

Áttekintés a világgazdaság középtávú folyamatairól és azok magyar gazdaságra, államháztartásra gyakorolt hatásairól

Tanulmány a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2018. október 8.



Antal Judit – Iker Áron – Molnár György

1. Vezetői összefoglaló

Az elmúlt években a magyar gazdaság külső sokkokkal szembeni ellenálló képessége érdemben javult. A 2008-as pénzügyi válság által kiváltott alkalmazkodási folyamat, valamint számos gazdaságpolitikai döntés hatására a gazdaság sérülékenysége csökkent. A nettó külső adósságráta mintegy ötödere csökkent a 2010-es 60 százalék közeli értékéhez képest, az államadósság csökkenő pályára állt. A mutatók javulásával a magyar állampapírok mindhárom nagy hitelminősítő intézetnél átkerültek a befektetésre ajánlott kategóriába. Ennek ellenére Magyarország, mint kis nyitott gazdaság továbbra is ki van téve a külső környezet megváltozásának, különösen, hogy a hasonló fejlettségű uniós országokhoz képest továbbra is magas államadósságszinttel rendelkezik.

Elemzésünkben a külső feltevések szempontjából konzervatív, hazánk középtávú növekedési lehetőségeivel kapcsolatban ugyanakkor bizakodó alappályánk mellett három alternatív forgatókönyvet mutatunk be. Ezek egy-egy olyan nemzetközi pénzügyi, illetve reálgazdasági scenáriót dolgoznak fel, amelyek az alappályához képest érdemben alacsonyabb valószínűségűek, de egyikük sem tekinthető szélsőséges, válságszerű eseményszorozatnak. A három forgatókönyv közül kettő („*A kereskedelmi háború elmélyülése, a protekcionizmus erősödése*” illetve „*A fejlett országokban a monetáris kondíciók gyorsabb szigorodása*”) – mind perzisztenciájukat mind volumenüket tekintve eltérő lefolyású – negatív külső sokkok hatását illusztrálja, míg a harmadik egy optimista forgatókönyvet modellez („*Tartósan magasabb és kiegyensúlyozottabb globális bővülés*”).

Alappályánkban azt feltételezzük, hogy a világgazdaságban az elmúlt években tapasztalható fellendülés elsősorban ciklikus okokkal magyarázható, így a magyar gazdasági növekedés szempontjából meghatározó külső kereslet csak mérsékelt pozitív hatást jelent az előrejelzési horizonton. Ezzel egyidejűleg a magyar gazdaság jelenleg tapasztalt kiemelkedő növekedésének meghatározó motorját jelentő uniós források elérhetősége is jelentősen leszűkül. Mindazonáltal a stabil hazai gazdaságpolitikának és pozitív nemzetközi piaci hangulatnak köszönhetően a háztartási fogyasztás és a privát beruházások biztosítják, hogy a növekedés 2-3 százalék között maradjon a következő 10 év során. Bár a globális

monetáris kondíciók szigorodása miatt az államadósság finanszírozása drágul az előrejelzési horizonton, az alacsony országhoz tartozó kockázati prémiumnak és a növekedési hatásnak köszönhetően a GDP-arányos adósságmutató 2028-ra 60 százalékgig süllyedhet.

Az első alternatív forgatókönyvben az feltételezzük, hogy az USA által indított kereskedelmi háború a vártnál jobban elmélyül, és a protekcionizmus világszerte jelentősen megerősödik. Egy ilyen scenárióban a globális potenciális növekedés tartósan az alappályában feltételezett alatt marad és a feltörekvő országok finanszírozása kockázatosabbá válik, így a magyar adósságráta csak enyhén csökken 2028-ig.

A második scenárióban a fejlett országokban a vártnál gyorsabban szigorodnak a monetáris kondíciók, mely az első forgatókönyvben feltételezethez hasonló következményekkel jár, a hatások azonban kisebb volumenűek és kevésbé perzisztensek, és egy, az alappályában feltételezettnél lassabb, de folyamatos adósságráta-csökkenést eredményeznek.

A harmadik forgatókönyvben pedig annak a hipotézisnek következményeit szemlélítjük, ha az elmúlt években megfigyelhető fellendülés a globális piacokon a feltételezettnél nagyobb mértékben vezethető vissza fundamentális tényezőkre, ezáltal tartósabb lesz az alappályában feltételezettnél. Ez a scenárió gyorsabb globális növekedést és olcsóbb adósságfinanszírozást implikál, és az alappályában szereplőnél a GDP 2 százalékkal alacsonyabb adósságrátát eredményez az előrejelzési horizont végére.

Összességében a pesszimista forgatókönyvek mellett is csökkenő adósságdinamika a folyamatok robusztusságára utal. Az államadósság-ráta még egy az adósság „kinövését” kevésbé támogató külső környezetben is az évtized végére tovább csökkenhet. Ennek hatására az ország sérülékenysége mérséklődhet, ami a kockázati prémium csökkenésén keresztül támogatja a növekedési kilátásokat. Ugyanakkor az adósság „kinövése” lassan megy végbe: az adósságráta az alappályában csak 10 éves távon éri el a 60 százalékos szintet, de pozitív világgazdasági scenáriónk mellett sem csökken érdemben 60 százalék alá. Kedvezőtlen nemzetközi folyamatok mellett a költségvetési hiány tartósan meghaladhatja a 3 százalékos küszöbértéket és az adósságcsökkenés még kevésbé markáns, mint az alappályában.

Tartalomjegyzék

1. Vezetői összefoglaló	2
2. Bevezető.....	5
3. Meghatározó hazai trendek.....	9
Makrogazdasági helyzetkép	9
Külső sérülékenység.....	17
Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság, finanszírozási szerkezet.....	20
4. Meghatározó nemzetközi trendek	29
A főbb világgazdasági régiók áttekintése	29
Pénz- és tőkepiaci folyamatok	32
Olajár	35
Világkereskedelmi feszültségek	36
5. Középtávú előrejelzésünk alappályája.....	38
Külső feltevések	38
Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás	40
Költségvetési folyamatok.....	42
6. Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra.....	45
A kereskedelmi háború elmélyülése, a protekcionizmus erősödése.....	46
A fejlett országokban a monetáris kondíciók gyorsabb szigorodása.....	52
Tartósan magasabb és kiegyensúlyozottabb globális bővülés	57
7. Következtetések	64
8. Felhasznált irodalom	68
9. Függelék.....	69

2. Bevezető

Az elmúlt években a magyar gazdaság külső sokkokkal szembeni ellenálló képessége érdemben javult. A 2008-as pénzügyi válság által kiváltott alkalmazkodási folyamat valamint számos gazdaságpolitikai döntés (pl. lakossági devizahitelek forintosítása, a magyar államadósság belföldi és forintalapú forrásokkal való újrafinanszírozása) hatására a gazdaság sérülékenysége csökkent. Az eredmények kézzelfoghatóak mind számos makrogazdasági és sebezhetőségi mutató javulásában, mind az ország hitelminősítésének javulásában. A sérülékenység látványos csökkenése pedig érdemben csillapítja a külpiaci hangulatváltozásokból eredő hazai turbulenciákat. Ennek ellenére a magyar gazdaság jellemzői (kis, nyitott és nemzetközi pénz- és tőkepiacokba mélyen integrált gazdaság), valamint a még jelenlevő mérleggyengeségek (például magas államadósság) következtében a gazdasági folyamatok továbbra is érzékenyen reagálnak a külső környezet megváltozására. A magyar növekedésben meghatározó szerepe van az európai folyamatoknak, míg a kockázati megítélésünk erős együttmozgást mutat a feltörekvő piacokéval. A fentiek következtében a magyar gazdasági kilátásokat, a költségvetés és az adósságpálya fenntarthatóságát és az azzal kapcsolatos kockázatokat a külső fejlemények figyelembevételével lehet csak teljes körűen értékelni.

Tanulmányunkban azt vizsgáljuk, hogy a nemzetközi gazdasági és pénzügyi folyamatok hogyan befolyásolják középtávon a magyar makrogazdaságot és az államháztartás helyzetét. Középtávú előrejelzésünk alappályája a nemzetközi gazdasági folyamatok legvalószínűbb forgatókönyvére épül. Emellett három alternatív pályát vizsgálunk, amelyek a Magyarország számára adottságként jelentkező külső feltevésekben különböznek. Jelen tanulmányunk immár a negyedik, amely a magyar gazdaság folyamatait ilyen szempontból elemzi.¹

¹ Lásd (Horváth, et al., 2015), (Antal, et al., 2016) és (András, et al., 2017).

A magyar gazdaságpolitika az elmúlt években határozottan törekedett arra, hogy csökkentse külső sérülékenységét. A gazdaságunk erős európai integráltsága, nagyarányú nyitottsága ugyanakkor elkerülhetetlenné teszik, hogy a külső reálgazdasági és pénzügyi folyamatok hatást gyakoroljanak ránk. Ezek hatása nagyban függ attól, hogy miként alakul középtávon a fiskális politikánk, az államadósságunk, illetve annak a tulajdonosi köre, devizaaránya és átlagos lejárata. Elemzésünkben ezért ezeket a szempontokat kiemelten kezeljük.

A magyar gazdasági teljesítmény szorosan követi az európai folyamatokat, a magyar szuverén kockázati mutatók, a hozamok és a forintárfolyam alakulására pedig a feltörekvő piaci fejlemények gyakorolnak érdemi hatást. Magyarország nettó energiainportőr pozíciója miatt az olajárak alakulása is befolyásolja a makrogazdasági és így a költségvetési folyamatokat. A fentiek következtében a legtöbb beazonosítható globális kockázat számottevő hatással lehet a magyar gazdaságra. A legfontosabb külgazdasági kockázatok számszerű vizsgálata elengedhetetlen az ország középtávú kilátásainak elemzésekor. A tanulmányunkban ezeket a kockázati forgatókönyveket vizsgáljuk egy szimultán, a makrogazdasági és fiskális változók közötti visszacsatolásokat is megragadó modellben.

Az alappályájában konzervatív feltevésekkel éltünk a külső környezetünk várható alakulásával kapcsolatban. Ezek a feltevések megfelelnek vagy közel állnak az aktuális piaci konszenzushoz. Az alappálya mellett három alternatív forgatókönyvet mutatunk be, amelyek a világgazdaság alakulásának reális, de alacsonyabb valószínűségű kimeneteit jelenítik meg. Fontos hangsúlyoznunk, hogy az alternatív forgatókönyvekben nem szélsőséges, válságszerű scénáriókat írunk le.

1. A kereskedelmi háború elmélyülése, a protekcionizmus erősödése

Ebben a forgatókönyvben azt vizsgáljuk, hogy az USA által indított kereskedelmi háború elmélyülése és a protekcionizmus globális erősödése milyen hatást gyakorolna a nemzetközi környezetre és ezáltal a magyar gazdaságra. USA külkereskedelmének tartós csökkenése elsősorban közvetetten, hazánk kereskedelmi partnereinek exportvissza-

esésén keresztül sújtaná a magyar gazdaságot, de a hazai gépjárműgyártás jelentőségéből eredően a közvetlen exportcsökkentő hatás sem elhanyagolható. Emellett a kereskedelmi háború elhúzódása a bizonytalanság növekedésén és egyes meghatározó feltörekvő országok érintettségén keresztül a kockázati prémium tartós emelkedését, így a finanszírozási költségek növekedését eredményezné. A kereskedelmi kapcsolatok felszámolása a fejlett és a feltörekvő országok közötti tőkeáramlást is kedvezőtlenül befolyásolná és lassítaná az utóbbi országcsoport pénzügyi integrációját. Összességében ez a forgatókönyv a külső piacok potenciális növekedésének tartós lassulását vetíti előre. A globális növekedési helyzetképet rövidtávon emellett tovább ronthatja, hogy ebben a forgatókönyvben a fiskális fenntarthatósági problémák eszkalálódása következtében az USA vélhetően hamarabb kényszerülne a költségvetési kiigazításra.

2. A fejlett országokban a monetáris kondíciók gyorsabb szigorodása

A nemzetközi gazdasági válság a növekedés és az infláció tartós visszaesése és a kockázatvállalási hajlandóság csökkenése következtében a világ fő jegybankjait a hozamok drasztikus mérséklésére és a monetáris politika nem ortodox eszközökkel történő lazítására kényszerítette. A növekedési kilátások javulásával és a pénzügyi piacok újraéledésével egyes országokban – köztük az Egyesült Államokban is megkezdődött a monetáris kondíciók fokozatos szigorítása. Az euroövezetben a válságból való kilábalás elhúzódása és az inflációs folyamatok következtében a monetáris szigorítás még várat magára. Ebben a forgatókönyvben azt feltételezzük, hogy az infláció vártnál gyorsabb emelkedése miatt a monetáris szigorítás az alappályában feltételezettnél lényegesen gyorsabban történik Európában, illetve az USA-ban a kamatemelési ciklus a hozamok meredekebb emelkedését eredményezi. A monetáris kondíciók szigorítása a külső keresletet bővülését fékezheti. Emellett a gyors hozamemelkedés és korábbi években az euroövezeti gazdaságokba pumpált a likviditásfelesleg hirtelen kiszívása a kockázati prémium emelkedésében is tükröződik. A külső hozamok emelkedése a hazai hozam és árfolyam tendenciákra is érzékelhető hatást gyakorolhat.

3. Tartósan magasabb és kiegyensúlyozottabb globális bővülés

Ebben a forgatókönyvben azt feltételezzük, hogy a globális piacokon 2016 óta beinduló és azóta a legtöbb országban megfigyelhető fellendülés az alappályában feltételezett-nél kisebb mértékben vezethető vissza ciklikus okokra. A növekedés gyorsulása ugyanis részben a potenciális kibocsátás magasabb szintjéből és/vagy gyorsabb üteméből ered. A potenciális kibocsátás nem megfigyelhető változó, azt a közgazdászok különböző feltevések mellett, ökonometriai modellek segítségével becslik. A potenciális kibocsátásra vonatkozó becslések ugyanakkor meghatározó szerepet töltenek be mind az makrogazdasági előrejelzésekben, mind az egyensúlyi folyamatok elemzésében, mind a monetáris politikában. Minél inkább a potenciális növekedéshez köthető a fellendülés, az annál tartósabbnak bizonyulhat és kevésbé jelent az egyensúlyi folyamatok szempontjából kockázatot. A potenciális növekedés becslésének bizonytalanságát jelentősen növelte a nemzetközi pénzügyi válság. A külső potenciális kibocsátás magasabb szintjére utalhat, hogy az elmúlt negyedévekben az euroövezeti növekedés beindulása kevésbé tükröződött a maginfláció dinamikájában. Miközben a nyersanyagárak emelkedése a teljes inflációs mutató emelkedését okozta, a nyersanyagárak által kevésbé befolyásolt maginflációs mutatóban csak kisebb mértékű emelkedés volt megfigyelhető. Magasabb globális potenciális növekedés tartósan kedvezőbb hazai növekedési kilátásokat jelenthet. A piacok által előrevetített ciklikus lassulás elmaradása emellett kedvezően befolyásolhatja a kockázati prémiumok alakulását is.

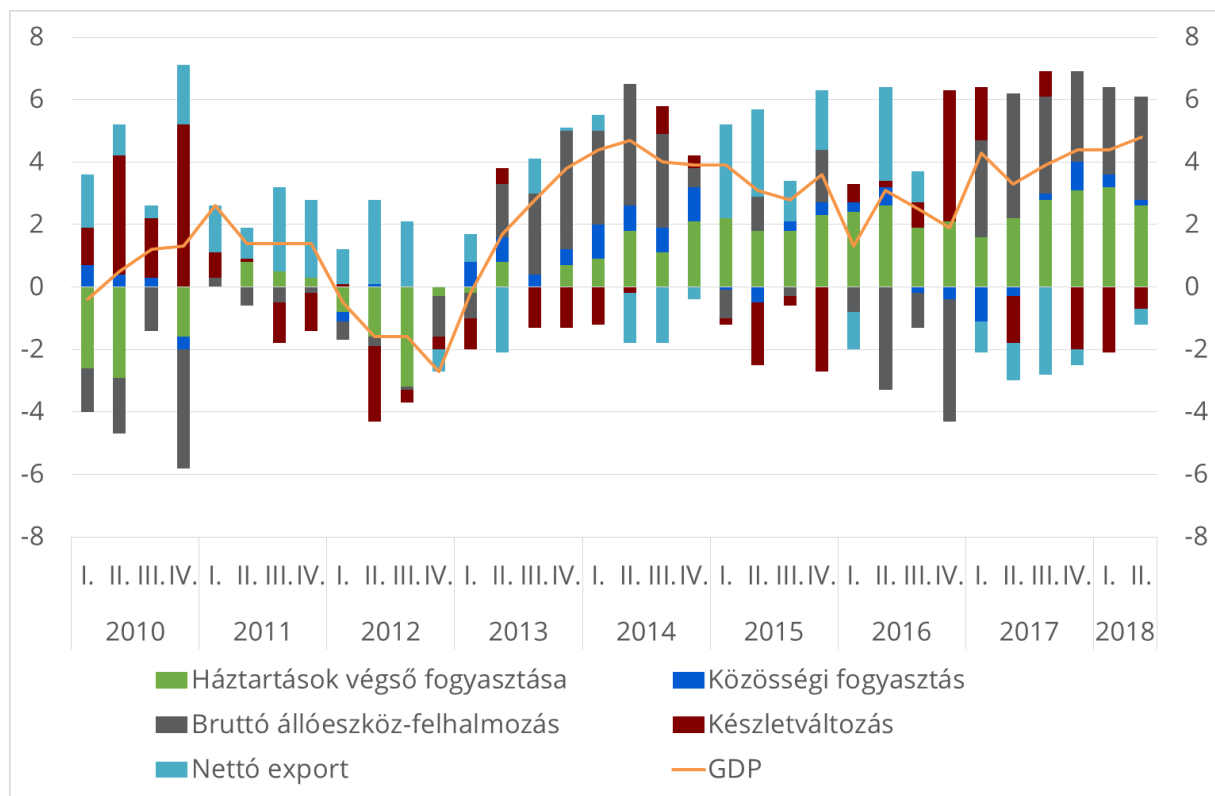
Tanulmányunk a következő szerkezetet követi. A második fejezetben áttekintjük a meghatározó hazai gazdasági folyamatokat, különös tekintettel a külső sérülékenységi mutatókra, a költségvetési hiányra és az államadósság alakulására. A harmadik fejezetben bemutatjuk a Magyarország számára meghatározó világgazdasági folyamatokat, külön kitérve a növekedési trendekre, a pénz- és tőkepiaci folyamatokra és az olajár alakulását meghatározó tényezőkre. A negyedik fejezet tárgyalja a középtávú előrejelzésünk alappályáját, az ötödik fejezet pedig a fentebb bemutatott három kiemelt világgazdasági témát dolgozza fel egy-egy alternatív forgatókönyv formájában. Végül a hatodik fejezetben röviden összefoglaljuk a legfontosabb következtetéseinket.

