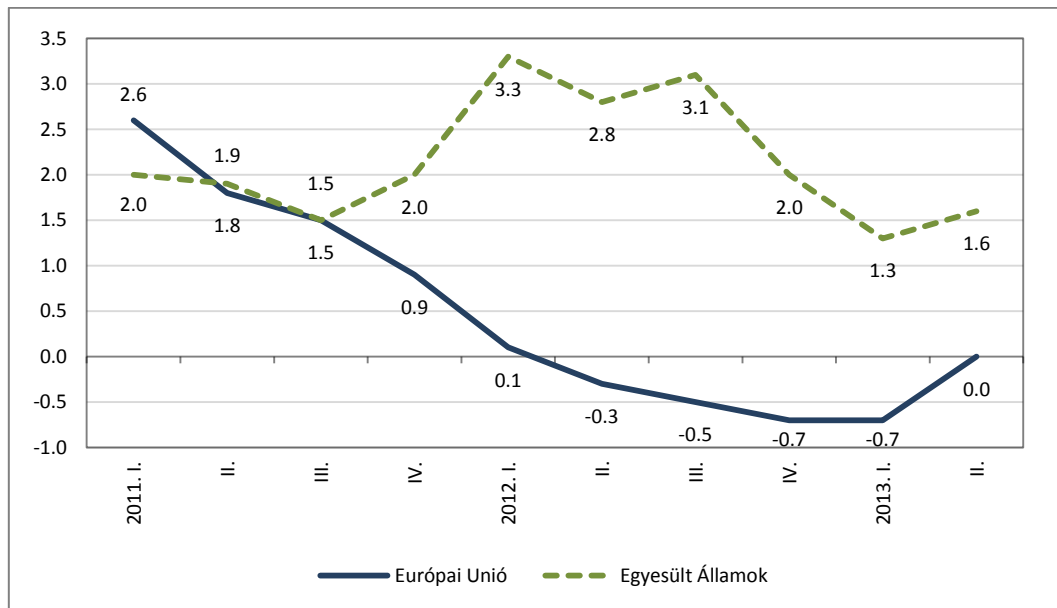
Az Európai Unió gazdasági teljesítményét tekintve a második negyedév meghozta a fordulatot, hiszen a recesszió véget ért. Az Egyesült Államok gazdasága dinamikusan bővült. Az unióban tovább súlyosbodtak a munkaerő-piaci problémák, míg a tengerentúlon fennmaradt a javuló tendencia, az amerikai munkanélküliségi ráta jelenleg csaknem öt éves mélypontra tartózkodik. Bár a fejlett országokban az infláció az elmúlt hónapokban gyorsult, ez csak átmeneti lehet. A fenntartott likviditásbőség hatására optimista hangulat uralkodott a piacokon, de az amerikai kötvénypiaci program volumenének csökkentéséről szóló hírek miatt jelentős bizonytalanság is jellemezte a befektetői környezetet. A korábbi években végrehajtott erős fiskális szigorúknak köszönhetően az EU költségvetési kiigazításának üteme lassul, amely már támogathatja a gazdasági növekedést. Az Egyesült Államok idén rendkívüli mértékű kiigazítást hajt végre, ami azonban a strukturális problémákat nem oldja meg. Az adósságlafon ősszel várható újbóli emelése körüli viták kisebb piaci turbulenciákat okozhatnak az elkövetkező hetekben.

Az Európai Unió kilábal a recesszióból

Az Európai Unió gazdaságában 2013 II. negyedévében a korábbinál és egyben a vártnál kedvezőbb növekedési számokat regisztráltak: a GDP év/év alapú mutatója stagnálást jelez. Az I. negyedévhez viszonyított teljesítménye alapján az EU kilábal a recesszióból. A háztartási és vállalati szektorban folyó adósságállomány-leépítés a korábbinál kisebb mértékben fogta vissza a fogyasztást és a beruházást. Így a két belső tételben év/év alapon összességében csökkenő visszaesést regisztráltak, a közösségi fogyasztásban látott csaknem 1 százalékos növekedés pedig lehetővé tette, hogy már ne csak a külkereskedelem járuljon hozzá pozitívan a közösség gazdasági teljesítményéhez.

Az Egyesült Államok gazdasági teljesítménye 2013 második negyedévében, éves bázison némileg gyorsulni tudott, de a ráta elmarad a 2012-es átlagos növekedéstől. Az előző negyedév bázisán mért évesített ráta 1,4 százalékponttal, 2,5 százalékra emelkedett a II. negyedévben. Az unióval ellentétben, a tengerentúli országban a belső kereslet hajtja a gazdaságot, de a kivitel erőteljes növekedése miatt a nettó export visszafogó hatása már elhanyagolható volt. A kormányzati kiadások jelentős mértékű visszavágása továbbra is negatívan befolyásolja a gazdaság bővülését.

1. ÁBRA: AZ EU¹ ÉS AZ USA NÖVEKEDÉSI RÁTÁJA (AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN, SZÁZALÉK)



Forrás: Eurostat, Európai Bizottság

Az Európai Bizottság érvényben lévő legfrissebb előrejelzése szerint a kedvezőtlen munkaerő-piaci helyzet, a hátráltató hitelezési feltételek és a háztartások, a vállalatok, valamint a bankszektor folytatódó mérlegalkalmazkodása miatt csak visszafogott növekedés várható az év további részében. Idén az unióban a nettó export marad a gazdaság fő hajtóereje. 2013 egészében az EU GDP-je gyakorlatilag stagnál, miközben a valutaövezet mutatója 0,4 százalékkal zsugorodik az előrejelzés szerint. 2014-ben a belső keresleti korlátok lassan oldódhatnak, így a fogyasztásra és a beruházásra helyeződik a növekedés hangsúlya. Az üzleti bizalom javulásának és a hitelezési feltételek lazulásának köszönhetően a beruházások is beindulhatnak. A GDP mérsékelt ütemű növekedése valószínűsíthető: az unió 1,4, az euróövezet 1,2 százalékkal bővíthet 2014 egészében.

Az előrejelzést azonban jelentős lefelé irányuló kockázatok övezik. Ennek forrása lehet a lassuló hitelezési dinamika, valamint a jelenlegi laza monetáris politika kivezetése. Az USA jegybankjaként funkcionáló Fed gazdaságösztönző monetáris politikájának megszüntetése (QE3 kivezetése) könnyen a tőkeáramlás irányának megfordulását okozhatja, ami visszavetheti a feltörekvő és fejlődő térségek növekedését.² Ez a jelenség már most is tetten érhető a piacokon: augusztusban nagy mennyiségű tőke kivonást regisztráltak a feltörekvő országokban, amely az Egyesült Államokba áramlott. Az elmúlt négy évben csaknem 4000 milliárd dollárt fektettek a feltörekvő piacokba. Idén és jövőre mintegy 1000-

¹ Horvátország 2013. július 1-jei csatlakozása miatt az adat 28 tagország GDP-növekedését jelzi.

² Míg a magánbefektetőktől a feltörekvő országokba érkező nettó tőkeáramlás 2010-ben az összesített GDP 6 százalékáig ért fel, 2014-ben ez az adat 4 százalékra is lecsökkenhet. (Forrás: Huefner, F. – Koepke, R. – Gibbs, S. – Tiftik, E. [IIF]: Capital Flows to Emerging Market Economies, 2013. június 26.)
<http://iif.com/emr/resources+2915.php> (utolsó letöltés: 2013. augusztus 26.)

1000 milliárd dollár értékű tőke vándorolhat át a feltörekvő gazdaságokból a fejlettekbe. A kockázati étvágy csökkenése pedig a hazánkhoz hasonló európai fejlődő országokat is negatívan érintheti. Az IIF jelentése szerint az itteni régióból a korábbi évekénél sokkal jelentősebb, közel 400 milliárd dolláros tőkekivonásra lehet számítani az elkövetkező években.

Súlyosbodott az uniós munkaerő-piaci válság

Az EU munkaerő-piaci válsága az elmúlt negyedév során mélyült: a ledolgozott munkaórák száma mellett a foglalkoztatás is tovább csökkent. A foglalkoztatottak száma az előző év azonos időszakához képest 1 százalékos visszaesést jelez. A munkanélküliségi ráta a 11 százalékos történelmi csúcson ragadt a második negyedévben. Ugyanakkor az egyes tagországok munkaerőpiacának állapota rendkívül eltérő. A magas aggregált mutató elsősorban néhány perifériális euróövezeti országhoz köthető. Az egyes országok közötti szórást jól mutatja, hogy a júliusi adatok szerint Ausztriában 4,8 százalékos az állástalanok aránya, míg Spanyolországban 26 százalék feletti. Érdemi fordulat uniós szinten a gyenge konjunktúra miatt idén nem várható, de a javuló gazdasági kilátások miatt 2014 második felében enyhülhet a feszültség.

A visegrádi három (Csehország, Lengyelország, Szlovákia) munkaerőpiacának közös pontja, hogy a ledolgozott munkaórák száma zsugorodott az első negyedévben, miközben az aktívák száma emelkedik. Csehországot kivéve csökkenő foglalkoztatást regisztráltak, így egyedül ott csökkent a munkanélküliségi ráta. Ez, a recessziós környezet ellenére, a részmunkaidős foglalkoztatás bővülésével magyarázható.

Az Egyesült Államokban továbbra is emelkedik a foglalkoztatottság, és az állástalanok aránya júliusban öt éves mélypontra, 7,4 százalékra csökkent. A munkaerőt a versenyszféra szívja fel, miközben az állami szektorban továbbra is csökken a létszám a megszorítások miatt. Az OECD előrejelzése szerint az USA munkanélküliségi rátája egészen 6,7 százalékra csökkenhet 2014 végére.

Az enyhén emelkedő infláció csak átmeneti lehet

Az olajárak az elmúlt negyedévben trendszerű emelkedést mutattak. Ennek oka a megugró keresleti igény mellett az egyiptomi és szíriai feszültségek kipattanása volt. Az olajárak június és augusztus között mintegy 14 százalékkal emelkedtek, augusztus végén 116 dollárt kellett fizetni a Brent típusú olaj hordójáért. A nyers élelmiszerek árindexe bár lassulást mutat, továbbra is magas szinten ragadt.

A vezető gazdaságokban az infláció tavaszi megtorpanása után a II. negyedévben enyhén emelkedő pénzromlást regisztráltak, aminek legfőbb előidézője az élelmiszer- és nyersanyagárak emelkedése volt. A költségsokkok elmúlásával azonban az infláció újra

csökkenő pályára állhat. Erre utal az is, hogy az eurózónára vonatkozó gyorsbecslés szerint az augusztusi év/év inflációs ráta 1,3 százalékra csökkent. Az euróövezet maginflációs rátája az 1,3 százalékos, alacsony szinten stabilizálódott. Az Egyesült Államokban az éves bázisú pénzromlási ütem trendszerű emelkedést mutatott az elmúlt hónapokban, júliusban 2 százalékot regisztráltak. Az áremelkedést itt is elsősorban az energiaárak emelkedése hajtotta. A maginfláció 1,7 százalékon állt júliusban, így már ötödik hónapja tartózkodott a Fed 2 százalékos inflációs célja alatt.

A visegrádi régióban az uniós folyamatoktól eltérően csökkent a pénzromlás üteme az elmúlt hónapokban, egyedül a lengyel infláció ugrott meg júliusban. Ennek oka a feldolgozatlan élelmiszerek árának átlag feletti növekedése. A maginflációs ráták alapján megállapítható, hogy az inflációs alapfolyamatok stabilak a régióban.

Az infláció körüli kockázatok továbbra is kiegyensúlyozottak. Lefelé mutató kockázat a korábbi ársokkok (energia, nyers élelmiszer), valamint a fiskális intézkedések okozta inflációs hatás bázisba épülése. Emellett az EU-ban az infláció felpörgését gátolja a laza munkaerőpiac és a horgonyzott inflációs várakozások. Felfelé mutató kockázatot jelent ugyanakkor az emelkedő olajár, illetve a gazdasági teljesítmények növekedése.

A Fed monetáris politikája mozgatja a piacokat

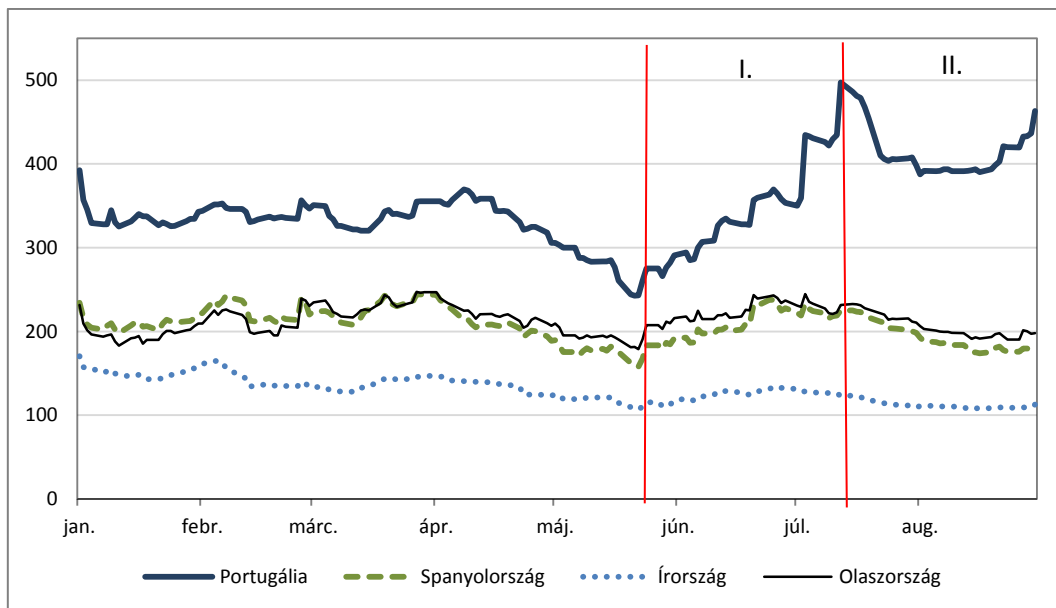
Az elmúlt negyedévben a piacokon összességében mérsékelten optimista hangulat uralkodott. Japán és az USA jegybankja továbbra is jelentős likviditást biztosít a piacok számára, ám az amerikai kötvénycsökkentési program kivezetéséről szóló hírek miatt jelentős a bizonytalanság. A javuló gazdasági kilátások hatására fokozódott a befektetők kockázatvállalási kedve, ami például a legtöbb periferikus ország csökkenő CDS-felárában, szinten tartott államkötvényhozamaiban, valamint a kedvező tőkepiaci mozgásokban mutatkozott meg.

A politikai feszültségek hatására ugyanakkor az euróövezeti periferikus országok ismét sebezhetőbbé váltak a nyár folyamán. Az első időszakos zavar a júliusi portugál kormányválság és a fiskális kiigazítás fenntarthatósága körüli aggodalmak miatt következett be. A sikeres egyeztető tárgyalásoknak köszönhetően a kormány képes volt megtartani többségét a parlamentben, a költségvetési konszolidációról szóló tárgyalások pedig ősszel folytatódnak az IMF–EU–EKB alkotta trojkával. Mivel a kormány a jelenlegi előrejelzések alapján nagy valószínűséggel nem képes teljesíteni az idei és a következő évre kitűzött hiánycélokat, további megszorító intézkedésekre lehet szükség. A portugál mellett az olaszországi belpolitikai feszültségek is turbulenciákat okoztak augusztusban, ezek felerősödése szintén ősszel várható, amikor a kormány Berlusconi jövőbeli politikai szerepéről szavaz. Mindezek mellett jelentősen befolyásolta a piaci hangulatot az, hogy a Fed bejelentése szerint hamarosan csökkenthetik vagy akár teljesen kivezethetik a

kötvénnyvásárlási programot, amely az elmúlt negyedévek során jelentős likviditással látta el a piacokat.

A befektetői hangulat változását jól tükröző, a kockázati megítélés mutatójaként használt 5 éves CDS-felárak június eleje és augusztus vége között összességében csökkentek. A piaci figyelem középpontjában lévő országok esetében ezen időszak alatt átlagosan 7 százalékos javulás volt tapasztalható, ez alól egyedül Portugália volt kivétel, mivel itt a belpolitikai bizonytalanság hatására csaknem 60 százalékos meghaladó mértékben emelkedett a csőd-kockázati felár. Hosszabb távra visszatekintve azonban a piaci megítélés javulására utal, hogy az év eleje óta átlagosan 13 százalékkal alacsonyabban állnak a periféria CDS-felárai.

2. ÁBRA: AZ 5 ÉVES CDS-FELÁRAK ALAKULÁSA 2013-BAN (BÁZISPONT)



Forrás: Thomson Reuters

A májusi hozamcsökkenés után egy erősebb felpattanás következett a nyár elején, majd augusztusban ismét a csökkenő trend vált általánossá az állampapír-piaci hozamokban. A júniusi nyitóértékekhez képest így csaknem változatlan kamatokon sikerült forrást bevonni a perifériális euróövezeti államoknak: a spanyol 10 éves államkötvény hozama 4,5 százalékon, az olasz papírok hozama valamivel alacsonyabb szinten állt augusztus végén. A görög állam 10 éves lejáratra közel 10,5 százalékon tudott forrást bevonni augusztusban, ami az év elejéhez képest csaknem 150 bázispontos csökkenést jelez. A portugál kormányválság hírére a 10 éves államkötvény hozama 7,5 százalékra, több mint féléves csúcsra emelkedett július elején. A javuló politikai helyzetnek köszönhetően 6,5 százalékon stabilizálódott a hozam augusztusban, azonban – miután az alkotmánybíróság alkotmányellenesnek ítélte a kormány egyik jelentős költségcsökkentő intézkedését – újra a piaci bizonytalanság nyert teret, melynek hatására a papír 6,8 százalékos hozamon zárta a hónapot. Érdekes megfigyelni ugyanakkor, hogy részben a javuló gazdasági kilátások miatt, részben pedig a Fed kötvénnyvásárlási programjának közelgő lezárása következtében kialakult, globálisan

csökkenő kockázatvállalási étvágy hatására a legbiztonságosabbnak tartott Németország, Egyesült Királyság és Egyesült Államok hosszú papírjainak hozamai folyamatosan emelkedtek az elmúlt hónapokban, és átlagosan 40 százalékos növekedést szenvedtek el május óta.

Az EKB szeptemberi kamatdöntő ülésén változatlanul hagyta az irányadó rátát, amely így a historikusan alacsony 0,5 százalékos szinten maradt. A kedvező második negyedéves GDP-adatok hatására a bank kissé felfelé módosította idei növekedési előrejelzését, a valutaövezet GDP-je így csak 0,4 százalékkal zsugorodhat 2013-ban, amelyet 1 százalékos bővülés követhet jövőre. A bank prognózisa alapján az inflációs pálya nem mutat érdemi változást. A kissé optimistább növekedési kilátások ellenére a júliusban közzétett kamatpályára vonatkozó iránymutatáson (forward guidance) a tanács nem változtatott, ami azt jelzi, hogy a bank irányadó kamatai hosszabb ideig a jelenlegi vagy ennél alacsonyabb szinten maradnak. Ehhez kapcsolódóan Draghi kijelentette, hogy a bank készen áll a kamatcsökkentésre, és hogy több pénzt juttasson a gazdaságba a pénzügyi kamatok féken tartása és a valutaövezet gazdasági fellendülése érdekében.

Az Egyesült Államok jegybanki funkcióját betöltő Fed kamatdöntő szerve legutóbbi ülésén nem módosította az irányadó rátát, amely így jelenleg is a 0–0,25 százalékos sávban mozog. A Nyíltpiaci Bizottság fenntartotta az eszközvásárlási programjait, melyek együttesen havi 85 milliárd dollárral növelik a monetáris bázist. Ennek célja továbbra is a hosszú távú kamatlábak csökkentése, a jelzálogpiac támogatása és ezen keresztül a piac élénkítése. A Fed elnöke a szenátusnak tartott beszédében határozottan hangsúlyozta, hogy a mennyiségi lazítás kivezetésének üteme és a kamatemelés két különböző dolog, és az alapkamat a mennyiségi lazítás 2014 közepére várt befejezése után is hosszabb ideig maradhat a jelenlegi alacsony szinten. Hozzátette, hogy továbbra sincs konkrét ütemterv a kötvényvásárlási program mérséklését illetően, minden a gazdasági teljesítményt tükröző indikátorok függvénye.

A fenntartott likviditásbőség által generált optimizmusnak köszönhetően a tőkepiacok mozgását általánosságban felfelé irányuló tendencia jellemezte augusztus elejéig, majd a szíriai helyzet és a Fed mennyiségi lazításának őszi mérséklésével kapcsolatos aggodalmak hatására fokozatos esések következtek a hónap utolsó napjaiban. Ez utóbbi következtében az USA egyik legfőbb tőzsdeindexe, a Dow Jones a június eleji nyitóértékéhez képest augusztus utolsó napján 3 százalékos mínuszban zárt. A meghatározó európai mutatók közül a frankfurti (DAX) és a londoni (FTSE) 2-2 százalékkal csökkent a nyári hónapok folyamán, így augusztusig bezáróan 6–9 százalékra mérséklődött az idei növekedésük.

Az EU fiskális konszolidációjának üteme várhatóan lassul

Az Európai Unió stabilitási és növekedési paktuma (SNP) előírja, hogy az Európai Unió tagállamai éves jelentéseikben bemutassák, hogy milyen módon kívánják biztosítani az egyensúlyt nem veszélyeztető gazdasági növekedést, és hogyan tudják fenntartani

középtávon a költségvetés egyensúly közeli állapotát. Az eurót már bevezető országoknak stabilitási, míg a közös valuta bevezetése előtt álló tagoknak konvergenciaprogramot (SKP) kell készíteni.

A tagországok április–májusban közzétett programjaiban megjelenő költségvetési előrejelzések kissé optimistább képet mutatnak az Európai Bizottság tavaszi (2014-et bezáróan tagláló) hasonló prognózisához képest (1. és 2. táblázat).³

1. TÁBLÁZAT: AZ EURÓPAI UNIÓ FISKÁLIS MÉRLEGÉNEK ALAKULÁSA A BIZOTTSÁGI ÉS TAGORSZÁGI ELŐREJELZÉSEK ALAPJÁN

	Európai Unió				
	Európai Bizottság		Stabilitási és konvergenciaprogram		
	2013	2014	2013	2014	2016
GDP-növekedés	-0,1	1,4	0,1	1,5	2,0
Költségvetési hiány (GDP %-a)	3,4	3,2	3,4	2,6	1,2
Strukturális hiány (GDP %-a)	2,0	2,1	1,9	1,5	0,8

Forrás: Európai Bizottság

A 2009–2010-ben végrehajtott fiskális lazítást két, kiigazításban erős év követte uniós szinten aggregálva. A teljes kiigazítási periódust (2010–2016) tekintve megállapítható, hogy orrnehéz, vagyis a konszolidáció túlnyomó hányada – mind az unió, mind az euróövezet esetében – 2013 végéig megvalósul. A tagállamok programjai szerint az elmúlt három év átlagában véghezvitt, 3 százalékpontos hiánycsökkentést egy jóval mérsékeltebb kiigazítás követheti jövőre, amikor az EU költségvetési hiánya – 2008 óta először – 3 százalék alá eshet, szemben a bizottság 3,2 százalékos előrejelzésével.

2. TÁBLÁZAT: A VALUTAÖVEZET FISKÁLIS MÉRLEGÉNEK ALAKULÁSA A BIZOTTSÁGI ÉS TAGORSZÁGI ELŐREJELZÉSEK ALAPJÁN

	Valutaövezet				
	Európai Bizottság		Stabilitási és konvergenciaprogram		
	2013	2014	2013	2014	2016
GDP-növekedés	-0,4	1,2	-0,2	1,3	1,6
Költségvetési-hiány (GDP %-a)	2,9	2,8	2,8	2,0	0,8
Strukturális-hiány (GDP %-a)	1,4	1,5	1,3	0,8	0,4

Forrás: Európai Bizottság

³ Ciprus és Görögország nem közölt SKP-t 2013-ban.

A bizottsági és tagországi jelentések abban megegyeznek, hogy a valutaövezet esetében a mutató már idén a referenciaszint alá csökkenhet. A következő években várt fokozatos egyenlegjavulásnak köszönhetően 2016-ra mindössze 1,2 és 0,8 százalékos fiskális hiányra lehet számítani az unióban és az euróövezetben. A mérséklődő hiányszámok azt eredményezik, hogy az elkövetkező évek során egyre több tagország kerül ki a túlzottdeficit-eljárás alól (EDP). A folyamatos költségvetési kiigazításnak köszönhetően 2012-ben még 14 tagország jelentett 3 százaléknál magasabb hiányról, ebből hat ország már az említett küszöbérték alatti hiánycélt fogalmazott meg az idei évre. Szintén kedvező fejlemény, hogy idén júniusban öt állam, nevezetesen Lettország, Litvánia, Magyarország, Olaszország és Románia kikerült az EDP alól.

Az idén felmentett öt állam közül Magyarország volt a legtávolabbi az eljárás alatt, hazánk már 2004 óta nem tudta az előírt referenciaszint alá vinni a költségvetési hiányt. A fennmaradó négy ország 2009 óta volt tagja e csoportnak, amely jelenleg is még 16 tagot számlál, miután Málta júliustól visszakerült az EDP alá.

A tanács eredeti előírása alapján Portugáliának is idén júniusban kellett volna teljesíteni a költségvetésihiány-célt, de májusban a bizottság úgy döntött, hogy a 2012-es vártnál nagyobb költségvetési hiány és a még mindig gyenge gazdasági teljesítmény nem teszi lehetővé az országnak, hogy idén ki tudjon kerülni az EDP alól. Így a tanács 2015-re módosította az ország számára előírt határidőt, amikor a tavalyi 6,4 százalékról 2,5-re kell csökkenteni a költségvetési hiányt. Ezzel kapcsolatban frissebb információt az ősz folyamán kapunk, amikor az EKB–EB–IMF alkotta trió az ország mentőcsomagjának felülvizsgálatakor nyilatkozik a hiányszámok várható alakulásáról. Az elmúlt hetekben a kormány kijelentette, hogy a jövő évre tervezett 4 százalékos hiánycél lazítására lehet szükség, amelyet a nemzetközi hitelezőkkel is el kell fogadtatni a tárgyalások során. A kormány jelenlegi előrejelzései szerint a 2013-ra prognosztizált 5,5 százalék után 4,5 százalékos deficit valószínűsíthető jövőre. A bruttó államadósság-állományt tekintve pozitív változások nem várhatók a közeljövőben, az állomány a GDP 124 százaléka lesz jövőre.

A többi adósságproblémával küzdő déli tagállamot illetően Spanyolország költségvetési hiánya a kormány által véghezvitt jelentős diszkrecionális intézkedéseknek köszönhetően a tavalyi csaknem 11 százalékról 6,5 százalékra csökkenhet 2013-ban. Bár a pozitív folyamat az idősödő népesség problémáját, valamint az elhúzódó recessziót is ellensúlyozni tudja idén, a javulás csak átmeneti, mivel utána a hiány újra növekedésnek indul. 2014-ben 7 százalékos deficit várható, melynek legfőbb oka a 2012-ben bevezetett intézkedések megszűnése. A magas költségvetési hiány, az alacsony nominális GDP-növekedés, valamint a banki feltőkésítések hatására a bruttó adósságállomány a GDP 97 százalékát is elérheti 2014-ben, 12 százalékponttal meghaladva a 2012-es szintet.

