

# **Makrogazdasági prognózis 2013-2018**

**Készítette: 7 Sigma Kft**

**Budapest 2014 január 31**

# Összefoglaló<sup>1</sup>

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Gazdasági növekedés</b>						
Háztartások fogyasztási kiadása	0,2*	1,5	1,5	1,6	1,7	2
Állóeszköz-felhalmozás	3,5*	5	6	6	7	8
Export	5,0*	5	5,6	6	6,5	6,5
Import	4,7*	5,5	6,1	6,6	7,3	7,4
GDP	1*	1,8	2	2	2,1	2,4
Fogyasztóiár-index (éves átlag)	1,7	1	3	3,7	4	4
Jegybanki alapkamat (éves átlag)	4,4	3	4	4,5	4,5	4,5
Jegybanki alapkamat (év vége)	3	3,5	4,5	4,5	4,5	4,5

\*becsült érték

## Az előrejelzés peremfeltételei

1. A nemzetközi környezet enyhén támogató, a pénz- és tőkepiacon újabb válság nem lesz, exportpiacainkon a megkezdődött kilábalás folytatódik. A növekedési ütemek azonban még az időszak végére sem térnek vissza a válság előtti szintekre.
2. A jegybankok pénzbővítő politikája véget ér, a tőkeáramlás iránya a feltörekvő piacokról a fejlett piacok felé fordul. A meghatározó külföldi piacokon kamatemelésekre az időszak második felétől kerül sor.
3. A magyar gazdaságpolitika eddigi irányvonala folytatódik, a gazdálkodási környezet kiszámíthatóságát gyengítő további nagy átalakító lépések azonban már nem várhatók. A bizalomhiány ugyanakkor tartósan fennmarad..
4. Az elvárt államháztartási hiányszámok teljesítése erős prioritás marad. Az erőforráshiányos területek (eü, oktatás) működésének fenntartása miatti többletkiadásokat más területeken megvalósított kiadáscsökkentő, ill. bevételnövelő intézkedések ellensúlyozzák. A z EU által középtávú egyensúlyi célok (medium term objectives) az időszak második felétől válnak effektívvé, ami további hiánycsökkentést tesz szükségessé
5. A monetáris politika növekedési megfontolások és a fiskális célok teljesülésének támogatása miatt tolerálja az infláció megemelkedését.

<sup>1</sup> Az előrejelzés a 2014. január végén rendelkezésre álló információk alapján készült, és nem tartalmazza a január végi piaci turbulenciák lehetséges következményeit. Ezeket az 1sz Mellékletben foglaljuk össze.

## Az előrejelzés fő üzenetei

1. A tartós bizalomhiány miatti alacsonyabb kockázatvállalási hajlandóság, a besűkülő gazdaságpolitikai mozgástér, a korlátozott külföldi befektetői érdeklődés következtében a magyar gazdaság **tartósan alacsony ívű növekedési pályán reked**. A növekedési ütem az időszak alatt alig emelkedik.
2. **A versenyszféra munkaerőkereslete az alacsony növekedési ütem miatt alig bővül**. A többletkereslet az alacsony jövedelmű és alacsony képzettségű szegmensekben fennálló kínálati bőség mellett és a bizonytalan profitkilátások következtében csak **visszafogott keresetnövekedést** eredményez.
3. A gazdálkodási környezet gyenge kiszámíthatósága és a tartósan alacsony növekedési kilátások **kedvezőtlenül befolyásolják a külföldi tőkebeáramlást a reálszférába**. A nemzetközi likviditásbőség szűkülésével mérséklődnek a külföldiek pénzügyi befektetései is.
4. A pillanatnyi alacsony kamat- és hozamkörnyezet **támogatja**, a belső és külső piacok lassú bővülése **fékezi**, a tartós bizalomhiány **kedvezőtlenül érinti** a hazai beruházási hajlandóságot. Az eddigi visszaesést a beruházások mérsékelt gyorsuló növekedése váltja fel, a beruházási ráta azonban az időszak végére sem éri el a dinamikus növekedést megalapozó szintet. A hosszabb távú megtérüléssel kapcsolatos belső eredetű bizonytalanságok miatt egyes befektetők elhagyják a magyar piacot, de tömeges tőkemenekülésre nem kerül sor.
5. Az átmeneti hatások lecsengésével és a fogyasztói kereslet újbóli növekedésének megindulásával **az infláció a jegybanki cél felé emelkedik**. Az inflációtűrő jegybanki magatartás ellenére **emelkedik az alapkamat** (+200 bp), amit elsősorban piaci mozgások (a túlzottan leértékelődő árfolyam védelme) kényszerítenek ki.
6. **A hozamgörbe felfelé tolódik és meredeksége csökken**. Ebben a nemzetközi pénzügyi befektetések fejlettebb piacok irányába történő szerkezeti átrendeződése, a hazai alapkamat emelkedése és a magyar gazdaság hosszabb távú kilátásaival kapcsolatos optimizmus hiánya játszik döntő szerepet. A stabilan 3% alatti költségvetési hiány és a kielégítő külső egyensúly mellett az ország kockázati megítélése stabil marad. Ennek következtében a hosszú hozamok csak mérsékeltten emelkednek.

## Kockázati forgatókönyvek <sup>2</sup>

1. A nemzetközi pénzügyi válság újra fellobban, ami a tőkekapcsolatok és az exportpiaci lehetőségek besűkülésén keresztül recessziót okoz a magyar gazdaságban. (30%)
2. További „unortodox” rendszerátalakító lépésekre kerül sor, amelyek rontják a növekedési kilátásokat. <sup>3</sup>(30%)

<sup>2</sup> Az alapforgatókönyvnél kisebb valószínűséggel bekövetkező különböző konstellációkat foglaljuk össze ezen elnevezés alatt. Zárójelben szerepeltetjük a bekövetkezés valószínűségét. Egyes kockázati forgatókönyvek egyidejűleg is bekövetkezhetnek (pl. nagy átalakító lépések és a költségvetési hiány növelése), mások kizárják egymást (pl. költségvetési hiány növelése és bizalomerősítő gazdaságpolitikai korrekció)

<sup>3</sup> Ilyen lehet például a devizaadósság terheinek jelentős csökkentése olyan jogi eszközök alkalmazásával, amelyek pozitívan hatnak ugyan a háztartások fogyasztási keresletére, de a jogbizonytalanság fokozása, illetve

3. Egyes nagy rendszerek működésben tartása és/vagy a fogyasztás élénkítése a költségvetési hiány növelésével valósul meg. Az uniós retorziók (EDP) és a kedvezőtlen piaci megítélés (árfolyamgyengülés, hozamemelkedés) hatására a gazdaság ismét recesszióba süllyed. (10%)
4. A bizalom helyreállítását, az európai integráció erősítését, a gazdasági szereplők autonómiáját prioritásnak tekintő gazdaságpolitikai korrekció következik be. A percepciók változásának időigénye miatt mindez csak az előrejelzett időszak végén eredményez pozitív változásokat a reálgazdasági folyamatokban. (10%)

---

a bankok (esetleg az állam) terheinek növekedése következtében erősebbek lehetnek az intézkedés negatív növekedési hatásai. Felmerül az egyszámjegyű SZJA-kulcs bevezetése, ami egyes ágazati/vállalkozói/munkavállalói csoportok többletterhelése (vagy a költségvetési hiány elszabadulása) mellett valósulhat meg. Sor kerülhet a nyugdíjrendszer átalakítására is a hosszabb távú állami kötelezettségvállalás mérséklése érdekében. A jövőbeli állami nyugdíjvárományok mérséklődése javítja a fiskális fenntarthatóságot, de negatív hatást gyakorolhat a háztartások fogyasztására.