3. Meghatározó hazai trendek

Makrogazdasági helyzetkép

A 2016-os átmeneti lassulást követően 2017-ben a magyar gazdaság reálnövekedési üteme 4 százalékra emelkedett, a szezonális és naptári hatásokkal igazított adat pedig 4,2 százalékot tett ki. Rendkívül dinamikus és a várakozásoknál magasabb, éves szinten 4,5 százalékot meghaladó reálnövekedés jellemezte 2018 első félévét is. A második negyed-éves, negyedév/negyedév alapú szezonálisan igazított GDP adat ugyanakkor a növekedés lassulására utal.

3.1. ábra: a reálnövekedés alakulása és annak dekompozíciója (év/év, százalék)



Forrás: KSH

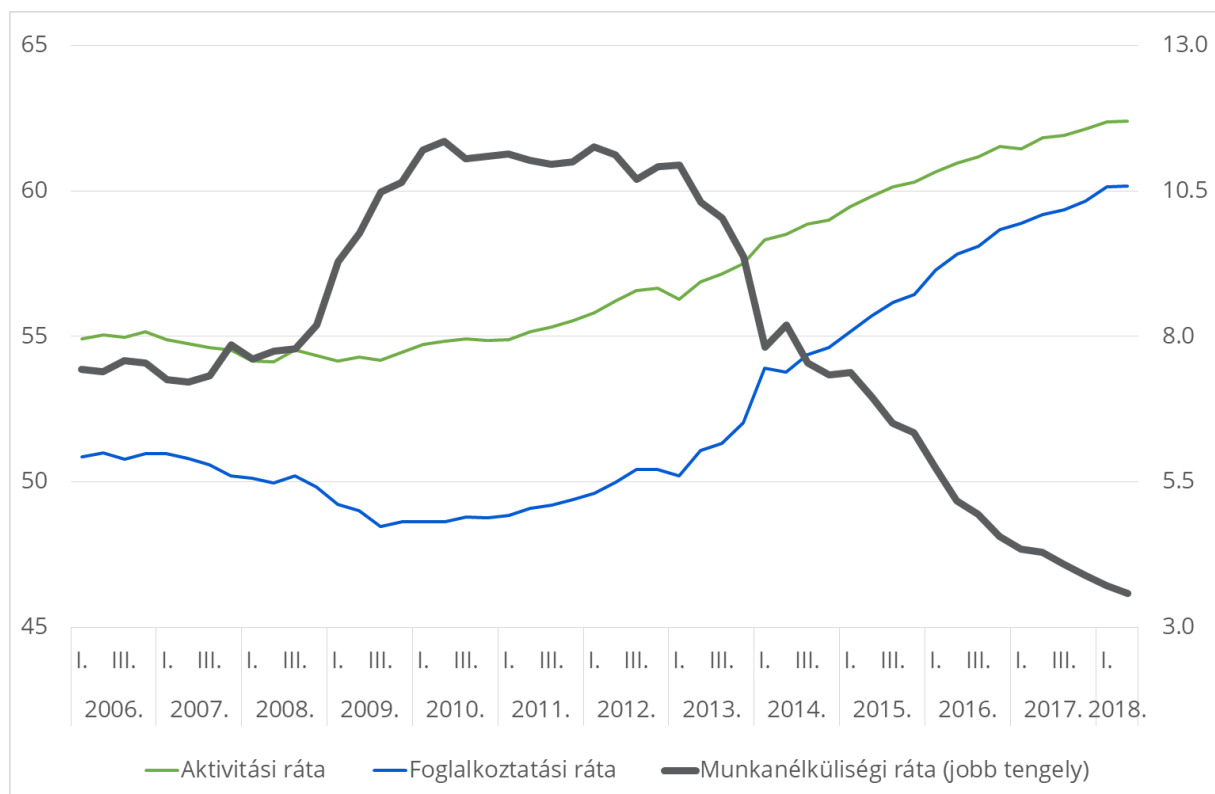
A 2016-os visszafogottabb bővülés után a növekedés gyorsulását a kedvező külpiazi környezet mellett az uniós források gyors lehívása, valamint a laza monetáris és költségvetési politika is támogatta. Felhasználási oldalról a növekedés motorját egyértelműen a belföldi felhasználás és azon belül is a beruházás és a lakossági fogyasztás jelentette (2.1 ábra). A

beruházások dinamikus bővülését az uniós transferek gyors lehívása mellett a kapacitáskorlátok elérése is ösztönözte. A beruházások reálnövekedési üteme 2018 első felében, azaz az uniós források 2016-os kimaradása okozta bázishatás kifutása után is rendkívül magas szinten, 15 százalék körül alakult.

A fogyasztás dinamikus bővülésében a gyors bérnövekedés és a foglalkoztatás emelkedése mellett a fogyasztói bizalom erősödésének is meghatározó szerepe volt mind 2017-ben, mind 2018 első félévében. 2018 első két negyedében a szezonálisan igazított negyedéves fogyasztás dinamikája ugyanakkor enyhén lassult és 2018 június-júliusában a GKI által mért fogyasztói bizalmi index is enyhe romlást mutatott.

A belső kereslet gyors élénkülése az import kereslet bővülésében is érzékelhető volt. 2017-ben és 2018 első félévében az import reálbővülése meghaladta az exportét. A nettó export ebben az időszakban csökkentette a GDP bővülését, miközben az áru- és szolgáltatás kereskedelem egyenleg többlete is mérséklődött.

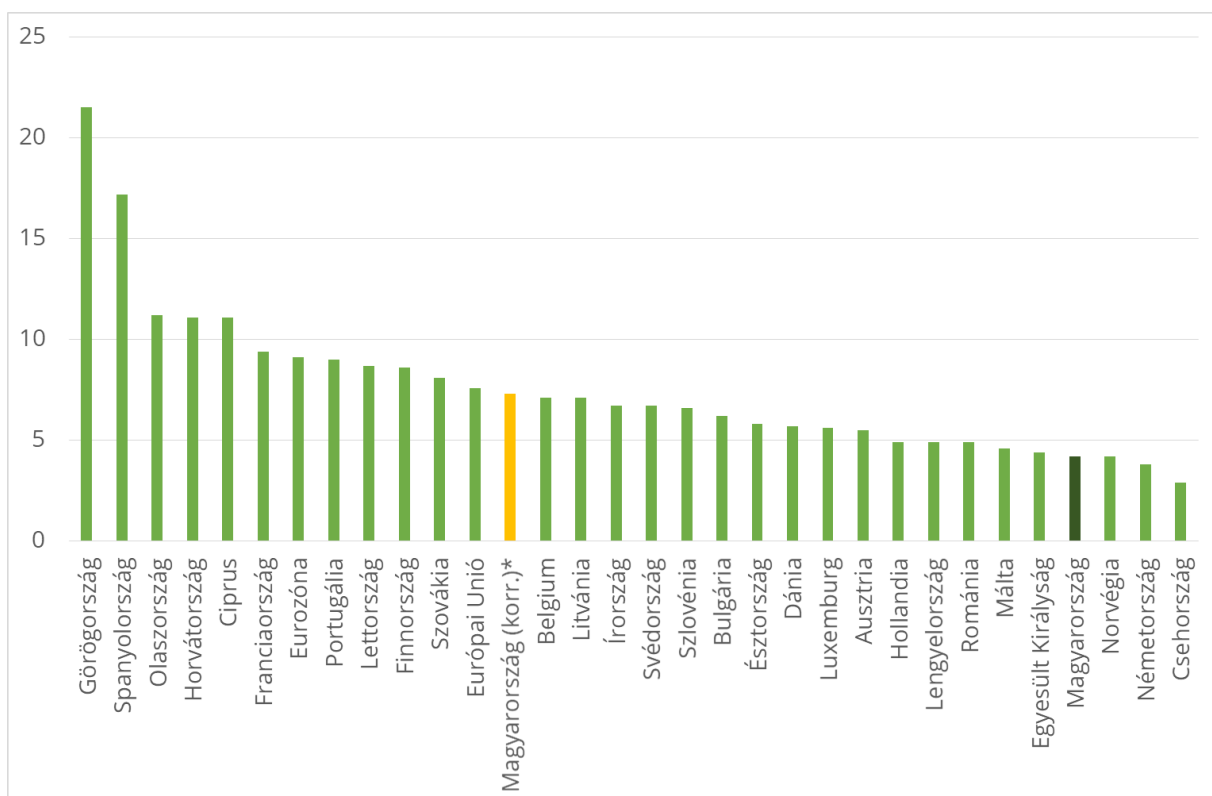
3.2. ábra: Főbb munkapiaci mutatók (százalék)



Forrás: KSH

A dinamikus növekedést a munkaerőpiaci adatok további javulása kísérte (3.2. ábra). 2017-ben az éves átlagos munkanélküliségi ráta 4,2 százalékra mérséklődött, ami uniós viszonylatban is igen alacsony érték (3.2. ábra). Az állami szféra közfoglalkoztatottainak számával korrigálva a mutató 7,3 százalékot tett ki. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 2018 II. negyedévében 3,6 százalékra mérséklődött, ami újabb historikus mélypontot jelent. A foglalkoztatási ráta eközben 60 százalék fölé emelkedett.

3.3. ábra: Munkanélküliségi ráta az unió országaiban (2017 éves átlag, százalék)



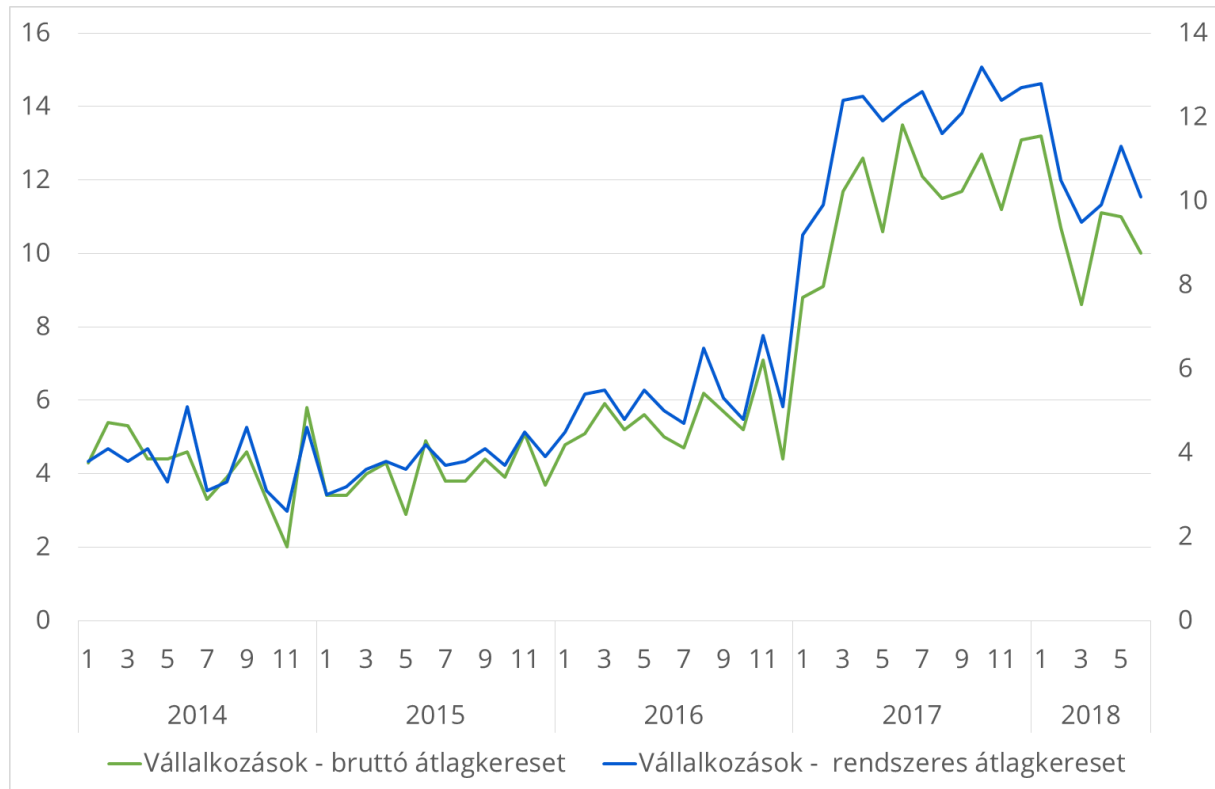
* Az állami szférában közfoglalkoztatottak számával korrigált adat

Forrás: Eurostat, KSH

A munkanélküliség csökkenésével a munkaerőpiac is érezhetően egyre feszesebbé vált, aminek a korábbi tendenciákhoz hasonlóan meghatározó szerepe lehetett a gyors bérnövekedésben. Emellett 2018-ban a megelőző évinél kisebb mértékben, de tovább emelkedett a minimálbér és a garantált bérminimum. A megelőző évinél visszafogottabb minimálbér emelés magyarázza a bérnövekedés 2017-hez képest tapasztalt lassulását, miköz-

ben hozzájárult a továbbra is gyors bérkiráramláshoz. 2018 második negyedében a versenyszféra bruttó átlagbére közel 11 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban, miközben a rendszeres bérek is átlagosan több mint 10 százalékkal emelkedtek (3.4. ábra).

3.4. ábra: A versenyszféra átlagkeresetének alakulása (év/év, százalék)



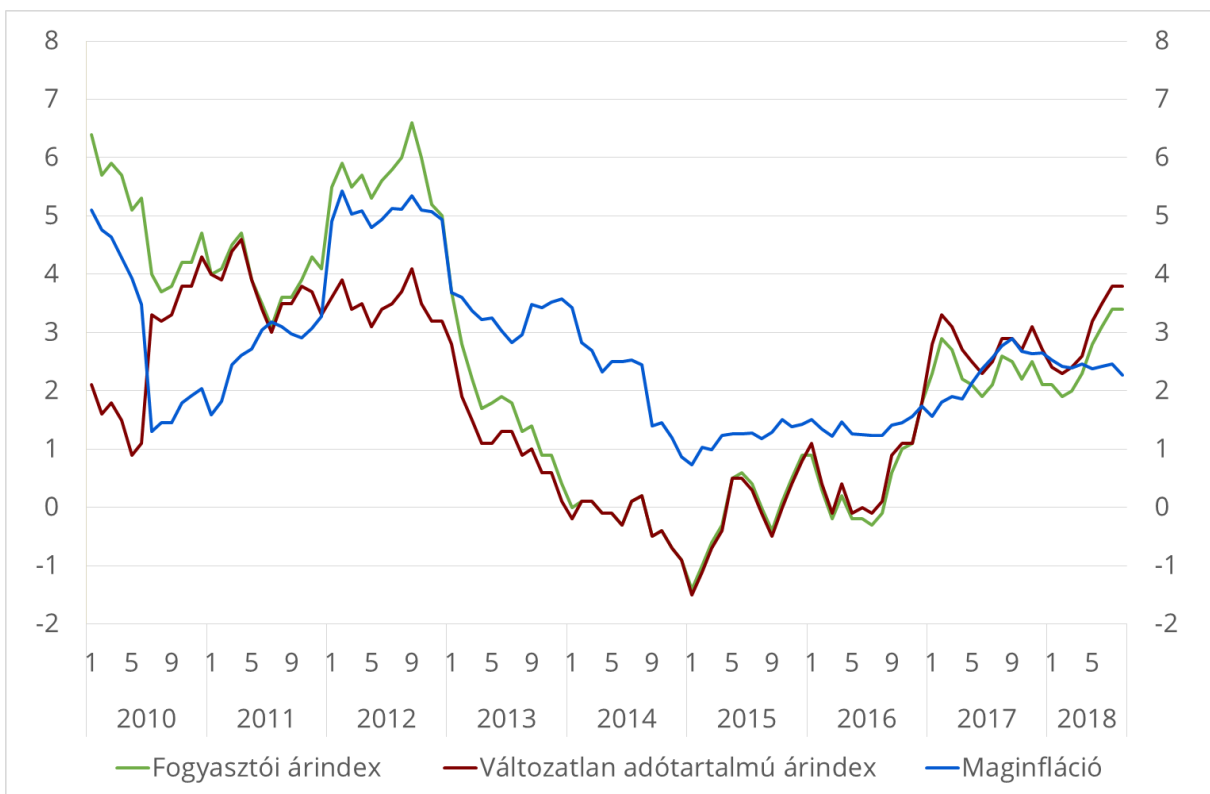
Forrás: KSH

A reálbérek gyors felzárkózása egyelőre nem veszélyezteti a gazdaság versenyképességét. A béremelések versenyképességre gyakorolt negatív hatását ugyanis részben ellensúlyozza a szociális hozzájárulási adó kulcsának a bérmegállapodás keretében vállalt csökkentése, illetve az egész régióban tapasztalható gyorsuló bérfelzárkózás. A nagyvállalatoknál kevésbé termelékeny magyar kis- és közép vállalatoknak azonban komoly problémát okozhat a megemelkedett bérszint kigazdálkodása².