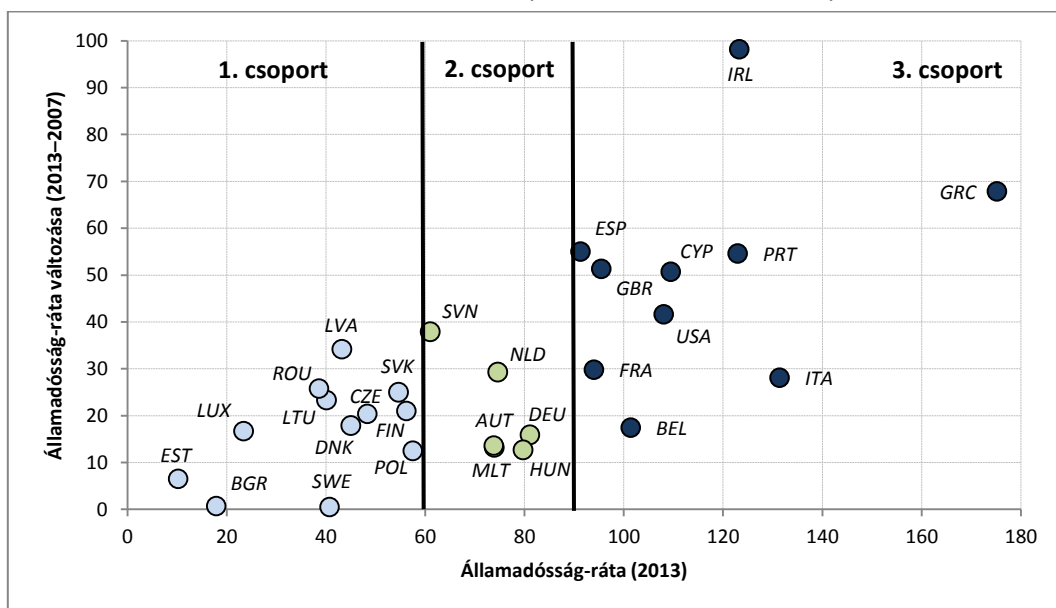
Olaszországban az erős fiskális kiigazításnak (csökkenő bérköltségek, nyugdíjrendszerben véghezvitt változtatások stb.) köszönhetően a hiány – 2008 után először – a 3 százalékos

referenciaszint alá kerülhet 2013-ban. Jövőre a növekvő bevételek (áfa- és egyéb közvetett adóemelések), valamint a javuló gazdasági teljesítmény hatására a hiány a GDP 2,5 százalékáig csökkenhet. Ezzel szemben a periférikus ország sebezhetőségi forrását okozó bruttó államadósság-állomány a GDP 132 százalékára is felszökhet 2014-ben.

A 2012 novemberében elfogadott takarékosági programnak köszönhetően Görögország költségvetési hiánya a tavalyi 10-ről 4 százalék alá csökkenhet idén. A folytatódó kiigazítási sorozat következtében a deficit 2,6 százalékra eshet 2014-ben, amikor hat év recesszió után már enyhe növekedést mutathat fel a gazdaság. A bizottsági előrejelzések szerint a görög adósságállomány 175 százalékra duzzad jövőre, de az erősödő gazdasági növekedés és javuló fiskális pozíció hatására 2014 után csökkenő pályára állhat. Az elmúlt hetek eseményei azonban ezt alááshatják. A válság kitörése óta Görögország két, összesen 240 milliárd euró értékű mentőcsomagban részesült a nemzetközi hitelezőktől. A német pénzügyminiszter augusztusban egy újabb, nagyságrenddel kisebb mentőcsomag szükségességére hívta fel a figyelmet a 2014–2016-os időszak finanszírozási problémái kapcsán. Az új csomag körülbelül 10 milliárd euróra tehető, a lehívás feltételei azonban még nem körvonalazódtak. A közelgő német választások után érdemi tárgyalások is kezdődhetnek a segéllyel kapcsolatban. Mivel Németország a valutaövezet legnagyobb hitelezője, a parlamenti választások kimenetele döntő jelentőségű lehet az euróövezeti segélyprogramok jövőjét illetően.

Általánosságban véve az EU tagállamai – illetve ide véve még Japánt és az Egyesült Államokat – három különböző csoportba oszthatóak. Az első csoport azon országokat tömöríti, ahol alacsony az államadósság-arány, sőt nagy részük már közel stabilizálta az adósság növekedési pályáját 2007-hez viszonyítva.

3. ÁBRA: AZ EU-TAGOK ÉS AZ USA CSOPORTOSÍTÁSA AZ ÁLLAMADÓSSÁG SZINTJE ÉS TRENDJE SZERINT (A GDP SZÁZALÉKÁBAN)



Forrás: Európai Bizottság, European Economic Forecast Spring 2013; Százdév-g-szerkesztés

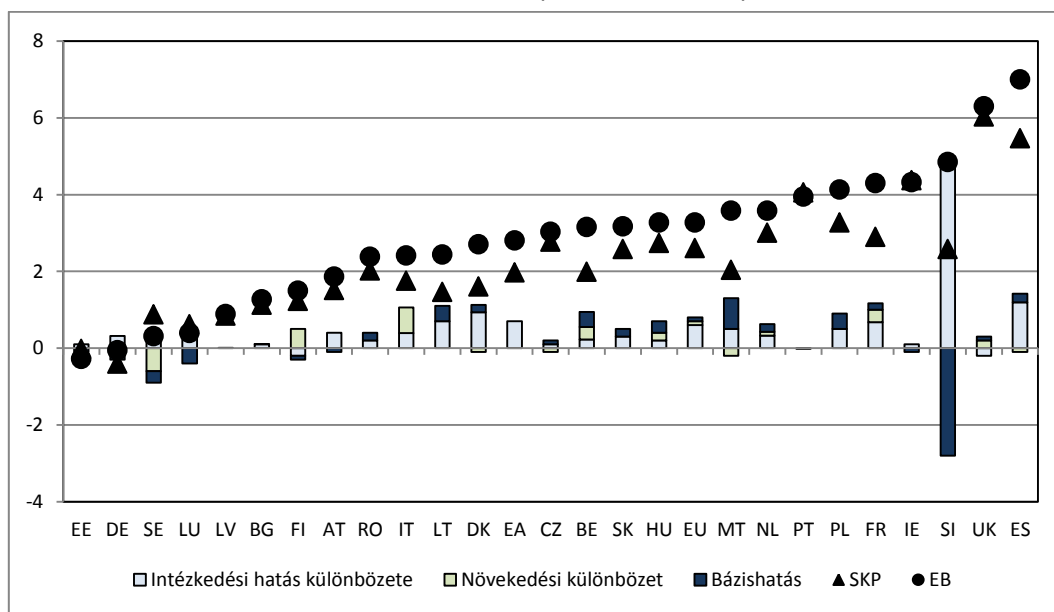
A második csoportba tartoznak azok az államok, ahol a GDP-arányos államadósság tavaly vagy idén tetőzik (Németország és Ausztria). Továbbá azok, ahol bár emelkedik az államadósság, de az EU idei 90 százalékos átlagánál alacsonyabb szinten lesz a mutató. Az ebbe a csoportba sorolt országoknak további kiigazításra van szükségük, ám az adósságpálya stabilizálását kevés költségvetési erőfeszítéssel is elérhetik. Végezetül a harmadik csoportban összesen 10 országot találunk. Ezek közös jellemzője 2013-ra vonatkozóan, hogy az államadósság-ráta 90 százalék feletti lesz, az adósságpályájuk emelkedő trendet mutat, továbbá még mindig magas a hivatalos hiánymutatójuk. A harmadik csoportba tartozó országok tehát azok, amelyek adósságproblémával küzdenek.

A 2014-es fiskális előrejelzések közötti eltérés legfőbb oka az intézkedési hatás

Az elmúlt évek tapasztalataiból kiindulva kijelenthető, hogy a bizottsági és az SKP-előrejelzések sokszor nem fedik egymást, sőt számos ország esetében jelentős eltérés látható a középtávú költségvetési pályát illetően. Az eltéréseknek három fő oka lehet. Az első a bázishatás, amikor a kiinduló év költségvetési mérlegében vannak eltérések a két jelentés között. A második a növekedési különbség, miszerint a tagországok növekedési előrejelzése más – általában optimistább – képet fest a bizottság prognózisához képest. A vártnál rosszabb makrogazdasági kondíciók ezért jelentős kockázatot képezhetnek, és a tagországi várakozások felülbecslését okozhatják. Végezetül pedig az intézkedési hatások közötti különbségeket kell megemlíteni. Itt az eltérést főleg az okozza, hogy mivel a bizottsági jelentés változatlan intézkedési alappal számol, így a tagországok tervezett konszolidációs intézkedései csak a konvergenciarportokban jelennek meg.

Amíg az idei évre vonatkozó költségvetési számok többé-kevésbé megegyeznek a két jelentés között, a jövő évre prognosztizált mutatók az SKP szerint jóval kedvezőbbek a bizottság előrejelzéseéhez képest. Az előbb említett kockázatok közül az első kettő elhanyagolható mértékben van jelen a 2014-es adatokban. A 2013-as kiinduló hiánymutató az unió esetében például teljesen megegyezik az SKP-adattal, az övezet esetében pedig mindössze 0,1 százalékpont a különbség. A bázishatás egyedül Szlovénia esetében kiemelkedő, mivel a konvergenciajelentésben közölt 2013-as hiányszám tartalmazza a bankszektor megsegítése érdekében tett egyszeri intézkedéseket. Így általánosságban elmondható, hogy az intézkedési hatás felelős a legnagyobb mértékben a prognózisok közötti eltérésért.

4. ÁBRA: A 2014-RE VONATKOZÓ KÖLTSÉGVETÉSI HIÁNY KÜLÖNBÉGE AZ EB-JELENTÉS ÉS AZ SKP KÖZÖTT (SZÁZALÉKPONT)



Forrás: Európai Bizottság

Az intézkedési hatás számos okból jöhet létre. Könnyen elképzelhető, hogy bizonyos kiadáscsökkentő intézkedések a bizottsági jelentés készültekor még nem voltak kellőképpen részletezve vagy csak nem sokkal a jelentés után kerültek tervezőasztalra. Erre lehet példa Belgium, Szlovákia és Spanyolország esete. Ugyanakkor a tagországok mást feltételezhetnek egy már bevezetett intézkedés bevételi és kiadási oldalra ható képességéről is. Erre utalhat például a legnagyobb intézkedési eltérésű országokban (Dánia, Spanyolország és Franciaország) megfigyelt „rés” is, ezeknél a tagoknál ugyanis új intézkedések bevezetése nélkül is nagyobb bevételnövekedést feltételeznek a tagországi konvergenciajelentések, mint a bizottsági riportok. Továbbá a kormány hatáskörén kívül álló tényezőkről, például a kamatfizetésről is más feltételezésekkel élhetnek az országok egyedi szinten, mint a bizottság.

2014-től kiadás oldali konszolidáció látható

A kiigazítási periódus kezdetén végrehajtott költségvetési intézkedések általánosságban nem tették lehetővé a gazdasági növekedés támogatását, ami hozzájárulhatott ahhoz a jelenséghez, miszerint a már eleve negatív kibocsátási rés csaknem 1 százalékponttal bővült 2012-ben mind az Európai Unió, mind a valutaövezet esetében. A bizottság ezért a jelenlegi kiigazítási sorozatban (2013–2016) a növekedésösztönző intézkedésekre hívja fel a kormányok figyelmét. Ennek megfelelően, míg a tavalyi évben bevétel oldali kiigazítás volt megfigyelhető, az idei év után – Málta és Finnország kivételével – általánosságban kiadás oldali konszolidáció jelenik meg a konvergenciaprogramokban. Ennek megfelelően 2012 és 2016 között uniós és övezeti szinten is 2,5 százalékpontos kiadáscsökkenés várható, ezzel szemben a bevételek növekedése mindössze 0,2 és 0,5 százalékpontra tehető a két régióban.

Természetesen tagországonként jelentős eltérések látszódnak a bevétel és a kiadás GDP-hez mért alakulásában. Fegyelmezett fiskális pozíciójuknak köszönhetően csupán Bulgáriában és Luxemburgban nem szükséges a kiadási oldal csökkentése. Míg 15 ország tervez bevétel oldali növekedéssel, Észtország, Lettország és Magyarország igen jelentős, 3 százalékpontos bevétel oldali csökkenést prognosztizál 2016-ig bezáróan.

A kormányzati kiadások csökkenése uniós szinten – a bizottsági javaslatokkal szemben – a legtöbb tagországban az állami beruházások visszavágásával és a közsférában dolgozók bérének csökkentésével magyarázható a program ideje alatt. A legnagyobb kiadási tétel (átlagosan a GDP 23 százaléka az unióban), a szociális juttatások esetében körülbelül a tagországok fele tervez csökkentést. A bevétel oldali változtatásokat tekintve a társadalombiztosítási járulék csökkentése (uniós szinten 0,2 százalékpont) elősegítheti a munkaerő-piaci helyzet javulását a bérköltségek mérséklésén keresztül. Az adóbevételek (mind közvetett, mind közvetlen) GDP-hez mért aránya azonban emelkedik, 0,4 és 0,6 százalékponttal a két régióban.

Évekre lebontva – a bizottsági jelentéstől kissé eltérő mértékben – az idei évben a konvergenciaprogramok szerint teljesen bevétel oldali lesz a kiigazítás, de a következő években a mérleg a másik oldalra billen át, sőt a bevételi oldalon némi csökkenés is látszik. Így a bevételek esetében a kiigazítás orrnehéznek, a kiadásoknál pedig farnehéznek mondható, ami miatt különösen fontos az intézkedések végrehajtásának szoros felügyelete.

Az USA fiskális konszolidációja erősnek bizonyul

Az IMF legutóbbi éves felülvizsgálata alapján az USA fiskális kiigazítása meglehetősen gyorsnak bizonyul az idei évben. Az elsődleges strukturális mérlegben végrehajtott 2,5 százalékos költségvetési hiánycsökkenés helyett egy mindössze 1 százalékos javítás ideálisabb lett volna a gazdasági növekedés támogatásában a valutaalap szakértői szerint. A vártnál eredményesebb megszorítás elsősorban a hirtelen megugró adóbevételeknek (személyi jövedelemadót csökkentő tételek kivezetése, magas jövedelműek adójának emelése) köszönhető, amelyek hatására a kongresszus költségvetési hivatala szerint a bevételek 15 százalékkal is emelkedhetnek, és a tavalyi 15,8 százalékról a GDP 17,5 százalékát is elérhetik 2013-ban. A kiadási oldalon végrehajtott automatikus kiadáscsökkentő intézkedések is hozzájárulnak az egyenleg javulásához. A 2009-ben regisztrált csaknem 12 százalékos hiány után a szeptember 30-án végződő pénzügyi év végére így egészen 4 százalékra mérséklődhet a költségvetés hiánya. A költségvetési pozíció javulása 2015-ig tarthat, amikor 2,1 százalékos deficit valószínűsíthető. A markáns javulás ellenére az idősödő népesség, az egészségügyi kiadások növekedése és a Fed mennyiségi lazításának kivezetése után várható normalizálódó kamatszintek következtében a 2015 utáni fiskális kilátásokat jelentős bizonytalanság övezi, és a hiány ismét növekedésnek indulhat. A hosszabb távon is fenntartható költségvetési pálya elérése érdekében a valutaalap szakértői

szerint a jelenlegi rövid távú fiskális kiigazítás lassítására és egy középtávú konszolidációs terv létrehozására van szükség. Ezen belül az automatikus kiadáscsökkentő intézkedések kivezetése is támogató erővel bírna, azok gazdaságnövekedést visszafogó hatása miatt.⁴ Egy jobban irányzott kiadáscsökkentő intézkedésmechanizmus bevezetése a jövőbeli növekvő szociális kiadások mérséklésén keresztül érdemben javítani tudná az egyenleget (akár tízéves távlatban is). Bevételi oldalon pedig az adómentesség és a kedvezmények csökkentése, valamint új adók (például: szén-dioxid- és általános forgalmi adó) bevezetése hozna jelentős javulást.

A rövid távú várakozásokat tekintve az IMF és a kongresszusi költségvetési hivatal tavaszi előrejelzései alapján a márciusban bevezetett kiadáscsökkentő intézkedések nélkül az amerikai gazdasági növekedés 0,5 és 0,7 százalékponttal is magasabb lenne idén és jövőre. Továbbá a munkaerőpiacra gyakorolt negatív hatások sem elhanyagolhatók. A növekedést visszafogó hatások mérséklése érdekében a gazdasági bővülés fenntartását és a munkahelyteremtést elősegítő területeket (például: infrastruktúra és oktatás) érintő kiadáscsökkentést mindenképp mellőzni kellene, ám az első fél évben tapasztalt növekedési, valamint munkaerő-piaci adatok fényében kétséges, hogy az előbbi feltevések a fiskális kiigazítás növekedésre vonatkozó negatív hatásairól teljes mértékben helytállóak-e.⁵

A 2014-es pénzügyi évre vonatkozó költségvetésihiány-számokat és azok szerkezetét szeptember 30-ig kell megvitatnia az amerikai kétpárti testületnek. A vita során kulcsfontosságú jelentőséggel bírhatnak a kormányzati kiadások csökkentésével kapcsolatos változtatások. 2014-re ugyanis az idei évnél kissé magasabb, csaknem 105 milliárd dollárnyi kiadáscsökkenés várható. A kiadásokat tekintve a republikánusok visszaállítanák a védelmi kiadások eredeti szintjét, de a szociális kiadásokat a jelenleginél is nagyobb mértékben csökkentenék. Ezzel szemben a demokraták az automatikus kiadáscsökkentést szorítanák vissza a magas jövedelműekkel szembeni további adóemelésért cserébe.

A jelenlegi, költségvetési intézkedéseket tekintve kritikus időszakban pedig az adósságplafon mielőbbi emelése is szükséges, mielőtt az túlzott nemzetközi bizonytalanságot gerjeszt.

Az adósságplafon ismételt emelése várható ősszel

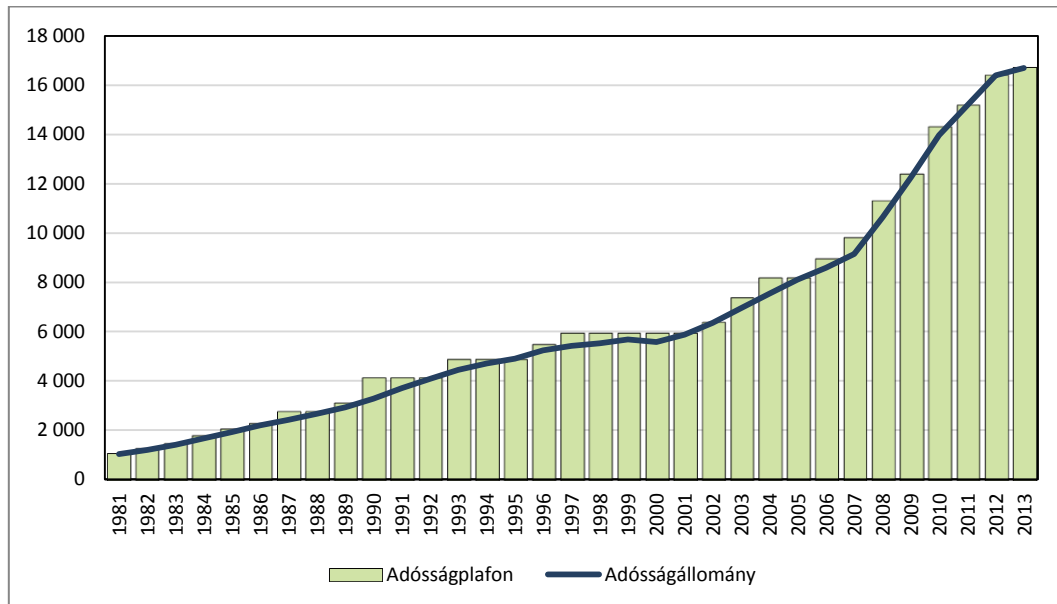
Az amerikai adósságplafon emelése körüli aggodalmak a nyári hónapok vége felé újra felerősödtek. Az adósságállomány felső határát a kongresszus utoljára májusban emelte meg, így jelenleg 16700 milliárd dolláron áll. Augusztus végén azonban aggasztó híreket közölt az amerikai pénzügyminiszter, miszerint a kincstár október közepére elérheti ezt a limitet, ami felett már nem bocsáthat ki további kötvényeket, és az amerikai kormány

⁴ Az automatikus kiadáscsökkentő intézkedések (egyenlő mértékben érintve a védelmi iparágat és egyéb, nem védelmi célú diszkrecionális kiadásokat) március 1-jén léptek életbe, melyek hatására mintegy 1200 milliárd dollárral csökkenhet az Egyesült Államok költségvetési hiánya az elkövetkező tíz évben.

⁵ A második negyedévben a kormányzati kiadások csökkenése mindössze 0,2 százalékponttal rontott a GDP növekedésén, ami 2012 vége óta a legalacsonyabb adat.

fizetéseképtelenné válhat. A gyakorlatban ez azt jelentené, hogy a nyugdíjak, egészségügyi és katonai bérek kifizetését is fel kellene függeszteni. A pénzügyminiszter ezért arra kérte a kongresszust, hogy azonnal lásson neki a közel sem új keletű probléma megvitatásának, ami köztudottan heves indulatokat szokott kiváltani a demokraták és a republikánusok között.⁶

5. ÁBRA: AZ ADÓSSÁGPLAFON ALAKULÁSA AZ ELMÚLT 30 ÉVBEN (MILLIÁRD DOLLÁR)



Forrás: Thomson Reuters

A májusban rendelkezésre álló számok ismeretében a plafon elérését szeptember elejére lehetett valószínűsíteni, de a vártnál nagyobb gazdasági növekedésnek, az erősebb fiskális konszolidációnak és a jelenleg is folyó különleges intézkedéseknek köszönhetően ezt a határidőt decemberre tolták. Így a pénzügyminiszter augusztusi figyelmeztetése egyértelműen intő jelként szolgál.

A kongresszusnak mielőbb egyetértésre kell jutnia az adósságplafon megemelését illetően, már csak kockázatmegítélési szempontok miatt is. A Standard and Poor's hitelminősítő 2011-ben hasonló problémák miatt megvonta a lehetséges legjobb (AAA) besorolást Washingtontól. A másik két nagy hitelminősítő pedig épp az augusztus–decemberi időszakban végzi a hitelminősítői felülvizsgálatokat. Annak ellenére, hogy a korábbi leminősítés csak átmeneti negatív kilengéseket okozott a piacokon, egy újabb leminősítés ugyanabból az okból minden bizonnyal fokozná a bizonytalanságot.

⁶ Az elmúlt 30 évben csaknem minden évben emelték az adósságplafont Amerikában.

A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és rövidtávú kilátásai

A hazai gazdaság 2013 első negyedében túljutott a recesszió, amit a második negyedévben mért GDP-növekedés is alátámaszt. A negyedéves bázison regisztrált 0,1 százalékos növekedés hatására az éves bázisú mutató öt negyedévet követően pozitívba fordult. Felhasználási oldalon szerkezetváltás tapasztalható: a külső tételek meglepően erős növekedést mutattak. Az exportnál dinamikusabban emelkedő behozatal miatt a nettó export összességében visszafogta a GDP bővülését. A belföldi felhasználási tételek aggregátuma ezzel szemben emelte a bruttó hazai termék éves volumenindexét. Ilyen szerkezetű növekedésre legutóbb 2008 elején volt példa. A belső keresleten belül elsősorban a bruttó állóeszköz-felhalmozás – főleg az állami beruházások révén – emelte leginkább a GDP-t a második negyedévben.

Termelési oldalról vizsgálva a gazdasági növekedést, továbbra is a mezőgazdaság és az építőipar a húzóágazatok. A mezőgazdaság átlagos teljesítménye a tavalyi alacsony bázis miatt 18 százalékos volumennövekedést mutatott a II. negyedévben. Az építőipari termelés az év eleji trendfordulót követően tovább javult, az éves bázisú mutató 7 százalékra nőtt. A jó teljesítmény az alacsony bázis mellett a költségvetés által finanszírozott beruházásoknak köszönhető. Mind az ipar, mind a feldolgozóipar hozzáadott értéke éves összevetésben csökkenést mutat, ám negyedéves összevetésben növekedést regisztráltak. A feldolgozóipari alágazatok közül továbbra is a járműgyártás emelkedik ki, amelynél az elmúlt évek nagyberuházásai nyomán folyamatosan bővült a termelés volumene. A szolgáltatások hozzáadott értéke a második negyedévben 0,1 százalékponttal emelte az éves bázisú GDP-t.

A hazai munkaerőpiacon az elmúlt negyedévben a közmunkaprogramok felfutásának köszönhetően ismét bővült az aktivitás és a foglalkoztatottság, a munkanélküliség így fél év után újra csökkent. A versenyszféra munkakereslete továbbra is visszafogottan alakul. A keresetek bővülése az előző évhez képest jelentős elmaradást mutat, amihez a privát szféra visszafogott teljesítményén túl az alacsonyabb inflációs környezet és a tavalyinál kisebb minimálbér-emelés is hozzájárul. A magyar munkaerőpiac továbbra is rendkívül laza.

Az infláció a nyár eleje óta több évtizedes mélypontjára esett: augusztusban 1,3 százalékos pénzromlási ütemet regisztráltak. A tartósan visszafogott infláció több tényezőnek köszönhető. Egyrészt a kibocsátás rés továbbra is negatív, így érvényesül ennek dezinflációs hatása. Másrészről a kormányzati költségcsökkentés összességében árleszorító hatást gyakorolnak, bár ezt némileg ellensúlyozzák az emelkedő nyersanyagárak. A nyári hónapok alatt is folytatta a 2012 augusztusa óta tartó kamatvágási ciklusát a jegybank, amely politikájában a jövőben nagyobb hangsúlyt kíván adni a reálgazdasági és pénzügyi stabilitási szempontoknak. A kamatvágásokkal párhuzamosan az elmúlt hónapokban a forintHITELEK kamatai csökkentek, ez azonban nem érződik az új kihelyezések mértékében, így folytatódott

a magánszektor adósságállományának leépülése. Az MNB hitelezési felmérése szerint a vállalati és lakossági hitelezési kondíciók egyaránt tovább enyhültek.

Várakozásaink szerint 2013-ban a belső kereslet négy év után ismét szignifikánsan emelheti a növekedés ütemét. A fordulat az állami beruházások tartós felfutásának köszönhető. Az előrejelzési horizonton a fogyasztás élénkülésére számítunk a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének növekedésével párhuzamosan, az adósságleépítési folyamat azonban továbbra is visszafogja a lakossági kereslet bővülését. Az export növekedése gyorsul, de a belföldi kereslet erősödésével együtt járó importhatás következtében a nettó export idén visszafogja a növekedést, ám jövőre a javuló nemzetközi konjunktúra hatására javulhat a külkereskedelmi egyenleg. Összességében idén mérsékelt, 0,5 százalékos GDP-növekedést prognosztizálunk, míg 2014-ben egy kiegyensúlyozottabb növekedési pálya mentén 1,8 százalékos gazdaságbővülésre számítunk.

A munkaerő-piaci aktivitás lassuló ütemű növekedését várjuk az előrejelzési horizonton. A versenyszférában a foglalkoztatottság visszafogott bővülését prognosztizáljuk. Az állami közmunkaprogramoknak köszönhetően a teljes foglalkoztatottság dinamikusabban növekedhet idén, míg jövőre lassabb emelkedést várunk. Idén a tavalyinál visszafogottabb bérindexet prognosztizálunk, amely jövőre gyorsulhat, köszönhetően a versenyszféra magasabb bérindexének, továbbá a pedagógusi életpálya-modellnek.

A maginflációt a magasabb olajárak és a gyorsabb béremelkedési ütem másodkörös hatásai már idén emelkedő pályára állítják. Ezt gyorsíthatja, hogy az erősödő belső kereslet miatt a kibocsátási rés záródik, bár még jövőre is negatív marad. A dohánytermékek kiskereskedelmi árrésének emelése a harmadik negyedévtől emelheti az árakat. Ugyanebbe az irányba mutat, hogy az egyéb kormányzati költségcsökkentések, mint az e-útdíj, valamint a telekomadó és a tranzakciós adó emelése, beépülnek a vállalati termelési költségekbe. A fogyasztóiár-index azonban a teljes előrejelzési horizonton a magráta alatt marad a szabályozott árak újabb csökkentése miatt. Összességében az idei évben 1,8, jövőre 2,7 százalékos inflációt várunk.

