

Jelentős kockázatok a jövő évi növekedés körül

Az elmúlt negyedévben a fejlett gazdaságok növekedése lelassult és az euróövezet stagnálás közeli állapotba került, miközben az államadósságok fenntarthatóságát övező aggodalmak felerősödtek. A jövőre nézve a világgazdaságban a legjelentősebb lefelé mutató kockázatokat a fiskális fenntarthatóság, az erősödő pénzügyi feszültségek és a világkereskedelem mértékének további csökkenése jelentik. Ezek az okok vezettek ahhoz, hogy az IMF, az Európai Bizottság és legutóbb az OECD is negatív irányba módosította legfrissebb, növekedéssel kapcsolatos előrejelzéseit. A harmadik negyedévben a piaci szereplők kockázatkerülése tovább emelkedett, rendkívül nagy turbulenciák alakultak ki a tőkepiacokon.

A bruttó hazai termék a harmadik negyedévben a szeptemberi előrejelzésünknek megfelelően alakult. A kivitel jelentősen veszített lendületéből, az exportpiacok lassulása miatt, amivel párhuzamosan az ipari termelés év/év indexei is csökkentek. Negyedéves bázison azonban a kivitel enyhe növekedése ellenére a feldolgozóipar hozzáadott értéke két negyedéve csökken, a vállalatok a bizonytalan növekedési kilátások miatt a készleteik leépítésével elégítik ki az egyelőre bővülő keresletet. A háztartások fogyasztási kiadása stagnálást mutatott a július és szeptember közötti időszakban. A hazai fizetőeszköz svájci frankkal szembeni jelentős leértékelődése megghiúsítja a lakosság devizahitel-állományának leépítését, ezen felül érdemben növeli a törlesztőrészleteket. A reálhozamok kifizetésének hatását ellensúlyozta a végtörlesztés lehetősége, mivel a háztartások a többletforrást nem költötték el, hanem megtakarították a devizahitelből történő kedvező kiszállás reményében. A beruházások visszaesése tovább folytatódott, azonban az adatok kettősségről tanúskodnak: míg a feldolgozóipari gépberuházások jelentősen nőni tudtak, a belső piacra termelő ágazatokban továbbra is érdemi visszaesést regisztráltak. Termelési oldalon a kis súlyt képviselő mezőgazdaság tavalyi gyenge teljesítményével magyarázható az ágazat ideiglenes magas növekedési rátája, melynek köszönhetően 1,3 százalékkal járult hozzá a GDP éves bővüléséhez. Az építőipari hozzáadott érték továbbra is gyorsan zsugorodik.

A munkaerőpiacon az elmúlt negyedévben folytatódtak a kedvező tendenciák: a foglalkoztatottak és az aktívak létszáma tovább bővült, azonban az egy álláshelyek jutó munkakeresők száma továbbra is historikusan magas szinten áll.

Az inflációba egyelőre csak kismértékben gyűrűzött be a gyengébb árfolyam hatása, azonban a mezőgazdasági termelői árak emelkedése tartósabb lehet a korábban feltételezettnél. Az MNB Monetáris Tanácsa novemberi kamatdöntő ülésén az árfolyamgyengüléssel összefüggő inflációs és a pénzügyi stabilitási kockázatokra való tekintettel 50 bázisponttal, 6,5 százalékra emelte az irányadó kamat szintjét. A hitelezésben továbbra sem látszik fordulat, sőt a pénzintézetek a feltételek további szigorítását jelezték az elkövetkező fél évre.

A magyar állampapírok kockázati felárának emelkedéséhez a kedvezőtlen nemzetközi befektetői környezet mellett a belső feltételek romlása is hozzájárult. Leginkább a kedvezményes árfolyamon lehetővé tett végtörlesztés és a hitelminősítők értékelései rontották hazánk befektetői megítélését. Csökkent a kereslet az állampapír aukciókon, az adósságkezelő többször is a tervezettnél kisebb mennyiségben bocsátott ki papírokat, két esetben pedig egyetlen ajánlatot sem fogadott el. Éles gazdaságpolitikai fordulatot jelentett a kormány IMF-hez való visszatérése, ami kedvezően hatott a piacokra. A változás ellenére november végén a Moody's a korábbi Baa3-ról Ba1-re rontotta az ország hitelbesorolását, és ezzel a befektetésre nem ajánlott kategóriába került a magyar államadósság, amire 1996 óta nem volt példa. A leminősítést a középtávú költségvetési célok körüli bizonytalansággal, valamint az eladósodottság miatti sérülékenységgel magyarázta az intézet.

Az előrejelzésünk változását alapvetően két fő tényező határozta meg: a külkereskedelmi partnereink lassabb növekedése, illetve a nominális árfolyam jelentős leértékelődése. A külső konjunktúra mérséklődése a kivitel dinamikáját érdemben csökkenti 2012-ben. A háztartások fogyasztási kiadásának pályáját a gyenge árfolyam, a végtörlesztéssel összefüggő banki költségek lakossági ügyfelekre történő részbeni áthárítása, valamint a laza munkaerőpiac visszafogja. E tényezők miatt idén a fogyasztás stagnálását, jövőre pedig 1,3 százalékos visszaesését prognosztizáljuk.