² Európai Bizottság (2018 a).

Az infláció 2017-ben a jegybank 3 százalékos célja alatt ingadozott, majd 2018 elején emelkedésnek indult és 2018 augusztusában az éves áremelkedés üteme elérte a 3,4 százalékot (3.5 ábra). Az infláció gyorsulása ugyanakkor elsősorban a 2017 második felében kezdődő energia árak emelkedéséhez köthető, de szerepet játszott benne a feldolgozatlan élelmiszerek, valamint a dohánytermékek áremelkedése is. Az inflációs alapfolyamatokat jobban megragadó, az energia és szabályozott áraktól, valamint a feldolgozatlan élelmiszerektől megtisztított úgynevezett maginflációs mutató 2017 közepe óta enyhe csökkenő trendet követ és 2018 augusztusában 2,3 százalékot tett ki. A maginflációs mutató dinamikája arra utal, hogy továbbra sincs jelentős inflációs nyomás a gazdaságban és az energiaárak infláció növelő hatásának kifutásával az inflációs alapmutató mérséklődhet.

3.5. ábra: Inflációs mutatók (év/év, százalék)



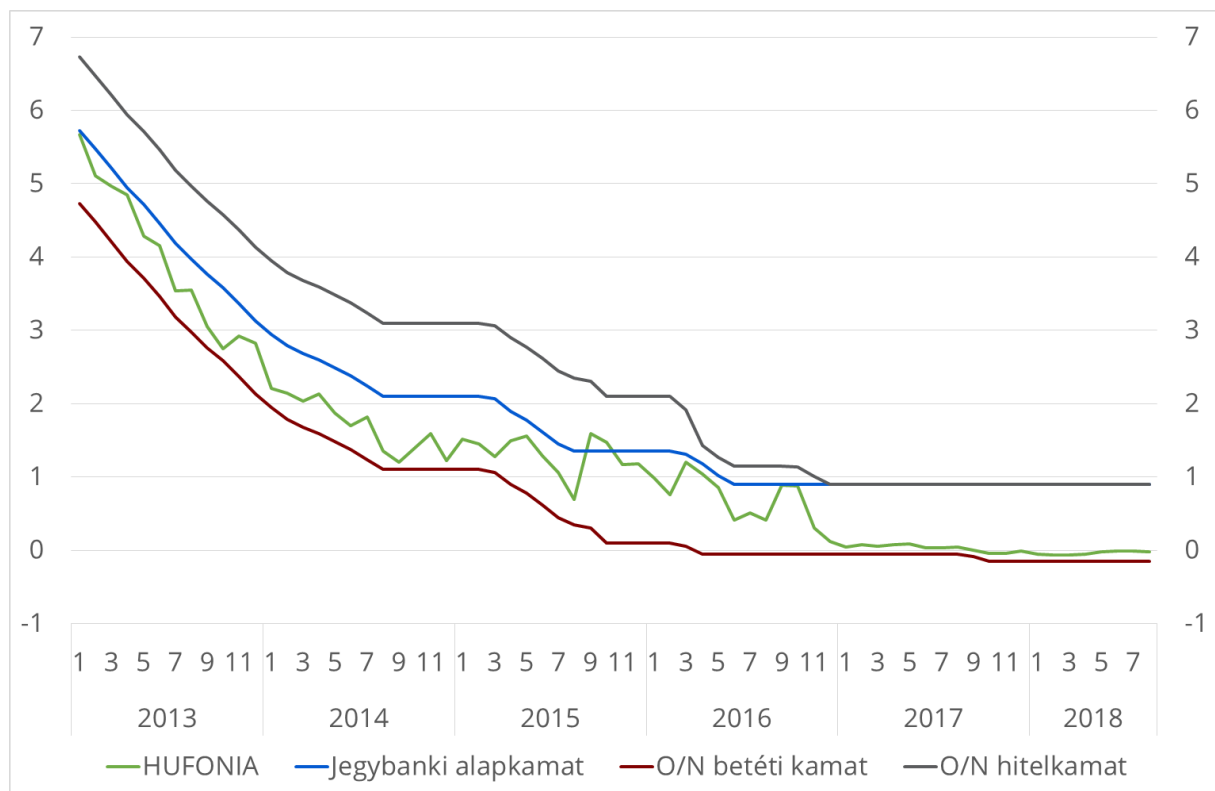
Forrás: KSH

A jegybank 2017-2018-ban is a monetáris kondíciók lazítására törekedett. Miközben az alapkamat mértéke 2016 óta változatlan, a Monetáris Tanács több olyan döntést hozott, melyek a hosszabb lejáratú hozamok csökkentését célozták. A hosszabb lejáratú forintlikviditást nyújtó swapeszköz állományának növelésével – illetve két új program, az 5 és 10

éves monetáris politikai célú kamatcsere eszköz (MIRS) bevezetésével és a hosszabb futamidejű jelzáloglevelek elsődleges- és másodlagos piaci likviditásának növelésével az MNB igyekezett a monetáris lazítást a hozamgörbe hosszabb végén is érvényesíteni.

Az irányadó eszköz, azaz a három hónapos jegybanki betét igénybevételének 2016 októberében bevezetett korlátozása óta a rövid lejáratú piaci hozamok elszakadtak a jegybank irányadó kamatától. Miközben az alapkamat 2016 májusa óta 0,9 százalék, az effektív O/N piaci hozamok átlagát mérő HUFONIA index 2017 októbere óta gyakorlatilag a kamatfolyosó aljához tapadt. A jegybank irányadó instrumentuma igénybevételének korlátozását követően a bankközi forint likviditásfelesleg meghatározó része az egynapos betétben „csapódott ki”. Az egynapos betéti kamat 2017 szeptemberéig -5 bázispontot tett ki, majd a Monetáris Tanács 2017 szeptemberi hatállyal -15 bázispontra csökkentette azt, növelve a kamatfolyosó aszimmetriáját. A kamatfolyosó aszimmetrikus szélesítésével a bankközi piac kamatszintje tovább süllyedt és tartósan 0 százalék körül ingadozik (3.6. ábra).

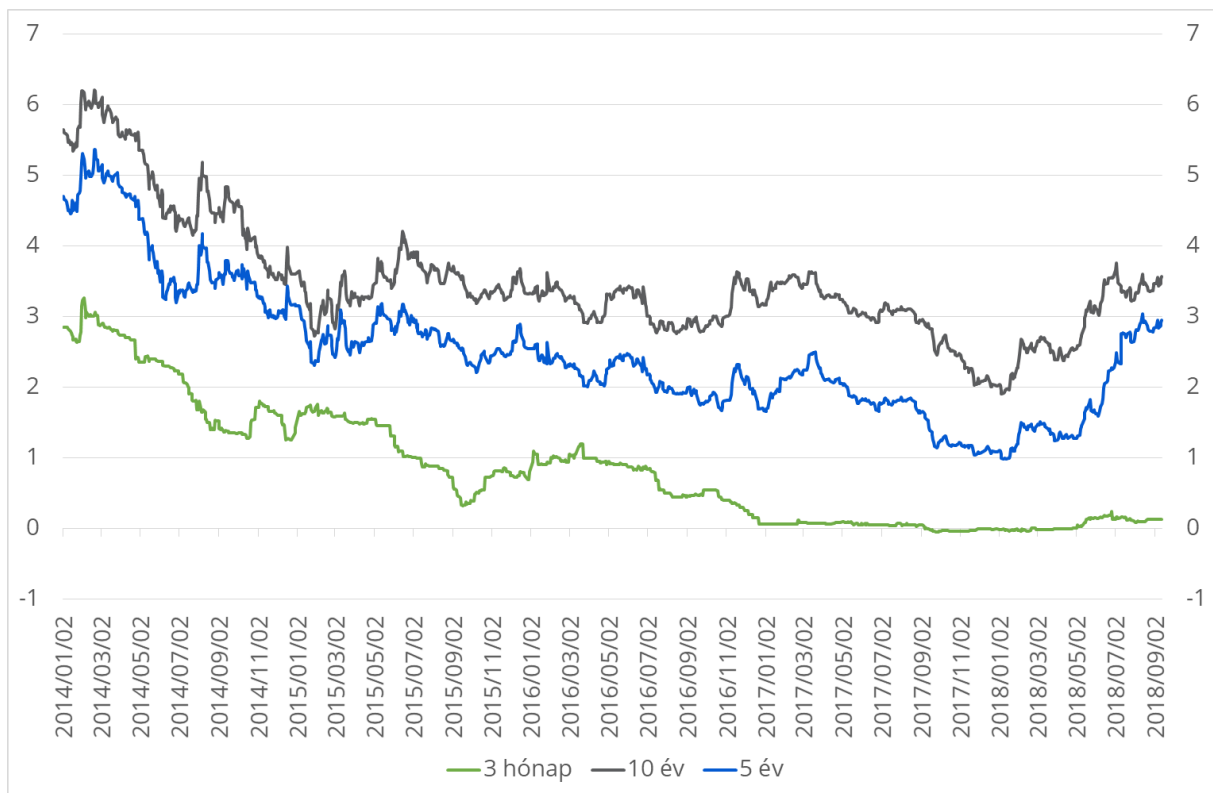
3.6. ábra: A jegybanki kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (havi átlagos értékek, százalék)



Forrás: MNB

A monetáris politikai döntések a teljes hozamgörbén éreztették hatásukat. A három hónapos diszkontkincstárjegyek hozama tartósan 0 százalék körüli szintre csökkent, majd 2018 elején a nemzetközi turbulenciákkal párhuzamosan enyhén emelkedett, de nem érte el a 20 bázispontot. A hosszú hozamok 2017 során több mint 100 bázispontot csökkentek. Az 5 és a 10 éves állampapír hozam 2018 elején rendre 1 illetve 2 százalék közelébe mérséklődött, ami mindkét lejáraton újabb historikus mélypontot jelentett. 2018 elejétől azonban jórészt a nemzetközi folyamatok (lásd 4. fejezet) hatására érdemi hozamemelkedés következett be, így a hosszabb lejáratokon a hozamok az egy évvel korábbi szintjeik fölé emelkedtek (2.7. ábra).

3.7. ábra: A 3 hónapos diszkont kincstárjegy, valamint az 5 és 10 éves állampapír hozamok alakulása (százalék)



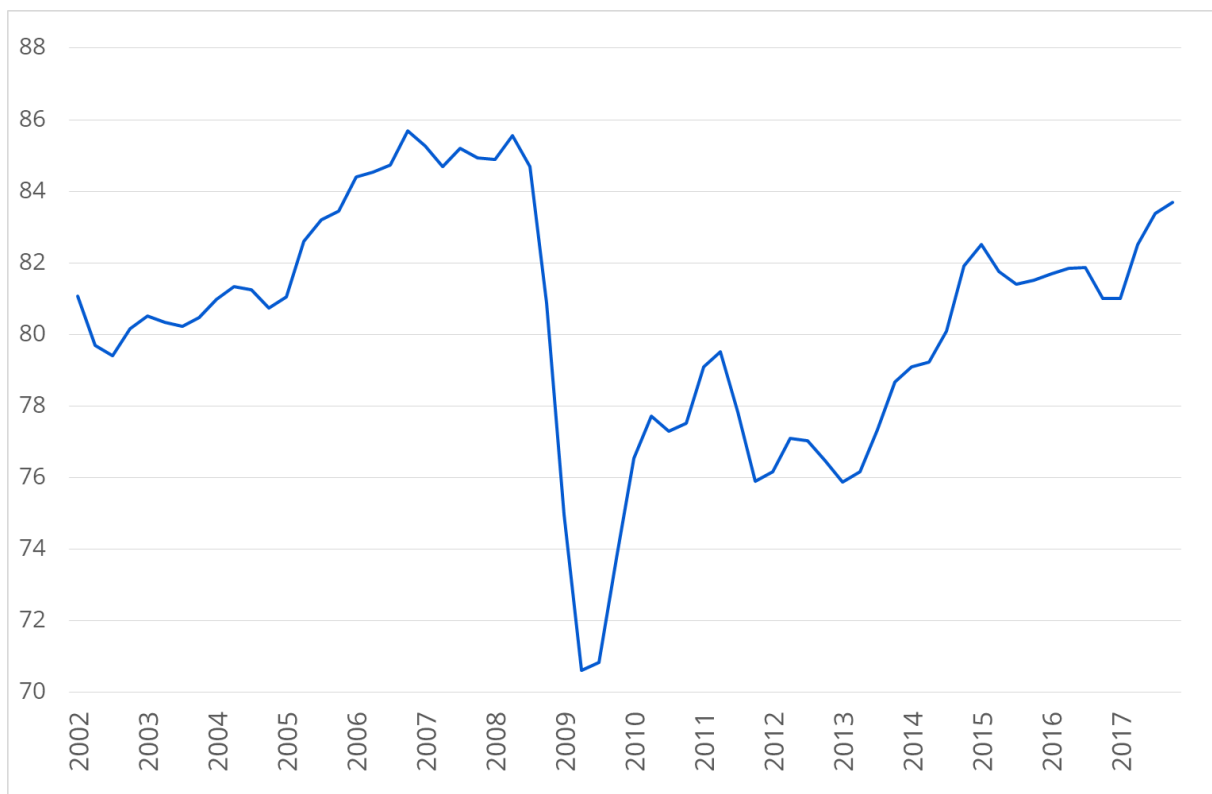
Forrás: ÁKK

A laza monetáris politikával összhangban a fiskális politika is határozottan növekedést támogató irányt követett. 2017-ben a költségvetési hiány a GDP 2 százalékát tette ki, ami csak enyhe, 0,3 százalékos növekedést jelent a 2016-os hiányszinthez képest. Az alacsony

hiány azonban jelentős részben a kedvező ciklikus hatásra, a kamatkidadások csökkenésére és átmeneti bevételnövelő tételre vezethető vissza. A ciklikusan igazított elsődleges egyenleg érdemben, a GDP mintegy 1,2 százalékkal csökkent 2016-hoz képest, azaz a költségvetési politika keresletélénkítő hatású volt.

A gazdaság ciklikus helyzetét tekintve, 2017-ben és 2018 első félévében a kibocsátás becslésünk szerint a potenciális szintje felett alakult, így a kibocsátási rés pozitív. A gazdaság túlfűtöttségére utal egyrészt az ipari kapacitáskihasználtság mutató (2.8 ábra), amely a vállalatok tőkeállományának historikusan is magas, utoljára a válságot megelőző „boom” alatt látott kihasználtságát jelzi. Noha 2017-ben a beruházások élénkülésével számos kapacitásbővítő projekt indult meg, a mutató tovább emelkedett. Az MNB becslése szerint utoljára 2007-ben, közel 3 százalékos kibocsátási rés mellett volt hasonlóan magas az ipari kapacitások kihasználtsága (MNB, 2018 a). Másrészt a munkaerő kapacitáskorlátait jelzi, hogy a hazai vállalatok mintegy 80 százaléka tartja a munkaerőhiányt a növekedés szűk keresztmetszetének.

3.8. ábra: Az ipari kapacitáskihasználtság trendje (százalék)



Forrás: MNB

A termelő vállalatok több mint 85 százaléka jelentette, hogy a munkaerő a növekedés egyik fő korlátja – ez mind az uniós átlagnál, mind a regionális versenytársaknál jóval magasabb arány. A munkanélküliség csökkenése és a munkaórák bővülése az elmúlt években a gazdasági növekedés egyik motorja volt, azonban a tartalékok kimerülni látszanak. Ma már csak a nők körében és egyes régiókban nem tekinthető magasnak a foglalkoztatási ráta, így érdemi javulásra csak e néhány területen lehet számítani. Noha a munkanélküliség historikusan alacsony (3.2. ábra), a közmunkaprogram további leépítése és a bérfelzárkózás kivándorlási folyamatot lassító/visszafordító esetleges hatása rövidtávon teret adhat még további bővülésre, de a demográfiai korlátok elérése a közeljövőben elkerülhetetlennek látszik.