Előrejelzésünk szerint az infláció fokozatosan konvergál az inflációs célhoz, míg a maginfláció a cél felett marad és emelkedik, így a monetáris politikának egyre szűkül a mozgástere a további kamatcsökkentésekhez. A kamatciklus alját 3,6 százalékra prognosztizáljuk. A kamatcsökkentési ciklus végét a külső kockázati környezet, ezen belül pedig elsősorban a Fed monetáris lazításának visszafogása befolyásolja. A jelenleg rendkívül meredek hozamgörbe is abba az irányba mutat, hogy a jövő év elején megkezdődhet a kamatemelés. A belső felhasználás erősödése és a kibocsátási rés fokozatos zárulása miatt 2014 végére 4,5 százalékra emelkedhet a jegybanki alapkamat.

Az újonnan beérkező adatok szerkezetváltásra utalnak

A gazdaság növekvő pályára állt

Magyarországon 2013 első negyedévében véget ért a recesszió, és a szezonálisan kiigazított adatok szerint a második negyedévben az előző negyedévhez képest érdemben nem változott a GDP. A 0,1 százalékos negyedéves alapon számított növekedés így is elegendőnek bizonyult ahhoz, hogy az éves bázisú index öt negyedévet követően újra pozitívba forduljon. Az előző év azonos időszakához képest a hazai GDP 0,5 százalékos bővülést mutat, míg a KSH szezonálisan kiigazított adatai szerint az éves volumenindex 0,1 százalékot tett ki.

A GDP-t felhasználási oldalról vizsgálva pozitív meglepést okozott a külső tételek dinamikus bővülése: éves bázison a kivitel 3,0 százalékos növekedést mutat. A javuló exportteljesítményt a bázishatás mellett az euróövezet, azon belül is a legfőbb partnerünknek számító Németország vártnál jobb teljesítménye magyarázhatja. Mivel főleg ebbe az irányba jelentős a gazdasági ciklusokra érzékenyen reagáló termékek – feldolgozott termékek, gépek és szállítóeszközök – kivitele, amelyek súlya ráadásul magas a magyar exportban, így a főbb külkereskedelmi partnerek jobb gazdasági teljesítménye járulhatott hozzá a vártnál erőteljesebb volumennövekedéshez. Ezt alátámasztja az is, hogy a fenti termékcsoportokban egy éve nem látott mértékben felgyorsult az export bővülése.

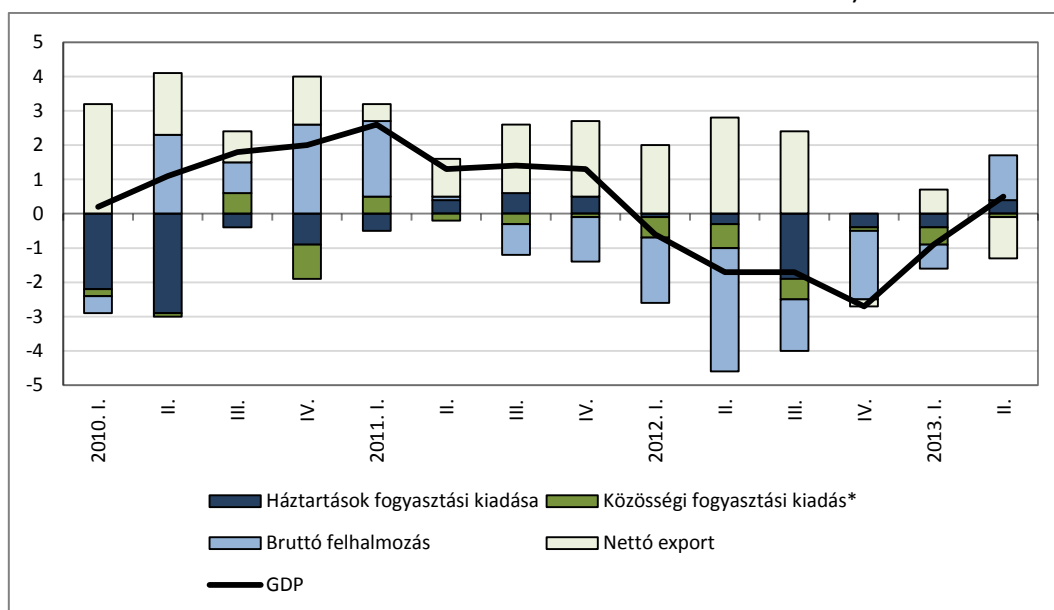
A várakozáson felüli éves bázisú exportnövekedés, illetve a készletek dinamikus felhalmozása az importban is jelentkezett: az előző év azonos időszakához képest 4,7 százalékos volumennövekedést regisztráltak 2013 II. negyedévében. Itt is elsősorban a feldolgozott termékek, valamint a gépek és szállítóeszközök importja emelkedett meg az átlagon felüli mértékben. Az export és a készletezés felfutása mellett a belső felhasználási tételek bővülése is gyorsította az áruk és szolgáltatások behozatalának volumennövekedését. Az import dinamikusabb emelkedése azzal járt, hogy a nettó export 1,2 százalékkal visszafogta az éves bázisú GDP-növekedést. A külkereskedelmi mérleg ilyen jelentős negatív hozzájárulást 2008 második negyedéve óta nem mutatott fel, sőt az elmúlt 5 év alatt is csupán két negyedévben mértek ennél jóval enyhébb negatív értéket.

A belföldi felhasználást elemezve is fordulat tapasztalható a legfrissebb adatokon: a tételek aggregátuma 2013 második negyedévében pozitívan járult hozzá a GDP növekedéséhez. Ilyen kedvező statisztikát 2011 első fél éve óta nem regisztrált a KSH. A fentiek alapján a bruttó hazai terméket idén április–június között – a korábbi negyedévekkel ellentétben – a belső kereslet húzta, amelyet a nettó export szűkülése némileg visszafogott.

A háztartások fogyasztási kiadásának volumene a szezonálisan kiigazított adatok szerint az előző év azonos időszakának bázisán stagnált, negyedéves bázison azonban 0,4 százalékos növekedést tett ki. A bruttó reálbérek év/év alapon mért 2 százalékos emelkedése, továbbá a foglalkoztatotti létszám bővülése együttesen növelte a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét. Annak ellenére, hogy a lakossági adósságállomány folyamatosan leépül, a fenti

tényezők már a fogyasztás bővülésében is megmutatkozhattak. A pozitív képet alátámasztja, hogy a háztartási szektor bizalmi indikátorai a második negyedévben tovább emelkedtek, legtöbbjük legalább egyéves csúcspontján tartózkodik. Mindez a jövőre nézve arra utal, hogy a fogyasztásbővülés tartós lehet, azonban a közeljövőben is folytatódik a háztartások mérlegalkalmazkodása. Az adósságleépítési folyamatot ugyanakkor gyorsíthatja, ha a Kormány bevezeti az új, devizahiteleseknek szánt programját, ami kedvezően hathat a szektor fogyasztási rátájára.⁷ Összességében tehát a fogyasztás az év elején elérte mélypontját, és tartós, de lassú konszolidáció kezdődött a második negyedévben.

6. ÁBRA: A FELHASZNÁLÁSI TÉTELEK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP NÖVEKEDÉSÉHEZ (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



* Tartalmazza a természetbeni társadalmi juttatást, függetlenül annak forrásától. Forrás: KSH

A továbbra is szigorú költségvetési gazdálkodás miatt a közösségi fogyasztási kiadás csökkent: az állami költekezés szezonálisan igazítva, az előző év azonos időszakának bázisán 0,2 százalékos zsugorodást mutat. Ez mérsékelte a végső fogyasztást, továbbá a GDP-növekedést is negatívan érintette.

A versenyszféra beruházási volumene 2013 második negyedévében, éves bázison mérve 2,7 százalékkal bővült. A feldolgozóipari beruházások zuhanása már mérséklődött éves bázison, mivel az április–júniusi időszakban 0,5 százalékos visszaesést regisztráltak. Az ágazatban korábban végrehajtott nagyberuházások okozta bázishatás még mindig negatívan befolyásolja az indexet. A beruházások bővülését elsősorban a nagy súlyt képviselő szállítás és raktározás nemzetgazdasági ág 13,2 százalékos növekedése okozta. Itt főként az útépítések (alsóbbrendű útvonalak, autópályák építése) járultak hozzá a jó teljesítményhez.

⁷ Egy 2013. szeptember 11-i bejelentés szerint az árfolyamgáthoz hasonló programot szeretne megvalósítani a kormányzat. A program részletei még nem ismertek, így alappályánkon ezzel nem számoltunk, de egyik kockázati pályánk tartalmaz egy hipotetikus intézkedést.

Rendkívüli növekedés tapasztalható még a víz- és hulladékgazdálkodás területén, melyre döntően a jelentős mértékű csatornázási projektek hatottak. A közigazgatás, védelem, kötelező társadalombiztosítás ágban az árvízvédelmi beruházások miatt közel 50 százalékos év/év beruházásivolumen-növekedést regisztráltak. Az alacsonyabb súlyú ágazatok közül a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágában regisztrált 80 százalékos növekedés a szállodaépületek felújításának és bővítésének köszönhető.

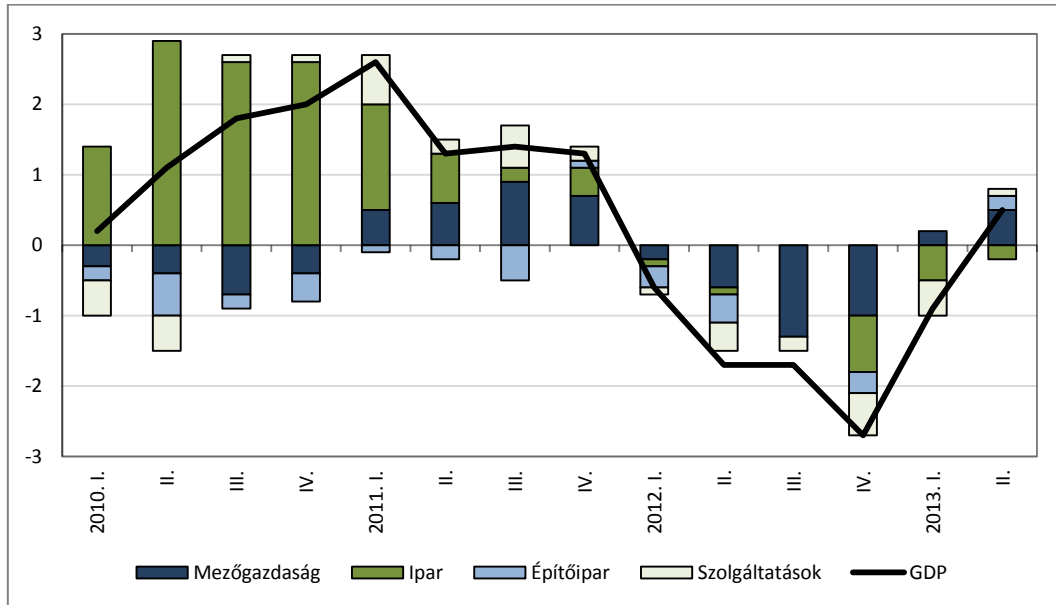
Az állami beruházások a második negyedév során éves összevetésben 28 százalékos emelkedést mutattak, és várhatóan az elkövetkező negyedévekben is erről a területről érkezhetsz jelentős beruházási teljesítmény, mivel a versenyszféra esetében továbbra sem látszik érdemi fordulat a finanszírozási oldalról. Az állam által finanszírozott nagyprojektek miatt a bruttó állóeszköz-felhalmozás aggregált bővülése jelentősen meghaladta a GDP növekedési ütemét, ami pedig a beruházási ráta emelkedését vonja maga után. A szezonálisan kiigazított 17 százalékos beruházási ráta ugyanakkor továbbra is elmarad a régiós mutatóktól, melyek a 18–23 százalékos sávban szóródnak. Amennyiben a következő negyedévek során fennmaradna a beruházási arány emelkedő tendenciája, úgy az javítaná a hazai növekedési kilátásokat és emelné a potenciális kibocsátás bővülését.

Termelési oldalról vizsgálva a gazdaság második negyedévi teljesítményét, az előző negyedévhez hasonlóan most is két kisebb súlyú ágazathoz, a mezőgazdasághoz és az építőiparhoz köthető a gazdaság bővülése. A mezőgazdaságban az ágazati hozzáadott érték nem tért el érdemben az elmúlt évek átlagától, azonban a tavalyi évi alacsony bázis miatt a II. negyedévben 18 százalékos kitevő volumennövekedést mértek. A szezonálisan kiigazított negyedéves bázisú index azonban közel 4 százalékos visszaesést jelez, ami összefüggésben lehet a második negyedévben tapasztalt, az ágazat számára kedvezőtlenebb időjárási körülményekkel. Összességében a mezőgazdaság teljesítménye 0,5 százalékponttal emelte az éves GDP-növekedés ütemét.

Az építőiparban az első negyedévi jó teljesítményt újabb növekedés követte, vagyis az ágazat esetében trendfordulóról beszélhetünk. A javuló teljesítmény hatására éves összevetésben 7, negyedéves bázison 2 százalékos növekedést regisztráltak. A pozitív tendencia egyrészt a beruházások felfutására vezethető vissza, másrészt a tavalyi évi rendkívül alacsony bázis is hozzájárul. Az ágazat növekedését az épületek és az egyéb építmények építése egyaránt segítette. Előbbi esetében az ipari építkezések felfutása, utóbbinál az út- és vasútfelújítás emeli az ágazati hozzáadott értéket. Összességében a bővülést elsősorban az állami beruházások emelkedése magyarázza. Az építőipar az idei második negyedévben 0,2 százalékponttal emelte a GDP-t. Az ágazati kilátások pozitívak, amit az is alátámaszt, hogy az új építőipari szerződések volumene folyamatosan emelkedik, míg a teljes szerződésállomány június végi volumene közel 12 százalékos növekedést mutat. Mindezek mellett az építőipari bizalmi indexek is több mint kétéves csúcspontjukra emelkedtek. Az

állami beruházások folytatódása miatt az ágazatban az elkövetkező negyedévekben további növekedést várunk.

7. ÁBRA: AZ EGYES ÁGAZATOK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP NÖVEKEDÉSÉHEZ (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: KSH

Az ipari, illetve ezen belül a legnagyobb súlyt képviselő feldolgozóipari teljesítmény tovább zsugorodott éves bázison: rendre 0,8 és 0,6 százalékos visszaesést regisztráltak. Ezzel szemben a szezonálisan kiigazított negyedéves bázisú indikátor alapján mindkét területen nőtt a termelés volumene 0,6 és 0,4 százalékkal. A visszafogott ipari teljesítmény legfőbb oka még mindig a lanya belső kereslet, erre utal, hogy a belföldi értékesítés folytatta zsugorodását. Ezt némileg azonban ellensúlyozni tudta a javuló exportértékesítés. A feldolgozóiparon belül még mindig a legnagyobb súlyú alágazat, a járműgyártás teljesít a legjobban, köszönhetően az elmúlt évek jelentős nagyberuházásainak. A második legfontosabb alágazat, a számítógép, optikai termékek gyártása esetében közel két éve a volumen zsugorodását regisztrálják. Mivel az alágazatban működő nagyvállalatok termelése visszaesett vagy megszűnt, ezeket pedig nem pótolták újabb kapacitások, így a közeljövőben sem várunk fordulatot. A feldolgozóipar egészében ugyanakkor bizakodásra ad okot, hogy a kapacitáskihasználtsági mutató több mint egyéves csúcson tartózkodik.

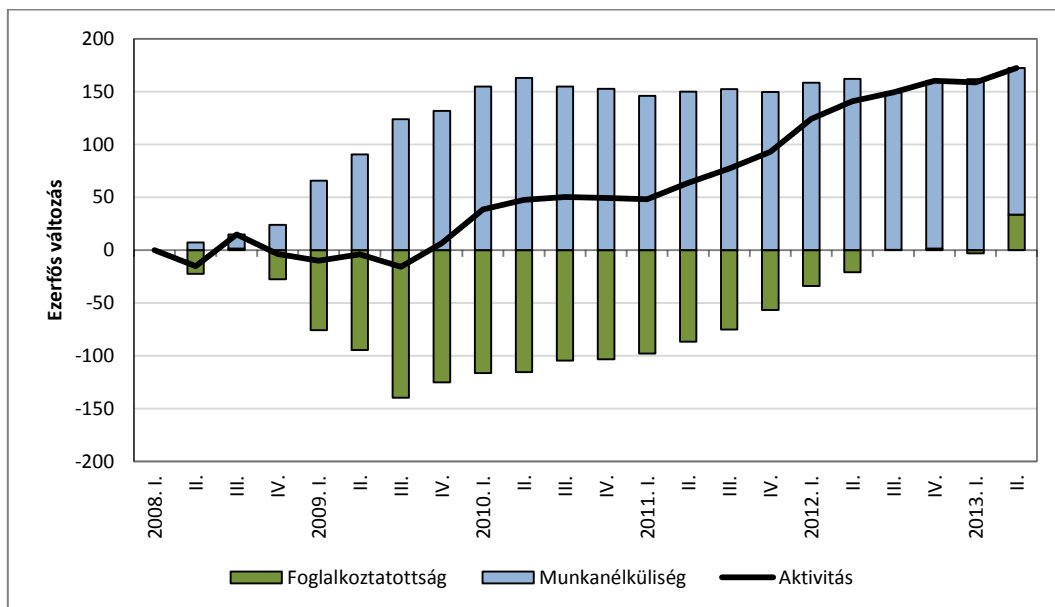
A szolgáltatások hozzáadott értéke negyedéves és éves bázison is gyakorlatilag stagnált az április–júniusi időszakban. A kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás hozzáadott értéke 1,9 százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest. Ezen belül a kereskedelem teljesítménye zsugorodott nagyobb mértékben. A szállítás, raktározás ágazatban az első negyedévben tapasztalt bővülés csak átmenetinek bizonyult, a második negyedévben már 0,4 százalékos visszaesést regisztráltak. A korábban dinamikus bővülő információ és kommunikáció ágazat az előző negyedévi megtorpanást követően ismét

bővülést mutatott fel: a volumen éves és negyedéves bázison egyaránt 1 százalékkal emelkedett. A vállalati és lakossági hitelállomány leépülésével összhangban, év/év alapon 1,1 százalékkal esett vissza a pénzügyi, biztosítási tevékenység teljesítménye.

A közfoglalkoztatás növelte a foglalkoztatottságot

A gazdasági aktivitás az idei első negyedéves stagnálás után a második negyedévben újra bővült, vagyis a korábbi megtorpanás csak átmenetinek bizonyult, és a ráta szezonálisan kiigazított értéke 57,4 százalékra emelkedett. A munkakínálatot az aktivitást ösztönző kormányzati intézkedések mellett (nyugdíjkorhatár emelése, rokkantsági feltételek és munkanélküli-ellátások szigorítása) a közmunkaprogramok újbóli kiírása növelte. A foglalkoztatottság bővülése elsősorban a rekordnagyságú közfoglalkoztatásnak köszönhető, a versenyszférában továbbra is mérsékelt volt a munkakereslet.

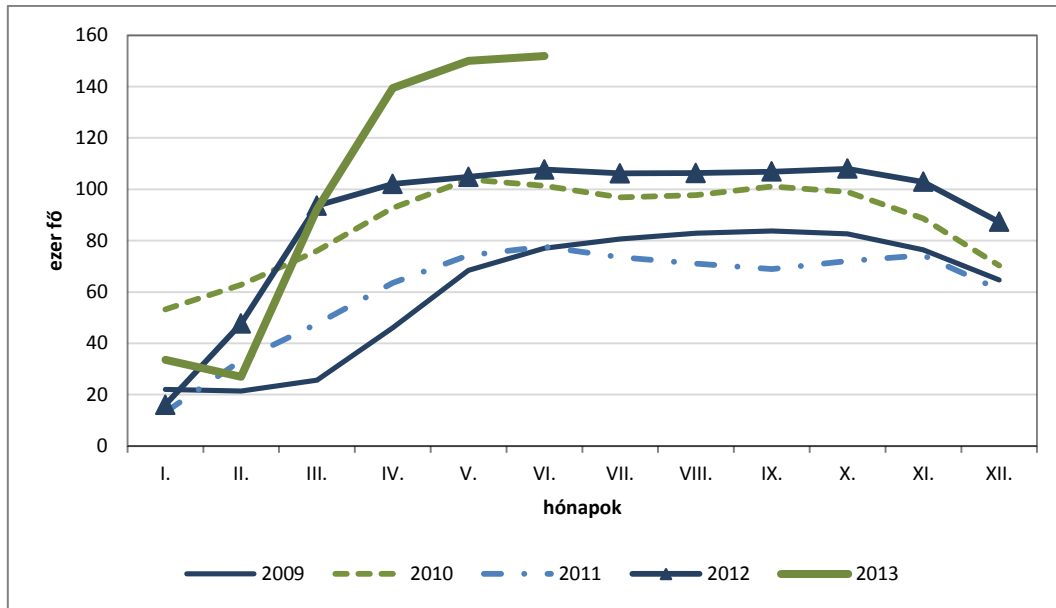
8. ÁBRA: AZ AKTIVITÁS, FOGLALKOZTATÁS ÉS MUNKANÉLKÜLISÉG ALAKULÁSA
2008 I. NEGYEDÉVÉHEZ KÉPEST (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

Az intézményi statisztikák alapján az alkalmazásban állók száma 2013 második negyedévében stagnált az előző negyedévhez képest. A költségvetési szektor foglalkoztatottságára továbbra is a Kormány költségcsökkentő intézkedései hatnak: a közfoglalkoztatás bővülése nélkül 1,2 százalékkal zsugorodott egy év alatt az állami foglalkoztatotti létszám. A közfoglalkoztatottak létszáma historikus csúcson volt 2013 második negyedévében. A versenyszférában a négy fő feletti vállalatoknál számos ágazatban csökkent a munkakereslet: a legnagyobb visszaesés a kereskedelem, gépjárműjavítás, valamint a szálláshely-szolgáltatás ágában volt tapasztalható. Csak az ingatlanügyek, szakmai, tudományos tevékenység és az adminisztratív ágakban regisztráltak jelentősebb létszámbővülést.

9. ÁBRA: A KÖLTSÉGVETÉSI INTÉZMÉNYEKBEN LÉVŐ KÖZFoglalkoztatottak Létszáma

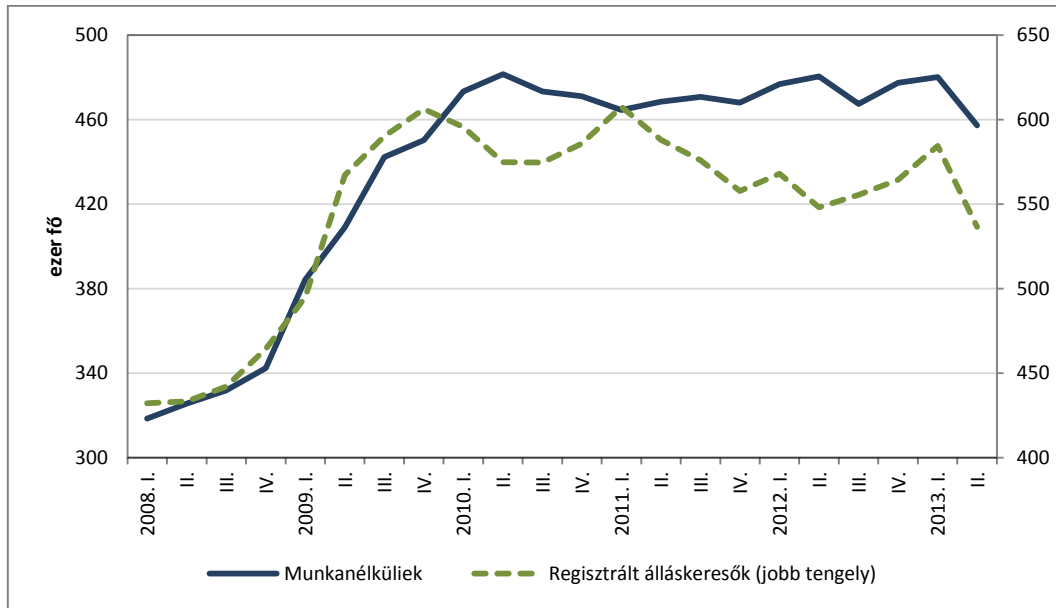


Forrás: KSH

A munkanélküliség szezonálisan kiigazított rátája 10,4 százalékra csökkent 2013 második negyedében az előző negyedévi 11 százalékról, vagyis az állástalanok aránya négy éves minimumon tartózkodott. A csökkenés mértéke a már említett közfoglalkoztatási folyamatokhoz köthető. Az NFSZ által regisztrált álláskeresők száma szintén jelentősen csökkent az elmúlt időben. Nemcsak az inaktívák száma zsugorodott a közfoglalkoztatásnak köszönhetően, hanem számos, rövid ideje munka nélkül lévő, gazdaságilag aktív ember is belépett az állami programokba.

Bár kedvező folyamatnak tűnhet, hogy a KSH Munkaerő-felmérése alapján a tartós munkanélküliek aránya és az álláskeresési idő is mérséklődött, azonban ez csak a közfoglalkoztatásból való kiáramlás következménye. Az év elején sokan elveszítik támogatott státuszukat és munkanélkülivé válnak, így csökkentve az említett mutatók értékét. Az NFSZ adatai szerint 2013 második negyedében a 12 hónapja vagy annál több ideje a nyilvántartásban szereplők száma egy év alatt 7,3 százalékkal emelkedett. A hazai munkaerőpiac strukturális problémáiban így továbbra sem tapasztalható enyhülés.

10. ÁBRA: A MUNKANÉLKÜLIEK ÉS A REGISZTRÁLT ÁLLÁSKERESŐK SZÁMA
(SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: KSH

A munkaerőpiac továbbra is laza, bár a kiírt, új, nem támogatott álláshelyek száma enyhén növekedett, miközben az álláskeresők száma és aránya a közfoglalkoztatás feljutásával párhuzamosan csökkent. Részből a magánszektor alacsony hozzáadott értékének és jövedelmezőségi helyzetének, részben az alacsonyabb inflációs környezetnek, illetve a mérsékelt minimálbér-emelésnek tudható be, hogy az előző évek átlagához képest jelentősen lassult a béremelkedés üteme aggregált szinten, illetve a versenyszférában is. Összességében a bruttó bérek mindössze 3,8 százalékkal, a magánszférában pedig csak 4,1 százalékkal emelkedtek a második negyedévben.

A bruttó átlagkeresetek legjobban az építőipar ágában nőttek. A feldolgozóiparban, a vendéglátásban és a kereskedelemben szintén átlag feletti volt a keresetek dinamikája. A közsféra bruttó béréi az idei második negyedévben 4 százalékkal bővültek. A közfoglalkoztatás kiszűrését követően a költségvetési intézmények alkalmazottainak átlagkeresetei, bérkompenzáció nélkül, 3,5 százalékkal emelkedtek, ami az egészségügyi dolgozók béremelésének a következménye. A családi adókedvezmény figyelembevételével számított nemzetgazdasági nettó reálkeresetek növekedési üteme 2 százalékos volt 2013 első fél évében.