# Előrejelzés 2013-2018

## Részletes kifejtés<sup>4</sup>

### Gazdasági növekedés üteme, a GDP komponenseinek alakulása

A gazdaság teljesítménye – a 2012. évi visszaeséshez képest - 2013-ban kis mértékben bővült. A főbb strukturális folyamatokban érdemi változás nem történt, a növekedés több eseti tényező hatására vezethető vissza. 2013-ban kiemelkedő mértékben bővült a mezőgazdaság teljesítménye; az EU költségvetés záróévében történő „kapuzárási” forráslehívások, valamint az MNB Növekedési Hitelprogramja pedig lendítettek a beruházásokon. Ezek hatását kiszűrve stagnálás jellemezte a magyar gazdaságot 2013-ban. A belső kereslet bővülése 2013-ban már nem elsősorban a vállalati és lakossági jövedelemképződés elégtelenségén akadt el. Kedvező fejlemény, hogy a 2012. évi jelentős csökkenés után a lakossági nettó reálkeresetek 2013-ban 2-2,5%-kal emelkedtek. A háztartások fogyasztási kiadásai azonban csak 0-0,5%-kal bővültek. Az üzleti szektor beruházásai 2013-ban a szektor vélelmezhető javuló profitabilitása és a drasztikusan csökkenő hitelkamatok ellenére is csak minimális mértékben növekedtek (stagnáltak).<sup>5</sup> A hazai gazdasági szereplőknek ezt a kivárá, óvatos, halogató magatartását nagyrészt a kiszámíthatatlan gazdasági környezettel és a jövővel kapcsolatos megnövekedett bizonytalanság magyarázza. A globális válság hatására a piaci mozgások a korábbiaknál nehezebben előrejelezhetőek. Ennél is fontosabbak azonban a hazai jogszabályi és adókönyvet hirtelen változásaiból és az állam szociális és jóléti rendszerátalakító intézkedéseiből fakadó negatív hatások. Nem kis részben a jövőbeni nyugdíjjal, állásvesztéssel, egészségügyi ellátással kapcsolatos kockázatok tudatosulása magyarázza a nettó pénzügyi megtakarítási ráta 2008 óta tapasztalt folyamatos emelkedését. A fogyasztási kiadások alacsony növekedése a hazai devizahitel problémával is összefügg: a képződő többletjövedelmet a háztartások adósságaik leépítésére fordítják. A szektorális különadók pedig nemcsak a közvetlenül érintett ágazatokban vetik vissza a beruházásokat, hanem a bizonytalanságérzet növelésével általában rontják a beruházási klímát.

A korábbi években a kivitel növekedése ellensúlyozta vagy tompította a növekedés belső tényezőinek kedvezőtlen alakulását. Előretekintve a leértékeltettség árfolyam ellenére az exportnövekedés dinamizálódására nem számítunk, gyorsulnak viszont a beruházások és mérsékelt fogyasztásnövekedésre is számítunk. A vállalati szektorban a beruházások további halasztása már olyan kapacitásleépüléssel jár, ami veszélyeztetheti a lecsökkent kereslet kielégítését is. A beruházási teljesítményt az elmaradt pótlások megvalósítása is élénkíti. Az előrejelzett időszak elején támogatónak hat a beruházásokra az infláció mértékét alig meghaladó alapkamatszint, az NHP program második szakasza. Az új költségvetési időszak (2014-2020) kezdetén az EU forrásokhoz való hozzáférés átmeneti lassulással is járhat, az időszak egészében azonban dinamizálónak hat a

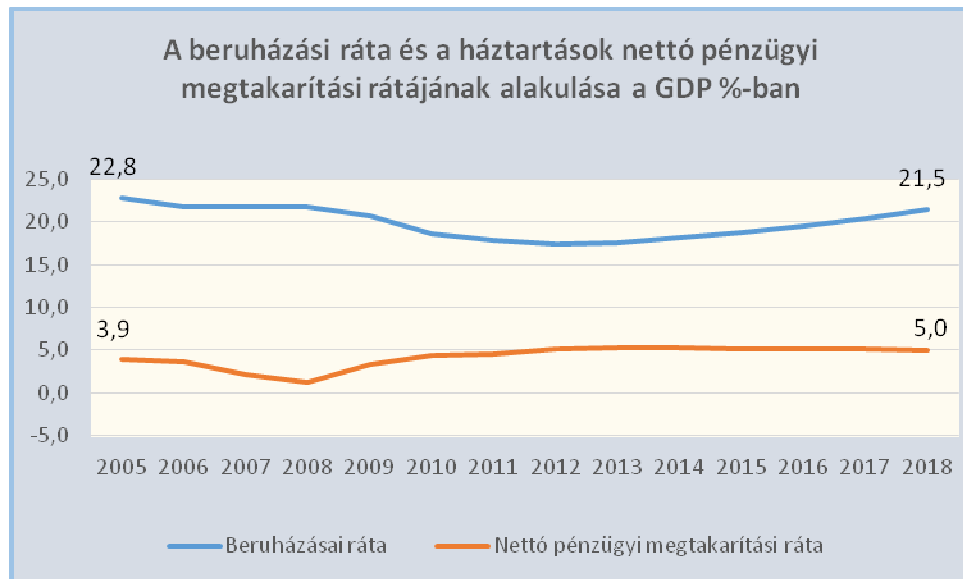
<sup>4</sup> Az előrejelzés részletes számait a 2sz. Melléklet tartalmazza

<sup>5</sup> A nemzetgazdasági beruházások 2013. évi enyhe növekedését jelentős mértékben az állami beruházásoknak a „beragadó Eu források gyorsított lehívásával összefüggő erőteljes növekedése okozta.

beruházásokra. Azzal számolunk, hogy a beruházási ráta az időszak végére megközelíti a válság előtti évek értékét.