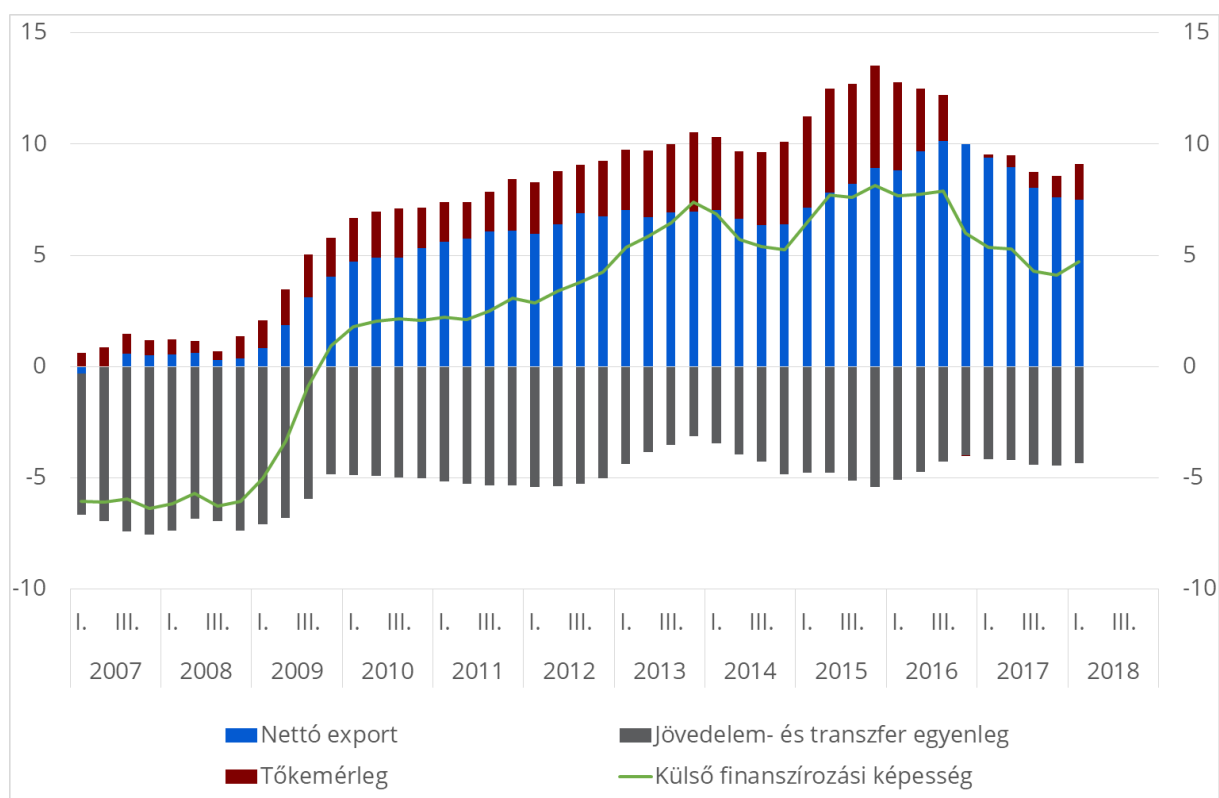
A ciklikus pozícióról alkotott képünket árnyalja a tartósan visszafogott maginflációs dinamika. Amennyiben a gazdaság túlfűtötté válik, arra számítunk, hogy a vállalatok növekvő költségei (a tőke és a munkaerő emelkedő ára) inflációs nyomásként megjelennek a fogyasztói árakban. Az Európai Bizottság 2018 téli országjelentése (Európai Bizottság, 2018) szerint azonban, mivel a magyar bérhányad jóval a hosszú távú átlagos értéke alá esett a válságot követően, az elmúlt években megfigyelt bérnövekedés a trendhez való visszatérést jelzi. A vállalatok azért képesek a béremeléseket végrehajtani anélkül, hogy a fogyasztói árakat emelték volna, mivel ezt az elmúlt években elért historikus átlagnál magasabb profitszint ezt lehetővé tette. Ezt a folyamatot támogatták a hatéves bérmegállapodásban az állam által vállalt járulékcsökkentések is. A visszafogott fogyasztói inflációs dinamika tehát megítélésünk szerint jelenleg összeegyeztethető a pozitív kibocsátási réssel. Fontos azt is megemlíteni, hogy más inflációs mutatók, pl. a lakásárak, az építőipari árindex vagy a GDP deflátor most is gyorsabb áremelkedést mutatnak.

Külső sérülékenység

Magyarország külfölddel szembeni finanszírozási képessége a pénzügyi válsághoz köthető alkalmazkodási folyamat eredményeképpen jelentősen emelkedett és 2015-ben igen magas értéken, a GDP 8 százaléka fölött „tetőzött”. 2016-ban az uniós transzferek

átmeneti csökkenése eredményezett némi korrekciót, így a négy negyedéves külső finanszírozási képesség 6 százalékra mérséklődött. 2017-ben az importot meghaladó exportbővülés a külső finanszírozási többlet további mérséklődését okozta, így a mutató 4 százalék közelébe csökkent. 2018 első negyedévében a négy negyedéves GDP-arányos külső finanszírozási képesség a GDP 4,7 százalékát tette ki, ami – elsősorban az uniós transzferrek növekvő lehívásából eredő, kismértékű korrekciót jelent 2017-hez képest (3.9 ábra).

3.9. ábra: Külső finanszírozási képesség (GDP százaléká, négy-negyedéves kumulált adatok)

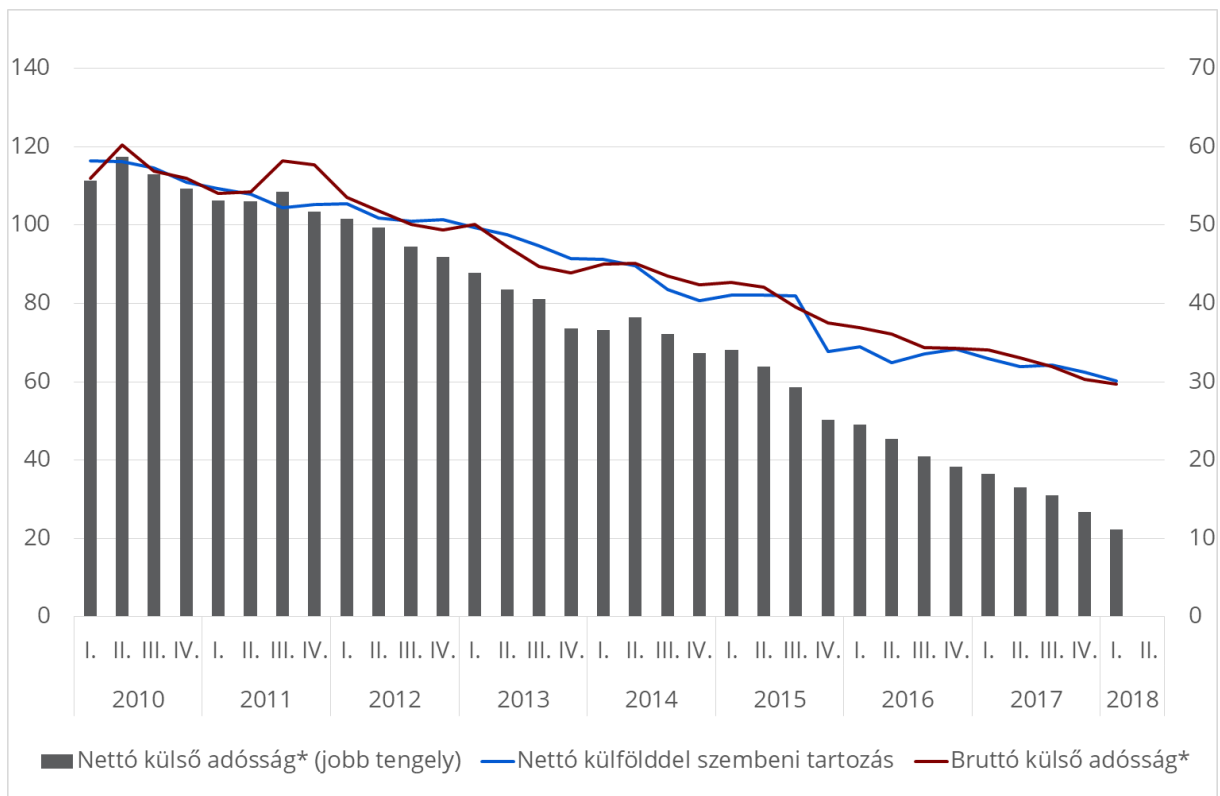


Forrás: MNB Statisztika, KSH

A külső finanszírozás szerkezete továbbra is kedvezően alakult. Az ország nettó megtakarítói pozíciójával összhangban megfigyelhető nettó külső forráskiáramlást a nem adósságeneráló (működőtőke és részvény típusú befektetések) nettó beáramlása kísérte. A nettó nem adósságeneráló forrásbeáramlás 2017-ben a GDP 1 százalékát tette ki, azonban ez elsősorban a működőtőke befektetésekhez kapcsolódó újrabefektetett jövedelemhez és nem friss, zöld mezős beruházásokhoz volt köthető.

A magas külső finanszírozási képességnek valamint a nem adósságtípusú források beáramlásának köszönhetően 2017-2018-ban a külső adósságmutatók további csökkentek. 2018 első negyedévére a nettó külső adósság a GDP 11 százaléká közelébe süllyedt, ami kevesebb, mint ötöde a válság mélypontján mért legmagasabb értéknek. Emellett tovább csökkent az ország nettó külső tartozás és bruttó külső adósságállománya. 2018 első negyedévében mindkét mutató a GDP 60 százaléka körül alakult (3.10 ábra), ami a hasonló fejlettségű országokkal összehasonlítva továbbra is magas, de nem jelent kiugró értékeket.

3.10. ábra: a külső adósság és tartozás mutatók (GDP százaléka)



Forrás: MNB, KSH, OGREsearch számítás

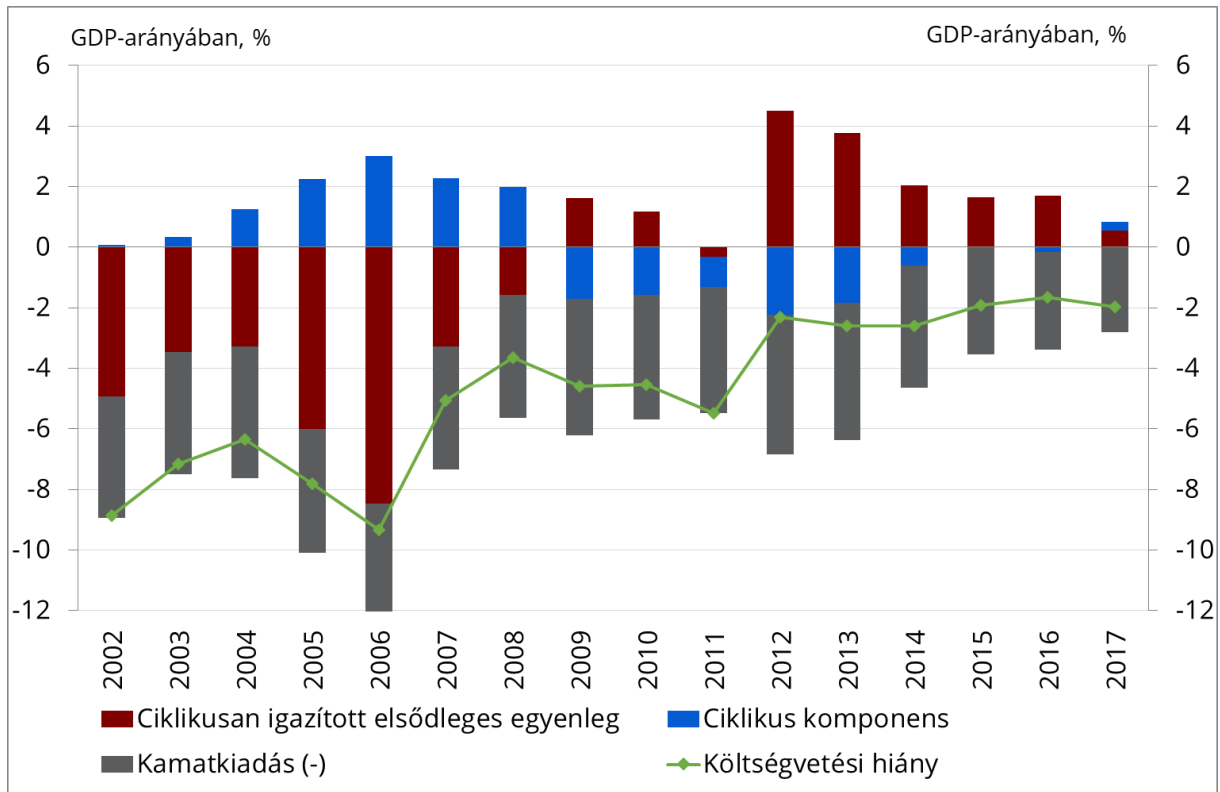
Memo: *A közvetlen tőke alá tartozó tulajdonosi hitelek nélkül

Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság, finanszírozási szerkezet

Költségvetési hiány

2017-ben a költségvetés eredményszámlájának (ESA) hiánya enyhén emelkedett. A hiány a GDP 2 százalékát tette ki, ami 0,3 százalékos növekedést jelent 2016-hoz képest. A hiány emelkedése a ciklikusan igazított elsődleges egyenleg romlásához (a többlet számottevő csökkenéséhez), azaz elsősorban a költségvetési keresletélénkítő intézkedésekhez köthető. Ezt részben ellensúlyozta a ciklikus pozíció jelentős javulása és a kamatkidávások mérséklődése (3.11 ábra). A kibocsátási rés növekedése az adóbevételeken keresztül becsléseink szerint a GDP 0,3 százalékával mérsékelte a költségvetési hiányt. A kamatkidávások pedig a GDP 0,4 százalékával csökkentek 2016-hoz képest. A kamatkidávások csökkenése elsősorban a tartósan alacsony inflációs környezet és a mérséklődő kockázati prémium következtében csökkenő piaci kamatok, valamint az államadósság fokozatos átárzódásának következménye.

3.11. ábra: a költségvetési hiány és komponenseinek alakulása (GDP százalékában)



Forrás: KSH, OGResearch becslés

2017-ben tovább folytatódott a ciklikusan igazított elsődleges többlet 2012-óta tartó csökkenése. Az alapfolyamatok is az egyenleg romlása irányába hatottak, de ezt erősítették a költségvetési intézkedések is, így az egyenleg a 2016-ra becsült 1,7 százalékos értékéről a GDP 0,5 százaléka közelébe mérséklődött. A költségvetési lazítás lényegében a GDP 0,4 százalékaival meghaladta a kamatmegtakarítás és a kedvező ciklikus helyzet által generált bevétel-növekedés összegét (összesen a GDP 0,8 százaléka). A költségvetési egyenleget ugyanakkor 2017-ben jelentősen, a GDP 0,4 százalékaival javították olyan átmeneti tételek, mint az állami földértékesítésből származó bevételek vagy a növekedési adóhitel hatása. A ciklikus hatás mellett a fenti, átmeneti tételektől is megtisztított, úgynevezett strukturális elsődleges egyenleg a GDP 0,2 százaléka körül alakult.

A jelentős mértékű költségvetési lazítás az adóterhek érdemi csökkentését célozta. Az egy-
 séges 9 százalékos társasági adókulcs bevezetése, a pénzügyi szervezetek különadójának

mérséklése, a KATA összeghatárának emelése a vállalati adóterheket csökkentette. A szociális hozzájárulási adó 27 százalékról 22 százalékra történő mérséklése és a családi adókedvezmény növelése a bérre rakódó adóterheket mérsékelte. További bevételkiesést okozott az ÁFA-kulcsok egyes termékcsoportokat érintő, célzott csökkentése. Emellett a költségvetési hiány növekedése irányába hatott a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, mivel az állami bérkiadások emelkedésének hatását nem ellensúlyozta a bértömeg növekedésből eredő adóbevétel emelkedés. Érdemi bevétel-növekedés származott ugyanakkor az állami földek értékesítéséből.