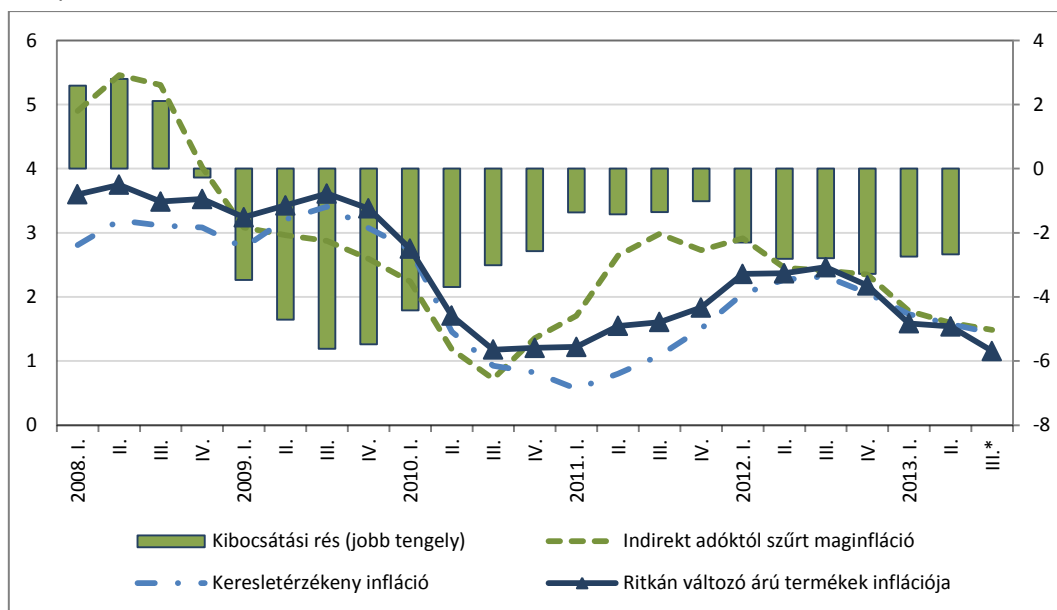
Az infláció historikusan alacsony szintre süllyedt

A nyár folyamán trendszerűen csökkent a hazai éves inflációs ütem. A 12 havi fogyasztóiár-index augusztusban 1,3 százalékra, több évtizedes mélypontjára esett. Az általános árszínvonal emelkedése így továbbra is jelentősen alulmúlja a jegybanki 3 százalékos inflációs célt. A tartósan alacsony ütemű infláció több tényező együttes hatására vezethető

vissza. A hazai gazdaság növekedési üteme elmarad a potenciális szintjétől, így érvényesül a negatív kibocsátási rés árleszorító hatása. Emellett jelentős a rezsicsökkentés dezinflációs hatása is. A lefelé ható erőket valamelyest ellensúlyozzák a költségsokkok, többek között az egyéb kormányzati intézkedések (e-útdíj bevezetése, dohánytermékek árrésének növelése), valamint az üzemanyagárak újbóli emelkedése.

A második negyedév során a belső felhasználási tételek dinamizálták a hazai gazdaságot, ugyanakkor a belső kereslet továbbra is gyenge. Ezt jól jelzik az MNB által számított inflációs trendmutatók, melyek augusztusban tovább süllyedtek, és így jelenleg az 1,1–1,5 százalékos szint körül szóródnak. Legfrissebb becslésünk szerint 2013 második negyedévében a kibocsátási rés $-2,7$ százalékot tett ki. Az idei év folyamán látható zárulási folyamat elsősorban a mezőgazdaság teljesítményével hozható összefüggésbe. Míg a tavalyi kedvezőtlen terméseredmény abszolút értékben növelte a kibocsátási részt, az idei átlagos teljesítmény a bázishatás miatt már képes azt szűkíteni. A gazdaság ciklikus helyzete ez alapján javulást mutat, és mivel a potenciális növekedés továbbra is nulla közeli szinten áll, így viszonylag alacsony ütemű gazdaság bővülés mellett is a rés záródására számítunk, ami a dezinflációs hatás tompulásával járhat együtt az elkövetkező negyedévekben.

11. ÁBRA: A KIBOCSÁTÁSI RÉSRÉ VONATKOZÓ BECSLÉSÜNK ÉS AZ INFLÁCIÓS TRENDMUTATÓK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK ÉS A POTENCIÁLIS GDP BÁZISÁN)

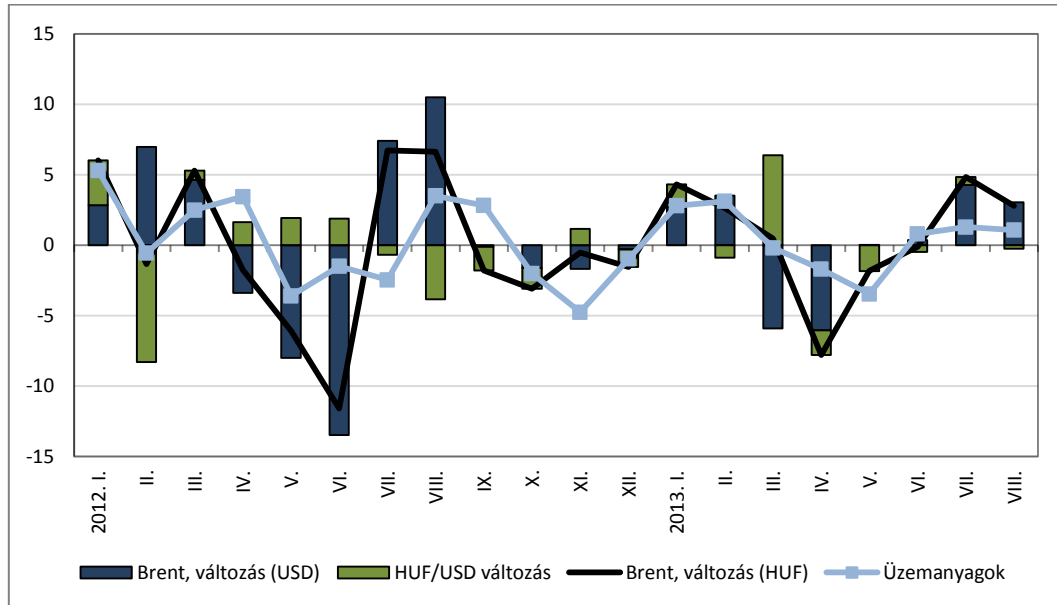


*Csak a júliusi és az augusztusi adatot tartalmazza. Forrás: Századvég-számítás

A maginflációs kosáron kívüli termékek és szolgáltatások éves bázisú inflációs rátái vegyes képet mutatnak. Az üzemanyagok ára az egy évvel korábbi sinthez képest 2013 júliusában és augusztusában 1,7, illetve 0,4 százalékkal növekedett. Ez önmagában megközelítőleg 0,1 százalékponttal emelte a pénzromlás ütemét. A korábbi üzemanyagár-csökkenés trendfordulóját a Brent típusú olaj dollárban kifejezett árának emelkedése okozta. Az energiahordozó egységára hordónként a júniusi 103-ról augusztusban átlagosan 111 dollárra

ugrott, ami közel 8 százalékos áremelkedést jelent. Ezen időszak alatt a dollár forintban kifejezett ára viszont nem mutatott érdemi változást.

12. ÁBRA: AZ ÜZEMANYAGOK ÁRÁNAK VÁLTOZÁSA ÉS AZ AZT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ HÓNAP BÁZISÁN)



Forrás: Thomson Reuters, MNB, Századvég-számítás

Az élelmiszerek éves szintű áremelkedési üteme az elmúlt három hónapban átlagosan 3 százalékos volt. Ez még mindig elmarad a mezőgazdasági termelői árak növekedési rátájától. Utóbbi termékkör esetében ugyanakkor már átlagosan 9 százalékra esett vissza a drágulás 12 havi üteme, amelyre legutóbb egy évvel ezelőtt volt példa. A fentiek alapján a költség oldali tényezők önmagukban az infláció felpörgését eredményezték volna. A kormányzat azon intézkedései, melyek áremelkedést hoztak, vagyis az elektronikus útdíj bevezetése és a dohányárak kiskereskedelmi árrésének növelése még érdemben nem mutatkozott meg az árindexben. Ennek az az oka, hogy a kormányzat által végrehajtott rezsicsökkentés első fázisa (villamos energia, gáz, távhő árának csökkentése) továbbra is árleszorító hatású, valamint a második fázis – a víz, a csatorna és a szemétszállítás, valamint a palackos gáz, a szennyvízszippantás és a kéményseprés díjának csökkentése – még csak most jelent meg az inflációs mutatóban.

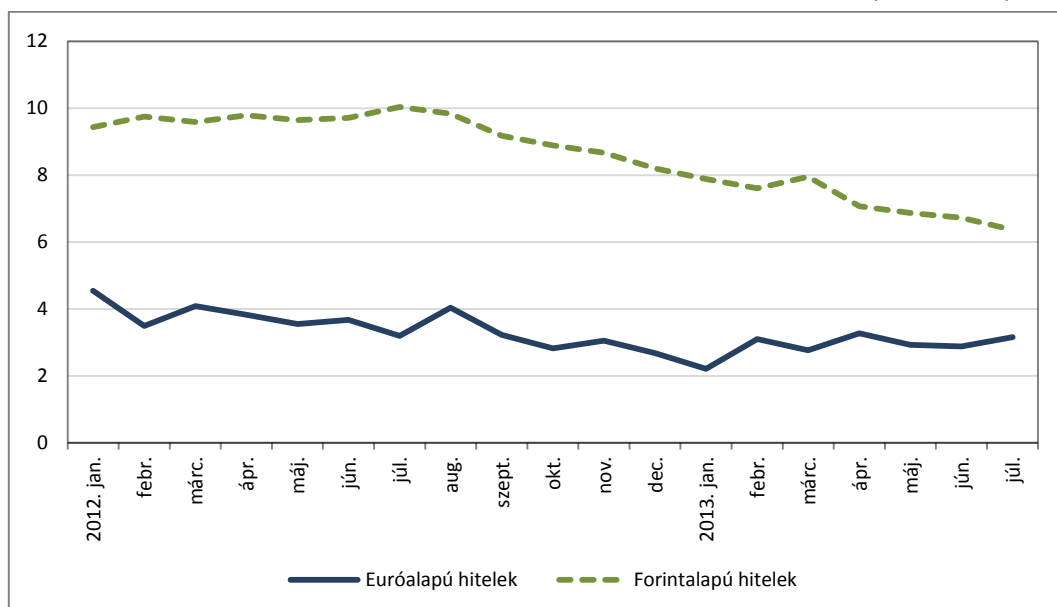
Folytatódott a jegybank kamatvágási ciklusa

A nyári hónapok folyamán is folytatódott a jegybank kamatvágási ciklusa, így augusztus végére 3,8 százalékos szintre süllyedt az alapkamat mértéke. A Monetáris Tanács állásfoglalása szerint a gazdaságot számottevő szabad kapacitás jellemzi, így mérsékelt az inflációs nyomás, és a 3 százalékos inflációs cél elérése lazább monetáris politika mellett is biztosítható. Emellett a reálgazdaság helyzete is a kamatcsökkentés irányába mutat. Ugyanakkor a kamatcsökkentés lehetőségét korlátozhatja a romló kockázati környezet. Erre

való tekintettel augusztusban a tanács a korábbiaknál kisebb, szokatlan mértékű, 20 bázispontos csökkentésről döntött. Újdonság, hogy az MNB a jövőben rugalmas inflációs célkövetést kíván alkalmazni. Ez azt takarja, hogy az árstabilitás mint elsődleges cél mellett a reálgazdasági helyzet és a pénzügyi stabilitás is befolyásolhatja a monetáris politikai döntéshozatalt. Meglátásunk szerint azonban az inflációs célkövetési rendszer felpuhítása kockázatokat is magában hordoz. Ugyanakkor a Magyarországra jellemző jelentős pénzügyi stabilitási kockázatok (nemteljesítő hitelek magas aránya, külföldi kitettség) miatt indokolható az ilyen irányú szemléletváltás.

A jegybanki kamatvágási ciklust követve május–július folyamán megközelítőleg 70 bázisponttal mérséklődtek a vállalati forinthitelek kamatai, miközben az euróhitelek ennél kisebb mértékben, átlagosan 11 bázisponttal lettek olcsóbbak. Ezzel a 2012 augusztusa óta tartó monetáris lazítási ciklus alatt összesen 347 bázisponttal mérséklődött a cégek által felvett forinthitelek kamatainak szintje, míg az euróalapú hitelek kamata átlagosan 88 bázisponttal esett vissza. A korábban kihelyezett kölcsönök, vagyis a fennálló állomány kamatterhe is jelentős mértékben csökkent. A lakossági szegmensben is alacsonyabb hitelkamatokat regisztráltak mind az új hitelek, mind az állomány tekintetében. A kedvezőbb kamatkörnyezet hatása azonban alig volt érzékelhető az új kihelyezések mértékében. Folytatódott a magánszektor adósságállományának leépülése: mind a vállalatok, mind a háztartások több hitelt fizettek vissza május–július között, mint amennyit felvettek, azaz nettó hiteltörlesztői pozícióban voltak.

13. ÁBRA: A VÁLLALATI ÚJ HITELEK KAMATAINAK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)

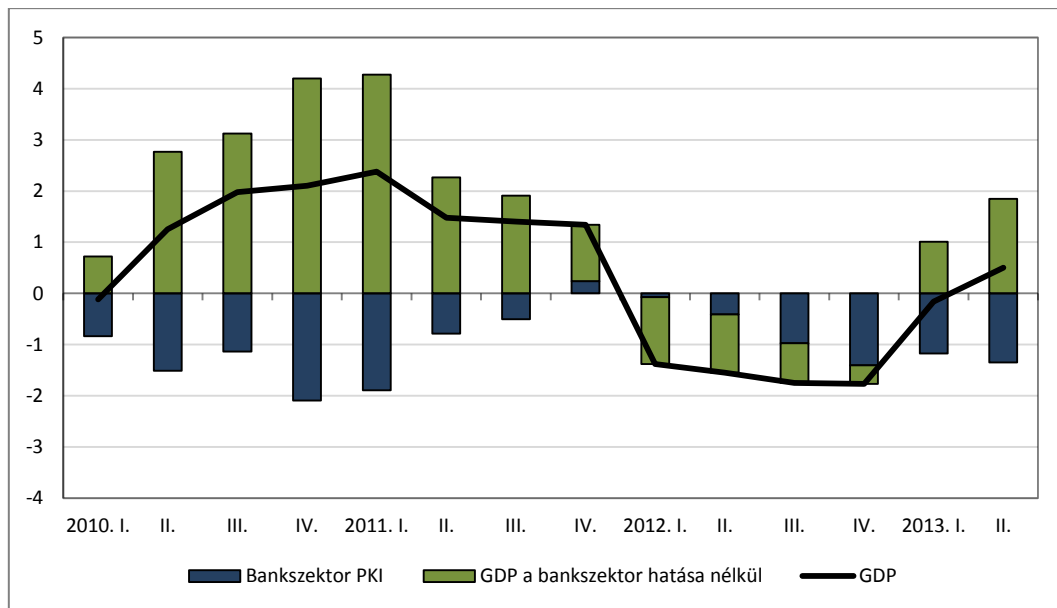


Forrás: MNB

Az MNB által publikált Pénzügyi Kondíciós Index (PKI) a pénzügyi szektor éves GDP-növekedésre gyakorolt hatását számszerűsíti. A PKI éves növekedési üteme azt mutatja meg, hogy mennyi a bankrendszer hozzájárulása a reál-GDP növekedési üteméhez. A jegybank

számításai szerint a kedvezőbb monetáris kondíciók enyhítették a bankrendszer kontrakciós hatását, míg a hitelezési folyamatok erősítették azt. A vállalati hitelezés GDP-növekedésre gyakorolt negatív hatása 0,74 százalékpontnak felelt meg, ami a kontrakciós hatás elmélyülését jelenti az előző negyedévhez viszonyítva. A lakossági hitelezés negatív hozzájárulását is beleszámítva –1,35 százaléknak felelt meg a bankrendszer teljes hatása, vagyis amennyiben nem esett volna vissza a hitelezés, úgy lényegesen magasabb reál-GDP-vel számolhattunk volna idén a második negyedévre vonatkozóan.

14. ÁBRA: A HITELEZÉS GDP-RE GYAKOROLT HATÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: MNB

Bár a vállalati hitelek kondíciói 2013 második negyedévében enyhültek, ez elsősorban az árjellegű feltételek javulásában mutatkozott meg, ami összhangban áll a csökkenő hozamkörnyezettel. Eközben a szigorú, nem árjellegű tényezők továbbra is szűk hitelkínálatot eredményeznek. A lakossági szegmensben is a hitelezési feltételek enyhüléséről számolt be az MNB hitelezési felmérése. Ugyancsak az árjellegű kondíciók lettek kedvezőbbek, amiben feltehetően szerepet játszott a csökkenő kamatpálya mellett az állami kamattámogatás is.

A PSZÁF adatai szerint a vállalati és a lakossági szegmensben is romlott a 90 napon túl késedelemben lévő (nemteljesítő) hitelek aránya. 2013 második negyedévében a vállalati szektorban 17,2 százaléknak, a lakossági szegmensben 18 százaléknak felelt meg a nemteljesítők teljes állományhoz viszonyított aránya. A lakossági hitelekre vonatkozóan rendelkezésre álló részletesebb adatokból kiderül, hogy denominációtól függetlenül romlott a lakáscélú és a szabad felhasználású jelzáloghitelek nemteljesítési rátája, miközben a személyi és a gépjárműhitelek minősége javult. A forint erősödése a hitelfedezeti arány (LTV) mérséklődését eredményezte, ám a devizaalapú lakáshiteleknek még így is 55 százaléka esik a 90 százalék feletti LTV-arányú kategóriába.

A PSZÁF adatai szerint 2013 második negyedévében 50 milliárd forintos veszteséget jelentett a bankszektor, és így az első negyedéves pozitív eredménnyel együtt az első fél év folyamán összesen 23 milliárd forintos adózás utáni eredményt ért el. Az első negyedévhez képest jelentős mértékben nőtt a veszteséges hitelintézetek negatívuma, miközben a legjobban teljesítő bank nyeresége is csökkent. Kismértékben javult a kamat- és jutalékeredmény az első negyedévhez képest, bár az egy évvel korábbi értéktől jelentősen elmarad. A kedvezőbb kamateredmény abból fakadt, hogy a bankok kamatráfordításait nagyobb mértékben tudták csökkenteni, mint amilyen mértékben visszaestek kamatbevételeik. A jutalékeredmény növekedésében a tranzakciós illeték áthárítása is szerepet játszhatott. A második negyedévi mínusz kialakulását befolyásolta a pénzügyi és befektetési szolgáltatások rosszabb eredménye is. Emellett érdemben rontotta a végeredményt a tranzakciós illeték befizetéseinek elmaradása miatt kivetett egyszeri adó, melynek egy részét a bankok már a második negyedév folyamán elhatárolták. Végül az eredmény romlásához a növekvő hitelezési kockázatok miatt megnövekedett értékvesztés és kockázati céltartalék is hozzájárult, amit feltehetően a romló hitelportfólió tett szükségessé. Folytatódott a külföldi források bankszektorból való kivonása. 2013 első fél éve folyamán 523 milliárd forinttal csökkent a közvetlen külföldi források értéke, a tavalyi év azonos időszakához viszonyítva összesen közel 1200 milliárd forinttal kevesebb külföldi forrás áll rendelkezésre.

A hazai gazdaság kiegyensúlyozott növekedési pályán haladhat

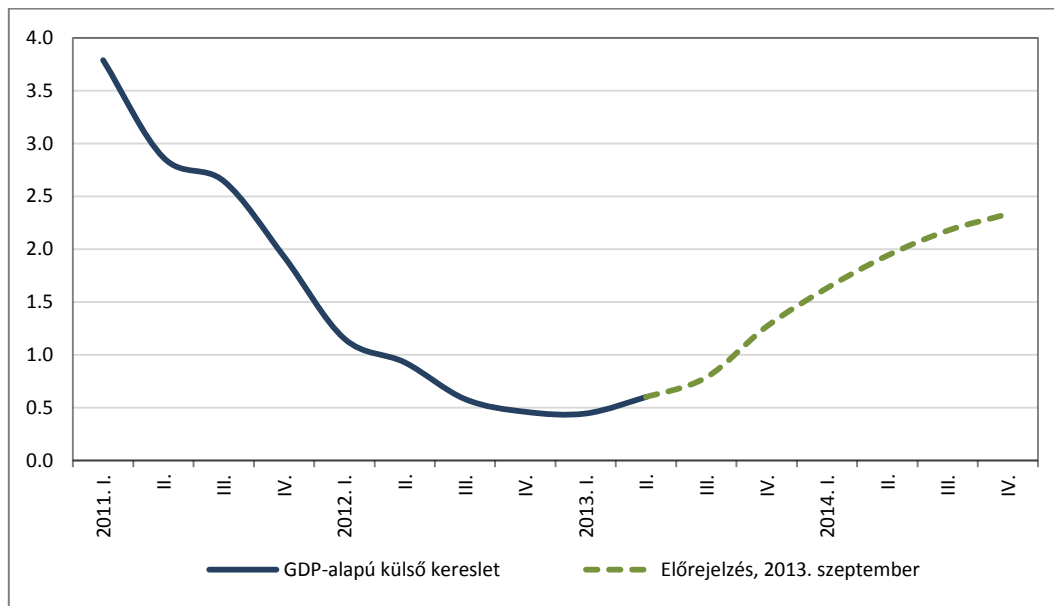
Feltevéseink alakulása az alappályán

A hazai kivitel iránt megnyilvánuló GDP-alapú külső kereslet enyhe pozitív meglepetést okozott 2013 II. negyedévében. Magyarország legfontosabb külpiaci partnerei vélhetően túl vannak a mélyponton, gazdasági teljesítményükben javulás mutatkozott az idei második negyedévben. Ugyanakkor az aggregált növekedési ütemük továbbra is visszafogott. Ebben jelentős szerepet játszik, hogy folytatódott az adósságállomány leépítése, valamint a munkaerő-piaci kondíciók tovább romlottak. Ez a két folyamat összességében visszafogja a külpiacainkon a belső keresletet, ezáltal pedig a hazai export volumenét. Várakozásunk szerint egy elnyújtott kilábalási folyamat kezdődött meg az elmúlt negyedévben, melynek során partnereink aggregált növekedése csak az év végén dinamizálódik.

A piaci bizalom javulását és a kockázati étvágy emelkedését jelenleg a Fed monetáris politikáját övező bizonytalanság hátráltatja. Ugyanakkor a főbb partnereinknél (főként Németországban) a javuló gazdasági teljesítmények miatt dinamizálódhat a belső kereslet bővülése. A fejlett országokban továbbra is laza maradhat a monetáris politika. A kelet-európai és az ázsiai fejlődő országok teljesítménye ugyanakkor negatív meglepetést okozott. Mindezek alapján az év második felében mérsékelt ütemben gyorsuló külső kereslettel számolunk. A gyenge év eleji gazdasági növekedés, a fejlődő országok visszafogottabb növekedési kilátásai és a jelenleg uralkodó külpiaci bizonytalanság ellensúlyozzák a fejlett

piacokon tapasztalt erősödő növekedést. Összességében így a legfőbb külkereskedelmi partnereinknél 0,8 százalékos aggregált növekedést prognosztizálunk.

15. ÁBRA: A GDP-ALAPÚ MAGYAR KÜLSŐ KERESLET NÖVEKEDÉSE (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: Századvég-számítás

Az Európai Unióban 2014-ben kiegyensúlyozottabb növekedés várható, és a belső kereslet lesz a térség gazdasági fejlődésének motorja. Ez elsősorban a fokozatosan növekvő piaci bizalom, illetve a pénzügyi és a munkaerő-piaci konszolidáció következménye. Feltételezésünk szerint az alacsony szinten ragadó infláció tovább növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, ami növeli a külső keresletet. A fejlődő országok visszafogottabb növekedése és a mennyiségi lazító politikák esetleges kivezetése ugyanakkor negatív kockázatot jelent. Mindezen tényezők hatására a legfőbb külkereskedelmi partnereinknél 2014-re, az előrejelzési horizonton fokozatosan gyorsuló súlyozott GDP-növekedéssel számolva, 2 százalékos éves bővülést várunk.

A mezőgazdasági termelőiár-index bár csökkent, de továbbra is magas szinten van, így összességében 2013-ban 7,3 százalékos áremelkedéssel kalkulálunk az alappályán, míg feltételezésünk szerint 2014-ben 0,6 százalékra csökken az éves árindex.

A Brent típusú nyersolaj egységára az elmúlt hónapokban jelentősen emelkedett. Ennek oka azonban nem a fundamentumokban keresendő. A dollárban kifejezett olajárak emelkedését az észak-afrikai és a közel-keleti zavargások hatására megnövekedett bizonytalanság okozta. Elsősorban a szíriai helyzet következtében 2013 III. negyedévében átlagosan 110 dollár felett várható a nyersanyag egységára. A Szíriában történő esetleges katonai beavatkozás már érezhetően megemelte a határidős jegyzési árakat is. Feltételezésünk szerint 2014-ben gyorsuló gazdasági növekedés várható, azonban ez az olaj keresletét és árát érdemben nem emeli tovább, a politikai feszültségek hatása pedig csupán átmeneti lesz. A távol-keleti

országok nyersolajigényének folyamatos növekedését némileg ellensúlyozza az észak-amerikai nem konvencionális olajkitermelés elterjedése. Mindezekből eredően 2013 egészében átlagosan 109, míg 2014-ben 106,1 dolláros hordónkénti átlagárral számolunk az alappályánkon.

Mind a hazai kockázati környezetet, mind a monetáris politika mozgásterét jelentősen befolyásolja a nemzetközi monetáris politika alakulása. Rövidtávon a fejlett országokban alkalmazott nem konvencionális, likviditásbővítő intézkedésekben beálló változások okozhatnak turbulenciákat. Feltevésünk szerint, amennyiben az Egyesült Államok munkaerőpiaci helyzete, valamint növekedési kilátásai tovább javulnak – amelyre reális esély mutatkozik –, úgy hamarosan megindulhat az USA jegybanki szerepét betöltő Fed kötvényvásárlási programjának fokozatos kivezetése. A Fed kamatdöntő tanácsának ülésén elhangzottak szerint ez még idén bekövetkezik, azonban ez nem jelenti a monetáris politika szigorítását, csupán a likviditásbőség szűkülését. Ugyanakkor a tőkekiáramlás felgyorsulhat a fejlődő országokból a fejlettek irányába, a kockázati felárak pedig az intézkedés hatására megemelkednek. Mindez a hazai gazdaság szempontjából nézve a finanszírozási források beszűkülésével, drágulásával járna. Előrejelzésünk alappályáján ezért a 2013. év negyedik negyedétől ható kockázatiprémiüm-sokkal modelleztük a Fed várható lépését.

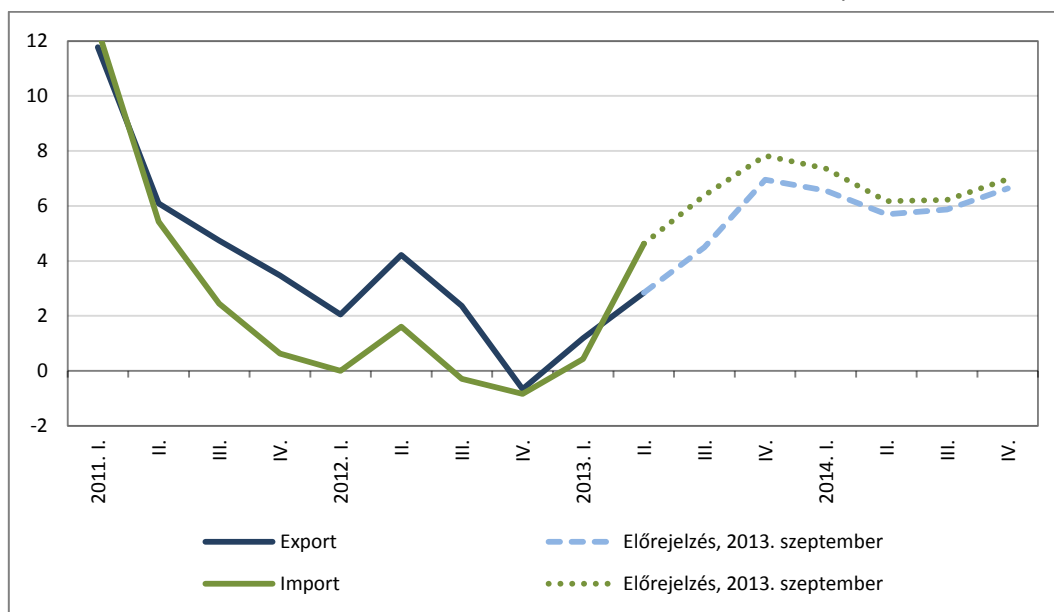
A növekedés jövőre megközelítheti a 2 százalékot

A hazai export második negyedévre vonatkozó statisztikai pozitív meglepetést mutattak. A fejlett országok meginduló kilábalása a vártnál erőteljesebben hatott az exportdinamikára. Ez az idei év egészében segíti a kivitel dinamikusabb bővülését, valamint a korábbi negyedéveknél gyengébb árfolyam is ebbe az irányba mutat. Párhuzamosan a legfőbb külkereskedelmi partnereink gyorsuló növekedésével, a hazai kivitel ideai erőteljesebb gyorsulására, majd a jövő évben 6,3 százalékos emelkedésére számítunk.