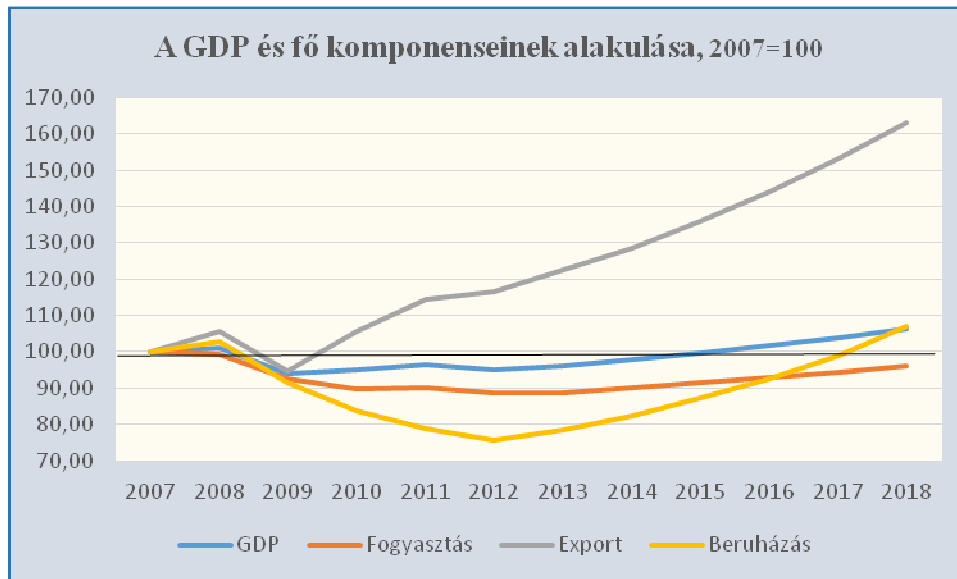
A háztartások fogyasztási kiadásainak alakulását a foglalkoztatottak száma, a lakosság jövedelmi helyzete és a lakosság jövedelemfelhasználásának módja befolyásolja legjobban. A fiskális célok teljesítése érdekében a kormány nagy valószínűséggel további intézkedésekre kényszerül a jövőben. Az eddigi gazdaságpolitika folyamatossága mellett ezek elsősorban a vállalati szektor (vagy annak bizonyos szegmensei számára) jelentenek tehernövekedést. A vállalatok részben az árak emelésével, részben a költségek lefaragásával védik a jövedelmezőségüket. A gyengén bővülő keresleti környezetben csak korlátozott lehetőségek lesznek az árak emelésére. Az valószínűsíthető, hogy a 3% alatti hiány tartása érdekében hozott kormányzati intézkedések a bérek visszafogott növekedését eredményezik. A nyugdíjak reálértéke 2014-ben emelkedik, az azt követő években a beszükkült költségvetési mozgástér következtében reálértelemben legfeljebb szinten tartás várható. Az állam szociális kiadásai részben értékválasztás, részben költségvetési megfontolások következtében legfeljebb inflációkövető módon emelkednek.

A lakosság jövedelemfelhasználását a lassan oldódó óvatosság jellemzi a következő években. A gazdasági környezet csak nagyon lassan javul, ami csak lassan engedi csökkenni a munkanélküliségi rátát. Az oktatással, egészségüggyel, öregkori megélhetéssel kapcsolatos kiadások várható emelkedése mind jobban tudatosul a lakosságban. Emellett a jövőben is a korábbi hitelek leépítése és az új hitelek iránti mérsékelt kereslet jellemezheti a lakosság magatartását. A devizahitelprobléma még sok éven keresztül korlátozza a fogyasztási kiadások növekedését. Mindezek eredményeként alig mérséklődő megtakarítási rátával számolunk az időszak végéig.



Forrás: MNB, 7 Sigma

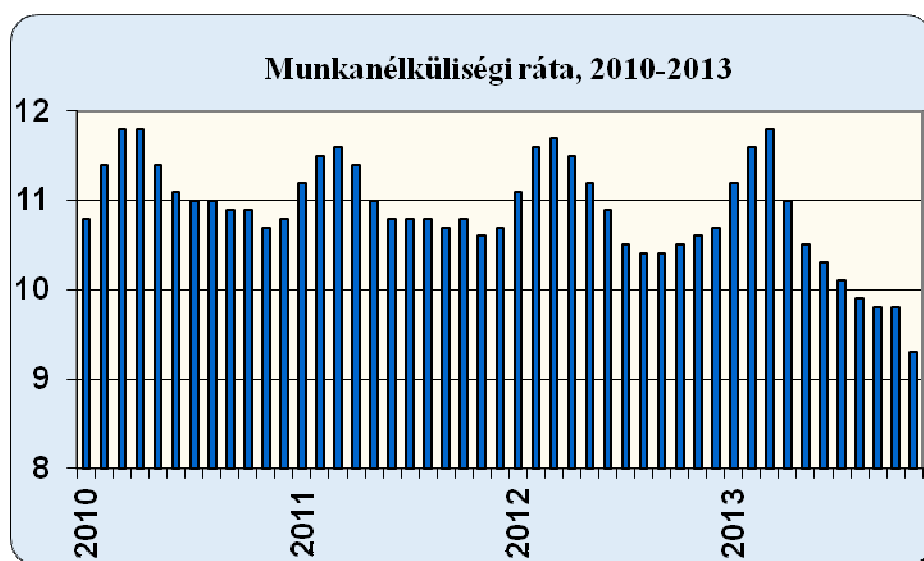
Előrejelzésünk szerint a GDP 2016-ban, a beruházások 2017-ben érik el a válság előtti szintet. A fogyasztás viszont még 2018-ban is ez alatt a szint alatt marad. Az export növekedési üteme elmarad a válság előtti mértékektől és elmarad az import növekedési ütemétől is. Ennek következtében a nettó a nettó export GDP-hez való hozzájárulása mérséklődik.



Forrás: MNB, 7Sigma

## Foglalkoztatás, munkanélküliség, keresetek

A foglalkoztatási és munkanélküliségi adatokban 2013 második felében látványos változások történtek. A KSH adatai szerint a decemberi foglalkoztatotti létszám 107 ezerrel haladja meg egy évvel korábbi értékét, a munkanélküliségi ráta pedig 9% közelébe süllyedt.



A javulás mögött elsősorban egyértelműen a közmunkaprogramok állnak. A közfoglalkoztatottak létszáma egy év alatt 72%-kal emelkedett (97 ezerről 167 ezer főre), miközben a "normális" foglalkoztatás 1%-kal nőtt. A versenyszféra munkaerőkereslete csak alig emelkedik, amit az alacsony gazdasági növekedés is indokol. Az alacsony képzettségű szegmensben előreláthatóan a munkanélküliség továbbra is magas marad, viszont a magas képzettségű és magas jövedelmű munkavállalók külföldre mozgása valószínűleg továbbra is folytatódni fog, így ebben a szegmensben a munkaerőpiac lazasága csökkenni fog.

Középtávon a közmunkaprogramok lefékeződésére számíthatunk. Ennek eredményeképpen hiába fog a versenyszféra egyre több foglalkoztatottat felszívni (a gazdasági növekedés enyhe élénkülésével összhangban), a statisztikailag kimutatott foglalkoztatási és munkanélküliségi adatok mégis csak alig vagy egyáltalán nem fognak javulni.