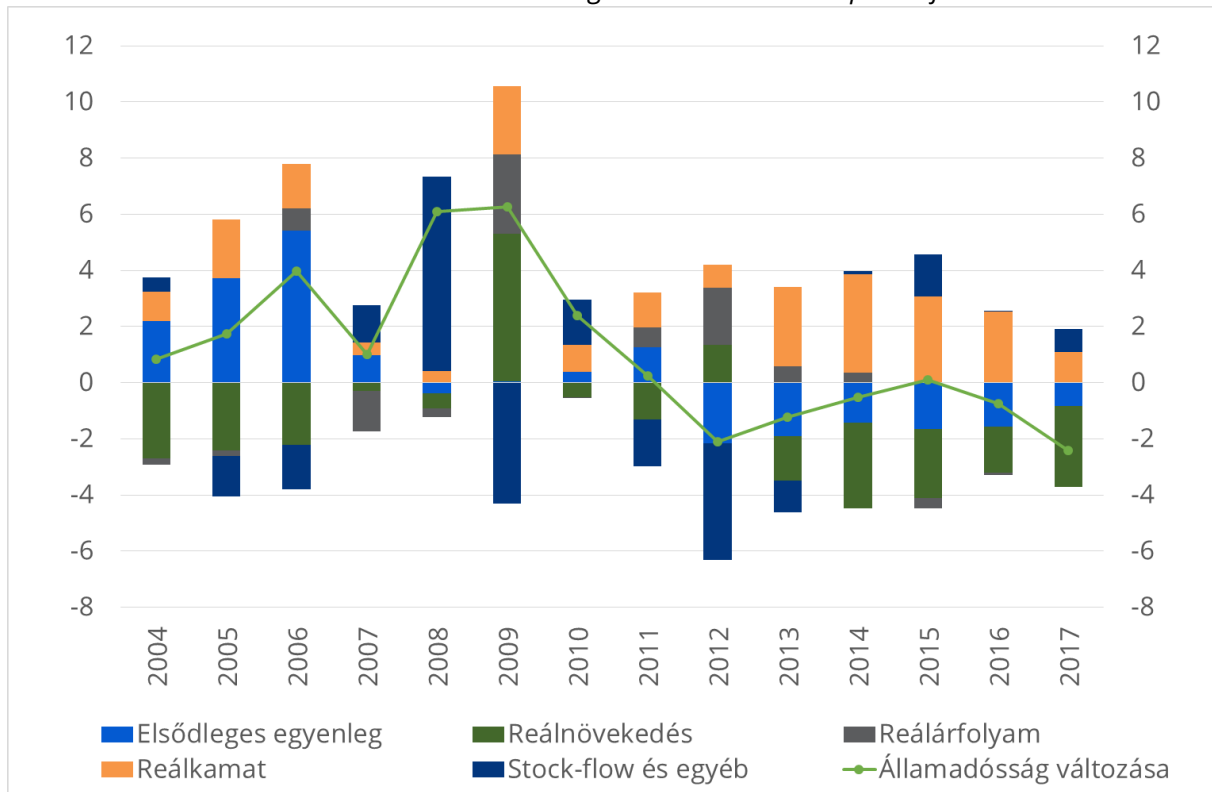
Becslésünk szerint strukturális hiánymutató 2017-ben a GDP 2,6 százaléka fölé emelkedett. A markáns költségvetési lazítás ellenére az eredményszemléletű hiány továbbra is jóval alacsonyabb a maastrichti kritériumok 3 százalékos hiányszabályánál. Ugyanakkor az egyensúly közeli elsődleges strukturális egyenleg és a GDP -2.8 százalékát kitevő kamategyenleg együtt arra utal, hogy az ESA hiánymutató lényegében csak az átmeneti bevételek és a potenciálist meghaladó kibocsátás (pozitív kibocsátási rés) miatt alacsony, és ezek hiányában csak kismértékben maradt volna el a 3 százalékos küszöbértéktől. A strukturális költségvetési hiány 2,6 százalékra történő emelkedése arra utal, hogy a költségvetésben fognak a tartalékok és a gazdasági növekedés átmeneti – akár külső okokhoz köthető – lassulása esetén a hiány könnyen a 3 százalékos küszöbérték fölé emelkedhet.

[Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezők](#)

Az államadósság 2017 végén a GDP 73,6 százalékát tette ki, ami közel 6 százalékpontos csökkenést jelent a 2011-ben tapasztalt 80,5 százalékos „csúcshoz” képest. Míg 2011-12-

ben az úgynevezett stock-flow³⁴ tételek játszották a meghatározó szerepet az adósságráta csökkenésében, 2013 óta az adósságcsökkenés elsősorban a reálnövekedéshez és az elsődleges egyenleg többletéhez köthető (3.12. ábra).

3.12. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója



Forrás: KSH, OGResearch számítás

Megjegyzés: A dekompozíció során az implicit forint-reálkamatot és a reálárfolyam változást a GDP-deflátor alapján számítottuk

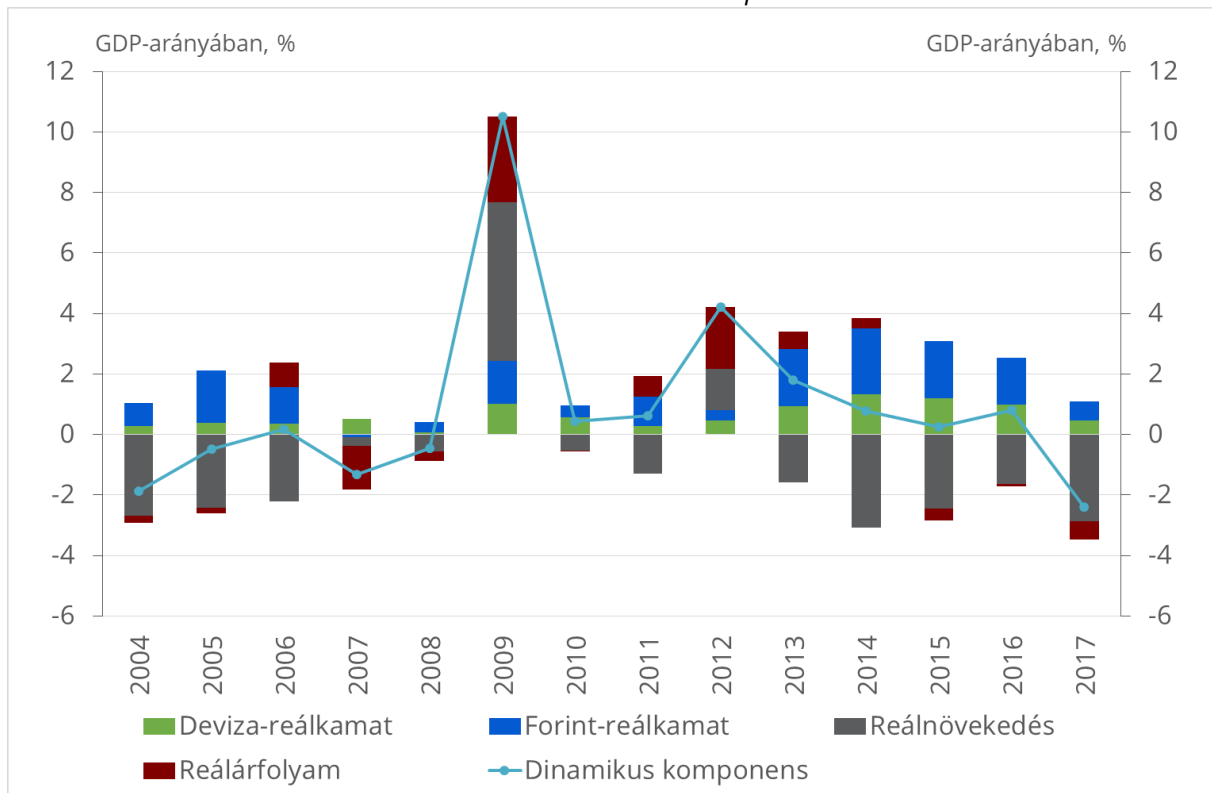
³ Elemzésünkben stock-flow tételeknek nevezzük azon tranzakciók, jellemzően finanszírozási tételek összhatását, amelyek nem részei a költségvetés elsődleges egyenlegének, ugyanakkor hatnak az államadósság alakulására. Ezek közül a legfontosabbak az állami vagyon értékesítéséből származó privatizációs bevételek; az állam pénzügyi eszközállományának változásával összefüggő adósságállomány változás, az állam adósságvállalásai, illetve az uniós források előfinanszírozásával illetve utólagos megtérítésével kapcsolatos adósságváltozások.

⁴ A 2011-hez képest kedvező stock-flow hatásban meghatározó szerepet játszott a magánnyugdíjpénztárak portfóliójának átvételével összefüggő adósságcsökkentés is.

2017-volt a válság óta az első olyan év, amikor a reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés hármassá, azaz az úgynevezett dinamikus komponens összehatása érdemi adósságcsökkenést eredményezett (3.13. ábra). Ez elsősorban a gyors reálgazdasági növekedés adósságcsökkenítő hatásának, másodsorban az adósságra fizetett reálkamat mérsékeltebb adósságnövelő hatásának köszönhető.

A dinamikus komponens adósságra gyakorolt hatásában meghatározó szerepet játszik az adósságra fizetett kamatköltség, az úgynevezett implicit kamat alakulása. Az elmúlt években mind az állampapír piaci hozamok, mind az euró kamatok esetében jelentős csökkenést figyelhettünk meg, ami a tartósan alacsony inflációhoz, illetve a tartósan laza monetáris politikához volt köthető (3.14. ábra). Emellett a szuverén magyar adósságra fizetett kockázati felár is számottevően mérséklődött, így az államadósság marginális finanszírozási költsége, azaz az új kibocsátásokra és újonnan felvett hitelekre fizetett kamat csökkent.

3.13. ábra: A dinamikus* komponens

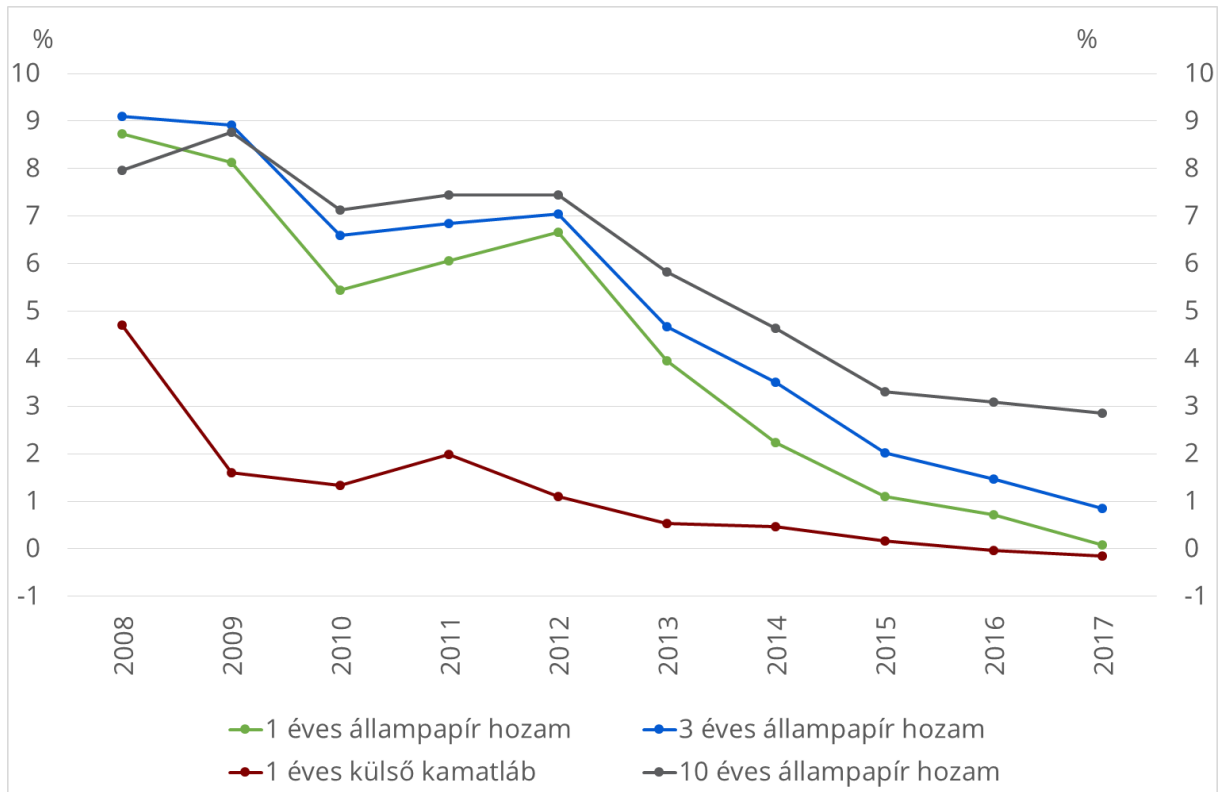


Forrás: KSH, OGRsearch számítás

*A dinamikus komponens a kamat, a reálárfolyam és a növekedés, azaz a makrogazdasági tényezők múltban felhalmozott adósságon keresztül az adósságdinamikára gyakorolt összehatását mutatja.

A csökkenő hozamkörnyezet ellenére az adósságra fizetett implicit kamatok sokáig nem csökkentek, a reál implicit kamatok pedig egyes években emelkedtek is. Ez a folyamat elsősorban az adósság lassú átárazódásával állt összefüggésben, aminek hatására a piaci hozamok csökkenése csak fokozatosan, késleltetve jelenik meg a teljes adósság finanszírozási költségében. A fenti folyamat következménye ugyanakkor az is, hogy a piaci hozamok lassuló csökkenésének ellenére 2016-17-ben is folytatódott az implicit kamatok markánsabb mérséklődése. A nominális finanszírozási költségek csökkenése mellett a külső infláció megemelkedése, illetve a hazai GDP-deflátor megugrása (az árindex 3,7 százalékkal emelkedett) a reál értelemben vett implicit kamatok markáns csökkenését eredményezték.

3.14. ábra: A piaci hozamok alakulása (százalékpont)



Forrás: ÁKK, OGResearch számítás

Az államadósság finanszírozási szerkezete

Magyarország sérülékenységének, illetve ahhoz kapcsolódóan a szuverén kockázati felárának fontos tényezője, hogy milyen az államadósság finanszírozási szerkezete. Ebben a tekintetben hosszan fennálló jellegzetessége a magyar államadósságnak a magas deviza részarány és a külföldi szereplők jelentős tulajdoni hányada. Az elmúlt években az adósságkezelési stratégiát ezen tényezők figyelembe vételével alakították ki, ezért mostanra az adósságfinanszírozási szerkezet érdemben átalakult.

Az államadósság devizaaránya

Korábban a forint leértékelődése a magas devizaarány következtében komoly veszteségeket okozott a magyar állam számára, ugyanis a leértékelődés azonnal megemelte az államadósság kamatterhét. Emellett az árfolyam gyengülése a devizaadósság átértékelődésén keresztül az államadósság rátát és a tőketörlesztési terhet is növelte. Ezen problémákra választ keresve az új adósságkezelési stratégia azt a célt tűzte ki, hogy érdemben

növelje a belföldi, forintalapú források szerepét az adósságfinanszírozásban. A devizaforrások mellőzéséhez erőteljesebb forintalapú kibocsátásra, illetve a forintalapú állampapírok iránti kereslet növelésére volt szükség. Ennek elérését két fő intézkedés segítette: egyrészt az ÁKK lakossági állampapír programja, másrészt pedig az MNB önfinanszírozási programja. Ezek hatására a lakossági állampapírok állománya 2018-ra az államadósság közel negyedét teszi ki, az államadósság devizaaránya pedig 2018 végére 19 százalékra csökkenhet.

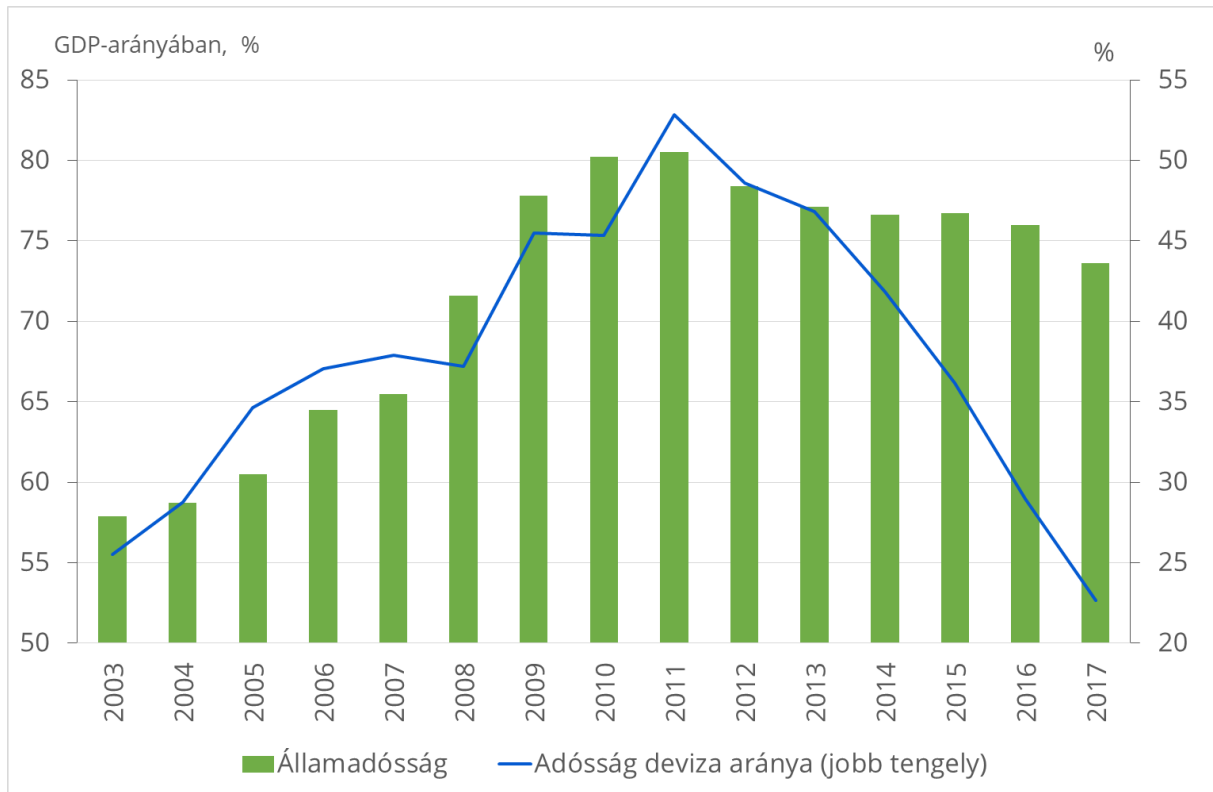
Az államadósság tulajdonosi köre

A feltörekvő piaci országok adósságának esetében jellemző a külföldi befektetők erőteljes tulajdonosi jelenléte, ez alól pedig Magyarország sem kivétel. Az egyes tulajdonosi körök viselkedése érdemben hozzájárulhat a szuverén kockázat alakulásához, ami hazánk esetében különösen a pénzügyi válság idején vált láthatóvá. Míg a lakossági befektetők többségében lejáratig tartják a megvásárolt állampapírokat, addig a főként külföldi háttérű intézményi befektetők a hazánkkal szembeni kitettségüket a kockázati megítélésük szerint aktívan változtatják. Ez utóbbi az állampapírok másodpiacán olyan erőteljes eladói nyomáshoz vezethet, ami a hozamok drasztikus emelkedését eredményezi. A tartósan fennálló állampapír-piaci feszültség szélsőséges esetben az aukciók teljes megghiúsulásához vezethet, ez pedig a magas refinanszírozási igény miatt komoly finanszírozási kockázatot jelent.