A beruházások élénkülését a lanyha külső és belső kereslet mellett a finanszírozási problémák is akadályozzák, ezért az idei évben a bruttó állóeszköz-felhalmozás 6,8, jövőre pedig 3,5 százalékos csökkenésével számolunk. Összességében a GDP az idei évben 1,6, jövőre pedig mindössze 0,4 százalékkal növekszik várakozásaink szerint. A romló konjunkturális kilátások miatt nem várunk érdemi foglalkoztatottság-bővülést, így éves átlagban idén 0,8, míg 2012-ben mindössze 0,3 százalékkal nőhet a foglalkoztatottak létszáma.

A leértékelődő árfolyam, valamint a kormányzati indirektadó-emelés a fogyasztói árak dinamikájának emelkedését eredményezik a következő szűk másfél évben. Emiatt az infláció 2012-ben átlagosan 4,9 százalékra emelkedhet. Az alapkamat a következő hónapokban tovább emelkedhet, azonban a mutató dinamikájában nagy a bizonytalanság. Valószínű, hogy a Monetáris Tanács két 25 bázispontos szigorítással folytatja a kamatemelési ciklust, de előfordulhat az is, hogy a döntéshozók egy lépésben emelik fél százalékponttal az irányadó rátát decemberben. Ezt követően a 2012-es év második felében számítunk csak az alapkamat lassú csökkentésére.

A magyar költségvetés esetében az idei folyamatok elemzését megnehezíti, hogy rendkívüli nagyságú és mennyiségű, előre nem látott egyedi tétel befolyásolja az egyenleg alakulását. Az alapfolyamatokat vizsgálva a tavaly decemberben elfogadott költségvetési törvényben szereplő 2,9 százalékos ESA-hiányhoz képest, prognózisunk szerint a GDP 0,3 százalékkal nagyobb lenne a deficit. Az egyedi tételek miatt azonban összességében azt várjuk, hogy az

eredményszemléletű elszámolás szerint 3,2 százalékos többlettel zárja az idei évet a költségvetés.

A 2012-es költségvetés vizsgálatánál az októberben benyújtott költségvetési törvényt, valamint a benyújtott és elfogadott adótörvényeket tudtuk figyelembe venni. A jövő évre tervezett, reálértéken mintegy 600 milliárd forintos költségvetési kiigazítás kizárólag a bevételek növelésére épül, ez azonban nem jelenti azt, hogy a kiadási oldal mentesülne a feszültségektől. Bár az utóbbi összességében az infláció mértékével növekszik, a jelentős tartalékképzés miatt több fontos területen érzékelhető a forráskivonás. Megítélésünk szerint az adóbevételek elmaradhatnak az előirányzatban szereplő összegtől, a kiadási oldalon pedig nem mindenhol biztosítják a kiigazítás fenntarthatóságát strukturális átalakítások. Emellett a tervezett hiánycélt olyan külső tényezők is veszélyeztetik, mint az EU-s bírságok, vagy a tovább romló külső konjunktúra. Összességében úgy véljük, hogy az egyenként kezelhető mértékű kockázatok együttesen meghaladják azt a szintet, amelyet az amúgy jelentős nagyságú tartalék képes lenne ellensúlyozni, így becslésünk szerint további beavatkozás hiányában a tervezett GDP-arányos 2,5 százalék helyett 3,2 százalék lesz jövőre az államháztartás hiánya.

A külkereskedelmi termékforgalom szaldójára vonatkozó prognózisunk a kedvezőtlenebb külpiazi kilátásokkal összhangban legutóbbi elemzésünk óta lefelé módosult: 2011-re 7 milliárd eurónak, 2012-re 8,5 milliárd eurónak megfelelő többletet várunk. A jövedelmek egyenlegének várható romlását is figyelembe véve 2011-re a GDP 2,2 százalékát, 2012-ben a GDP 2,4 százalékát kitevő folyó finanszírozási mérleg egyenleget prognosztizálunk.

1. TÁBLÁZAT: A FŐBB MAKROGAZDASÁGI VÁLTOZÓK VÁRHATÓ ALAKULÁSA

	2010	2011	2012
Bruttó hazai termék (volumenindex)	1,2	1,6	0,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	-2,0	0,1	-1,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	-5,6	-6,8	-3,5
Kivitel (nemzeti számlák alapján, volumenindex)	14,2	9,2	3,6
Behozatal (nemzeti számlák alapján, volumenindex)	12,0	6,4	1,5
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	5,5	7,0	8,5
Éves fogyasztóiár-index (%)	4,9	3,8	4,9
A jegybanki alapkamat az év végén	5,75	6,75	6,50
Munkanélküliségi ráta éves átlaga (%)	11,2	10,9	10,9
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	1,9	4,1	3,9
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	1,1	2,2	2,4
Az államháztartás ESA95-egyenlege a GDP százalékában	-4,3	+3,2	-3,2

2011. december 15.