2013 első 11 hónapjában a havi bruttó átlagkereset a költségvetési szférában 4,2%-kal, a versenyszférában 3,9%-kal nőtt. Jelenleg a gazdaság visszafogott teljesítménye és a látványosan alacsony infláció a versenyszféra kereseteit lefelé nyomja, miközben a választási év a közalkalmazotti bérek helyreállítása irányába hat. Középtávon azonban a gazdaság élénkülni fog, a költségvetés pedig szigorú bérgazdálkodást érvényesít, így a versenyszférában az átlagnál valamivel gyorsabb keresetkiáramlásra számíthatunk. A versenyszférában az időszak végére 6% fölé emelkedő növekedés várható a bruttó átlagkeresetben.

## Inflációs folyamatok

A fogyasztói árindex 2013 végére történelmi mélységbe süllyedt, decemberben elérte a 0,4%-ot, és a 2013-as éves átlag is 1,7%. Az árindexet a központilag szabályozott árak alakulása (azaz a rezsicsökkentés) dominálja, miközben a maginfláció 2013 átlagában 3,3% volt. Az árucsoportokra lebontott inflációból látszik, hogy a háztartási energia központilag irányított árcsökkenése messze a legfontosabb tényező az infláció visszaesésében, míg második helyen a jó mezőgazdasági termés miatt visszafogott élelmiszerárak állnak.

### A főbb árucsoportok árváltozása, dec/dec

	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Élelmiszer</b>	102,9	106,7	104,6	107	100,1
<b>Szeszes ital, dohány</b>	110	103,4	104,1	113,5	112
<b>Ruházat</b>	100,1	100,7	102,5	101,4	98,9
<b>Tartós fogyasztási cikk</b>	104	98,6	98,8	98,2	98,4
<b>Háztartási energia</b>	102,7	107,5	105,9	104,7	82,3
<b>Üzemanyag, egyéb</b>	110,2	107,5	106,8	102,9	100,9
<b>Szolgáltatás</b>	105,8	102,8	102,7	104,5	103,7

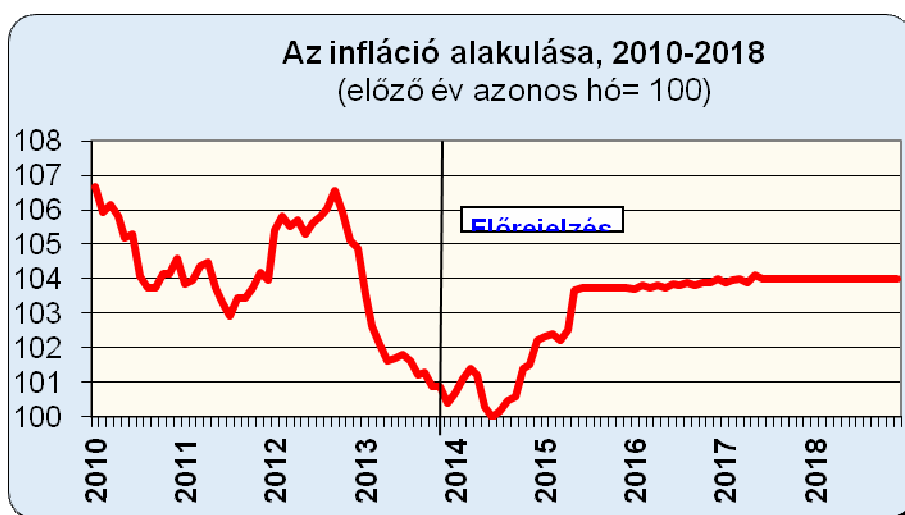


<b>ÖSSZESEN</b>	105,6	104,7	104,1	105	100,4
-----------------	-------	-------	-------	-----	-------

Kormányzati bejelentés szerint 2014-ben sor kerül a rezsicsökkentés harmadik ütemére, így az infláció további mérséklődésére számíthatunk, 2014 derekán elérve a 0-t. Ezzel a rezsicsökkentési sorozat befejeződik és előretekintve az infláció középtávú alakulását inkább a piaci folyamatok fogják meghatározni, és az abszurd módon kinyílt olló a mag- és a teljes infláció között be fog záródni. A rezsicsökkentési hatások kikerülése a bázisból önmagában 2,5-3%-ponttal emeli meg az inflációt 2014 nyara és 2015 vége között.

A recesszióból kis mértékű növekedésbe történő átmenet fokozatosan gyengíti az inflációt évek óta lefelé nyomó keresleti hatást. A kereslethiány miatt eddig elhalasztott áremelések lassanként megvalósíthatóvá válnak. A világválság további oldódásával az importált világpiaci árak is emelkedő pályára kerülnek. Az EU inflációja a jelenlegi 1%-os szintről lassanként 2% közelébe kúszik. Ugyancsak emeli az inflációt a gyenge forintárfolyam. Kérdés ugyanakkor, hogy a jelenlegi alacsony infláció mennyiben módosítja a gazdasági szereplők várakozásait. A fékeződő béremelési ütemek a várakozások mérséklődésére utalnak. Ugyanakkor a gazdasági szereplők is tisztában vannak a rezsicsökkentésből fakadó hatások átmeneti jellegével. A tapasztalatok szerint a várakozások elég erősen az infláció pillanatnyi trendjeihez tapadnak. Ezért arra számítunk, hogy az árindex újbóli emelkedésével a várakozások is emelkedni fognak.

A középtávú inflációt alapvetően befolyásolja, mennyire elkötelezett a gazdaságpolitikai vezetés (elsősorban a jegybank) a 3%-os inflációs cél mellett. Az elmúlt évtizedben még elkötelezett monetáris politika mellett is rendszeresen magasabb volt az árnövekedés a 3%-os célnál. Mivel ilyen elkötelezettség jelenleg nem látható, erősen valószínűnek tűnik, hogy a középtávú infláció a fent felsorolt hatások következtében 4% környezetében lesz.



## Jegybanki alapkamat, hozamok, árfolyamok

A 2012 nyara óta tartó jegybanki kamatcsökkentési ciklus 2014 első negyedévében – még két további kisebb csökkentő lépést követően - véget ér. A kamatvágások 2013 IV. negyedévéig még összhangban álltak az inflációs célkövetés logikájával, ám azóta veszélyes mértékben beszűkítették a hazai és külföldi hozamok közötti rést. A Fed 2013 vége óta fokozatosan lassít a pénzmennyiség bővítésének ütemén. Ennek következtében a likviditásbőség fokozatosan mérséklődik a nemzetközi pénzpiacokon, a pénzügyi befektetések pedig egyre inkább a fejlett piacok felé fordulnak. Ez a folyamat tőke kivonással jár a legsérülékenyebb feltörekvő piacokról. Ilyen körülmények között a jegybank a hozamkülönbszet beszűkítésével veszélyes kockázatokat vállalt a növekedés támogatása érdekében. Az összezsugorodott hozamkülönbszet, a gyenge növekedési teljesítmény, a kiszámíthatatlan gazdasági környezet és a magas államadósság következtében a magyar gazdaság vesztese lehet a tőkeáramlási irányok átrendeződésének. A külföldi befektetők kitettségeinek csökkentése monetáris politikai beavatkozás nélkül jelentős árfolyamgyengülést és hozamemelkedést okozhat. Ennek kivédése érdekében várakozásunk szerint a jegybank 2014 második felében és 2015-ben kamatemelésre kényszerül. <sup>6</sup> A korrekció elmulasztása vagy késedelmes végrehajtása a pénzügyi stabilitást veszélyeztetheti.