A külföldi háttérű befektetők tulajdonosi aránya a pénzügyi válságot követően 50 százalék körül alakult, és érdemi csökkenő tendenciát egészen 2015-ig nem tapasztalhattunk. 2015-től viszont a külföldi tulajdonban lévő forintállomány dinamikus csökkenésnek indult, és 5000 milliárd forintról 2017 első negyedévére 3200 milliárd forintra csökkent. A legfrissebb adatok szerint 2018 első negyedéve óta enyhe növekedés figyelhető meg. A külföldiek részaránya 22 százalékra növekedett 2018 harmadik negyedévében.

A magyar államadósság finanszírozási szerkezetének érdemi változása, ami hozzájárulhatott a szuverén kockázat mérséklődéséhez, illetve ehhez kapcsolódóan a hitelminősítői megítélésünk javulásához. 2018-ban Magyarország továbbra is a befektetésre ajánlott kategóriában tartozik mind három meghatározó hitelminősítőnél.

3.15. ábra: A maastrichti államadósság ráta és annak devizaaránya



Forrás: ÁKK, OGR számítás

4. Meghatározó nemzetközi trendek

Ebben a fejezetben azokat a világgazdasági eseményeket tekintjük át, amelyek a magyar gazdaság számára kiemelten fontosak. Ilyennek tartjuk a fejlett világon belül az USA és az eurózóna reálgazdasági teljesítményét, az euró és a dollár kamatkörnyezetet és a meghatározó devizapiaci trendeket. Foglalkozunk továbbá az olajpiaccal és a feltörekvő piaci régió helyzetével, azon belül is főként Kínával, mint a globális növekedés egyik fő hajtóerejével.

A világgazdaság szempontjából az elmúlt egy évet leginkább meghatározó események között a világkereskedelmi feszültségeket, egyes feltörekvő országok (Oroszország, Törökország) pénzügyi válságát, illetve az olasz parlamenti választás körüli bizonytalanságot említhetjük. A pénzügyi piacokon továbbra is meghatározó, hogy az amerikai Fed folytatja a kamatemelési ciklust, míg az Európai Központi Bank (EKB) továbbra is laza monetáris politikáról adott iránymutatást. A nyersanyagpiacon tovább folytatódott az olaj árának emelkedése.

A globális növekedés az IMF legfrissebb prognózisa szerint a 2017-es 3,7 százalékos szintről 2018-ban és 2019-ben 3,9 százalékra nőhet, amelyhez mind a fejlett mind pedig a feltörekvő országok fellendülése hozzájárulhat. A fejlett európai térség növekedése ugyanakkor az elkövetkező években két százalékos szint körül alakulhat.

A főbb világgazdasági régiók áttekintése

Egyesült Államok

Az Egyesült Államok gazdasága éves szinten közel 2,3 százalékkal növekedett 2017-ben. 2018 első felében folytatódott a gazdasági fellendülés. A második negyedévben a GDP évesítve 4,2 százalékkal nőtt a megelőző negyedévhez képest, elsősorban a lakossági fogyasztás és a kormányzati kiadások bővülése miatt. Noha a dinamika lassulhat a következő negyedévekben, az elemzők várakozásai szerint az év hátralévő részében is folyta-

tódhat a dinamikus növekedés. Folytatódott a munkaerő-piac feszebbé válása, a munkanélküliségi ráta májusban 3,8 százalékra, 17 éves mélypontra süllyedt, ami közel áll a teljes foglalkoztatáshoz. Az OGR Research szeptemberi előrejelzése alapján az amerikai gazdaság növekedési üteme fokozatosan mérséklődhet, és középtávon az éves növekedés 2 százalék körül alakulhat.

A Fed által preferált inflációs mérőszám, az ún. személyes fogyasztási kiadások index (Personal Consumption Expenditures - PCE) júliusban 2,3 százalékra emelkedett a növekvő olajárak és keresletoldali nyomás hatására. A makrogazdasági folyamatokkal összhangban a Fed folytatta kamatemelési ciklusát, és 2018 szeptemberére az irányadó kamatláb sávját 2,2-2,5 százalékra emelte a Nyíltpiaci Bizottság. A pozitív kibocsátási rés és a feszes munkaerőpiac miatt a Fed várakozásunk szerint még legalább egyszer emeli irányadó kamatlábat az idei év során. A piaci szereplők várakozásai és a Fed kommunikációja is a kamatemelési ciklus folytatására utal.

A Trump-adminisztráció által eddig bevezetett és a kilátásba helyezett további importvámok növelik a bizonytalanságot és komoly kockázatokat jelentenek mind az Egyesült Államok növekedésére, mind a globális konjunktúrára.

Európa

Utoljára a válság előtt látott mértékű, 2,7 százalékos éves gazdasági növekedést mutatott az euró zóna 2017-ben. A fellendülő globális kereskedelem nagy lökést adott az exportáló országoknak, míg a laza monetáris kondíciók és a historikus magasságokba szökő bizalmi mutatók mellett a belföldi fogyasztás is erőteljesen bővült. 2018 első felében lassult a bővülés dinamikája, és a piaci konszenzus szerint a növekedés üteme fokozatosan mérséklődhet a következő években. A zóna növekedésre lefelé mutató kockázatként azonosítható az elmúlt időszak romló ipari termelés, a konjunktúraindikátorok korrekciója, illetve a Trump-adminisztráció által eddig bevezetett és a kilátásba helyezett további importvámok miatti bizonytalanság.

2018 júliusban az infláció átmenetileg a 2 százalékos cél fölé emelkedett a növekvő olajárak és keresletoldali nyomás hatására. Ugyanakkor az EKB legfrissebb előrejelzésében

továbbra is az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál az előrejelzési horizonton. Az EKB inflációs előrejelzését nem módosította, az eurozóna inflációját idén és jövőre is 1,7 százalékra prognosztizálják. A változékony árindexű elemek nélkül számított maginfláció továbbra is 1 százalék körül alakul, és csak fokozatosan emelkedik. A lassú emelkedést, a feszedő munkaerőpiac felől érkező költségoldali hatások és az euroövezet egyes területein megjelenő munkaerőhiány magyarázzák.

Mindezek miatt fennállhat annak a kockázata, hogy az elmúlt időszakban tapasztalt erős gazdasági növekedést nem csak a kibocsátási rés záródása hanem a potenciális növekedés ütemének emelkedése is magyarázta. Egy a korábbiaknál erősebb alapfolyamat pozitív irányú kockázatot jelent a magyar gazdasági növekedésre is. A jövőbeli kilátásokat ugyanakkor jelentős bizonytalanság övezi, ugyanis az elmúlt időszakban világszerte erősödő geopolitikai kockázatok kétségessé teszik a globális konjunktúra folytatódását.

Az EKB júniusi jelzése alapján idén fokozatosan mérsékli az eszközvásárlások ütemét, és várhatóan az év végén befejezi az európai kötvényvásárlási programot. Ugyanakkor a piaci várakozások és a EKB kommunikációja alapján legalább 2019 nyaráig fennmaradhat a 0,05 százalékos irányadó ráta, így a monetáris kondíciók az euroövezetben továbbra is lazák maradnak.

Az OGRsearch eurózónára vonatkozó előrejelzése szerint az éves reálnövekedés idén 2 százalékra süllyedhet, míg jövőre enyhén tovább, 1,9 százalékra mérséklődhet. Ez a növekedési ütem továbbra is meghaladja az övezet hosszú távra várt bővülési ütemét.

Feltörekvő gazdaságok, Kína

A feltörekvő gazdaságokban megfigyelt 5 százalék körüli növekedést elsősorban a belföldi fogyasztás támogatta. Az elmúlt évek alacsony árszintjei után fokozatosan normalizálódó olaj- és nyersanyagárak javították a nyersanyagexportáló országok helyzetét, így Brazília illetve Oroszország is a vártnál gyorsabban lábalt ki a recesszióból. Kína és India gazdaságát a fellendülő kereskedelem okán javuló nettó export és a fogyasztás támogatta, míg a beruházások bővülési üteme lassult.

Az IMF júniusi előrejelzése szerint Kína esetében folytatódik a fokozatos lassulás, aminek következtében idén 6,6 százalékkal, 2019-ban pedig 6,4 százalékkal nőhet reálértelemben. Az USA-Kína kereskedelmi feszültségek éleződése negatív kockázatot jelent a következő években. Az amerikai kamatemelési várakozások fokozódásával párhuzamos kockázatkezelés egyes sérülékeny országok esetében az árfolyamok gyengülése irányába hatott. A befektetői megítélés romlásának hatására a hosszú hozamok emelkedése is felgyorsult, így ezen országok esetében lassabb növekedési és magasabb inflációs pálya várható.

Összefoglalva elmondható, hogy a feltörekvő piaci gazdaságok aktivitása mára rendkívül heterogén képet mutat, de mivel a globális pénzügyi kondíciók továbbra is lazák maradhatnak az IMF a kedvező konjunkturális folyamatok fennmaradására számít. 2018 és 2019 során is 5 százalék körül folytatódhat a feltörekvő országok növekedése (IMF, 2018).

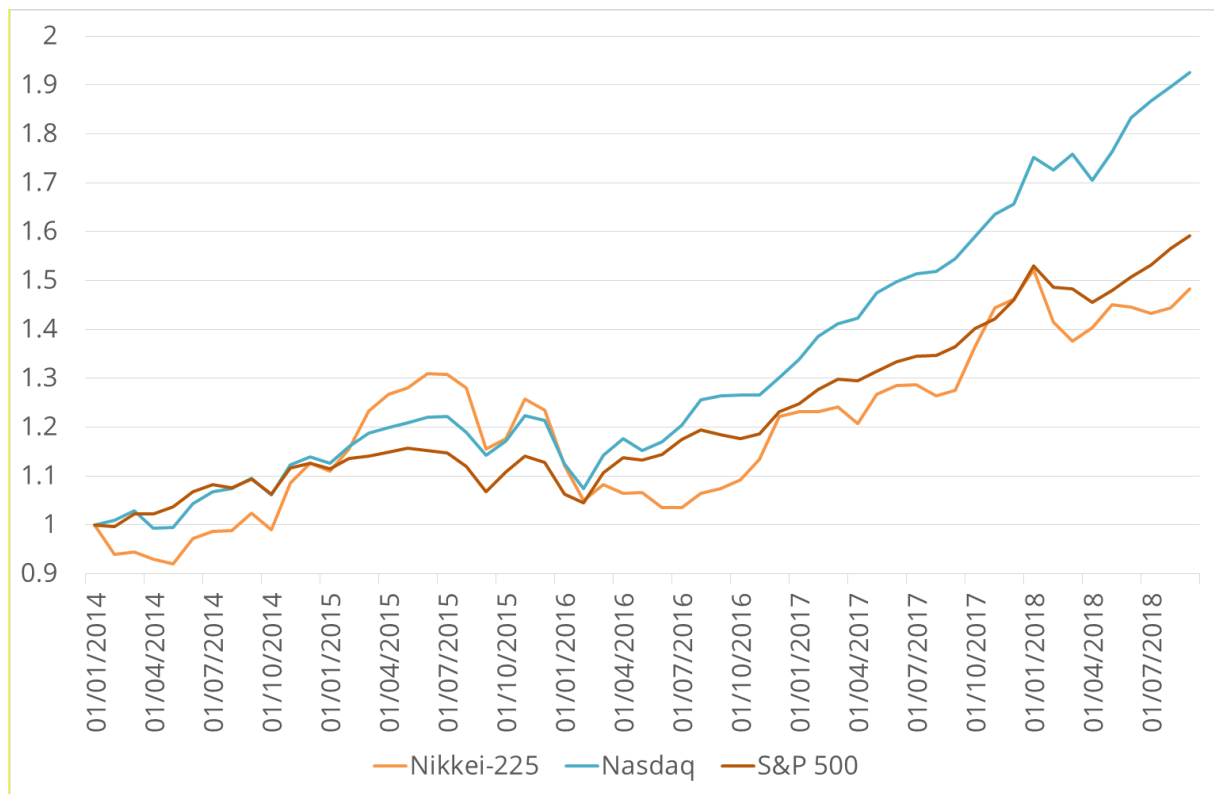
Pénz- és tőkepiaci folyamatok

2018 január elején erőteljes korrekció következett be a globális részvénypiacokon. A historikusan is kiemelkedő „bikapiac” azóta is tovább folytatódott. 2018 január végéig a világ meghatározó részvénypiaci indexei mind folytatták dinamikusan emelkedő trendjüket.⁵ A hónap végén azonban hirtelen megváltozott a helyzet. Miután az Egyesült Államokban az elemzők által vártnál erősebb, éves szinten 2,9 százalékos januári bérnövekedésről adtak számot, a befektetők hirtelen megrettentek a növekvő inflációs nyomás és a Fed esetleges meredekebb kamatemelési ciklusának kilátásaitól. A globális részvénypiacok meredeken

⁵ A legnagyobb súllyal bíró amerikai részvényindexek közül az S&P 500 és a technológiai túlsúlyos NASDAQ index rendre 25 és 32 százalékos éves emelkedést mutattak, új történelmi csúcsokat elérve. Töretlen optimizmus uralkodott a meghatározó európai és japán piacokon is, a német DAX index egy évre visszatekintve 5 százalékkal emelkedett, míg Japán esetében meghatározó Nikkei 225 index 24 százalékos éves növekedést mutatott 2018 januárjában. A fejlődő országok piacait követő MSCI EM index is 38 százalékos éves szintű pluszt mutatott.

estek, a bejelentést követően 5-10 százalékos korrekciót mutattak a meghatározó részvényindexek (4.1. ábra). A befektetői hangulat jelentős romlását mutatta a VIX-index⁶ 2015 óta nem látott magasságokba szökése is. Ugyanakkor a korrekciót követően tavasszal a főbb tőkepiacok újra magukra találtak, és azóta tovább folytatódott a részvények emelkedése. Mindeközben egyes feltörekvő piacokon megállt a növekedés, és az árak ingadozása érdemben emelkedett.

4.1. ábra: Meghatározó részvénypiaci indexek (2014 január1.=1)



Forrás: Bloomberg

A kötvénypiacok az európai és amerikai monetáris politika folytatódó széttartására számítanak. A kötvénypiacok hozamemelkedése megelőzte a részvénypiacok idegességét. A 10 éves amerikai államkincstárjegy hozama 2017 szeptemberétől 2018 szeptemberéig közel 100 bázispontot emelkedett, 3,09 százalékos értéke hétéves csúcst jelent. A rövid távú

⁶ A VIX-index az S&P 500 részvényindex opciós ügyleteiből számított mutató, amely a piaci szereplők volatilitására (vagyis kockázatra) vonatkozó rövid távú várakozásait mutatja. Piaci körökben „félelem index”-nek is nevezik.

hozamok ennél valamivel nagyobb mértékben emelkedtek, az amerikai hozamgörbe így laposabbá vált, miközben felfelé tolódott. Ez arra utal, hogy a befektetők várakozásai emelkedtek a várható kamatokkal és inflációval kapcsolatban. Ezzel egy időben az euró hozamgörbe⁷ alig mutatott érdemi változást. A hozamgörbe alakjának változatlansága azt tükrözi, hogy az elmúlt egy évben sem az inflációval, sem az euró kamatokkal kapcsolatos piaci várakozások nem változtak a vártnál erősebb gazdasági növekedés ellenére. A két hozamgörbe eltérő alakulása arra utal, hogy a piacok az EKB és a Fed monetáris politikájában széttartó irányt várnak.

A devizapiacokon az idei év folyamán a dollár erősödése volt a meghatározó jelenség. Noha 2018 szeptemberében megfigyelhettünk némi korrekciót, a dollár teljesítményét átfogóan mutató dollár index (DXY) alapján elmondható, hogy az év eleje óta két százalékos felértékelődés ment végbe a főbb devizákkal szemben. Az idei felértékelődés ellenére a dollár kitartó gyengesége nehezen összeegyeztethető a monetáris politika fejleményeivel. A Fed 2016 óta állhatatosan viszi véghez kamatemelési ciklusát, és a kamatról döntő Nyílt-piaci Bizottság várakozásait mutató ún. „dot-plot” grafikon további emelkedő kamatpályát vetít előre. Eközben az EKB esetében az irányadó ráta az előrejelzési horizont végéig nulla közeli maradhat. Noha nem volt példa nélküli az elmúlt évtizedekben, hogy a dollár a monetáris szigorítás ellenére is gyengüljön, mégis úgy véljük, hogy a közeljövőben megnőtt a dollár további erősödésének esélye.