Az elmúlt negyedévben az import teljesítménye is a vártnál jobban alakult, ami elsősorban a belső kereslet élénkülésével járó készletnövekedésre vezethető vissza. A belföldi kereslet élénkülése előrejelzési horizontunkon folytatódik, ami magában hordozza a behozatal dinamikusabb bővülését is. A fokozatosan gyorsuló importteljesítmény hatására 2013-ban 4,8, míg jövőre 6,8 százalékos volumennövekedést prognosztizálunk. Ez azt jelenti, hogy a teljes előrejelzési horizonton az exportnál magasabb lehet az import növekedése, de a ráták közötti olló 2014-ben már szűkül.

Összességében a nettó export az idén erősödő belső kereslet miatt átmenetileg visszafogja a GDP-növekedést. Azonban 2014-ben az import dinamikájával közel megegyező exportnövekedés hatására a külkereskedelmi egyenleg a gazdaság teljesítményéhez ismét pozitívan járul hozzá.

16. ÁBRA: AZ EXPORTRA ÉS AZ IMPORTRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK* (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



* Szezonálisan kiigazított adatokból számított volumenindexek. Forrás: KSH, Századvég-számítás

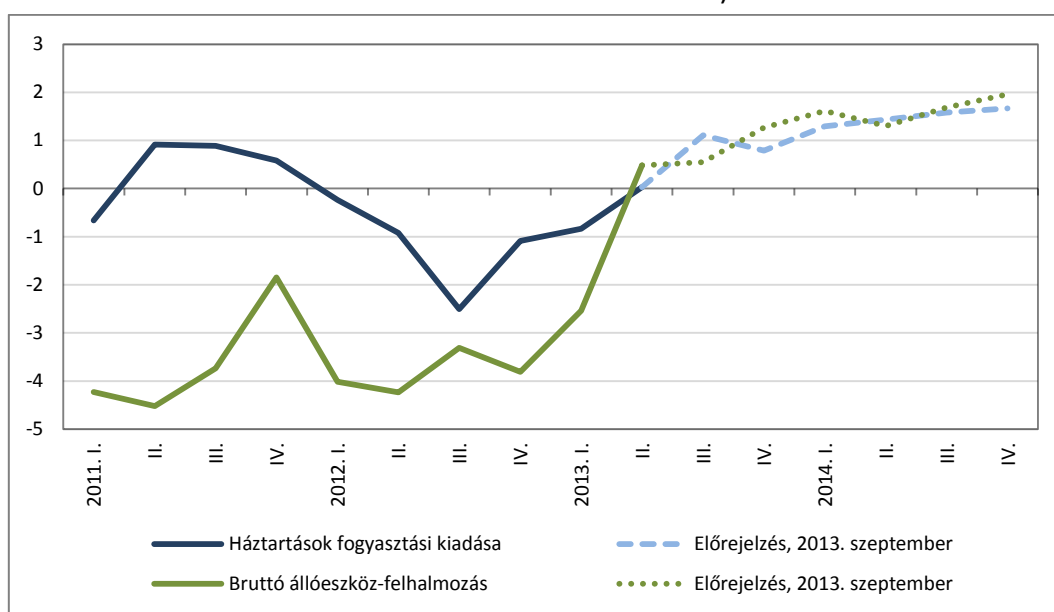
A háztartások fogyasztási kiadását a teljes előrejelzési horizonton jelentősen befolyásolja, hogy a rendelkezésre álló jövedelem bővül. Az idei évben a bruttó bérek növekedési üteme mérséklődött, de az adóváltozások kedvező hatása, a vártnál alacsonyabb infláció és a nyugdíjak reálértékének számottevő növekedése a reáljövedelmek emelkedésének irányába hat. Ellenpontként a folytatódó adóssagleépítés, a továbbra is magas munkanélküliség és a bizonytalan jövedelemkilátások miatt 2013-ban ez még nem tükröződik a fogyasztásban, ezért mérsékelt, 0,3 százalékos növekedést várunk. Jövőre, a gazdasági kilátások javulásával párhuzamosan emelkedhet a fogyasztás volumene: 1,5 százalékos növekedési rátát prognosztizálunk. Pozitív kockázatot jelent a devizahiteleseknek szánt újabb program, amely a lakosság árfolyam-kockázati kitettsége mérséklése révén kedvezően befolyásolhatja a fogyasztási-megtakarítási döntéseket, így az alappályán vártnál dinamikusabb bővülést generálhat. Erre vonatkozóan a részletesebb eredményeket az optimista alternatív pályán mutatjuk be.

A közösségi fogyasztás esetében a választások közeledtével a kormányzati fogyasztás felfutására számítunk. Azonban idén a szigorú költségvetési politika miatt ezt a természetbeni társadalmi juttatások szűkülése ellensúlyozza. Jövőre egyik tételben sem várunk érdemi bővülést. A fentiek alapján a közösségi fogyasztás 2013–2014-ben visszafogja a végső fogyasztást és így a GDP-növekedést.

Az idei második negyedévi beruházási adatok meglepően gyors növekedést jeleztek. Az állami beruházások véleményünk szerint a teljes előrejelzési horizonton jelentős méreteket öltenek. Ehhez hozzájárulhat az is, hogy az Európai Uniótól származó támogatás mértéke bővül, illetve a lehívás hatékonyságának javulására számítunk. A magánszféra beruházási

aktivitását a javuló külső és belső konjunktúra egyaránt kedvezően befolyásolhatja, továbbá a feldolgozóipari kapacitáskihasználtság szintjének emelkedése is ebbe az irányba hat. A Növekedési Hitelprogram kedvezően érinti a beruházások finanszírozási feltételeit, ugyanakkor kockázatot jelent a bankrendszerből történő forráskivonás, valamint a devizahitelesekkel érintő programban a bankokra háruló teherviselés mértéke. Ezek ugyanis a hitelezési aktivitás visszafogásának irányába mutatnak. Összességében 2013-ban stagnálhat a bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene, 2014-ben 1,7 százalékos növekedési rátát prognosztizálunk.

17. ÁBRA: A HÁZTARTÁSOK FOGYASZTÁSI KIADÁSÁRA ÉS A BRUTTÓ ÁLLÓESZKÖZ-FELHALMOZÁSRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK* (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)

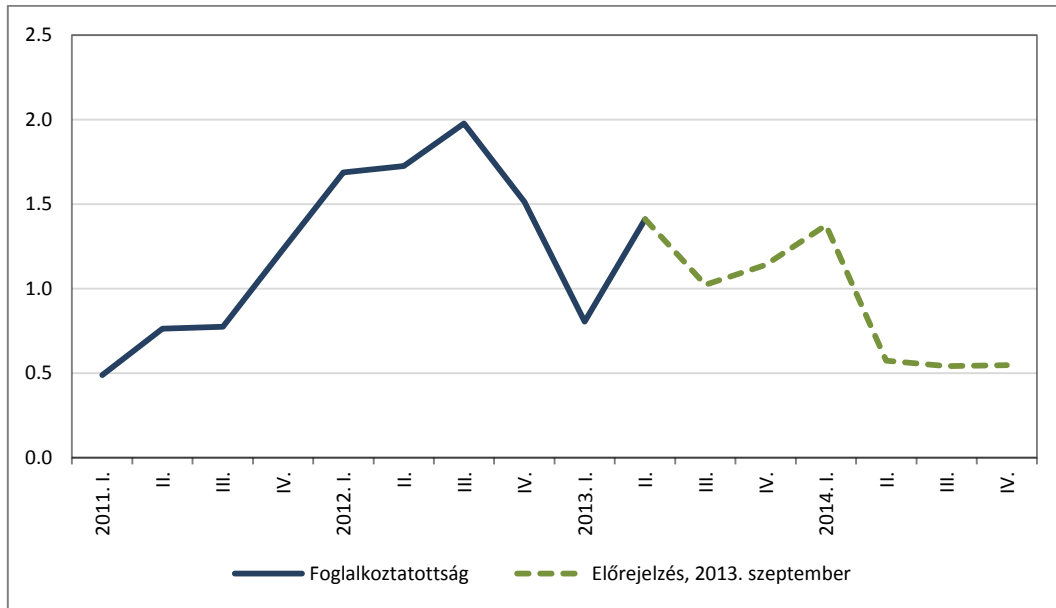


* Szezonálisan kiigazított adatokból számított volumenindexek. Forrás: KSH, Századvég-számítás

A bruttó hazai termék növekedését a második negyedévben visszafogta a külkereskedelmi egyenleg romlása. Véleményünk szerint ez a tendencia idén is fennmarad, ám a belső kereslet ezt ellensúlyozni tudja, így 2013-ban összességében egy visszafogott, 0,5 százalékos ütemű GDP-növekedést jelzünk előre. A nettó export javulása és a belső felhasználás dinamizálódása miatt 2014-ben az ideinél kiegyensúlyozottabb növekedési pályát és 1,8 százalékos gazdasági növekedést prognosztizálunk.

A kormányzat munkakínálatot növelő intézkedéseinek köszönhetően az aktivitás bár csökkenő ütemben, de tovább bővíthet 2014 végéig. A növekvő munkakínálatot leginkább az állami közfoglalkoztatási programok szívhatják fel. Emiatt az idei évben 10,6 százalékos lehet a munkanélküliek aránya, és jövőre is ezen a szinten maradhat.

18. ÁBRA: A FOGLALKOZTATOTSÁG VÁLTOZÁSÁNAK AZ ELŐREJELZÉSE
(SZÁZALÉK, ÉV/ÉV)



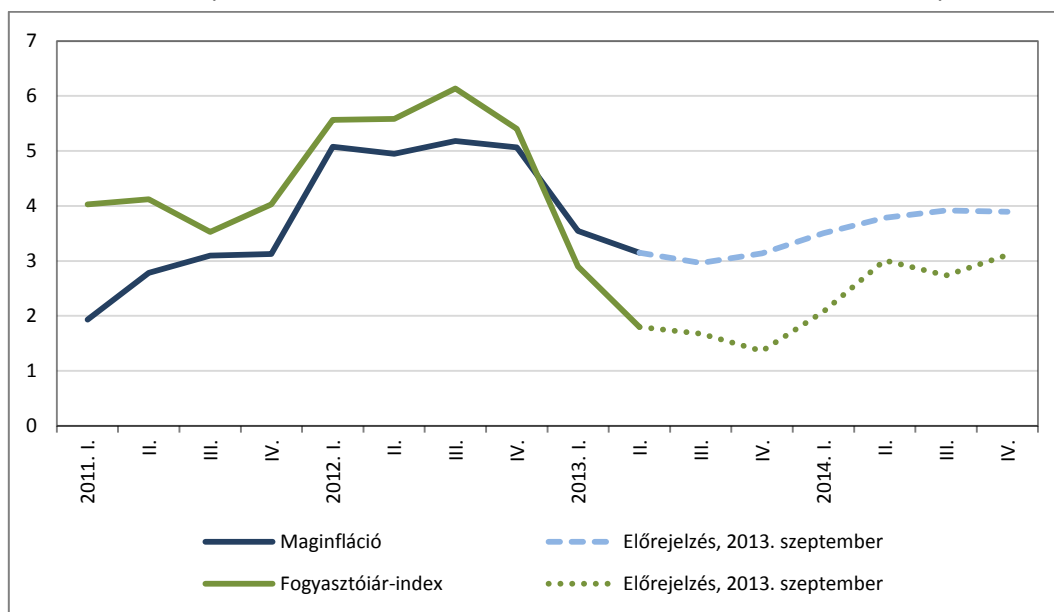
Forrás: Századvég-számítás

A vártnál jobban nőtt a foglalkoztatottság, köszönhetően a rekordlétszámú közmunkaprogramoknak, míg a magánszektorban az intézményi statisztika szerint stagnálás volt jellemző. Az év további részében a versenyszféra munkakereslete kismértékben emelkedhet, miközben a közszférában csak a közfoglalkoztatottak száma bővíthet. Idén 3 millió 920 ezer foglalkoztatottra számítunk, míg jövőre a javuló gazdasági kilátások révén, valamint a téli közfoglalkoztatás kiterjesztése miatt a foglalkoztatottság további 29 ezer fővel növekedhet.

A közszféra béreinek előrejelzése során figyelembe vettük a pedagógusi életpálya-modell, valamint az egészségügyi dolgozók 2013. évi béremelésének hatását. Az idei évben a nemzetgazdaság egészében 3,8 százalékos lehet a bruttó keresetek növekedési rátája, így a bruttó reálbérek emelkedni fognak. Jövőre a magasabb infláció és a gazdasági növekedés következtében 4,7 százalékkal bővíthetnek a bérek az országban a versenyszféra 4,8 százalékos bérdinamikája mellett. Az egységnyi kibocsátásra jutó bérköltség emelkedése azonban negatív kockázatot hordoz a foglalkoztatás bővülése szempontjából.

A maginfláció esetében az idei év hátralévő részében felfelé mutató kockázatokat azonosítottunk. A magasabb olajárak és a gyorsabb béremelkedési ütem másodkörös hatásai idén enyhén felfelé hajtják a magrátát. Ezt a folyamatot az erősödő belső felhasználás miatt záródó kibocsátási rés is gyorsíthatja. Az e-útdíj és a dohánytermékek kiskereskedelmi árrése emelésének begyűrésével számolunk a III. negyedévtől. Az egyéb kormányzati költségsokkok, mint a telekomadó és a tranzakciós adó megemlése jövőre felfelé mutató inflációs kockázatot hordoz, mivel a vállalatok termelési költségeit növeli.

19. ÁBRA: A MAGINFLÁCIÓRA ÉS A FOGYASZTÓIÁR-INDEXRE VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Előrejelzésünk szerint az infláció 2014 végéig a maginfláció alatt és a jegybanki célszint alatt vagy annak közelében maradhat. Ez elsősorban a szabályozott árak folyamatos csökkentésének következménye. A fűtési szezon előtt a lakossági villamos energia, gáz és távhő árának újabb 11,1 százalékos csökkentése számításunk szerint összességében 0,9 százalékponttal mérsékelheti az inflációt, melynek egyhatoda az idej, fennmaradó része a jövő évi fogyasztóiár-indexben mutatkozik meg. Az egyéb intézkedések, mint a telekomadó és a tranzakciós adó emelése, továbbá a taxiszolgáltatás drágulása idén elhanyagolható, jövőre együttvéve 0,2–0,3 százalékponttal emelheti az inflációt. Összességében 2013-ban az infláció 1,8, jövőre 2,7 százalékos lehet. A kormányzat tervei szerint a jövő évben a hús áfáját is csökkentenék, ami jelentős dezinflációs kockázatot hordoz.

A negatív kibocsátási rés és az alacsony inflációs mutatók miatt véleményünk szerint némileg még csökkenhet a jegybanki alapkamat, azonban a korábbinál kisebb lépésekben. Előretekintve a záruló kibocsátási rés és az emelkedő árindex a monetáris kondíciók fokozatos szigorítását tehetik szükségessé. Előrejelzésünk szerint a jegybanki alapkamat az év végén 3,6 százalékon érheti el a mélypontját, amit jövőre egy fokozatos kamatemelési ciklus követhet. A monetáris politika mozgásterét a külső kockázati környezet alakulása is befolyásolja, ahol továbbra is jelen vannak az európai adósságválsággal kapcsolatos kockázatok, de a Fed monetáris lazításának visszafogása is piacmozgató hatású lehet. A hosszú hozamok globális emelkedésével párhuzamosan a magyar másodpiaci hozamgörbe meredeksége is jelentősen nőtt. A piaci szereplők tehát a jövő évre hozamemelkedést áraznak. Az inflációs, növekedési és kockázati kilátások eredőjeként 2014 végén 4,5 százalékos alapkamatot prognosztizálunk.

A külső és belső egyensúlyi helyzet értékelése, várható alakulása

A nyári hónapok folyamán kismértékben romlott Magyarország kockázati megítélése. A Fed kommunikációja, mely a globális likviditásbőség szűkülését vetítette előre, mind a hazai, mind a nemzetközi piacokon hangulatromlást okozott. A másodpiaci hozamgörbe meredekebb lett: az éven belüli hozamok a jegybanki kamatvágásokkal összhangban csökkentek, miközben a görbe hosszú végének emelkedése jelzi, hogy a piaci szereplők hosszabb távon emelkedő hozamkörnyezetre számítanak. A jegybanki devizatartalék szintje jelentősen visszaesett az IMF-hitelek idő előtti visszafizetése nyomán, és további csökkenés várható a Növekedési Hitelprogram devizaigényéből fakadóan.

A folyó fizetési mérleg egyenlege a tavalyi év végi visszaesését követően 2013 első negyedében újból növekedett. Bővült a reálgazdasági többlet, miközben a jövedelemkiáramlás negatívumának enyhülése is javította a fizetési mérleg egyenlegét. A tőke mérleg szaldója ugyanakkor romlott az EU-transzferek visszaeső beáramlása miatt, így összességében nem változott a folyó és tőke mérleg összegéből számított külső finanszírozási képesség. A pénzügyi mérleg bő 500 millió euró értékű forrásbeáramlást jelzett, és ezzel megtört a tavalyi év negatív trendje. A tőke portfólió- és egyéb befektetések formájában áramlott az országba. Már az idei évben külső pozíciónk romlását okozhatja az áruforgalmi többlet és a jövedelmi hiány romlása, amit az EU-val kapcsolatos, folyó transzferek beáramlása valamelyest ellensúlyozhat. Előrejelzésünk szerint a folyó fizetési mérleg egyenlege 2013-ban a GDP 1,6 százalékát, jövőre pedig 1,7 százalékát teszi ki.

Véleményünk szerint – az augusztusi kedvezőtlen adatok ellenére – tartható a költségvetés idej, 2,7 százalékos hiánycélja. Komoly kockázatot jelent, hogy az adóbevételek oldalán az áfa és a tranzakciós illeték jelentős elmaradásban van. Ezt az sem ellensúlyozza, hogy az idén bevezetett új kisadókat (kata, kiva) a vártnál sokkal kevesebben vették igénybe, ami nettó értelemben többletbevételhez juttatja a költségvetést. Ugyanakkor a kiadási oldal egyelőre megfelelően alakul, itt – leszámítva az uniós bírságot – egyelőre nem látszanak komoly kockázatok. A Kormány a pedagógusok béremeléséről és néhány további intézkedésről döntött ősszel, ami viszont nyomás alá helyezi a kiadási oldalt. Ám a tartalék, illetve az idén bejelentett zárolások és az év során bejelentett bevételnövelő intézkedések megítélésünk szerint képesek kezelni a fennálló kockázatokat. A makrogazdasági prognózisunk és az általunk számított deficit alapján úgy látjuk, hogy az államadóságra vonatkozó, Alaptörvény szerinti szabály idén nem sérül.

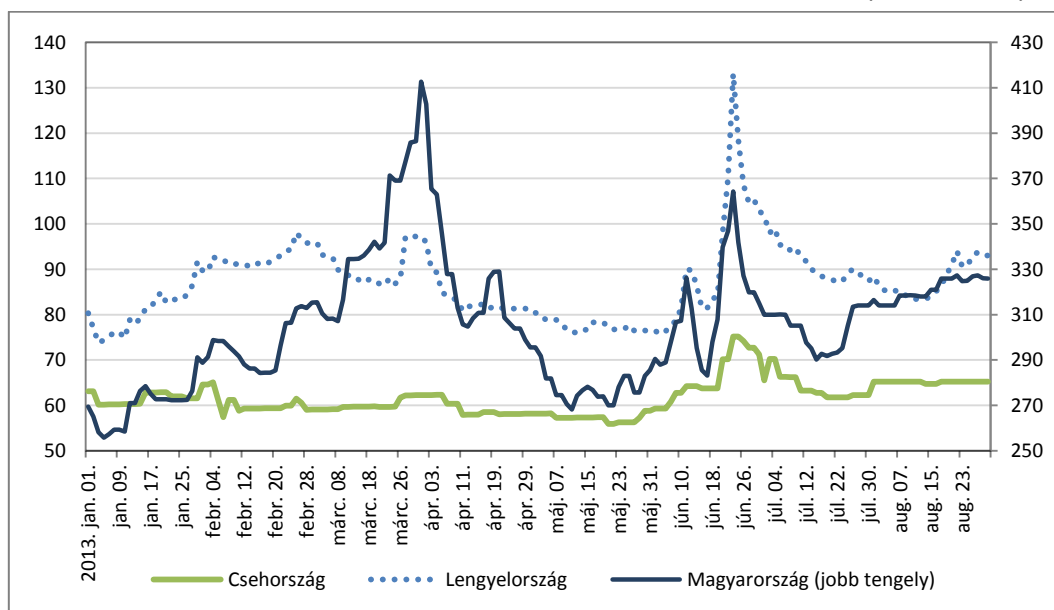
Jövőre a pedagógusbér-emelés már a teljes évet érinti, illetve a családi adókedvezmény kiterjesztése is jelentősen megterheli a kiadási oldalt, ennek ellenére teljesülhet a tervezett 2,7 százalékos hiánycél, ha sikerül tartani több kiadási tételnek az inflációtól elmaradó

mértékű növelését, amelyre a konvergenciaprogramban tett ígéretet a Kormány. A jelentős bevételi és kiadási bizonytalanság miatt jövőre is szükségesnek tartjuk, hogy a költségvetés jelentős tartalékot tartalmazzon. A hiánycélra vonatkozó kivetítésünk azonban azt feltételezi, hogy ezek a kockázatok nem realizálódnak, és a tartalékot a Kormány nem használja fel.

A globális likviditás szűkülése megtörheti a kockázati környezet javulását

2013 második negyedéve folyamán 0,8 százalékponttal csökkent az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága, így az a GDP 81,4 százalékának felelt meg. A forint erősödése 315 milliárd forinttal mérsékelte, a nettó adósságfelvétel pedig 226 milliárd forinttal növelte az adósságot. A forint 3–5 százalékkal lett erősebb a vezető devizákkal szemben. A harmadik negyedév folyamán tovább csökkenhet az adósságmutató. Bár a forint árfolyama várhatóan összességében gyengülést mutathat és a kockázati felárak is romolhatnak a hozamkörnyezet lassulása mellett, mindezt feltehetően ellensúlyozza az IMF-hitel visszafizetése.

20. ÁBRA: AZ 5 ÉVES CDS-FELÁRAK ALAKULÁSA A RÉGIÓBAN (BÁZISPONT)



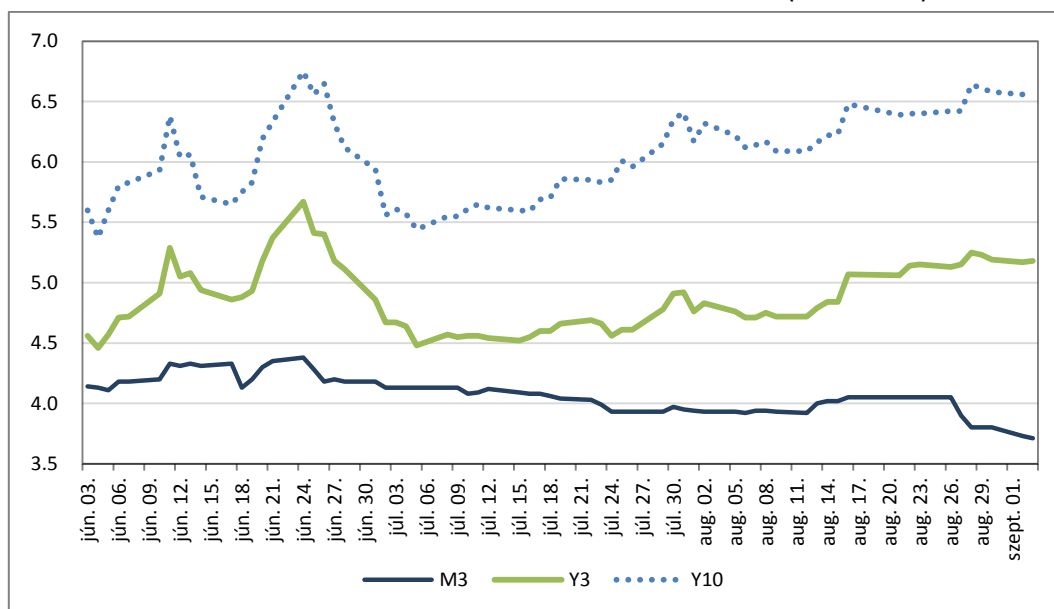
Forrás: Thomson Reuters

A kockázati környezet hirtelen romlását láthattuk mind a hazai, mind a nemzetközi piacokon június folyamán. A befektetők figyelmének középpontjába a Fed kommunikációja került, mely szerint a kötvényvásárlási program mértéke csökkenhet vagy vissza is vonhatják. A globális likviditásbőség szűkülését előrevetítő utalások hatására megkezdődött a tőke kivonás a fejlődő gazdaságokban. Az árfolyamok a régiós piacokon is estek, ám összességében a feltörekvő piacok viszonylatában mérsékeltebb volt a tőke kiáramlása. Magyarországon június végén 360 bázispont fölé emelkedett az 5 éves CDS értéke, amit korrekció követett,

Így augusztus végére 326 bázispontot mutatott az országkockázatot kifejező mutató. A nyári hónapok folyamán ezzel összesen 40 bázispontos emelkedés következett be. A forint árfolyama kismértékű gyengülést mutatott: egy euró 301 forintba, egy dollár 227 forintba került augusztus végén. A következő hónapokban továbbra is meghatározó lesz a Fed monetáris politikája, ami mellett az eurózóna periferikus országainak helyzete is hatással lehet a piacokra. A hazai tényezőket tekintve az új devizahiteles mentőcsomag kihirdetése lehet hatással a befektetői megítélésre.

Az állampapír-piaci aukciókon kialakult hozamok a globális piacok mozgásainak megfelelően alakultak. Június végén magasabb kamattal tudott csak forrást bevonni az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK), majd a javuló hangulattal járó hozamesést fokozatos emelkedés követte a nyár végéig. Mind a diszkontkincstárjegyek, mind az államkötvények kibocsátása során előfordult olyan eset, amikor az ÁKK a tervezetthez képest kisebb összegben fogadott el ajánlatokat, ám összességében a rövid lejáratú papírok aukcióin alacsonyabb volt a kereslet. A másodpiacon meredekebb lett a hozamgörbe. A 3 hónapos lejáratú diszkontkincstárjegy másodpiaci hozama szeptember elejére az alapkamat szintje (3,8 százalék) alá csökkent, vagyis a piac feltehetően fenntartja a további kamatvágás lehetőségét. A hozamgörbe hosszú végének feljebb tolódása ugyanakkor azt jelzi, hogy a befektetők hosszabb távra előretekintve nem tartják lehetségesnek az alacsony hozamkörnyezet fenntartását.

21. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAMOK ALAKULÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK Zrt.

Az elmúlt három hónap folyamán mérséklődött a külföldi befektetők szerepe a magyar állampapírok piacán. Július elején rekordmértékűre nőtt a külföldi tulajdonban lévő forint-állampapírok állománya, ezt követően azonban lassú tőkekivonást figyelhettünk meg, melynek eredményeként augusztus végére 4943 milliárd forintra süllyedt az állomány

szintje. Júniusi adatok alapján látható, hogy a teljes, forintban denominált állampapír-állomány 38 százaléka tartozott külföldiekhez, ami bár kismértékű csökkenést jelent a megelőző hónapokhoz képest, de továbbra is magas kitettséget jelez. A külső sérülékenység csökkentése érdekében az adósságkezelő törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők körében. A lakosság számára is elérhető állampapírok állományának növekménye az év első hét hónapja alatt 427 milliárd forintnak felelt meg, a teljes állomány így 1412 milliárd forintra emelkedett. Jelentősen bővült az euróalapú lakossági államkötvények, a Prémium Euró Magyar Államkötvények (PEMÁK) állománya is (1,7 milliárd euró). A háztartások részaránya ebből csupán 14 százalékot tesz ki, az állomány túlnyomó része a belföldi intézményi befektetőkhez köthető.