Mindeközben az infláció is előbb a cél körüli értékre, majd azt meghaladó szintekre emelkedik. A közelmúltbeli jegybanki kommunikáció, valamint a jegybank hangsúlyos összkormányzati felelősségvállalása (növekedéstámogató alapállása) alapján azt valószínűsítjük, hogy a jegybank tolerálni fogja az infláció cél fölé emelkedését. Nem valószínűsítjük, hogy a monetáris politika nyíltan szakítana az inflációs célkövetés rendszerével, a tényleges döntéshozatalt azonban más megfontolások vezérelhetik. A piacok által kikényszerített kamatemelés mértéke elmarad attól, amit az inflációs célkövetés logikája alapján kellene a jegybanknak meglépnie. Összességében 200bp-os kamatemelés várható a 2014 tavaszi mélyponthoz képest. <sup>7</sup>

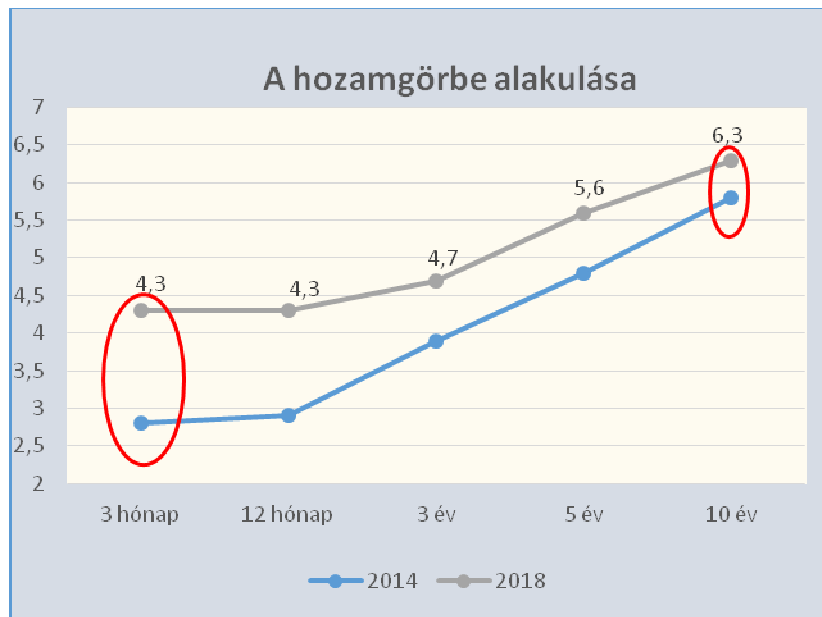
Magyarország kockázati megítélése pillanatnyilag a 2010. év eleji szinten tartózkodik, ami egy 2010-2011 közötti markánsan emelkedő, egy 2011-2012 közötti markánsan csökkenő és egy 2012-2014 közötti alig mérséklődő (inkább stagnáló) trend eredőjeként alakult ki. A változásokat mindhárom időszakban legnagyobb részben a globális mozgások idézték elő. Előretekintve, a felzárkózó piacokkal kapcsolatos romló megítélés az elkövetkező egy-két évben emeli a hozamvárásokat. A gyenge növekedési perspektívák szintén ebbe az irányba mutatnak. A hozamgörbe két végén az emelkedés mértéke eltérő lesz. A rövidoldali hozamok alapvetően a jegybanki alapkamat mozgását követik. Nem számítunk arra, hogy az NHP eredményeként kettős kamatláb alakulna ki és a kedvezményes jegybanki refinanszírozási ráta érdemleges hozamcsökkentő hatást fejtene ki az állampapírpiacra. A hosszú hozamok csökkenése elmaradt a jegybanki kamatcsökkenések mértékétől<sup>8</sup>, ami részben arra utal, hogy a befektetők túllövésnek ítélték a jegybank kamatvágásait, másrészt nem láttak számottevő javulást a magyar gazdaság hosszabb távú perspektíváiban. Ennek megfelelően a várható kamatemelések egy részét is csak a túllövés korrekciójának fogják tekinteni, és a hozamemelkedés elmarad a jegybanki alapkamat emelkedésének mértékétől. A hozamgörbe ennek következtében laposabbá válik.

---

<sup>6</sup> Amennyiben halogató magatartást tanúsít a jegybank és csak akkor cselekszik, amikor kényszerhelyzet jön létre, a kamatemelés mértéke nagyobb lehet a proaktív (több kis lépésből álló) megközelítéshez képest. Előrejelzésünk ez utóbbi feltételezése alapján készült.

<sup>7</sup> A kedvezőtlen kockázati forgatókönyvek valamelyikének realizálódása esetén a ciklus kezdete korábbra kerülhet, a lépésköz és az emelések összértéke magasabb lehet..

<sup>8</sup> A 2012 augusztusa óta 2014 elejéig bekövetkezett jegybanki alapkamatcsökkentés mértéke 390bp. A hosszú hozamok ez alatt az idő alatt 170-270bp-tal mérséklődtek



Forrás: 7 Sigma

A referenciahozamok éves átlagos értékei						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>3 hónap</b>	4,0	2,8	3,8	4,3	4,3	4,3
<b>12 hónap</b>	4,0	2,9	3,9	4,3	4,3	4,3
<b>3 év</b>	4,8	3,9	4,4	4,7	4,7	4,7
<b>5 év</b>	5,3	4,8	5,3	5,6	5,6	5,6
<b>10 év</b>	6,0	5,8	6,1	6,3	6,3	6,3