Magyarország kockázati mutatói kedvezően alakultak, ugyanakkor az emelkedő nemzetközi hozamok és a befektetők csökkenő kockázatvállalási hajlandósága a magyar hozamokban is éreztette a hatását. A magyar 5 éves szuverén CDS felár folytatta csökkenő trendjét, és az év első részében 85-90 bázispont között mozgott. A felár csökkenése részben a nemzetközi és a régióban is megfigyelhető trendeket követi, de az is hozzájárult, hogy a három nagy hitelminősítő közül kettő is stabilról pozitív kilátásúra változtatta Magyarországot – befektetésre ajánlott – minősítését. A magyar hosszú hozamok, követve a

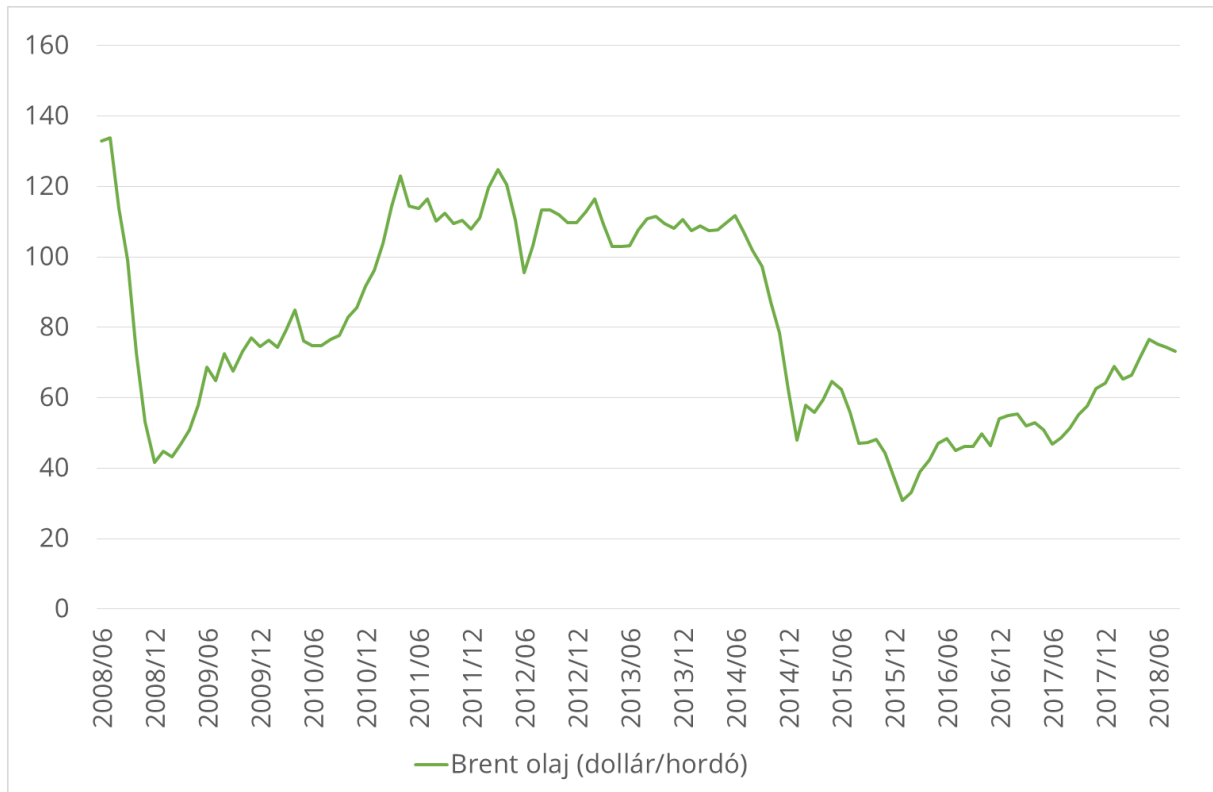
⁷ A kockázatmentes euró alapú államkötvényhozamok szerkezetét tükröző hozamgörbe.

globális folyamatokat 150 bázispontot emelkedtek az év eleje óta, ugyanakkor továbbra is historikusan alacsony szinteken finanszírozható az ország adóssága.

Olajár

Az olajárak a 2017 eleji 55 dollár körüli szintekről folyamatosan emelkedve 2018 májusára elérték a hordónkénti 75 dolláros árat, majd 71-80 dolláros sávban ingadoztak. Az olajárak emelkedésében a keresleti és kínálati tényezők egyaránt szerepet játszottak. A kínálati oldalon a Brent kőolaj árát előbb az olajtermelő országok egy meghatározó csoportjának (OPEC, Oroszország és Kazahsztán) a kitermelés korlátozására vonatkozó 2016 novemberi megállapodása, majd a venezuelai termelés belpolitikai problémák miatti szinte teljes kiesése, végül a közel-keleti geopolitikai feszültségek (Irán, Szíria) tolták felfelé. A robusztus globális kereslet emellett kitartóan húzta felfelé az olajárat. Ezzel párhuzamosan azonban az amerikai kitermelés historikus csúcsra emelkedése, illetve a Kínával szemben fokozódó külkereskedelmi feszültségek részben ellensúlyozták az árnyomást. Emellett az elmúlt időszak olajpiaci árait az is befolyásolta, hogy az OPEC és az OPEC-en kívüli olajexportáló országok a 2018 június végi bécsi megállapodás szerint 2018 júliustól a kitermelést fokozatosan emelik.

4.2. ábra: a Brent típusú olaj hordónkénti ára dollárban



Forrás: Bloomberg

Világkereskedelmi feszültségek

Az Egyesült Államok és kereskedelmi partnerei közti feszültségek a globális konjunkturális kilátások és tőkepiaci kilátások szempontjából is fontos témává váltak. Az első hullámban, 2018 januárjában bevezetett kereskedelmi védővámok viszonylag szűk piacot (mosógépeket és napelemeket) érintettek. A második hullámban az USA az acél- és alumíniumipari termékeket érintő védővámokat emelte meg márciusban. Válaszul az EU és Kanada is vámkokat vetett ki elsősorban acél- és alumínium árukra, valamint több hagyományos amerikai termékre. Ezután a Kínából származó importot célzó intézkedések következtek, melyek már sokkal szélesebb termékkört érintettek. Az USA oldaláról két lépésben 25 százalékos vám került kivetésre összesen 50 milliárd dolláros termékkörre. Kína válaszul azonos mértékű vámot vetett ki szintén 50 milliárdos termékkörre. Végül 2018 szeptember végén további 200 milliárdos termékkört érintő intézkedéscsomagot vezetett be az USA.

A korábbi gyakorlatnak megfelelően Kína 60 milliárdos termékkörre jelentett be válaszkérelmet.

Az elemzők az eddig bejelentett vámintézkedések és a kereskedelmi feszültségek további fokozódását feltételezve is végeztek szimulációkat a várható makrogazdasági következmények kapcsán. A becslések szerint az eddig bevezetett intézkedések legfeljebb 0,2 százalékponttal lassíthatják a globális növekedést.

5. Középtávú előrejelzésünk alappályája

Ebben a fejezetben bemutatjuk középtávú, 10 éves előrejelzésünk alappályáját. A később bemutatásra kerülő alternatív forgatókönyvekben azt elemezzük, hogy a nemzetközi környezettel kapcsolatos eltérő feltevések milyen hatást gyakorolnak a makrogazdasági változókra az alappályához képest.

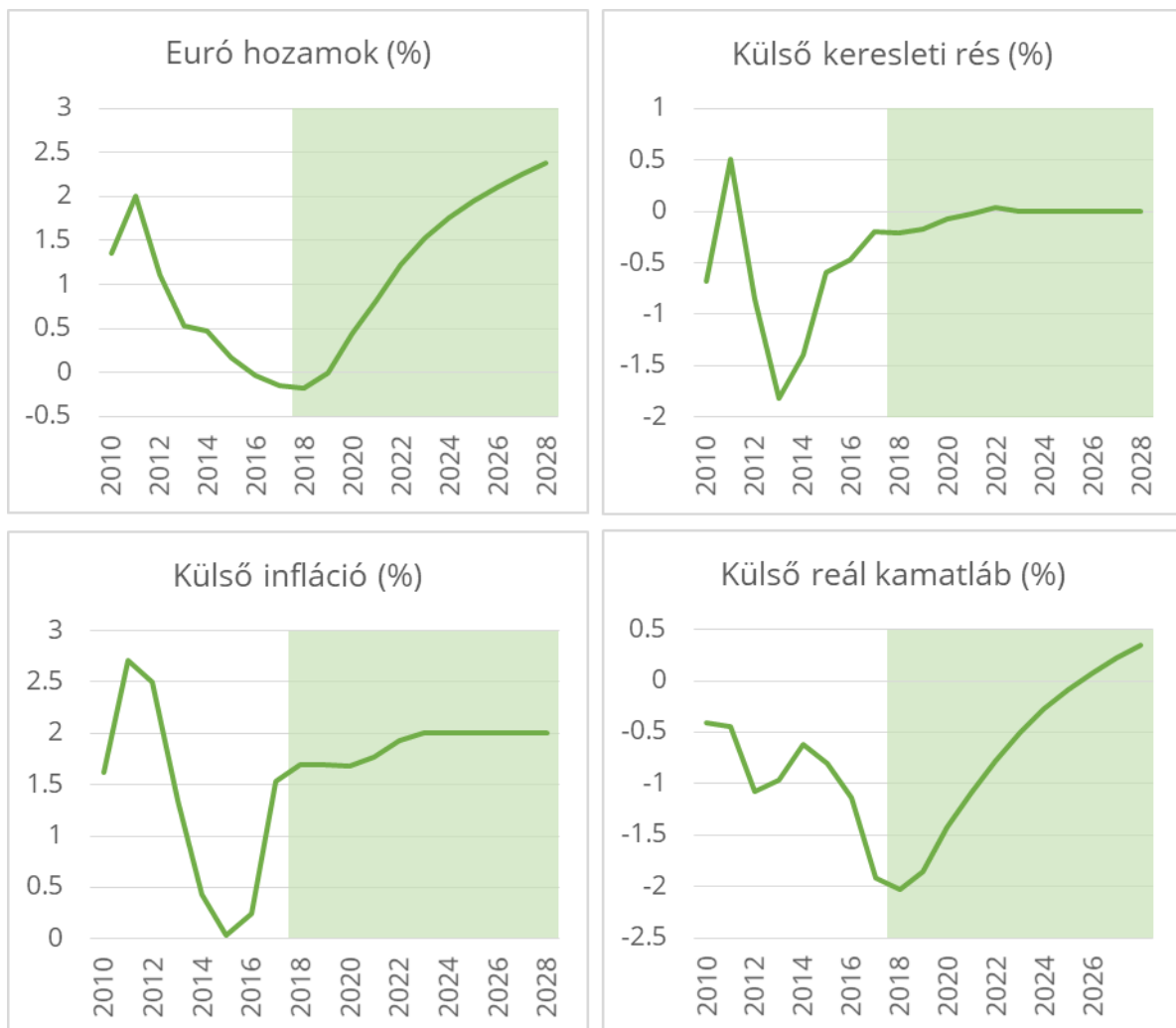
Külső feltevések

A világgazdaság tovább erősödött az elmúlt évekhez képest, mely elsősorban ciklikus tényezőkkel magyarázható. Bár a piaci várakozások alapvetően pozitívak, a fellendülés ciklikus jellege és az elmúlt hónapok eszkalálódó kereskedelmi konfliktusai alapján a gazdaság növekedési ütemének mérséklődését várjuk mind a globális piacokon, mind az előrejelzésünk számára leginkább releváns régióban, az euróövezetben. A visszafogottabb növekedés felé mutat az uniós „problémák” megoldatlansága is: a magas adósságállományok, a pénzügyi stabilitási feszültségek, a strukturális reformok hiánya, valamint a Brexit miatt megnövekedett bizonytalanság. Ez utóbbi esetében egyre nagyobb esély mutatkozik az ún. „no deal Brexit”-re, mely különösen érzékenyen érintené az Európai Unió pénzügyi szektorát.

Az nyersolaj piacán az elmúlt években látott tendenciák (lásd 4. fejezet) alapján arra számítunk, hogy az előrejelzési horizont első felében a kínálati tényezők fognak elsősorban dominálni. Ez alapján a venezuelai termelési problémák és az Irán elleni szankciók hatása nem fogja teljes mértékben kompenzálni az OPEC-egyezmény kivezetése után újra a termelés szolgálatába állított kapacitások, a palaolaj-technológia további előretörése illetve a stabilizálódó líbiai politikai helyzet mentén növekvő kínálatot, így az olajár mérsékelt csökkenésére számítunk a következő egy év során. Várakozásaink szerint a Brent típusú kőolaj hordónkénti ára 2019 során 71 dollár körül alakul, majd ezt követően évi 3-4 százalékkal emelkedik. Hasonló pályára számítunk más nyersanyagáraknál is, és ahogyan az olajár esetében, úgy ezeknél is elsősorban a fejlődő országokból érkező növekvő kereslet áll az áremelkedés hátterében az előrejelzési horizont második felében.

Az eurózónában az elmúlt hónapokban tapasztalt magasabb infláció elsősorban a növekvő nyersanyagáraknak volt köszönhető, ez utóbbi tendencia azonban várakozásaink szerint nem folytatódik. A maginfláció és az inflációs várakozások továbbra is az EKB célja alatt vannak, mivel a régió kereslete az elmúlt időszak magasabb növekedése ellenére még mindig visszafogott. Ennek megfelelően azt várjuk, hogy külső infláció csak 2020 után indul érdemi növekedésnek, és csak 2023-ban éri el az euróövezeti jegybanki célt, ezért továbbra is laza monetáris politikára számítunk, ami miatt csak jövőre kezdődhet el az EKB kamatemelési ciklusa.

5.1. ábra: az alappálya külső feltevései



Memo: A modellben a külső feltevések az euroövezetre vonatkoznak.

Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A magyar gazdaság jövőbeni alakulása nagyban függ az eurózóna növekedési kilátásaitól, az alacsony inflációs és kamatkörnyezettől, valamint az uniós források időbeni alakulásától.

Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy az uniós transferek 2017-2018 során tapasztalt intenzív leívása és felhasználása még 2019-ben is folytatódik. 2019 után azonban a felhasználható alapok kimerülnek, és az új, 2021-ben kezdődő uniós költségvetési ciklusban már a korábbinál kisebb mértékben állnak Magyarország rendelkezésére nem visszatérítendő források, ami számottevő mérséklődést okoz a növekedési kilátásokban.

A vállalatok beruházási aktivitása 2019 során még élénk marad, egyrészt a kedvező kamatkörnyezet és a szegmensben folyamatosan oldódó hitelezési feltételek, másrészt az uniós források felhasználása révén. Bár nemzetközi trendek hatására a pénzügyi kondíciók szigorodása hamarosan kezdetét veszi, és az uniós források kimerülése is hamarosan bekövetkezik, pár nagyberuházás segíthet részben kompenzálni az ebből fakadó csökkenő beruházási aktivitást 2019 után. Ilyen beruházás lesz a BMW nemrég bejelentett debreceni gyárépítési projektje vagy a Mercedes bővítési tervei. Ezek hatása ugyan évente 0,1-0,2 százalékkal is segítheti a GDP növekedését (MNB, 2018 b), azonban ez sem tudja meggátolni, hogy a potenciális növekedés a jelenleg becsült 3,7-3,8 százalékos szintről 2023-ra 3 százalék alá csökkenjen.