A kockázati megítélésnek az utóbbi egy év folyamán tapasztalt javulása teret engedett a devizatartalék szintjének csökkentésére, mely így az egy évvel korábbi 35 milliárd euró szintjéhez képest 2013. augusztus végére 31 milliárd euró alá esett. Az utóbbi hónapokban a tartalék mérséklődésének legfőbb okozója az IMF-hitelek előtörlesztése, ami közel 3 milliárd euróval csökkentette a devizatartalékot. A Kormány kifejtette közleményében, hogy az összeg fedezetét az IMF-hitel fel nem használt részéből, a február eleji dollárkötvény- és a PEMÁK-kibocsátásból befolyt pénz adta. A nagyjából 2,5 százalékos kamatozású hitel kiváltását biztosító források költsége így körülbelül 5 százalékot tesz ki. Figyelembe véve a hitelek eredeti ütemezését, és 2,5 százalékos többletköltséget feltételezve, az előtörlesztés legfeljebb nagyjából 23 millió eurónak (közel 7 milliárd forintnak) megfelelő többletkamatkiadást okozhatott. Ezt valamelyest ellensúlyozhatja a kéthetes kötvényállomány mérséklődésének költségmegtakarító hatása, ami a devizatartalékok leépülésével jár.

Az előtörlesztés mellett a Növekedési Hitelprogram devizaigénye is a tartalékok mérséklődését okozza, ám ennek hatása leginkább a következő hónapokban lesz érzékelhető. Idén nem lesz több devizakötvény-törlesztés, és hiteltörlesztéssel is csak jövőre kell számolni. Az MNB hitelprogramja ugyanakkor további bő 2 milliárd euró értékű esést okozhat a devizatartalékok szintjében.⁸ Emellett a lakossági devizahitelek forintosítása is igényelheti a tartalékok felhasználását.⁹ Jövőre pedig azzal is számolni kell, hogy a fennálló devizahitelek és devizakötvények törlesztése 8 milliárd euró értékben fog devizaszükségletet teremteni. A csökkenést ellensúlyozhatja az uniós transferek beáramlása és a PEMÁK devizaforrásai, de összességében már idén a 30 milliárd eurós lélektani határ alá eshet a tartalék összege. Figyelembe véve, hogy a Fed monetáris politikája, illetve az eurózóna periferikus országainak helyzete ronthatja a kockázati környezetet, szűkülhet a devizatartalék további leépítésére vonatkozó mozgástér. Mivel az államadósság nagyjából 40 százalékos devizaaránya, illetve a GDP 95 százaléka körüli külső adósság magas kitettséget

⁸ Számításaink még a 750 milliárd forintot kitevő programra vonatkoznak.

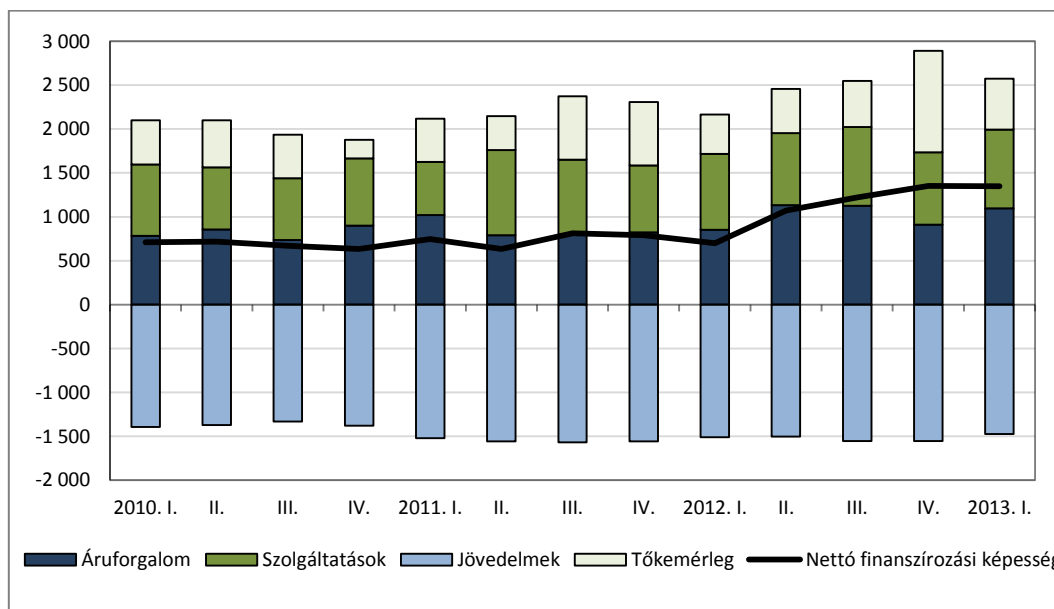
⁹ Csak a lakáscélú devizahitelek teljes állományának forintosítása nagyjából 6 milliárd eurót venne igénybe a devizatartalékból, de a jelenlegi tervek szerint a nem lakáscélú hitelekre is kiterjesztenék a programot.

jelent, ezért fontos a befektetők bizalmának megtartása, ami indokolhatja a tartalékok 25–30 milliárd eurós szinten való tartását.

A magánszektor mérlegalkalmazkodása csökkenti a külső adósságot

Ismét növekedett a folyó fizetési mérleg egyenlege. A szezonális hatásoktól megtisztított statisztika 2013 első negyedévében 752 millió euró értékű aktívumot mutatott, ami közel 280 millió eurós bővülést jelent az előző negyedévhez képest. A növekedést támogatta az áruforgalom és a szolgáltatások egyenlegének javulása (rendre 1,1 és 0,9 milliárd euró többletet regisztráltak), valamint a jövedelemkiáramlás (1,5 milliárd euró) mérséklődése. Kevesebb volt a közvetlen tőkebefektetésekhez kapcsolódó profitkiáramlás, elsősorban az újrabefektetett jövedelmekhez kötődő kiadások estek vissza, ami azonban egyúttal a pénzügyi mérleg szűkülését is jelenti. A tőke mérleg egyenlege jelentős mértékben visszaesett, ami az uniós források beáramlásának csökkenésével magyarázható. Az EU-transzferek befolyása azonban még így is jelentős mértékű volt, szezonálisan kiigazítva 1134 millió eurót tett ki. A reálgazdasági aktívum növekedése és a jövedelmek hiányának mérséklődése ellensúlyozta a tőke mérleg romlását, így a folyó és tőke mérleg együttes egyenlegéből számított, külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség nem változott. Az 1347 millió eurónak megfelelő többlet a GDP 5,3 százalékának felelt meg.

22. ÁBRA: A KÜLFÖLDDEL SZEMBENI NETTÓ FINANSZÍROZÁSI KÉPESSÉG FŐBB ELEMEI
(MILLIÓ EURÓ, SEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



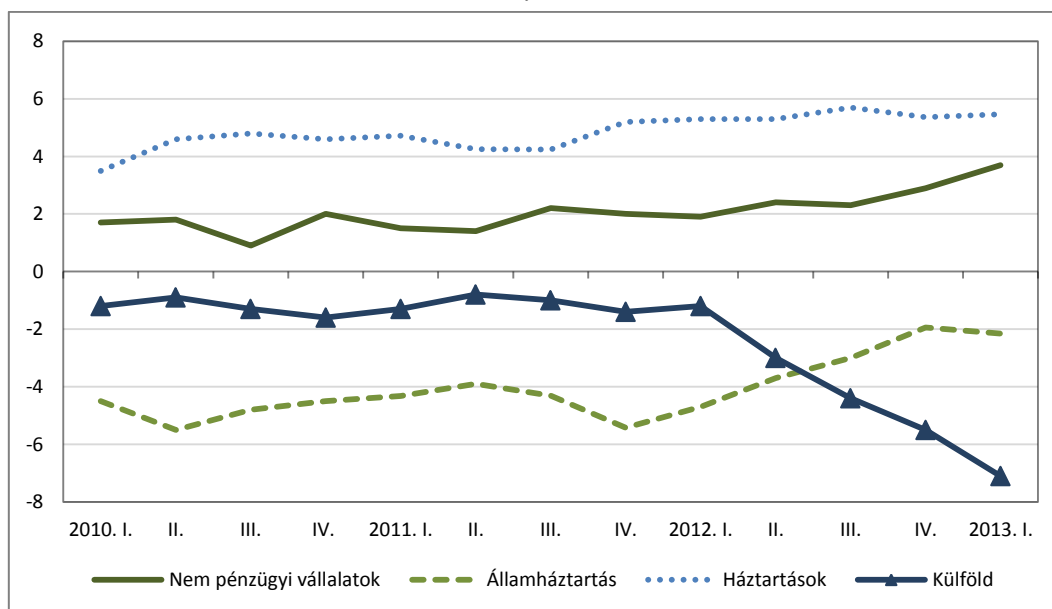
Forrás: MNB

A pénzügyi mérleg egyenlege a tavalyi év negatív trendjét követően 555 millió eurós forrásbeáramlást mutatott. A közvetlen tőkebefektetések összege (366 millió euró) elmarad az előző negyedév számától. A portfólióbefektetések során ugyanakkor jelentős mértékben nőtt a tőke beáramlása, melynek nagy része az állam februári devizaforrás-bevonásához

köthető. A korábbiakkal ellentétben növekedett a pénzüzetek és a magánszektor külfölddel szembeni tartozása, e mögött azonban a rövid lejáratú források bővülése áll. Az éven túli lejáratú hiteltartozások csökkenése továbbra is tükrözi a gazdaság szereplőinek mérlegalkalmazkodását, az adósság leépítésére való törekvést. Összhangban a jelentős mértékű hiteltörlesztésekkel, folytatódott a nemzetgazdaság bruttó adósságállományának¹⁰ csökkenése. A mutató 2013 első negyedévének végére 92,5 milliárd eurónak felelt meg, ami bő 2 milliárd euróval marad el a tavalyi év végén számított adattól.

A pénzügyi számlák szezonálisan kiigazított adatai szerint a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség a GDP 7,1 százalékát tette ki a 2013 első negyedévével záruló elmúlt egy évben. Ez közel 1,6 százalékpontos növekedést jelent a tavalyi év utolsó negyedére vonatkozó számhoz képest. E mögött a magánszektor finanszírozási képességének javulása áll, miközben az államháztartás pozíciója romlott. A vállalatok finanszírozási képessége a GDP 3,7 százalékát tette ki, ami 0,8 százalékpontos növekedést jelent az előző negyedév bázisán. Az előzetes adatok szerint 2013 második negyedévében az államháztartás finanszírozási igénye a GDP 2,6 százalékának felelt meg, miközben a háztartási szektor nettó pozíciója a GDP 5,7 százalékára emelkedett. Az államháztartás adósságát a nettó hitelfelvétel növelte, a forint erősödése pedig mérsékelte. A lakosság vagyonát bővítette a befektetési jegyek és államkötvények vásárlása, miközben csökkentek a banki betétek. A háztartások kötelezettsége a devizahitelek törlesztése révén tovább mérséklődött.

23. ÁBRA: A NETTÓ FINANSZÍROZÁSI IGÉNY/KÉPESSÉG VÁLTOZÁSA A GDP SZÁZALÉKÁBAN*



* A 2013 első negyedévére vonatkozó háztartási és államháztartási statisztikák előzetes adatok. 2011 első negyedéves adata nem veszi figyelembe a magán-nyugdíjpénztári kilépések miatti tőketranszfer hatását. Forrás: MNB

¹⁰ Közvetlen tőkebefektetés és egyéb tőke nélkül számítva.

Várakozásunk szerint a főbb külkereskedelmi partnereink gazdasági teljesítménye lassú javulást mutathat, miközben a belső kereslet is erősödik. Mind az export, mind az import volumenét tekintve növekedést várunk. A behozatal bővülési üteme azonban számításaink szerint meg fogja haladni a kivitelét, ami a nettó export szűkülését eredményezheti. A külkereskedelmet érő hatásokat figyelembe véve 2013-ra 6,1 milliárd eurónak megfelelő áruforgalmi többletet várunk, ami 2014-ben 6,2 milliárd euróra emelkedhet. Az alacsonyabb külkereskedelmi pozitívum mellett a külföldi vállalatok profitabilitásának helyreállításával együtt járó fokozott jövedelemkiáramlás is külső pozíciónk romlását okozhatja, amit az EU-val kapcsolatos folyó transzferek beáramlása valamelyest ellensúlyozhat. A folyó fizetési mérleg egyenlegére vonatkozó prognózisunk szerint 2013-ban a többlet GDP-arányosan 1,6 százalék lehet. Figyelembe véve az áruforgalmi és a jövedelmi egyenleg romlását, illetve az uniós transzferek ellensúlyozó hatását, 2014-re vonatkozóan a GDP 1,7 százalékára becsüljük a folyó fizetési mérleg többletét.

Kockázatokkal, de tartható a 2013-as költségvetési hiány

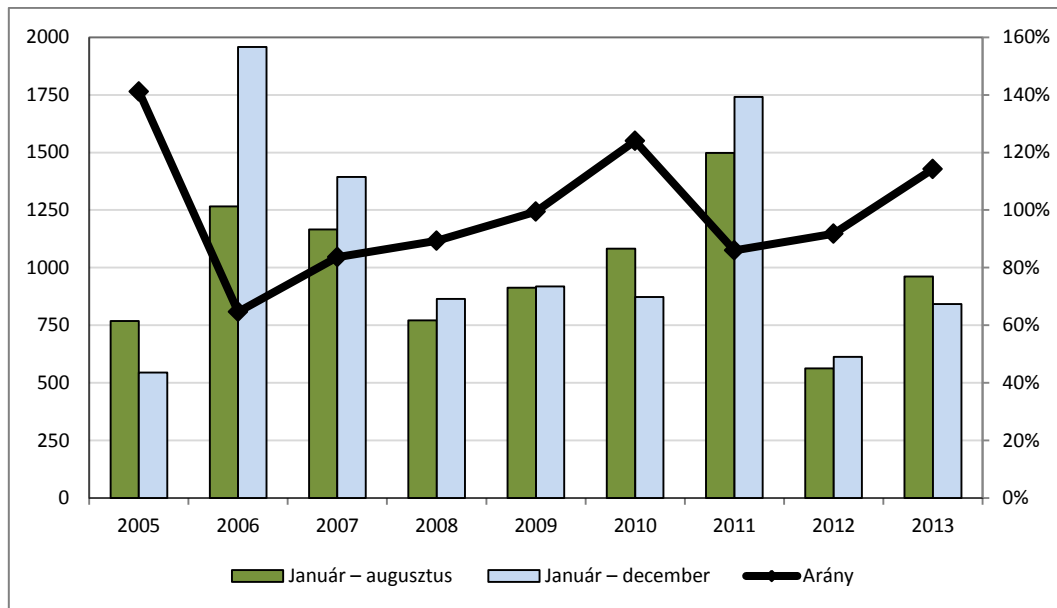
Augusztus végéig az államháztartás¹¹ kumulált hiánya – az önkormányzati szektor nélkül – 961,2 milliárd forint volt. Ezen belül a központi költségvetés 1230,7 milliárd forint deficittel, a társadalombiztosítási alapok 206,4 milliárd, az elkülönített állami pénzalapok pedig 63,1 milliárd forintos többlettel zárták az első nyolc hónapot. A központi alrendszer hiánya az egész évre tervezett eredeti törvényi előirányzatban lefektetett 841,8 milliárd forintos deficit 114,2 százaléka volt. Ez az arány az előző évihez képest nagyobb, és az elmúlt évek átlagánál is magasabb. Ugyanakkor 2005 óta három olyan év is volt, amikor az első nyolchavi hiány elérte vagy meghaladta a törvényi előirányzatot.¹²

Fontos kiemelni, hogy az éves tervezett hiány arányában mért egyenleg összehasonlítása az időarányos lefutással, valamint a megelőző évek első nyolc hónapjával könnyen téves következtetésekre vezethet. A bevételi oldalon több olyan tétel van, ami egyrészt nem időarányosan folyik be a költségvetésbe, másrészt több adónemet is be-, illetve kivezettek 2013-ban (tranzakciós illeték, vállalati kisadók, ágazati különadók). Továbbá a kiadási oldalon is kifejezetten sok az olyan tétel, melyek éven belüli eloszlása nem egyenletes. Ezenfelül az összehasonlítást torzítják az olyan egyszeri intézkedések, mint például az önkormányzatok adósságkonszolidációja vagy az egyes feladatok önkormányzatoktól való átvétele (oktatás, egészségügy).

¹¹ A magyar államháztartás az önkormányzati és a központi alrendszerből áll. Ez utóbbi a központi költségvetést, a társadalombiztosítási alapokat és az elkülönített állami pénzalapokat foglalja magába.

¹² A módosított előirányzat ugyanakkor ettől jelentősen eltér, az elemzés későbbi részében bemutatott intézkedések miatt jelenleg 1050 milliárd forint.

24. ÁBRA: AZ ELSŐ NYOLCHAVI ÉS A TELJES HIÁNY (MRD FT), VALAMINT EZEK ARÁNYA



Megjegyzés: pénzforgalmi elszámolás. Forrás: NGM, MÁK

A következőkben a költségvetés egyes tételeit külön-külön vizsgáljuk meg abból a szempontból, hogy az év első hét¹³ hónapjában az adott kiadási vagy bevételi tétel hogyan alakult az előirányzathoz, illetve az elmúlt évek megegyező időszakához képest, és ezekből következtetéseket vonunk le arra vonatkozóan, hogy mely tételeknél várható elcsúszás, illetve milyen irányba. Ezekhez figyelembe vesszük a központi alrendszer gazdálkodására vonatkozó adatokat, a külső körülmények, illetve a makropálya várható alakulását, valamint az eddig bejelentett intézkedéseket, illetve a konvergenciaprogramot is. Ezeket a költségvetési törvényben található előirányzatokkal vetjük össze. Ugyan az előrejelzésünk már az év első hét hónapjára épül, de továbbra is csak jelentős bizonytalanságok mellett tudunk előrejelzést adni. Ez különösen igaz erre az esztendőre, mivel több új adó jelent meg, melyek korábbi teljesüléséről nem áll rendelkezésünkre információ, és az önkormányzatok év közbeni gazdálkodására vonatkozó adatok hiánya is nehezítik az elemzést.

A bevételi oldalon jelentős elmaradás látható

A bevételi oldalon az adók várható alakulásával kapcsolatos prognózisokat még jelentős bizonytalanság övezi, ennek ellenére már látható néhány olyan tétel, ahol nagy valószínűséggel kijelenthető, hogy szignifikáns eltérés lesz az előirányzathoz képest.

A gazdálkodói befizetéseket elemezve először az idén bevezetett két új kisadót, a kisadózók tételes adóját (kata) és a kisvállalati adót (kiva) vizsgáljuk, mert ezeknek jelentős kihatásuk van a többi adónemre is. A két adót a vártnál sokkal kevesebb adózó választotta, ezért itt jelentős elmaradások vannak. Új adó lévén, nem tudunk a korábbi évek tapasztalataiból

¹³ Előrejelzést csak az első hét hónap alapján tudunk készíteni, mert augusztusra még nem állnak rendelkezésre a részletes adatok.

építkezni, ezért időarányos teljesülést feltételeztünk ezen adónemek esetén. Ebben az esetben becslésünk szerint a bevétel az előirányzathoz képest 15–16 százalékban teljesülhet, ami jelentős, 170 milliárd forintos kiesést jelent. A két új adónem ugyanakkor csökkenti az azt választó vállalkozások egyéb terheit, azaz nettó értelemben az adóból való kiesés többletbevételhez juttatja a költségvetést. Az NGM számításai alapján megbecsüljük, hogy az új adónemekből való kiesés mekkora többletbevételt jelent a többi adónem esetén.

3. TÁBLÁZAT: AZ ÚJ KISVÁLLALATI ADÓNEMEKBŐL EREDŐ BEVÉTELI ELMARADÁSOK ÉS TÖBBLETEK (MRD FT)

	Kiva	Kata	Összesen
Szja	-10,0	18,5	8,5
Tao	14,3	0,0	14,3
Eva	38,5	21,0	59,5
Munkáltatói járulék	194,0	30,8	224,8
Munkavállalói járulék	0,0	20,9	20,9
Szakképzési hozzájárulás	5,6	1,3	6,9
Áfa	-27,1	-14,8	-41,8
Kiva	-120,4	0,0	-120,4
Kata	0,0	-50,0	-50,0
Összesen	94,9	27,7	122,6

Forrás: MÁK, NGM, Századvég-számítás

A második és harmadik oszlop azt mutatja, hogy a két adónem esetén (ahol a bevételkiesés 120 és 50 milliárd forint a két kisvállalati adóból) az egyes további adónemekből mekkora többletbevétel várható. Összességében a költségvetés számára bő 120 milliárd forint többletbevételt jelent, hogy az új adónemek iránti érdeklődés a vártnál jóval kisebb.

A továbbiakban az egyes adónemek kockázatait aszerint vizsgáljuk, hogy mennyi írható a kisadók, illetve mennyi más tényező számlájára, és a végső összesítésben is külön kezeljük a kisadók tovagyrúzó hatásait.

A további gazdálkodói befizetéseknél a társaságiadó-bevételek elmaradást mutatnak, annak ellenére, hogy a kisadók alacsonyabb teljesülésének ehhez pozitívan kellene hozzájárulnia. Ennek oka, hogy júliusban a májusi adóbevallásokat követő kiutalások jóval magasabb arányban teljesültek, mint a megelőző esztendőkből. Ez arra vezethető vissza, hogy idén a vállalatok magasabb összeget érintően jelezték visszafizetési igényeiket, ami a kiutalások megemelkedéséhez vezetett, de ezzel párhuzamosan augusztustól kezdve a visszatérítések mértéke mérsékeltebb lesz, így éves szinten ezek a hatások kiegyenlítődnek. Ugyanakkor a második fél évtől a recessziós 2012-es év alapján érkeznek az adóbevételek a költségvetésbe, ezért itt egy kisebb, 30 milliárd forintos elmaradást várunk. Az evabevételeknél hasonló a helyzet, a kiva/kata bevételek hatását leszámítva közel 50 milliárdos elcsúszás látszik.

Az energiaellátók jövedelemadója soron a kormányzat 80 milliárd forintos előirányzattal számolt. Az első hét hónap után negatív a sor egyenlege, bár az adó nagy része itt

decemberben folyik be. Viszont egyrészt a rezsicsökkentés, másrészt a közműadó miatt – az energetikai vállalatok alacsony nyereségessége következtében – előrejelzésünk szerint itt a tervezett 80 milliárd forintos bevétel töredékére számíthat csak az állam.

A bányajáradék, a játékadó és egyéb, kisebb gazdálkodókat terhelő adónál is látható kockázat. Előbbi esetén az elmaradásban komoly szerepet játszik a rezsicsökkentés. A júniusban bejelentett kiigazító csomag részeként viszont megemelték az adót, de ezt a csomag bemutatásánál fogjuk számszerűsíteni.

A fogyasztási típusú adókon belül, és talán a költségvetés egészét nézve a legnagyobb kockázatot az áfabevételek alakulása jelenti. A költségvetés a várhatónál jelentősen magasabb inflációval számolt, részben ennek következménye az itt látható elcsúszás. A kata/kiva iránti csekély érdeklődés is magyarázza kis részben az áfabevételek elmaradását (több vállalkozó marad evaadóalany, ami miatt kisebb az áfabefizetésük), e nélkül is közel 300 milliárd forintos az elmaradás (amiből 60 milliárdot magyaráz, hogy az EU nem engedélyezte a fordított áfafizetést a sertéságazatban). Ugyanakkor az áfakiutalások rendjét megváltoztatták tavaly, ami növeli az előrejelzés bizonytalanságát. A jövedékiadó-bevételek is a vártnál kisebb arányban folynak be az államkasszába, bár ennek mértéke meg sem közelíti nominálisan az áfánál tapasztaltakat. Az áfához hasonló nagyságrendű elmaradás tapasztalható viszont a tranzakciós illetéknél, amely esetében a 300 milliárd forintos előirányzatnak várhatóan csak a fele folya be egyéb intézkedések hiányában. A Kormány felismerte ezt a problémát, és megemelte az adó egyes kulcsait és egyszeri befizetésre kötelezte a pénzintézeteket. Hasonlóan a bányajáradékhoz, ezeket is külön vesszük számításba a kiigazító csomagok részeként.

A lakossági befizetéseknél – ezen belül a személyi jövedelemadónál – az előzőekkel ellentétben ugyanakkor pozitív kockázatok láthatók. Az szja-bevételek felülteljesülését csak részben magyarázza a kiva és a kata hatása, ezenfelül is látható további, közel 40 milliárd forintos plusz. A fentiek eredőjeként a bevételi oldalon – a kiigazító csomagok nélkül – 520 milliárd forintos elmaradás körvonalazódik.

A kiadások a tervekkel közel megegyezően alakulnak

A kiadási oldalon a lakásépítési támogatásoknál hozzávetőlegesen 60 milliárd forintos megtakarítás látszik, ami az árfolyamgát iránti mérsékeltebb igénybevételből fakad. Nagyságrendileg hasonló megtakarítás látszik a Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alapnál is, ott a korhatár alatti ellátások kiadásai a vártnál kisebb szinten teljesülnek. A költségvetési szervek és a fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásainak előrejelzésénél nagy a bizonytalanság: az elmúlt évekkel való összehasonlítás nem járható út, hiszen az önkormányzatok és a központi kormányzat közti feladatátcsoportosítás (például iskolák átvétele) torzítja ezt. Ugyanakkor a nyár folyamán néhány nagyobb kiadásra került sor, ami miatt az első hét hónap után a költségvetési szervek kiadásai már meghaladták az

előirányzat 70 százalékát. Ilyen volt néhány hadüggyel és közlekedéssel kapcsolatos egyszeri kiadás. Ennek ellenére itt nem látunk kockázatot, mivel ezek nagyrészt egyszeri tételek, továbbá feltételezhető, hogy amennyiben az előirányzatot idő előtt meghaladnák a kiadások, akkor a központi költségvetési kontroll gátat szab ennek, illetve a nagyobb kiadásokkal párhuzamosan a bevételek is nagyobb arányban teljesültek. Ugyanakkor az EU leállította több Magyarországnak szánt támogatási programját, ami miatt az államnak kell megelőlegeznie a kiadásokat a vállalkozóknak. Nemrégiben a magyar Kormány megállapodott Brüsszellel, aminek eredményeként újraindulhatnak az operatív programok, és nem borul fel a finanszírozásuk aránya, de Magyarországnak hozzávetőlegesen 75 milliárd forintos bírságot¹⁴ kell fizetnie.

A kamatkiadásoknál nem látszanak feszültségek, a kamatkörnyezet az MNB lazításai miatt kedvezőbb, mint amit a költségvetés tervezésekor vártak, ezért ezen a soron némi pozitív kockázat várható.

Az elkülönített állami pénzalapoknál várakozásunk szerint teljesülnek az előirányzatok: a tb-alapok esetén a fent említett járulékbévételeket már elszámoltuk, a kiadási oldalon feszültségek nem látszanak, ahogy a Nemzeti Foglalkoztatási Alapnál is tarthatók az előirányzatok.