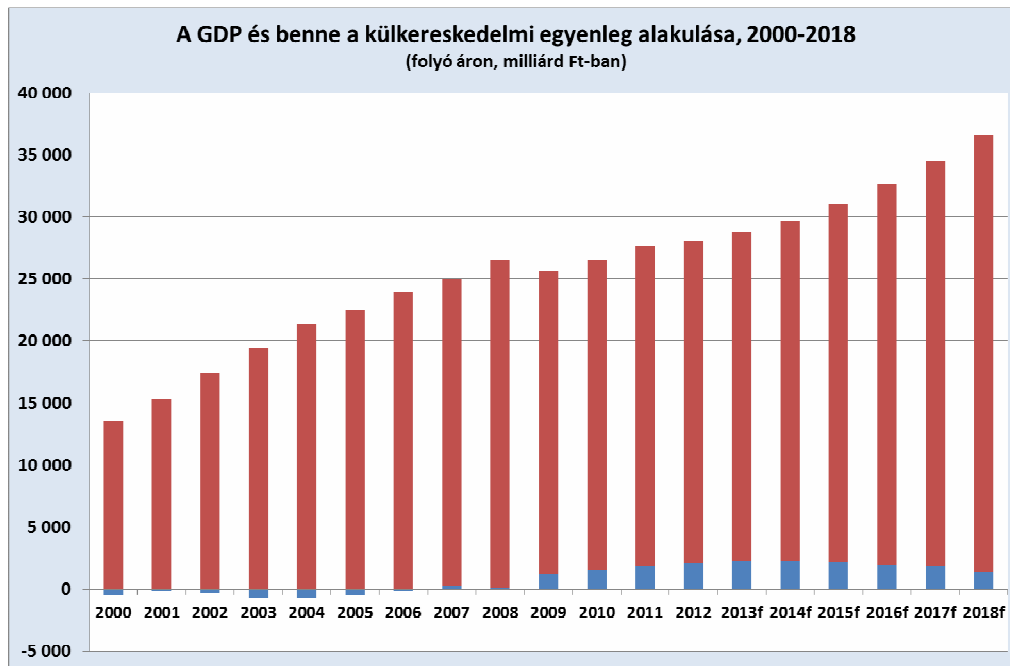
Forrás: 7 Sigma

## Egyensúlyi folyamatok

Az export alakulását a vizsgált időszakban alapvetően a külpiazi kereslet, főként az európai növekedés határozza meg. Ennek az az oka, hogy nem várható sem jelentős működőtőke-beáramlás, sem olyan belföldi vállalászási konjunktúra, amely érdemben javítaná az ország kiviteli potenciálját. Exportőreink viszont igyekeznek kihasználni a moderált európai konjunktúra nyújtotta lehetőségeket, ami a jelenleg várható, 1,5-2%-os európai növekedés mellett a kivitel volumenének évi 5-6%-os bővülésére lehet elég.

A viszonylag stabilan bővülő exporttal ellentétben az import növekedése az időszakban gyorsuló ütemű. Ezt ugyanis az export behozatali igénye mellett a lassan javuló fogyasztás és a beruházások fokozatos élénkülése is táplálja majd. Ennek ellenére nem számítunk az import elszaladására, mert mind a beruházások, mind a fogyasztás terén megfontolt marad a növekedés.

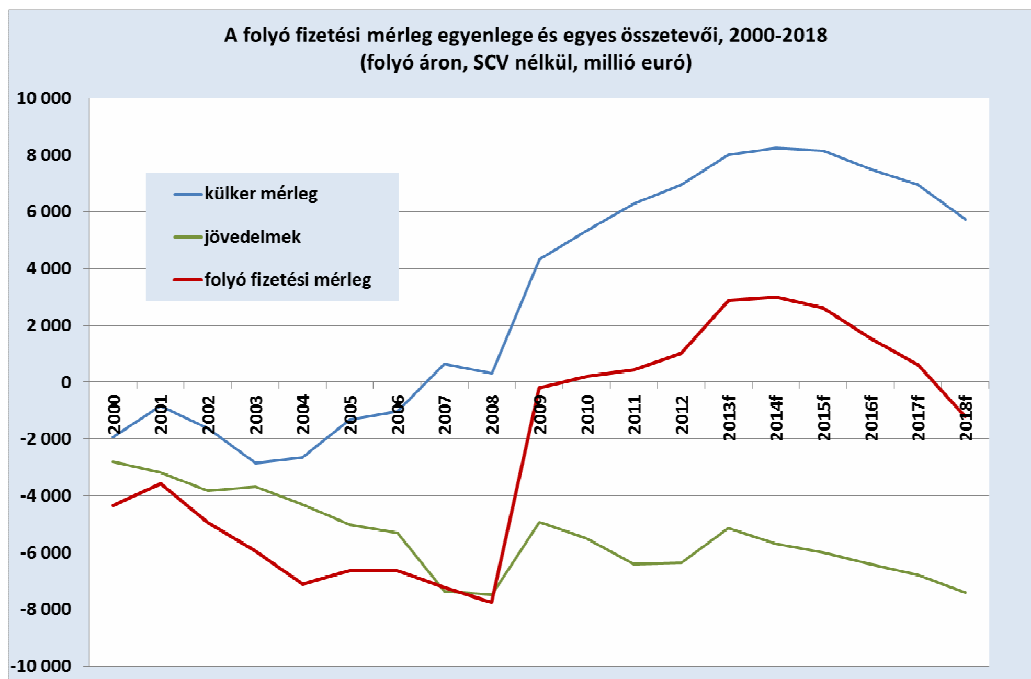
A két folyamat eredőjeként a külkereskedelem aktívuma 2014-től kezdve évről-évre kisebb mértékben járul hozzá a GDP-hez.



*Megjegyzés: a két oszlop együttes értéke teszi ki az adott évi nominális GDP-t.*

*Forrás: KSH, 7 Sigma*

A folyó fizetési mérleg mára jelentős, a GDP 3%-át elérő aktívuma 2014-2018-ban folyamatosan olvad, majd az időszak végére egészen eltűnik, sőt kisebb hiány alakul ki. A változásnak csak egyik összetevője lesz a külkereskedelmi aktívum csökkenése. Ennél is nagyobb hatású lehet, hogy a javuló konjunktúra következtében minden bizonnyal nőni fog a Magyarországon működő, külföldi tulajdonban levő vállalatok nyeresége. Ez pedig akkor is teljes egészében megjelenik negatív tételként a folyó fizetési mérlegben, ha a tulajdonos a vállalkozásban hagyja (újra befekteti) az elért profitot. Mivel hazánk kis, nyitott gazdaság, e tétel folyó fizetési mérlegen belüli súlya jelentős.



Forrás: MNB. 7 Sigma

A folyó fizetési mérleg romlása ellenére az ország külfölddel szembeni nettó finanszírozási pozíciója végig pozitív marad. Ebben fontos szerepet játszanak a jelentékeny, nagyrészt az Európai Unió költségvetéséből kapott tőketranszferek.

Az államháztartás hiánya 2011-2013-ban a 3%-os maastrichti hiánykritérium alatt maradt. Úgy értékeljük azonban, hogy ez a változás nem egy új, a gazdaság lehetőségeihez alkalmazkodó terjedelmű, szerkezetében jól átgondolt államháztartás kialakítását tükrözi. A magyar államháztartás és a mögötte álló intézményrendszer változatlanul tele van feszültségekkel, a javuló egyenleget pedig évről-évre zömmel rövid távú és esetleges intézkedésekkel sikerült biztosítani. Az intézkedések egy része jelentősen fékezte a rövid távú növekedési lehetőségeket (pl. szektorális különadók), egy másik része pedig tovább erodálja a gazdaság hosszú távú növekedési potenciálját (pl. folytatódó forráskivonás az oktatási rendszerből).

A jelenlegi kilátások nem utalnak a helyzet gyökeres megváltozására a 2014-2018-as időszakban. Várakozásaink szerint az Európai Unió által megkívánt hiánykritérium teljesítése az új kormány szemében is stabil prioritást fog élvezni. Ennek elsősorban az az oka, hogy az EU évente igen jelentős folyó- és tőketranszferet nyújt Magyarországnak, amelynek a megvonásával fenyegethetne a hiánycél túllépése esetén.

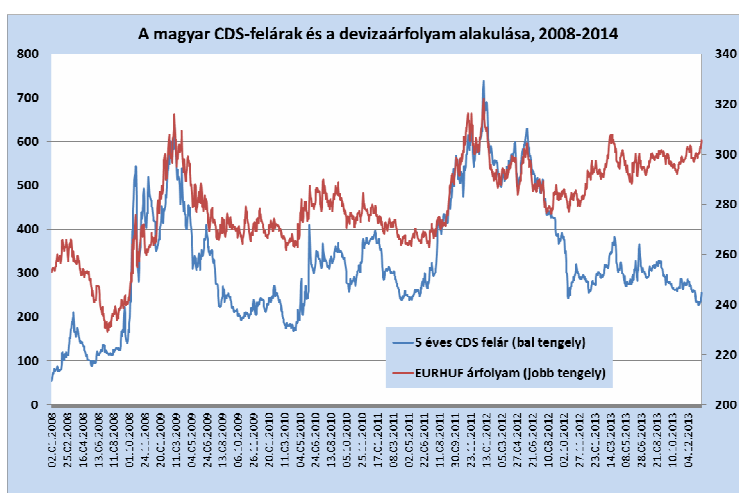
A 3% alatti hiányt tartósan biztosító államháztartási és intézményi reformok egyelőre nincsenek napirenden. A hiánycél teljesítését az erős központosítás, az ideiglenesnek szánt adók fenntartása, szükség esetén további ad-hoc lépések, kisebb elszámolási ügyeskedések, idővel pedig a gazdasági növekedés élénkülése és az infláció várható emelkedése fogja majd közösen megoldani.

Az EU által kilátásba helyezett középtávú legfeljebb 0%-os strukturális egyenlegcél csak a tagországok széles körének pénzügyi stabilizálódásával válhat effektívvé. Ez 2017 előtt nem valószínű, hogy bekövetkezne. Ezt követően azonban további hiánycsökkentés követelmény jelenik meg a magyar kormány számára is. Azt feltételezzük, hogy ennek megfelelően további költségvetési kiigazításra kerül sor az előrejelzett időszak utolsó két évében.

Az államháztartás bruttó, névértéken számított adóssága 2018 végére –nagyobb eszközvásárlásokat nem feltételezve – a GDP kb 75%-át érheti el 2018 végére.<sup>9</sup>

A forint euróhoz mért árfolyama a 2010 óta eltelt időszakban összességében gyengülő tendenciát mutat. Az árfolyam 2012 közepéig együtt mozgott CDS-árazásunkkal. Bár erre az időszakra esett számos, a befektetők számára kellemetlen meglepetést okozó hazai gazdaságpolitikai lépés is, amelyeknek mindig volt kisebb-nagyobb pénzügyi visszhangja, ennél jóval fontosabb hatást gyakorolt a nemzetközi pénzügyi hangulat alakulása. A magyar CDS-felár alakulása meglehetősen együtt mozgott a kockázatosabb adósnak tartott európai országok mutatóival.

2002 óta a lassan megnyugvó befektetői hangulat, úgy tűnik, érzékenyebb lett a hozamkilátásokra. Miközben a magyar és a régiós CDS-felárak 2012 derekától stagnálnak, a forint árfolyama – párhuzamosan a jegybanki alapkamat és az állampapírhozamok folyamatos mérséklődésével – 280 Ft-ról 300 Ft környezetébe kúszott.



Forrás: MNB adatok alapján 7 Sigma

A vizsgált időszakban az alapforgatókönyv szerint nem számítunk mélyebb, elhúzódó zavarokra a nemzetközi pénzügyi piacon, inkább a helyzet lassú stabilizációját tartjuk valószínűnek. A magyar pénzügyi eszközök kockázati megítélését, ahogy az eddigiekben is, ez a tény döntő mértékben befolyásolja. Emellett szerepet játszanak a magyar gazdaság és a hazai pénzügyi piac jellegzetességei. Kedvező a kockázati megítélés számára, hogy javulni fog és kiegyensúlyozottabb lesz a gazdasági növekedés, és ezzel párhuzamosan ugyan csökkenni fog a fizetési mérleg aktívuma, de nagyobb hiány nem alakul ki az időszak végére sem. Az államháztartás hiányát a kormány kézben tartja, ennek köszönhetően az államadósság kissé mérséklődni tud.

Ugyanakkor a forint befektetések vonzerejét csökkenti, hogy a mára lesóványodott kamatelőny a jegybank nem igyekszik számottevően növelni. A forint árfolyamát a nemzetközi tőkeáramlási irányváltással összhangban portfóliótőke-kiáramlás fogja gyengíteni, miközben komolyabb működőtőke-beáramlásra sem számítunk. A fizetési mérleg lassú romlása, a folytatódó nettó devizahitel-törlesztés is inkább árfolyamgyengítő hatású lesz. A nagymértékű gyengülést a jegybanki kamatemelések akadályozzák meg. A forint kisebb mértékű erősödése csak az időszak második felében következhet be.

<sup>9</sup> A paksi atomerőmű-bővítéshez, vagy egyes közüzemi szolgáltatók lebetegített állami visszavásárlásához felveendő hitelek nagy mértékben megnövelhetik az államadósságot. Ezekről az ügyletekről azonban nincs megfelelő információ ahhoz, hogy hatásukat becsülni lehessen

A Fed pénz bővítő politikájának kivezetése nyomán növekedhet a befektetői kereslet az amerikai állampapírok iránt, ami az előrejelzett időszak elején a dollárt erősíti az európai devizákhoz képest. Az erősödés a svájci frankhoz képest lesz a legmarkánsabb.

A pénzügyi válság ideje alatt a svájci frank látványosan megerősödött az euróval szemben. (Ennek a folyamatnak komoly kárvallottjai voltak a magyar háztartások.) A válság elültével arra számítunk, hogy visszarendeződés indul a frank válságot megelőző árfolyamértékei felé.

# 1sz. Melléklet

## A 2014. január végi piaci turbulenciák lehetséges következményei

Az elmúlt két hónap meglehetősen stabil viszonyait követve a forint árfolyama néhány nap leforgása alatt mintegy 4,5%-kal gyengült, az állampapírhozamok pedig 17-51 bp-tal emelkedtek. A forint árfolyama két éves mélypontra került.