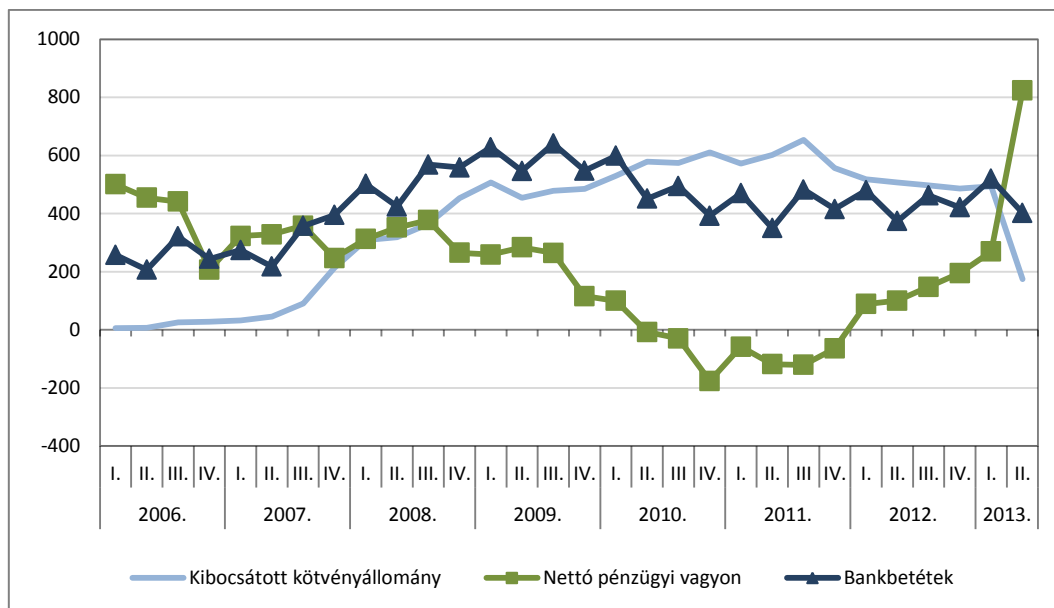
A tartalékok közül a rendkívüli intézkedésekre elkülönített összeget, illetve a céltartalékot (100-100 milliárd forint) nem vesszük figyelembe, ezt a kormányzat jellemzően maradéktalanul elkölti. Ugyanakkor jelentős, 400 milliárd forintos az Országvédelmi Alap, mely nagyrészt képes kezelni a bevételi oldal fent említett kockázatait. A Kormány a konvergenciaprogramban a tartalék felét már lekötötte, ezzel is jelezve, hogy kockázatok övezik a költségvetést.

Az önkormányzati egyenleg többletet mutathat

Az önkormányzatok gazdálkodása jellemzően komoly bizonytalanságokat és kockázatokat mutat az államháztartásra nézve. Tavaly is jelentős eltérés adódott – még ha költségvetési szempontból kedvező is: az eredeti 0,5 százalékos GDP-arányos hiány helyett 0,3 százalékos többletet mutatott a szektor egyenlege. Bár év közben nincsenek hozzáférhető adatok az önkormányzatok gazdálkodásáról, de vagyoni helyzetükről a negyedévente megjelenő jegybanki pénzügyi számlák szolgáltatnak némi információt.

¹⁴ Bírságként hivatkozunk erre a tételre, ám ez formailag nem az, hanem a kifizetésekből történő levonás.

25. ÁBRA: AZ ÖNKORMÁNYZATOK GAZDÁLKODÁSÁNAK ÖSSZEFOGLALÓ ADATAI (MRD Ft)



Forrás: MNB

Az első negyedév kedvező folyamatai után a második három hónap további javulást hozott: míg a pénzügyi eszközök – ezeken belül pedig a bankbetétek – némileg csökkentek, addig a kötelezettségek egy negyedév leforgása alatt megfelelődek. Mind a kibocsátott kötvények, mind a hitelek állománya nagyot zuhant, aminek eredményeként az önkormányzati szektor nettó pénzügyi vagyona az első negyedéves 269,3 milliárd forintról 823,7 milliárd forintra nőtt, ami egy évvel ezelőtt még 100,6 milliárd forintot tett ki. Mindez azt mutatja, hogy az önkormányzati adósságkonszolidáció tovább zajlott: június 28-án lezárult az 5000 fő feletti önkormányzatok adósságvállalása, aminek során 277 önkormányzat 610 milliárd forint adósságtól szabadult meg. Véleményünk szerint – alapul véve az MNB júliusi elemzését az államháztartásról – ezek alapján egy, az előirányzathoz képest mérsékelt, a GDP 0,2 százaléka rúgó többlet lehet az önkormányzati egyenlegben.

Az évközi bejelentésekkel teljesülhet a hiánycél

A Kormány az év folyamán több olyan intézkedést hozott, ami jelentős hatást gyakorol az idei költségvetésre. Elsőként egy 100 milliárd forintos zárolást jelentett be, amely nettó értelemben közel 70 milliárd forintra rúg – ezzel már számoltunk a júliusi előrejelzésünkben.

Június során az NGM újabb intézkedést jelentett be, amelynek részeként augusztustól emelkednek a tranzakciós illeték bizonyos kulcsai, növelik a vállalati telefonálásra kivetett távközlési adót és a bányajáradékot, egészségügyi hozzájárulást vetnek ki a kamatjövedelmekre, valamint egyszeri, 75 milliárd forintos befizetésre kötelezik a pénzintézeteket a tranzakciós illeték elmaradása miatt. A tranzakciós illeték megemeléséből várhatóan 15–20 milliárd forint bevételre lehet számítani, míg a másik három adónem közel

20 milliárd forint többletet hozhat. Mindezek becsléseink szerint közel 110 milliárd forinttal javítják a költségvetés idei egyenlegét.

A másik jelentős intézkedés, hogy a Kormány döntött a pedagógusok bérrendezéséről, aminek eredményeként már idén szeptembertől emelkedik a tanárok illetménye. A költségvetés korábban azzal számolt, hogy csak 2014-től lép életbe ez a változás, ezért az idei költségvetés szempontjából ez be nem tervezett kiadás.

A pedagógusok béremelésén túl néhány további intézkedést jelentett be a Kormány, amely befolyásolja az idei hiánycélt. Ezek a következők:

- többletforrások biztosítása a felsőoktatás és az EU Önerő Alap részére;
- közoktatási és szociális humánszolgáltatások keretének megemlése;
- nem állami köznevelés (nemzetiségi önkormányzati, vallási) finanszírozásának átalakítása és az óvodapedagógusok és a nevelő munkát segítők bértámogatása;
- e-útdíj többletköltségeinek rendezése.

A fenti intézkedések összesen 84 milliárd forintra rúgnak. A pedagógusok béremelésének hatását nettósítva ez kevesebb, hozzávetőlegesen 66 milliárd forint. A Kormány ezenfelül 100 milliárd forinttal feltőkésíti a Takarékbankot az MFB tőkeemelésén keresztül, illetve az E.ON gázüzletágának megvásárlása érdekében 71 milliárd forintos tőkeinjekciót ad az MVM Zrt. számára. Ezek a tételek érintik a pénzforgalmi egyenleget, ugyanakkor az uniós módszertan szerint számoltat nem, ezért előrejelzésünk végeredménye szempontjából semlegesek. Negatív kockázatot jelent az ESA-híd – azaz a pénzforgalmi és az uniós módszertan között átjárást biztosító tétel. A tétel GDP-arányosan 0,1 százalékos többletként szerepel az előirányzatban, de ennek negatív revíziójára lehet szükség. Egyrészt a 2012-re elszámolt koncessziós díjbevételt bírósági döntés miatt korrigálni kell, ami 34 milliárd forintot, a GDP 0,1 százalékát teszi ki.¹⁵ Másrészt a kamatkidadások pénzforgalmi és uniós módszertani elszámolása különbözik, a kettő közötti átjárást biztosító tétel negatív hatásként jelentkezik. Ugyanakkor – ahogy fent említettük – a kamatkidadásoknál némi pozitív kockázat körvonalazódik, ezért az előrejelzés végeredménye szempontjából a két tétel megközelítőleg kioltja egymást. Harmadrészt még egy 0,1 százalék körüli negatív hatás származhat az elektronikus útdíj és a közút-üzemeltetés költségeinek korrekciójából is.

¹⁵ Szeptember 6-án az NMHH és a magyarországi mobilszolgáltatók megállapodtak a frekvenciahasználati szerződésekről, ami idén 100 milliárd forint körüli bevételt jelent az államháztartás számára. Egyelőre viszont még nem tudható, hogy ez milyen módon érinti az ESA-egyenleget, ezért nem vesszük számításba az előrejelzés készítésénél.

4. TÁBLÁZAT: A VÁRHATÓ EGYENLEGET BEFOLYÁSOLÓ KOCKÁZATOK, AZ IDÉN BEJELENTETT INTÉZKEDÉSEK, VALAMINT A TARTALÉK SZINTJE

Bevételi oldal	Mrd Ft	GDP arányában
Kisadók és tovaggyűrűző hatásaik	120	0,4%
Társasági adó	-30	-0,1%
Eva	-50	-0,2%
Energiaellátók jövedelemadója	-60	-0,2%
Egyéb gazdálkodói befizetések	-50	-0,2%
Áfa	-300	-1,0%
Jövedéki adó	-30	-0,1%
Tranzakciós illeték	-160	-0,6%
Szja	40	0,1%
Összesen bevételi kockázat	-520	-1,8%
Kiadási oldal		
Költségvetési szervek kiadásai és szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok	-75	-0,3%
Lakásépítési támogatások	60	0,2%
Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap	40	0,1%
Összes kiadási kockázat	25	0,1%
Önkormányzatok	60	0,2%
ESA-híd	-60	-0,2%
Évközi intézkedések		
Zárolások	70	0,2%
Pedagógusbér-rendezés és további kiadási tételek	-66	-0,2%
Júniusi adóemelések	110	0,4%
Országvédelmi Alap	400	1,4%
Összesen	19	0,1%

Forrás: Századvég-számítás

Összességében véleményünk szerint teljesülhet a 2,7 százalékos hiánycél, előrejelzésünk 0,1 százalékponttal jobb az előirányzatnál. Ugyanakkor van néhány kockázat – az adóbevételeken felül –, amelyek veszélyeztethetik a hiánycélt.

Az idei, további 11,1 százalékos rezsicsökkentés negatív kockázatokat hordoz magában a társasági adóra és a bányajáradékra nézve, illetve elképzelhető, hogy az áfabevételekre és az energiaellátók jövedelemadójára nézve is. Nem született még döntés a devizahitelesek újabb mentőcsomagjáról, de ha az még idén életbe lép és a Kormány kiveszi részét a terhekből, az további kockázatot jelent. A Dunaferret esetleges megvásárlása szintén kockázatot jelent, ráadásul – például a Mol-részvénycsomag megvételével ellentétben – itt nem egyértelmű, hogy ez miképp érinti a hiányt. Elképzelhető olyan kedvező forgatókönyv is, amelyik csak a pénzforgalmi hiányt terheli, de nem kizárt, hogy az ESA-egyenleget is érintené a tranzakció.

Az államadósság 2013-as alakulása nem sérti az Alaptörvényt

A makrogazdasági prognózisunk, illetve a fent számolt deficit alapján előrejelzést adunk a 2013. év végi államadósság-állományra, figyelembe véve az Alaptörvényben rögzített szabályt. A változatlan árfolyamon kalkulált államadósság – módosítva az egyéb tételekkel, amelyeket illetően a 2013. évi konvergenciaprogramra támaszkodunk – 2013-ban a GDP 78,7 százalékát teszi ki, ami kisebb a 2012. évi értéknél, így az Alaptörvény szerinti szabály nem sérül. Ha viszont az árfolyam hatásával is kalkulálunk, akkor a 2013. év végi államadósság a GDP 80,3 százalékára emelkedik.

Hajszálon múlhat a 2014-es deficitcél

A 2014-es költségvetési törvényjavaslat feltehetően szeptember 30-án lesz nyilvános, amikor azt a Kormány benyújtja az Országgyűlésnek. Ezért ennek hiányában részletes elemzést készíteni és véleményt kialakítani nem tudunk a költségvetésről. Ugyanakkor a 2013-as költségvetési előrejelzésünkben mint bázisból kiindulva technikai kivetítést készítettünk a 2014-es költségvetésre vonatkozóan, beépítve az ismert intézkedéseket, és felhasználva a törvényi előírásokat, a 2013-as költségvetési törvény kivetítését, illetve a konvergenciaprogramot. Azoknál a tételeknél, ahol ilyen információk nem állnak rendelkezésünkre, feltételezésekkel éltünk, amelyek során jelentős mértékben támaszkodtunk intézetünk makrogazdasági előrejelzésére. A prognózist a központi alrendszerre vonatkozóan konszolidáltan közöljük, majd ehhez adjuk hozzá az önkormányzatok gazdálkodását. A 2014-es előrejelzést az idei előrejelzésünkkel hasonlítjuk össze, és bemutatjuk a százalékos változásokat folyó és változatlan áron.

A magasabb nominális növekedés húzza a bevételeket

A gazdálkodószervek befizetéseinél a 2014. évi előrejelzésünk nominálisan 4,1 százalékkal, reálértelemben 1,4 százalékkal magasabb, mint a 2013. évi prognózisunk. Az idén bevezetett két kisvállalati adónál ugyan hangzott el olyan kijelentés a Kormány részéről, hogy várhatóak finomhangolások, de konkrét intézkedések hiányában ezt nem tudtuk figyelembe venni. Ezért az ebből elmaradó bevételeket és a tovagyrúzó hatásait a többi adónemre vonatkozóan beépítettük a bázisba. A reálnövekedés hátterében így az áll, hogy a 2013-hoz képest gyorsuló infláció és erősebb növekedés hatására magasabb bevétel folyik be a társasági adóból, evából és további kisebb gazdálkodói adónemekből, ám ezek továbbra sem okoznak jelentős többletbevételt. Az energiaellátók jövedelemadójánál nominálisan nem várunk változást, ami azzal indokolható, hogy a további rezsicsökkentés még tovább erodálná az amúgy sem nyereséges energetikai vállalatok eredményét. A bányajáradékból befolyó bevételek emelkednek, köszönhetően annak, hogy a 2013-as adóemelést jövőre már teljeskörűen érvényesül, de itt is kockázatokat hordoz magában a további rezsicsökkentés.

A fogyasztási adók esetén előrejelzésünk szerint nominálisan 2,8 százalékos növekedés lehet, de ez reálértelemben gyakorlatilag stagnálást jelent – itt két ellentétes hatás oltja ki egymást. Egyrészt az áfabevételek növekedése a nominális fogyasztással mozog együtt, ami meghaladja a jövő évi várható inflációt. Másrészt viszont a tranzakciós illetékből kevesebb bevétel folyhat be reálértéken. Ugyan a pénzfelvételre kirótt kulcs megemlése már teljeskörűen érvényesül jövőre, de ezt nem számoltuk el 100 százalékban, mivel feltételezésünk szerint a kulcs emelésének hatására változhat a lakosság készpénzkezelési magatartása – ahogy ez feltehetően idén is történt. Nagyrészt viszont az okozza a bevételek reálcsökkenését, hogy az ideai egyszeri, 75 milliárdos befizetés nem ismétlődik meg jövőre. A távközlési adó emelése már teljeskörűen érvényesül 2014-ben, de ez nem jelentős tétel. A jövedéki adónál változatlan áron stagnálás várható – feltételezésünk szerint itt a bevételek a nominális fogyasztási kiadásokkal mozognak együtt, de a dohányárás ideai megemlése visszaveti a forgalmat, ami kedvezőtlenül hat az adóbevételekre is.

A lakossági befizetések 2,8 százalékos reálnövekedése mögött a személyi jövedelemadó áll. A bruttó bérnövekedés és a létszámdinamika lényegesen meghaladja az inflációt – ebben jelentős szerepet játszik a pedagógusbér-rendezés is. A járulékoknál, az szja-hoz hasonlóan, a bruttó béreknek köszönhető a reálnövekedés. Ezt némileg csökkenti a családi adókedvezmény kiterjesztése, de növeli a kamatjövedelmekre kivetett egészségügyi hozzájárulás, amely jövőre már teljeskörűen érvényesül.

A fentiek, illetve az egyéb tételek összegeként 2014-ben a központi alrendszer konszolidált bevételei nominálisan 4 százalékkal, változatlan áron 1,3 százalékkal alakulhatnak magasabb szinten, mint a 2013. évi prognózis. Az adócentralizáció, azaz az összes adó- és járulékbefizetés GDP-arányosan a 2013. évi előrejelzés 36,5 százalékáról 2014-ben 36,2 százalékra csökken.

A kiadások nem nőnek érdemben

A konvergenciaprogramban megfogalmazott irányelvekkel összhangban a kiadási oldalon a szociálpolitikai alapról nominálisan stagnálással számolunk, kiindulva a befagyasztott szociális juttatásokból, illetve a korhatár alatti ellátások stagnálásából – utóbbi esetén további csökkenés sem zárható ki. A központi költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásainál ugyanakkor több ellentétes tényező magyarázza a kiadások nominális növekedését. A májusban bejelentett zárolások beépülnek a bázisba, az uniós operatív programok kapcsán kirótt büntetés pedig egyszeri tétel 2013-ban. A növekedés irányába hat ugyanakkor, hogy a pedagógusbér-emelés már teljes évben érvényesül, és feltételezésünk szerint az egészségügyi dolgozók további béremelése és egyes kórházi felújítások is itt szerepelnek. Az NFÜ úgy számol, hogy jövőre 2013-hoz képest több száz milliárd forinttal több forrást hívhat le Magyarország az operatív programokból. Ezzel ugyanakkor nem számolunk az előrejelzésünkben, mivel utófinanszírozási formáról van szó, így bizonytalan a pénzáramlás időbeli lefutása. Minden bizonnyal viszont pozitív kockázatot jelent ez a 2014-es költségvetésre nézve, mert a nagyobb lehívott forrásokon felül a programokból

megvalósuló beruházások tovagyrúzó hatásai többletbevételt generálnak a költségvetésnek.

A társadalombiztosítási alapok nominális kiadásnövekedésének legnagyobb része a nyugdíjak inflációval történő indexálásából fakad. Ennek megfelelően reálértelemben némi csökkenés várható, mivel egyes egészségügyi ellátásokra fordítható kiadások az inflációnál kisebb mértékben emelkednek. Az egyéb kiadások esetén azt érdemes kiemelni, hogy a jegybanknak feltehetően idén 43 milliárd forint vesztesége keletkezik,¹⁶ amit a költségvetés jövőre térít meg. A konvergenciaprogrammal összhangban több további tétel esetén szinten tartással számolunk, illetve infláció alatti növekedéssel (például önkormányzatok támogatása).

A kamategyenleg némi növekedést mutathat, itt azt feltételeztük, hogy a GDP-arányos kamatkidadások nem változnak szignifikánsan – a GDP közel 4 százalékára rúghatnak 2014-ben a 2013. évi 3,9 százalékos előirányzat után.

A feltételezésünk teljesülése esetén a központi alrendszer összes konszolidált kiadása így 2,8 százalékkal emelkedhet folyó áron, ami gyakorlatilag stagnálást jelent változatlan áron. A GDP-arányos kiadási szint 42,1 százalékról 41,2 százalékra csökkenhet.

Az önkormányzatok gazdálkodásának megítélése szempontjából abból indulunk ki, hogy nagyrészt lezajlott az adósságkonszolidáció, ezért jelentős egyenlegjavulás nem várható. Ugyanakkor az önkormányzatok 2013-tól kezdődően nem tervezhetnek működési hiánnyal és a hitelfelvétel is szabályozott, ami mindenképp képes megakadályozni a szektor hiányának megszaladását. Az utóbbi ellenére mégis egy kisebb – GDP-arányosan 0,2 százalékos – hiánnyal számolunk, mert 2014 őszén rendezik a helyhatósági választásokat, ami a korábbi tapasztalatokból kiindulva azzal párosult, hogy megnöttek az önkormányzati beruházások.

Mivel a bevételi oldalon számottevő kockázatokat érzékelünk, az idei évhez hasonló tartalékkal¹⁷ számoltunk. Feltételezéseink teljesülése és a tartalékok felhasználása esetén az államháztartás hiánya a GDP 3,9 százaléka lehet. Ugyanakkor a feltételezett 400 milliárd forintos Országvédelmi Alap fel nem használása esetén ez a GDP 2,6 százalékára rúghat, ami 0,1 százalékponttal jobb a kormányzati célkitűzésnél. Az előrejelzésünk tehát nem tartalmaz fedezetet a negatív makrogazdasági kockázatokra.

2014-ben is teljesül az adósságszabály

Az államadósság alakulására vonatkozó számításokat elvégezve – kiindulva a 2013-as államadósság-becslésünkből – változatlan árfolyam esetén 2014-ben GDP-arányosan

¹⁶ Az MNB 2013. júniusi eredményprognózisa alapján.

¹⁷ Azaz a 400 milliárd forintos Országvédelmi Alappal és a 200 milliárd forintra rúgó céltartalékkal és rendkívüli intézkedésekre elkülönített tartalékkal számolunk. Utóbbit feltételezésünk szerint a kormányzat biztosan elkölti.

78,1 százalékra csökkenhet a ráta a megelőző évi 78,7 százalékról, azaz teljesül az államadósság-szabály.

Az árfolyam változását feltételezve ugyanakkor nem tudunk kiindulni a 2013-as becslésünkből, hiszen ott sérült a szabály. Ezért azt feltételezzük, hogy a 2013-as államadósság GDP-arányosan megegyezett a 2012-essel, azaz a GDP 79,2 százalékát tette ki. Ebben az esetben 2014 végére az államadósság 78,4 százalékra csökkenhet.

Külön felhívjuk a figyelmet ugyanakkor az egyéb tételek szerepére. Ez 2013-ban és 2014-ben a GDP arányában több tized százalékpontot tett ki, ezért különösen fontos szerepet játszhat akkor, amikor az Alaptörvény szerinti adósságszabályt vizsgáljuk.

5. TÁBLÁZAT: INTÉZETÜNK ELŐREJELZÉSE A 2014-ES KÖLTSÉGVETÉS ALAKULÁSÁRA VONATKOZÓAN A 2013-AS PROGNÓZISHOZ KÉPEST

	Nominális változás	Reálváltozás
Bevételek		
Gazdálkodói szervek befizetései	4,1%	1,4%
Fogyasztáshoz kapcsolt adók	2,8%	0,1%
Lakossági befizetések	5,5%	2,8%
Járulékok	4,6%	1,9%
Elkülönített alapok egyéb bevételei	2,7%	0,0%
Egyéb bevételek	2,7%	0,0%
Összes központi alrendszerre konszolidált bevétel	4,0%	1,3%
Kiadások		
Nemzeti Család- és Szociálpolitikai Alap	0,0%	-2,7%
Központi költségvetési szervek és fejezetek nettó kiadásai	2,6%	-0,1%
Elkülönített alapok kiadásai	1,0%	-1,7%
Tb-alapok kiadásai	2,3%	-0,4%
Egyéb kiadások	4,2%	1,5%
Kamategyenleg	6,7%	4,0%
Tartalékok	0,0%	-2,7%
Összes központi alrendszerre konszolidált kiadás	2,8%	0,1%
Egyenleg*		
Központi alrendszer egyenlege	-3,7%	-
Államháztartás egyenlege	-3,9%	-
ÁHT egyenlege a tartalékok zárolása esetén	2,6%	-

*2014-ben, a GDP százalékában. Forrás: Századvég-számítás

Az adósságszabály revíziót igényel

A 2014-re várható költségvetési folyamatok alapján képet lehet alkotni arról, hogy a 2015-ben hatályba lépő stabilitási törvény előírásainak teljesítéséhez milyen mértékű költségvetési kiigazításra van szükség. Számításaink szerint a stabilitási törvényben meghatározott követelmény teljesítéséhez szükséges kiigazítás mértéke meghaladja európai uniós kötelezettségeinket, és kedvezőtlenül befolyásolja a még törékeny növekedési pályát. Ezért javasoljuk, hogy a Költségvetési Tanács indítványozza a Kormánynak a stabilitási törvény 2015-ös hatályba lépésének felfüggesztését, valamint az adósságszabály olyan irányú módosítását, amely megfelel az európai uniós elvárásoknak, és a jelenlegi szabályozásnál nagyobb lehetőséget ad arra, hogy a költségvetés gazdasági ciklusokat csillapító funkcióját ellássa.

Törvényi áttekintés

Jelenleg két kétharmados törvény szabályozza a költségvetési politikát Magyarországon. Alaptörvény rögzíti az államadósság maximális szintjét, míg a Magyarország gazdasági stabilitásáról szóló törvény (a továbbiakban stabilitási törvény) az államadósság leépítésének módját definiálja.

Az Alaptörvény szerint az Országgyűlés nem fogadhat el olyan központi költségvetésről szóló törvényt, amelynek eredményeképpen az államadósság meghaladná a teljes hazai össztermék felét. Mindaddig, amíg az államadósság a teljes hazai össztermék felét meghaladja, az Országgyűlés csak olyan, központi költségvetésről szóló törvényt fogadhat el, amely az államadósság teljes hazai össztermékhez viszonyított arányának csökkentését tartalmazza. Ettől eltérni csak különleges jogrend idején, az azt kiváltó körülmények okozta következmények enyhítéséhez szükséges mértékben vagy a nemzetgazdaság tartós és jelentős visszaesése esetén, a nemzetgazdasági egyensúly helyreállításához szükséges mértékben lehet eltérni.

Az Országgyűlés a stabilitási törvényben írja elő az államadósság csökkentésének ütemére vonatkozó szabályokat. Eszerint a központi költségvetésről szóló törvényben a költségvetés egyenlegét oly módon kell meghatározni, hogy annak alapján az államadósság megelőző évhez viszonyított növekedési üteme ne haladja meg a központi költségvetésről szóló törvényben meghatározott, a költségvetési évre várható infláció és bruttó hazai termék reálnövekedési üteme felének a különbségét. A törvényhozó ezt az előírást 2015-ben lépteti hatályba, vagyis az első költségvetés a 2016-os lesz, amit e szerint a szabály szerint határoznak meg.

A 2014-re várható költségvetési folyamatok alapján képet lehet alkotni arról, hogy az adósságnak a stabilitási törvényben előírt mértékű mérséklése milyen volumenű

költségvetési kiigazítást tesz szükségessé. Az alábbiakban e költségvetési kiigazítási igény illusztrálására teszünk kísérletet.

A stabilitási törvény előírásait teljesítő költségvetési egyenleg megbecslése

Az első lépés a nominális adósság (B_t) maximális növekedésének meghatározása, a törvényben megadott (1) összefüggés alapján.

$$\frac{B_t - B_{t-1}}{B_{t-1}} \leq E[\pi_t] - 0,5E[g_t], \quad (1)$$

A képlet paramétereinek meghatározásánál feltételezhetjük, hogy a 2016-os infláció várható értéke, $E[\pi_t]$ a jegybank kitűzött inflációs céljával fog megegyezni. A 2016-ra vonatkozó növekedési előrejelzések még nem elérhetők, erre a horizontra technikai kivetítést lehet készíteni. A Századvég Gazdaságkutató Zrt. várakozásai szerint a magyar gazdaság kibocsátási rése 2015-re bezárul, így technikai kivetítésünkben reális feltételezésnek tartjuk, hogy 2016-ban a növekedés a potenciális növekedési ütem közelében fog alakulni. A potenciális növekedés előrejelzésének nincs konszenzusos módszertana. Az elérhető becslések¹⁸ a 0,6–2,5 százalékos sávba esnek, a Kormány a konvergenciaprogramban 1,5 százalékos potenciális növekedési ütemet mond 2016-ra. A konvergenciaprogram – az IMF-hez hasonlóan – a kibocsátási rés még lassabb záródásával számol, így a kormányzati pálya 2016-ra a potenciális növekedési ütemet meghaladó, 2,5 százalékos GDP-növekedést feltételez. Mivel a stabilitási törvényben előírt adósságdinamika a növekedési ütemre a legérzékenyebb, két forgatókönyvet is számszerűsítünk. Alapesetben azt feltételezzük, hogy 2016-ra a konvergenciaprogramban bemutatott 2,5 százalékos növekedés várható, míg az alternatív forgatókönyvben a Kormány potenciális növekedésre vonatkozó 1,5 százalékos becslésével megegyező 2016-os növekedést feltételezünk.

Ezek alapján azt mondhatjuk, hogy ha a gazdaság a konvergenciaprogramnak megfelelő pályán halad, akkor a stabilitási törvény előírásainak csak akkor felel meg a költségvetés, ha a nominális adósság legfeljebb 1,75 százalékkal emelkedik. Az alternatív növekedési pálya mentén pedig 2,25 százalék a nominális adósság növekedésének maximális értéke.

A GDP-arányos adósság (b_t) dinamikájának általános képlete és a nominális adósság növekedésére vonatkozó szabály alapján meg lehet határozni azt a maximális költségvetési deficitet (2), ami az adósságszabály teljesítéséhez szükséges (számolásunkban eltekintünk az esetleges stock-flow korrekcióktól).

$$d_t = \frac{b_{t-1}}{(1+g)(1+\pi)} (\pi - 0,5g) \quad (2)$$

Az MNB, az IMF, az Aging Working Group, az Európai Bizottság és a piaci elemző intézetek különböző publikációiban fellelhető becslések alapján.