A piaci turbulenciákat több tényező együttes hatása okozza. Ezek közül a legfontosabbak:

- a török líra mélyrepülésének fertőző hatásai,
- a Fed pénzbővítő politikájának lassítása miatt emelkedő kockázatérzékenység,
- az ukrajnai megnövekedett politikai kockázatok miatti térségi bizonytalanságok,
- a magyar országhozamokhoz képest túlzottan beszűkült hazai hozamkülönbözöt
- a gyenge magyar növekedési teljesítmény és az államadósság változatlanul magas szintje

Értékelésünk szerint nem a pillanatnyi árfolyam- és hozamszintek, hanem a megindult mozgások gyors továbbfolytatódása jelenti a fő veszélyt. Az állampapírbefektetéseken elszenvedett veszteségek eladási hullámot indíthatnak el, ami további árfolyamgyengülést és hozamemelkedést (veszteségeket) generálhat. Az árfolyam gyengülése a magán- és államadósság emelésén keresztül tovább gyengíti a befektetői bizalmat, és gyengíti a háztartási és vállalati hiteladósok törlesztési képességét. A folyamat folytatódása a pénzügyi stabilitás megrendülésével járhat.

A kialakult helyzetre adható gazdaságpolitikai válaszok a következők:

1. Business as usual, a verbális reakciókban a pozitív magyar fundamentumok (fizetési mérlegtöbblet, kedvező államháztartási hiányadatok) hangsúlyozása, a magabiztosság demonstrálása.  
Ez a válasz azon az értékelésen alapul, hogy egy kizárólag külső eredetű és magától lecsillapuló átmeneti piaci zavarról van szó. Ez a reakció azzal a kockázattal jár, hogy a kedvezőtlen folyamatok esetleges folytatódása esetén lényegesen nagyobb korrekciós lépések válhatnak szükségessé.
2. Verbális intervenció keretében a túlzott volatilitás káros voltának hangsúlyozása és annak kilátásba helyezése, hogy a kormányzat megteszi a szükséges lépéseket az árfolyam stabilitásának megőrzése érdekében
3. Verbális intervenció keretében annak említése, hogy a forint további gyengülése nem kívánatos az inflációs cél szempontjából (Az árfolyam szintjére reagál a gazdaságpolitika.)
4. Csendes devizapiaci intervenció révén a piaci kilengések csillapítása
5. Verbális intervenció keretében az eddig kommunikált kamatpálya revíziójának, a csökkentési ciklus korábbi befejezésének kilátásba helyezése (a két további csökkentés törlése)
6. A jegybank állampapírvásárlással lassítja a hozamok emelkedését
7. Nyílt devizapiaci intervenció
8. Rendes vagy rendkívüli ülés keretében kamatot emel a jegybank



Várakozásunk szerint a kormányzat egy-két napig kivár abban a reményben, hogy a helyzet spontán módon rendeződik, ám a negatív folyamatok folytatódására utaló kisebb jelek esetén is a fent jelzett eszközök kombinált alkalmazásával határozott lépéseket tesz a piacok stabilizálása érdekében.

Gazdasági, pénzügyi megfontolások mellett a politikai (választási) kockázatok is ezt valószínűsítik. A kamatcsökkentés erőltetésével nagy valószínűséggel együtt járó árfolyamválság komoly kormányzati hitelvesztéssel járhat néhány héttel a választások előtt. A 2,3,4,5 eszközök megfelelő időzítésű és intenzitású kombinált alkalmazásával ez a helyzet elkerülhető. Az 6,7,8 eszközök alkalmazására a folyamatok további eszkalációja esetén kerülhet sor.

A legvalószínűbbnek azt tartjuk, hogy időben kivitelezett, hatékony jegybanki/kormányzati válaszok esetén az árfolyam rövid távon a 303-308 tartományba kerül vissza, a jegybanki alapkamat pedig nem csökken tovább. Az árfolyam gyengülő trendje azonban a továbbiakban is fennmarad.

A bekövetkezett és várt piaci fejlemények a 7 Sigma 2013-2018-as makrogazdasági prognózisát annyiban érintik, hogy az abban jelzett összesen 30 bázispontos jegybanki kamatcsökkentésre nem kerül sor, az EUR, CHF, USD árfolyamszintek pedig (az időszak teljes hosszában) 3-5 forinttal feljebb tolnak.

## 2sz Melléklet

Makrogazdasági előrejelzés 2013-2018*							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Gazdasági növekedés</b>							
Háztartások fogyasztási kiadása	-1,4	0,2**	1,5	1,5	1,6	1,7	2
Állóeszköz-felhalmozás	-3,8	3,5**	5	6	6	7	8
Export	2	5**	5	5,6	6	6,5	6,5
Import	0,1	4,7**	5,5	6,1	6,6	7,3	7,6
GDP	-1,7	1**	1,8	2	2	2,1	2,4
<b>Egyensúly</b>							
Folyó fizetési mérleg egyenlege (GDP%-ban)	1%	3%**	3,0%	2,5%	1,5%	0,5%	-1,0%
Államháztartás (ESA-egyenleg)	-2	-2,6	-2,9	-2,9	-2,9	-2,7	-2,6
<b>Munkaerőpiac</b>							
Bruttó átlagkereset növekedése	4,5	3,8**	4,2	4,7	5,4	5,7	5,9
Versenyszféra br. átlagkeresetének növekedése	7,2	3,8**	3,8	5	5,6	5,9	6,2
Foglalkoztatottak számának változása	58e	107e	40e	10e	10e	10e	10e
Munkanélküliségi ráta alakulása	10,8	9,1	9	8,9	8,8	8,7	8,6
<b>Infláció</b>							
Maginfláció	5,1	3,3	3,5	3,5	3,7	4	4
Fogyasztóiár-index	5,7	1,7	1	3	3,7	4	4
Maginfláció (év vége)	4,9	3,5	3,5	3,5	4	4	4
Fogyasztóiár-index (év vége)	5	0,4	2,2	3,6	4	4	4
Fogyasztói árindex (Euro övezet)	2,5	1,35	1,3	1,5	1,7	1,9	2
<b>Pénz- és állampapírpiac</b>							
Forint árfolyam							
EUR	289	297	310	310	305	305	305
CHF	240	241	248	238	235	226	218
<i>EURCHF</i>	<i>1,204</i>	<i>1,232</i>	<i>1,250</i>	<i>1,300</i>	<i>1,300</i>	<i>1,350</i>	<i>1,400</i>
USD	225	224	235	245	245	245	245
<i>EURUSD</i>	<i>1,284</i>	<i>1,326</i>	<i>1,319</i>	<i>1,265</i>	<i>1,245</i>	<i>1,245</i>	<i>1,245</i>
Rövid hozamok (3 havi DKJ)	6,7	4,0	2,8	3,8	4,3	4,3	4,3
Hosszú hozamok (5 éves államkötvény)	7,5	5,3	4,8	5,3	5,6	5,6	5,6
Hosszú hozamok (10 éves államkötvény)	7,7	6,0	5,8	6,1	6,3	6,3	6,3
Jegybanki alapkamat	6,8	4,4	3	4	4,5	4,5	4,5
Jegybanki alapkamat (év vége)	5,8	3,0	3,5	4,5	4,5	4,5	4,5
CDS felár	470	300	250	250	250	200	200

\*az előrejelzések éves átlagos értékekre vonatkoznak, az ettől eltérő eseteket külön jelöljük\*\* becsült tényadatok