A számítások elvégzéséhez egy további változó megbecslésére van szükségünk, a 2015. évre várható GDP-arányos államadósságra. A konvergenciaprogram 76,1 százalékos értékkel számol. Ezt elfogadva alapesetben a deficitet a GDP 1,3 százalékára, alternatív esetben a GDP 1,6 százalékára kell csökkenteni. A teljes deficitre vonatkozó mutatókat a várható kamatköltségekkel korrigálva kapjuk meg az elsődleges egyenlegre vonatkozó elvárást (3).

$$pd_t = \frac{b_{t-1}}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} (\pi_t - 0,5g_t - i) \quad (3)$$

Az adósságdinamika és a kockázati prémiumok 2013-ban bekövetkezett jelentős mérséklődése alapján az államadósság finanszírozási költségei a 2014-re várt 4,0 százalékról 3,9 százalékra mérséklődhetnek. Így alapesetben 2,6 százalékos, míg az alternatív esetben 2,3 százalékos elsődleges szufficitre van szükség 2016-ban a stabilitási törvény előírásainak teljesítéséhez.

Ahhoz, hogy képet alkothassunk az előírt mértékű költségvetési konszolidációnak a gazdasági növekedésre gyakorolt hatásáról, a költségvetés keresleti hatását kell megbecsülnünk. A nemzetközi gyakorlatban az SNA típusú elsődleges egyenlegmutató változását tekintik erre alkalmas mérőszámnak, ugyanakkor a szükséges alkalmazkodás nagyságrendjéről az ESA elsődlegesegyenleg-változása alapján is képet tudunk alkotni. A Századvég Gazdaságkutató Zrt. előrejelzése szerint 2014-ben a GDP 1,4 százalékát kitevő elsődleges többlet várható a költségvetésben. Így a stabilitási törvény 2016-os teljesüléséhez két év alatt alapesetben a GDP 1,2 százalékát, alternatív esetben 0,9 százalékát kitevő költségvetési megszorításra lenne szükség. Mivel itt a nettó egyenleghatást számszerűsítettük, a szükséges bruttó intézkedések ennél 40–70 százalékkal nagyobbak, attól függően, hogy milyen a meghozott intézkedéscsomag adótartalma, illetve indirekt, növekedésen keresztüli visszahatása a költségvetési bevételekre.

6. TÁBLÁZAT: A STABILITÁSI TÖRVÉNYBEN ELŐÍRT ADÓSSÁGSZABÁLY SZÁMSZERŰSÍTÉSE

	Alappálya	Alternatív pálya
Infláció 2016-ban	3,0%	3,0%
Növekedés 2016-ban	2,5%	1,5%
2015 év végi adósságszint	76,1%	76,1%
Nominális adósság maximális növekedése	1,8%	2,3%
GDP-arányos adósság csökkentésének üteme	96,3%	97,8%
Maximális költségvetési deficit	1,3%	1,6%
Maximális elsődleges egyenleg	2,6%	2,3%
Minimális elsődleges egyenleg változás 2014-hez képest	1,2%	0,9%

Forrás: konvergenciaprogram, Századvég-számítás

A stabilitási törvény előírásai és az európai költségvetési szabályoknak való megfelelés

Az alábbiakban a stabilitási törvény előírásait az Európai Unió hatos csomagjának¹⁹ költségvetési előírásaival vetjük össze.

A hatos csomag államadósságra vonatkozó, ún. „adósságfék” szabálya szerint amennyiben a GDP-arányos államadósság meghaladja a 60 százalékot, a tagállamnak a referenciaértéktől vett eltérés 1/20-ával kell csökkentenie az adósságrátát hároméves átlagban. Ez az előírás a 2015-ös adósságszintre vonatkozó fenti feltételezések mellett 2016-ban a GDP-arányos adósság 0,8 százalékpontos mérséklődését várja el Magyarországtól.

A stabilitási törvényből adódó adósságdinamikát az alábbi (4) képletből számíthatjuk.

$$\frac{b_t}{b_{t-1}} = \frac{1 + \pi - 0,5 * g}{(1 + g)(1 + \pi)} \quad (4)$$

A megfelelő paramétereket behelyettesítve alapesetben a GDP-arányos államadósság 2,8, alternatív forgatókönyv esetén pedig 1,7 százalékpontos mérséklődése adódik.

Az államháztartási hiányra vonatkozóan az unió ugyancsak két feltételt fogalmaz meg. Egyrészt a maastrichti kritériumok szerint az államháztartás EDP-hiánya nem haladhatja meg a GDP 3 százalékát. Másrészt a stabilitási és növekedési paktum (SNP) szerint a költségvetési hiánynak az unió által országonként meghatározott, a hosszú távú fenntarthatóságot biztosító szint (MTO) felé kell tartania, ami Magyarország esetében 1,5 százalékos EDP-hiányt tenne lehetővé. A stabilitási törvénynek megfelelő deficit mind a két előírásnak megfelel.

Mivel 2014-ben a deficit még meghaladja az MTO-t, érdemes megvizsgálni azt is, hogy a stabilitási törvény teljesítéséhez a 2014–2016. években szükséges fiskális konszolidáció hogyan viszonyul a stabilitási és növekedési paktumnak a fiskális konszolidáció sebességére vonatkozó előírásához, amely szerint a strukturális hiánynak évente legalább a GDP 0,5 százalékpontjával kell javulnia.

A stabilitási törvénynek való megfelelés érdekében a költségvetés egyensúlyi pozíciójának két év alatt alapesetben 1,3 százalékponttal, míg az alternatív forgatókönyv esetén 1 százalékponttal kell javulnia. A strukturális egyenleg kiszámításához ebből le kell vonnunk az egyszeri és egyéb átmeneti tételek, valamint a ciklikus pozíció hatását. Az egyszeri tételekkel a 2014-es költségvetési kivetítésben sem számoltunk, és előretételezve nincs információnk. A konvergenciaprogram az egész időszakra negatív, de záruló kibocsátási réssel számol, amiből 2014 és 2016 között 0,8 százalékpontos költségvetést javító hatást vár. Az alternatív pályán a ciklikus pozíció 2014-ben még enyhén negatív, 2016-ra pedig teljesen

¹⁹ <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/898>.

zárt ciklikus pozícióval számolhatunk, amelynek költségvetést javító hatása a GDP 1–3 százalékát teheti ki. Így az alappályán a strukturális egyenleg javulása két év alatt 0,5 százalékpont, míg a kibocsátási rés gyorsabb záródását feltételező alternatív forgatókönyv esetén a strukturális pozíció 0,6–0,8 százalékos javulása adódik. Mivel ezek az értékek a két év alatti teljes strukturális pozíciójavulásra vonatkoznak, ezen összehasonlítás szerint a kiigazítás üteme nem haladja meg az unió által elvárt szintet. Ugyanakkor hangsúlyoznunk kell, hogy ez a gyakorlat kizárólag csak az összehasonlítás céljával készült, mivel a fiskális szabályok ezen része csak az eurózóna tagországaira vonatkozik. Ráadásul a válság kitörése óta a tagországok esetében is több alkalommal került sor a gazdasági racionalitásnak jobban megfelelő kisebb mértékű költségvetési kiigazítás jóváhagyására.

A stabilitási törvény előírásait teljesítő költségvetési kiigazítás hatása a növekedésre

A válság kitörése óta mind akadémiai körökben, mind a gazdaságpolitikai intézmények fórumain folynak viták arról a kérdésről, hogy az eladósodott országokban milyen költségvetési politikát kell folytatni. Az egyik tábor, a gyors fiskális konszolidációt támogatók szerint a fenntartható költségvetési pozíció mielőbbi megteremtése előfeltétele a piaci bizalom helyreállításának és a gazdaság növekedési pályára állításának. A másik tábor azt hangsúlyozza, hogy amíg a magánszektor is adósságleépítési folyamatban van, a bankszektor hitelezési képessége gyenge, a költségvetési konszolidációnak nincsenek pozitív (ún. nemkeynesi) hatásai. Ellenkezőleg, ilyen körülmények között a fiskális multiplikátor a szokásosnál jóval nagyobb lehet, mivel a bankrendszer állapota miatt a jelenbeli fogyasztás a szokásosnál nagyobb mértékben függ a jelenbeli jövedelmektől,²⁰ és a sok kihasználatlan kapacitás miatt a beruházások pozitív reakciója is igen gyenge. Ez szélsőséges esetben ahhoz is vezethet, hogy az adóalapok elolvadása és a csökkenő foglalkoztatásból fakadó többletkiadások miatt a kiigazítás eredménytelenné válik. Ha a rossz növekedési mutatók miatt a kockázati felárak is emelkednek, nem javul a fiskális fenntarthatóság megítélése.

A nagy fiskális konszolidációt megvalósító országok gyenge gazdasági teljesítménye és a magasabb fiskális multiplikátorokat becsülő empirikus eredmények²¹ is a lassabb fiskális konszolidációra intenek. Az IMF ajánlása²² szerint miközben szükség van egy középtávú stratégiára, amely elvezet a fenntarthatósághoz, rövid távon azonban a magánszektor keresletének és a kihasználatlan kapacitásoknak az alakulásától érdemes függővé tenni a kiigazítás mértékét.

²⁰ Nem lehet simítani, azaz ha nincs hitelezés, a jövőre vonatkozó várakozások javulása nem tud a jelenben nagyobb fogyasztást indukálni.

²¹ Lásd például: Anja Baum, Marcos Poplawski-Ribeiro, and Anke Weber: Fiscal Multipliers and the State of the Economy. IMF WP/12/286. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12286.pdf>

²² IMF Fiscal Monitor, April 2013 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fm/2013/01/fmindex.htm>

Magyarország is a jelentős mértékben eladósodott országok között van, a magánszektorban és az államháztartásban egyaránt adósságleépítés történik, a növekedési kilátásaink sérülékenyek, így nálunk is nagy körültekintéssel kell meghatározni a költségvetési konszolidáció sebességét. A jelenlegi kedvezőbb növekedési mutatók is nagymértékben támaszkodnak a fiskális politikára, és előretételek sem tűnik túl robusztusnak a magánszektor keresletének élénkülése.

A válság kitörése óta a magánszektor kereslete jelentős mértékben összezsugorodott. A visszaeséshez a ciklikus hatásokon túl a költségvetési konszolidáció, a lakosság adósságleépítése és a bankrendszerből történő forráskivonás eredményeként bekövetkező erőteljes hiteladagolás is hozzájárult. Bár 2013-ban pozitív fordulatot várunk a belföldi kereslet alakulásában, ez részben a költségvetésnek a lakosság irányába megvalósuló expanziójából fakad. A nyugdíjak reálértékének 3 százalékos emelése, a szuperbruttó személyi jövedelemadó kivezetése, a közmunkaprogramban foglalkoztatottak létszámának jelentős emelése és az államháztartás infrastruktúra-beruházásai is támogatták a reáljövedelmek növekedését és a lakossági bizalmi indexek javulását.

Előretételek sem várható a magánszektor olyan robusztus bővülése, ami ellensúlyozni tudná egy jelentősebb fiskális kiigazítás növekedési hatását. Bár a külső és a hazai konjunktúrakilátások is javulnak, de továbbra is nagy bizonytalanság övezi őket. A magánszektor beruházásainak élénkülését továbbra is visszafogják a szabályozási bizonytalanság és a szigorú hitelezési feltételek, bár a megemelt összegű Növekedési Hitelprogram támogatni fogja a kkv-szektor finanszírozását. A lakossági óvatossági megtakarítások mérséklődését hozhatja a devizahitelek árfolyamkockázatától való megszabadulás, ami ösztönözheti a fogyasztást. Ugyanakkor a jövővel kapcsolatos kockázatérzékelés javulását továbbra is korlátozza a munkanélküliség és a törlesztés/jövedelem mutatók magas szintje.

Mivel a stabilitási törvény teljesítéséhez szükséges kiigazítás mértéke meghaladja európai uniós kötelezettségünket, továbbá a gazdaság növekedési pályájára kedvezőtlen hatást gyakorol, javasoljuk, hogy a Költségvetési Tanács indítványozza a Kormánynak a stabilitási törvény 2016-tól kezdődő alkalmazásának felfüggesztését.

Az elmúlt években több a stabilitási törvényben elfogadott adósságszabályt értékelő tanulmány is napvilágot látott.²³ Ezek hangsúlyozzák, hogy a jelenlegi adósságszabály nem felel meg az EU vonatkozó elvárásainak, és nem felel meg annak az elvárásnak sem, hogy a költségvetés gazdasági ciklusokat csillapító funkcióját ellássa, ezért a fiskális szabály teljes revízióját is érdemes megfontolni.

²³ Lásd például: Balatoni András – Tóth G. Csaba [2012]: Az új magyar adósságszabály értékelése. Századvég Gazdaságkutató Zrt. Műhelytanulmányok 2012/2.

Kockázati forgatókönyvek

A Századvég Gazdaságkutató Zrt. által felállított makroprognózis alappályáját számos pozitív és negatív kockázat övezi. A következőkben ezért bemutatunk két alternatív – a gazdasági növekedés és a költségvetés alakulása szempontjából pozitív és negatív – forgatókönyvet. A pozitív vagy optimista scenárió esetén a Kormány devizahitelek megsegítését célzó újabb programja és a Növekedési Hitelprogram keretének bővítése együttesen a 2014-es GDP-növekedést 0,7 százalékponttal emeli meg, miközben a költségvetés GDP arányában számolt egyenlegét 0,3 százalékponttal javítja. Ezzel szemben a negatív vagy pesszimista forgatókönyv esetén azzal a feltételezéssel élünk, hogy a Fed 2014. január 1-jétől teljesen kivezeti a kötvényvásárlási programját, amely a magyar kockázati környezet romlását, valamint a nemzetközi konjunktúra visszafogottabb bővülését vonja maga után. Ennek következtében a 2014-es gazdasági növekedés 0,3 százalékponttal alacsonyabb az alappályához képest, míg a költségvetés GDP-arányos egyenlege 0,1 százalékponttal romlik.

A devizahitelek megsegítése és a Növekedési Hitelprogram bővítése

Optimista forgatókönyvünk esetén a 2013. szeptember 9-i héten nyilvánosságra került információk alapján felvázoljuk a devizahitelek megsegítésére szolgáló újabb csomag és az MNB Növekedési Hitelprogramja keretbővítésének hatásait. A legújabb tervek szerint a Kormány úgy forintosítaná a devizaalapú lakáshiteleket, hogy rögzítenék a havi törlesztőrészek kiszámításánál alkalmazott árfolyamot. A program tehát hasonló a jelenleg is futó árfolyamgáthoz, azonban lényeges különbség, hogy a rögzített és a tényleges árfolyam különbsége nem halmozódna gyűjtőszámlán, vagyis a hitel lejáratát után az adós mentesülne az újabb hitelfizetés alól. Ennek terhéért várhatóan a bankszektorra hárítja az állam. Egy ilyen program azt jelentené, hogy a törlesztőrészek csökkennének, vagyis a lakosság rendelkezésre álló jövedelme emelkedne. Azzal pedig, hogy mentesülne az árfolyam-különbözet későbbi kifizetése alól, az óvatossági megtakarítások visszafogásával reagálna, vagyis megemelkedne a fogyasztási ráta.

Optimista feltételezésünk szerint a program 20–20 százalékkal csökkenti az érintettek törlesztőrészeit és kamatterheit egyaránt, így megosztva a költségeket a bankszektor és a költségvetés között. Tekintve, hogy a 2013. júliusi adatok szerint az adósságteher 116 milliárd forintra rúg egy évben, a program hatására ennek 40 százaléka, nagyjából 50 milliárd forint maradna a devizaalapú lakáshitelek zsebében 2014-ben.

Mivel az adósok megszabadulnak az árfolyamkockázattól, valamint az árfolyam-különbözetet sem kell a későbbiekben kifizetni, ezért azt feltételezzük, hogy ennek az összegnek a 80 százalékát költenék fogyasztásra. Ezt a 40 milliárd forintot összevetve a háztartások

fogyasztási kiadásának 2012. évi nominális összegével (14 892 milliárd forint) 0,3 százalékos arány adódik. Ennyivel emelkedik meg tehát szintben a fogyasztás 2014 egészében. Mivel azonban a program terheit a bankszektor is viselné, ez némileg visszafogná a hitelezési tevékenységüket, így a beruházásokon keresztül tompítaná a teljes gazdasági hatást.

A másik bejelentés szerint az MNB 2013. október 1-jétől újabb 2000 milliárd forinttal növeli a Növekedési Hitelprogram eddigi, 750 milliárd forintos keretét. Tekintettel arra, hogy erre az összegre a kereskedelmi bankoknak pályázniuk kell, valamint ki is kell helyezni a hiteleket, az intézkedés gazdaságban való megjelenése legalább egy negyedévet csúszhat. Ennek értelmében a 2000 milliárd forintos keret időarányos elosztásával számolva 2014-ig, negyedéves szinten 400 milliárd forint adódik, azonban csak 2014-ben indul a kihelyezés. Előrejelzési horizontunkon tehát a program összege 1600 milliárd forint. A jegybank bejelentése szerint a teljes összeg 90 százaléka az I. pillérbe kerül, vagyis új hitelek kihelyezésére szolgál.

Az így fennmaradó összeg azonban nem mind beruházási hitel. Az MNB legfrissebb statisztikái szerint a Növekedési Hitelprogram I. pillérében kihelyezett hitelek közel fele volt beruházási hitel, míg másik fele forgóeszköz hitel. A számításokat elvégezve így 2014-re a beruházást bővítő összeg 720 milliárd forint. Ugyanakkor a jegybanki források segítségével a kereskedelmi bankok által kihelyezett alacsony kamatozású hitel kiszorítási hatással is jár. Ez azt jelenti, hogy a csökkentett kamatok hiányában is megvalósult volna a beruházás, vagyis a nettó hatás a fenti összegnél kisebb lesz. Feltételezésünk szerint ez a kiszorítási hatás nagyjából 60 százalékra csökkenti az olcsóbb hitelből megvalósuló addicionális beruházást. Az így adódó 432 milliárd forintot emeli, hogy a II. pillérben (devizahitel kiváltás) felhasználható hitelek, továbbá a forgóeszközhitel révén a vállalkozások újabb 42 milliárd forintnyi kamatmegtakarításhoz jutnak. Összességében tehát azzal kalkulálunk, hogy a program 2014-ben közel 500 milliárd forinttal növelheti a beruházást, ami a 2012. évi folyó áron számított bruttó állóeszköz-felhalmozáshoz (6000 milliárd forint) viszonyítva megközelítőleg 8 százalékos arány adódik. Ennyivel emelné meg tehát a beruházások szintjét 2014 egészében a keret kibővítése, amelyet a devizahitelek megsegítése miatti, bankrendszerre rótt terhek 1 százalékponttal visszafognak. Számításaink ugyanakkor meglehetősen bizonytalanok, hiszen a programok számos részlete nem ismert, továbbá jelentős negatív kockázatokat is hordoznak. Utóbbiak közül a legszámottevőbb, hogy az NHP 2000 milliárdos keretbővítését a hazai vállalati szféra fel tudja-e szívni teljes egészében.

Feltevéseinkre alapozva mindazonáltal a két program reálgazdasági hatása összességében pozitív lehet: a GDP-növekedés 2,5 százalékos emelkedésére számítunk. A fogyasztás 2,0, a beruházás 8,4 százalékkal bővíülhet. Az optimista pályán a programok hatására az árfolyam gyengülésére számítunk, ami azonban segíti az exportot. Szintén ebbe a kivitelt erősítheti, hogy az új beruházások segítségével a hazai vállalati szektor versenyképesebbé válik. Az erősödő belső kereslet importhatása a nettó exportot azonban negatívan befolyásolja. A

belső kereslet felfutása miatt a kibocsátási rés is gyorsabban záródik, így ennek, és az árfolyam gyengülésének inflációs hatása miatt a jegybank hamarabb kezdi meg kamatemelési ciklusát: az év végére 5 százalékos irányadó rátát prognosztizálunk.

7. TÁBLÁZAT: AZ OPTIMISTA FORGATÓKÖNYV MELLETTI MAKROPÁLYA* (SZÁZALÉK ÉS SZÁZALÉKPONT)

	2014		
	Alappálya	Optimista pálya	Eltérés
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	1,8	2,5	+0,7
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	1,5	2,0	+0,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	1,7	8,4	+6,8
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,3	7,1	+0,8
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,8	8,4	+1,7
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,2	5,5	-0,7
Fogyasztóiár-index (%)	2,7	2,9	+0,2
A jegybanki alapkamat az időszak végén	4,50	5,00	+0,50
Munkanélküliségi ráta (%)*	10,6	10,2	-0,3
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,7	4,9	+0,2
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	1,7	1,4	-0,3
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-2,6	-2,3	+0,3
GDP-alapon számított külső kereslet*	2,0	2,0	0,0

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás

Az alappályánál jobb makrogazdasági alapfolyamatok kedvezően befolyásolják a költségvetés alakulását. A belső kereslet bővülése nyomán a nagy adóalapok várhatóan gyorsabban bővülnek, és az erősebb konjunktúra a vállalati jövedelmezőséget is pozitívan befolyásolja. A kedvezőbb kilátások a kiadási oldalt is mérséklik a transzfer-jellegű kifizetéseken keresztül. A kiadásokat ugyanakkor emeli a devizahiteles programban való feltételezett állami részvétel. A két program következtében az MNB devizatartaléka csökken, ám ennek hatása csak a 2015-ös költségvetést érinti. Összességében az államháztartási egyenleg 0,3 százalékpontos javulására számítunk az alappályához viszonyítva.

A Fed mennyiségi lazításának kivezetése

Második, pesszimista kimenetelű alternatív forgatókönyvünk azt feltételezi, hogy az USA jegybanki funkcióját betöltő Fed a piaci várakozásoknál hamarabb, még a jövő év I. negyedében megszünteti kötvényvásárlási programját, tekintettel a vártnál jobb reálgazdasági és munkaerő-piaci fejleményekre. Ennek hatására a globális likviditásbőség szűkül, a fejlődő országokból pedig jelentős tőkekiáramlás kezdődik meg a fejlettek felé. A kockázati étvágy csökkenése a kockázati prémium emelkedésén keresztül növeli a hozamelvárásokat, illetve leértékelődési hullámot indít a fejlődő piacok valutáiban. Mindez megnehezíti és megdrágítja a forrásbevonást a fejlődő országokban, így Magyarországon is. A források globális szűkülése egyúttal a gazdasági teljesítmények csökkenésével is együtt jár,

főleg a fejlődő piacokon, illetve áttételesen a fejlett államokban is. Ennek hatására a legfőbb külkereskedelmi partnereink növekedési üteme az alappályához képest alacsonyabb: a külső kereslet 1,6 százalékos bővülésére számítunk.

Ebben az esetben a romló konjunktúra-kilátások miatt megemelkedő óvatossági megtakarítás visszafogja a fogyasztás bővülését. A források drágulása pedig a hitelezésen keresztül a bruttó állóeszköz-felhalmozást negatívan érinti. A pesszimista forgatókönyv szerint a fogyasztás 1,2, a beruházás 1,5 százalékkal bővíthet 2014-ben. Az euró forintban kifejezett árfolyamának drágulása önmagában segíti a kivitel bővülését, amelyet jelentősen ellensúlyoz a külső kereslet gyengülése. A belső kereslet visszafogott alakulása miatt az import volumene is alacsonyabb az alappályán prognosztizálnál, valamint a kibocsátási rés szűkülése is lelassul, amely erősíti a dezinflációs folyamatot. Ezt azonban ellensúlyozza az árfolyam jelentős emelkedése, így összességében 2,8 százalékos inflációs rátát várunk. A hozamelvárások emelkedése miatt a jegybanki kamatemelési ciklus az első negyedévben megkezdődik, ám a lanyhább belső kereslet miatt a szigorítás üteme visszafogottabb az alappályánál, 2014 végére 4,25 százalékon állhat az irányadó ráta.

8. TÁBLÁZAT: A PESSZIMISTA FORGATÓKÖNYV MELLETTI MAKROPÁLYA* (SZÁZALÉK ÉS SZÁZALÉKPONT)

	2014		
	Alappálya	Pesszimista pálya	Eltérés
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	1,8	1,5	-0,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	1,5	1,2	-0,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	1,7	1,5	-0,1
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,3	5,5	-0,8
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,8	6,0	-0,7
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,2	6,0	-0,2
Fogyasztóiár-index (%)	2,7	2,8	+0,1
A jegybanki alapkamat az időszak végén	4,50	4,25	-0,25
Munkanélküliségi ráta (%)*	10,6	10,5	-0,1
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,7	4,8	+0,1
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	1,7	1,7	0,0
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-2,6	-2,7	-0,1
GDP-alapon számított külső kereslet*	2,0	1,6	-0,4

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás

A költségvetési pályát a valamelyest gyengébb konjunktúra negatívan érinti: a belső kereslet lanyhább bővülése miatt a nagy adóalapok rosszabbul teljesítenek. A GDP-arányos bevételek ezért némileg romlanak. Az alappályához mért visszaesés ugyanakkor nem befolyásolja drasztikusan a belső egyensúlyt: összességében 2,7 százalékos lehet a deficit 2014-ben a pesszimista forgatókönyv szerint.

Táblázatok

9. TÁBLÁZAT: ELŐREJELZÉS NEGYEDÉVES BONTÁSBAN (ALAPPÁLYA)

	2012	2013					2014				
	éves	I.	II.	III.	IV.	éves	I.	II.	III.	IV.	éves
Bruttó hazai termék (volumenindex) *	-1,6	-0,5	0,1	0,6	1,7	0,5	1,6	1,8	1,9	1,9	1,8
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	-1,2	-0,8	0,0	1,1	0,8	0,3	1,3	1,4	1,6	1,7	1,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	-3,8	-2,5	0,5	0,6	1,3	-0,1	1,6	1,3	1,7	1,9	1,7
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	2,0	1,2	2,8	4,5	7,0	3,9	6,6	5,8	6,1	6,7	6,3
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	0,1	0,4	4,6	6,4	7,9	4,8	7,4	6,3	6,4	7,0	6,8
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,7	1,7	1,8	1,4	1,2	6,1	1,7	1,8	1,4	1,2	6,2
Fogyasztóiár-index (%)	5,7	2,9	1,8	1,5	1,1	1,8	1,9	2,8	2,7	3,2	2,7
A jegybanki alapkamat az időszak végén	5,75	5,00	4,25	3,70	3,60	3,60	3,70	4,00	4,25	4,50	4,50
Munkanélküliségi ráta (%)*	10,9	11	10,4	10,4	10,5	10,6	10,6	10,6	10,6	10,5	10,6
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,8	3,1	3,8	4,3	4,0	3,8	5,6	4,8	4,2	4,0	4,7
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	1,7	-	-	-	-	1,6	-	-	-	-	1,7
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-2,0	-	-	-	-	-2,6	-	-	-	-	-2,6
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)*	0,8	0,4	0,6	0,8	1,3	0,8	1,6	1,9	2,2	2,3	2,0

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

10. TÁBLÁZAT: ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVEK 2014-BEN AZ ALAPPÁLYÁHOZ KÉPEST

	Alappálya	Optimista pálya	Eltérés	Pesszimista pálya	Eltérés
Bruttó hazai termék (volumenindex)*	1,8	2,5	+0,7	1,5	-0,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)*	1,5	2,0	+0,5	1,2	-0,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)*	1,7	8,4	+6,8	1,5	-0,1
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,3	7,1	+0,8	5,5	-0,8
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)*	6,8	8,4	+1,7	6,0	-0,7
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,2	5,5	-0,7	6,0	-0,2
Fogyasztóiár-index (%)	2,7	2,9	+0,2	2,8	+0,1
A jegybanki alapkamat az időszak végén	4,50	5,00	+0,50	4,25	-0,25
Munkanélküliségi ráta (%)*	10,6	10,2	-0,3	10,5	-0,1
A bruttó átlagkereset alakulása (%)*	4,7	4,9	+0,2	4,8	+0,1
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	1,7	1,4	-0,3	1,7	0,0
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-2,6	-2,3	+0,3	-2,7	-0,1
GDP-alapon számított külső kereslet*	2,0	2,0	0,0	1,6	-0,4

* Szezonálisan kiigazított adatokból számítva. Forrás: Századvég-számítás