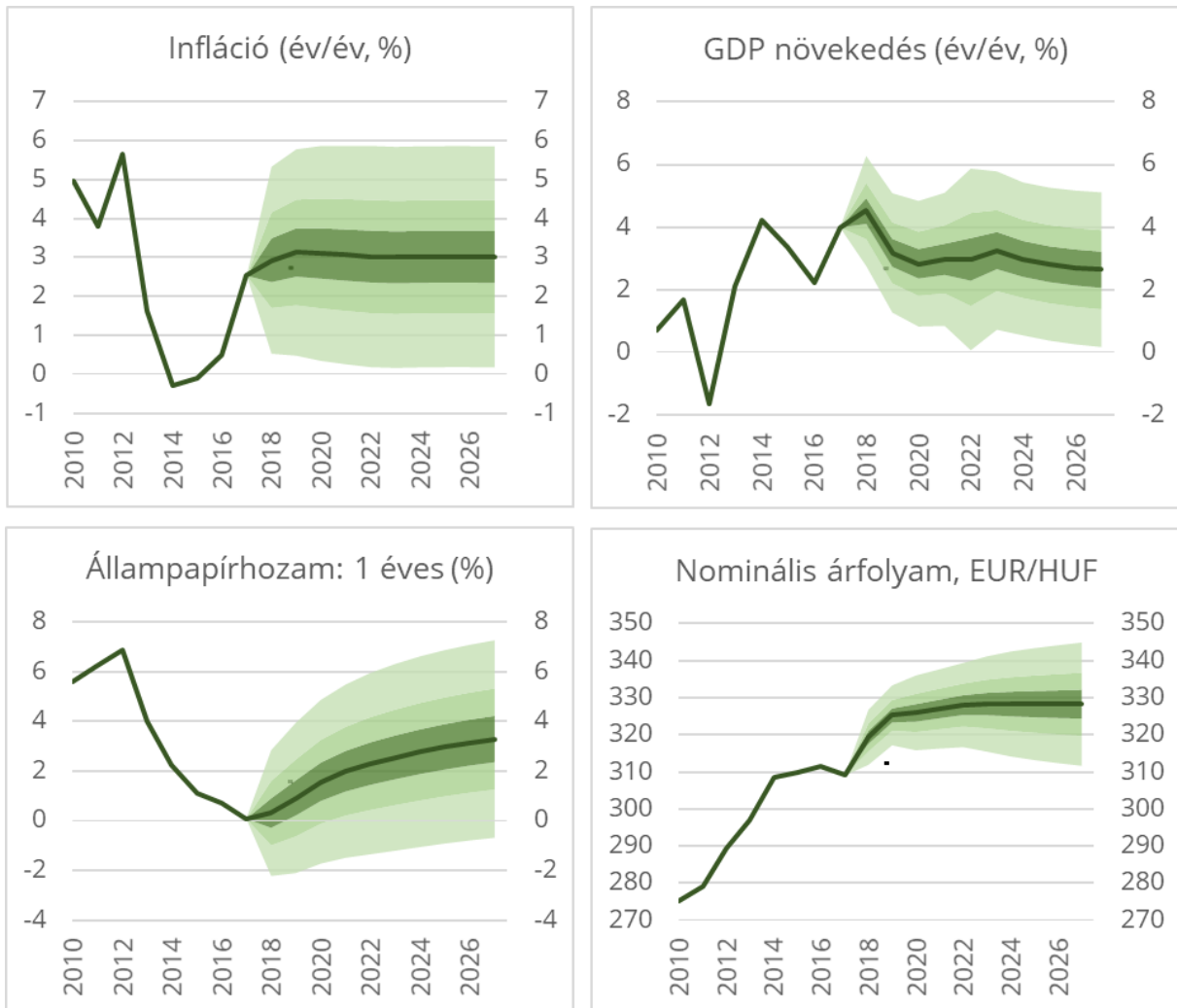
Rövidtávon a lakosság rendelkezésre álló jövedelemének gyors növekedése tovább erősítheti a lakossági keresletet. A növekvő foglalkoztatás, az emelkedő bérdinamika és az élénk lakáspiac rövidtávon még fennmarad, hosszabb távon azonban a strukturális korlátok (előregedő és csökkenő népesség, korlátozott termelékenységbővülés) és a ciklikus tényezők megszűnése (kedvezményes ÁFA kivezetése, kormányzati költségek visszafogása) érvényesülnek és a lakossági fogyasztási és beruházási kiadások emelkedése lassulhat. A kibocsátási rés a 2018-ra becsült 1,3 százalékos értékről fokozatosan záródik, vagyis az enyhe gazdasági túlfűtöttség megszűnik.

Összességében alappályánknban arra számítunk, hogy a reál GDP növekedése 2018-ben 4,5 százalék lesz.⁸ 2019-ben még érezhető lesz az uniós forrásból finanszírozott beruházások és az élénk lakossági kereslet hatása, a növekedési ütemet 3,2 százalékra, azonban 2020-tól a növekedés 3 százalék alá mérséklődik, majd 2028-ra a növekedés 2,5 százalék közelében stabilizálódik (5.2. ábra).

Az infláció 2018-ban – elsősorban a megugró nyersanyagárak miatt –2,9 százalékos átlaggal megközelíti a jegybanki célt, majd a laza fiskális és monetáris politika, valamint a feszes munkaerőpiac és a túlfűtött kereslet hatására 2019-ben azt meg is haladja, de még így is a jegybank tolerancia sávján belül marad. Bár a jegybanki kommunikáció arra utal, hogy a monetáris szigorítás kezdete még várat magára, előrejelzésünkben arra számítunk, hogy az inflációs nyomás erőteljesebb megjelenésével és a globális monetáris szigorítással 2019-ben végül megkezdődik a kamatemelési periódus.

⁸ Előrejelzésünk némileg optimistább más hazai illetve nemzetközi intézmények prognózisánál, azonban ezek a becslések jellemzően még nem tartalmazzák a második negyedévi GDP-adat kiugróan jó végleges értékét.

5.2. ábra: az alappálya főbb makrováltozói

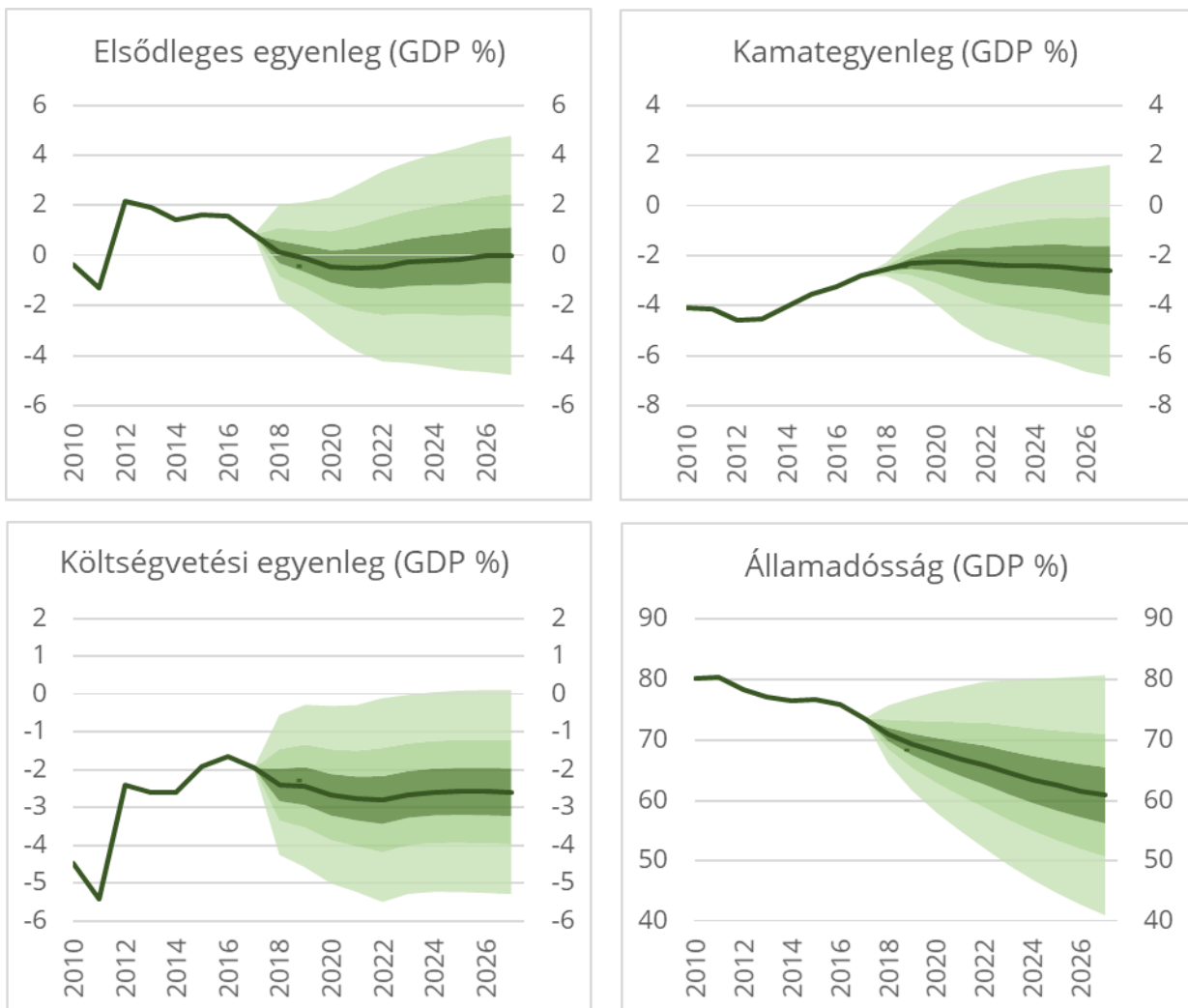


Költségvetési folyamatok

Alappályánkban a költségvetési hiány a kormányzati terveknél kissé lazább fiskális politikát jelez, ami rövid távon élénkíti a keresletet a gazdaságban. A fiskális keresleti hatás főleg az EU-s pályázatokat kiegészítő önerő biztosítása révén, illetve a lehívható alapok kimerülése után az ezek hatását pótolandó kormányzati beruházásokon keresztül jelenik meg, de a szociális hozzájárulási adó további csökkentése is növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét. Becslésünk szerint a fiskális impulzus 2018-ban a GDP 1,1 százalékára tehető.

Míg ezen folyamatok hatása a kormányzati egyenleget rontja, a nettó kamatkidások folytatódó mérséklődése 2018-2020 során javítja azt. Mivel a kibocsátási rés 2018-ban éri el a legnagyobb értékét, a ciklikus komponens hatása is ekkor a legerősebb, majdnem 0,7 százalékkal javítva az egyenlegen az adóbevételek gyorsabb és a ciklusfüggő kiadások lassabb növekedése révén. Ezt követően azonban a kibocsátási rés csökkenése már csak mérsékelten tudja kompenzálni a strukturális hiány viszonylag magas pályáját. Ezen hatások eredményeként az államháztartás ESA hiánya 2018-ban és 2019-ben is a GDP 2,4 százaléka körül alakulhat, mely idén még megegyezik a költségvetési célszámmal, jövőre azonban némileg magasabb annál.

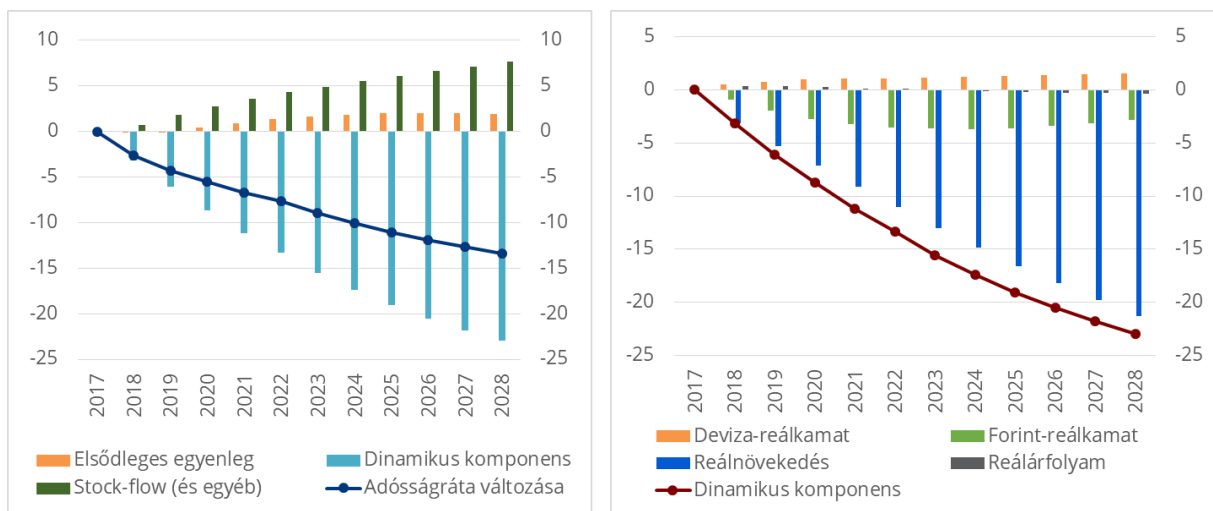
5.3. ábra: költségvetési mutatók az alappálya mentén



A költségvetési egyenleg 2019-et követően kis mértékben romlik, de ez elsősorban a gazdaság mérsékeltbb növekedésének, azon belül is a kibocsátási rés szűkülésének köszönhető, hiszen a strukturális egyenleg folyamatos javulást mutat. Ez a javulás azonban mérsékelt ütemű marad, jelezve a kormányzat keresletélénkítő, növekedéstámogató szándékát. Az államháztartás ESA szemléletű hiánya a teljes előrejelzési horizonton a 3 százalékos maastrichti kritérium alatt marad, és az államadósság is folyamatosan csökkenő pályát ír le. A strukturális egyenleg mutató azonban a kivetítési horizonton nem éri el az uniós költségvetési kritérium rendszerben hazánk számára kitűzött 1,5 százalékos célértéket.

Az államadósságot rövid távon az uniós transferek finanszírozásával kapcsolatos hatások mozgatják. Később a forintban denominált államadósság implicit reálkamatának folytatódó csökkenése, a reálnövekedés, valamint az idővel trendszerűvé váló reálfelértékelődés segíti az adósságcsökkenést. Ellenhatásként az elsődleges egyenleg jelenik meg, mely 2025-ig mérsékeltén negatív marad. Alappályánkban a GDP-arányos államadósság a 2017-es 74 százalékos szintről 2028-ra megközelíti a 60 százalékot (5.3. ábra).

5.4. ábra: a GDP arányos államadósság változásának dekompozíciója (2017-től kumulált változások, százalékpont)

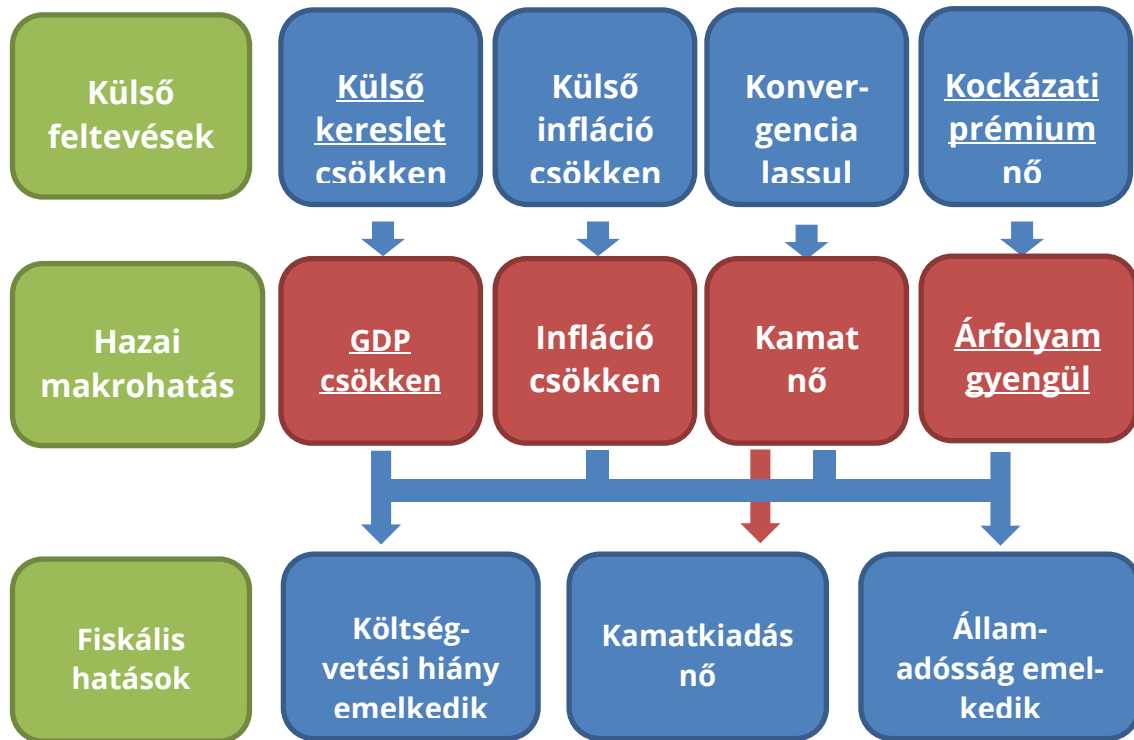


6. Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra

Ebben a fejezetben részletesen bemutatjuk, hogy az általunk feltételezett három legfontosabbnak tartott alternatív világgazdasági forgatókönyvnek milyen hatása van a hazai makrogazdasági, valamint fiskális folyamatokra. Az első forgatókönyvben az USA által indított kereskedelmi háború elmélyülésének, illetve a protekcionizmus erősödésének a hatását mutatjuk be. A második scenárióban azt vizsgáljuk, hogy milyen következményekkel jár, ha a fejlett országokban a vártnál gyorsabban szigorodnak a monetáris kondíciók. A harmadik forgatókönyvben pedig annak következményeit szemléltetjük, ha az elmúlt években megfigyelhető fellendülés a globális piacokon a feltételezettnél nagyobb mértékben vezethető vissza fundamentális tényezőkre, ezáltal tartósabb lesz az alappályában feltételezettnél.

A kereskedelmi háború elmélyülése, a protekcionizmus erősödése

6.1. ábra: A kereskedelmi háború elmélyülése, a protekcionizmus erősödése: folyamatábra



Memo: A folyamatábrában a nyilak csak a leglényegesebb ok-okozati kapcsolatokat jelenik meg. Az erősebb hatásokat aláhúzással jelöltük.

Az USA által indított kereskedelmi háború az elmúlt hónapokban elmélyülni látszik, és ezzel együtt a protekcionizmus globális erősödése jelentős kockázatot jelent a nemzetközi környezet alakulásáról (4. fejezet). Bár Magyarországot külkereskedelmi kapcsolatai túlnyomórészt az Európai Unió országaihoz kötik, így közvetlenül kisebb mértékben fenyegetik büntetővámok vagy egyéb korlátozó intézkedések, az Európai Unió magországit sújtó kereskedelmi korlátozások hatása azonban több csatornán keresztül is begyűrűzhet.

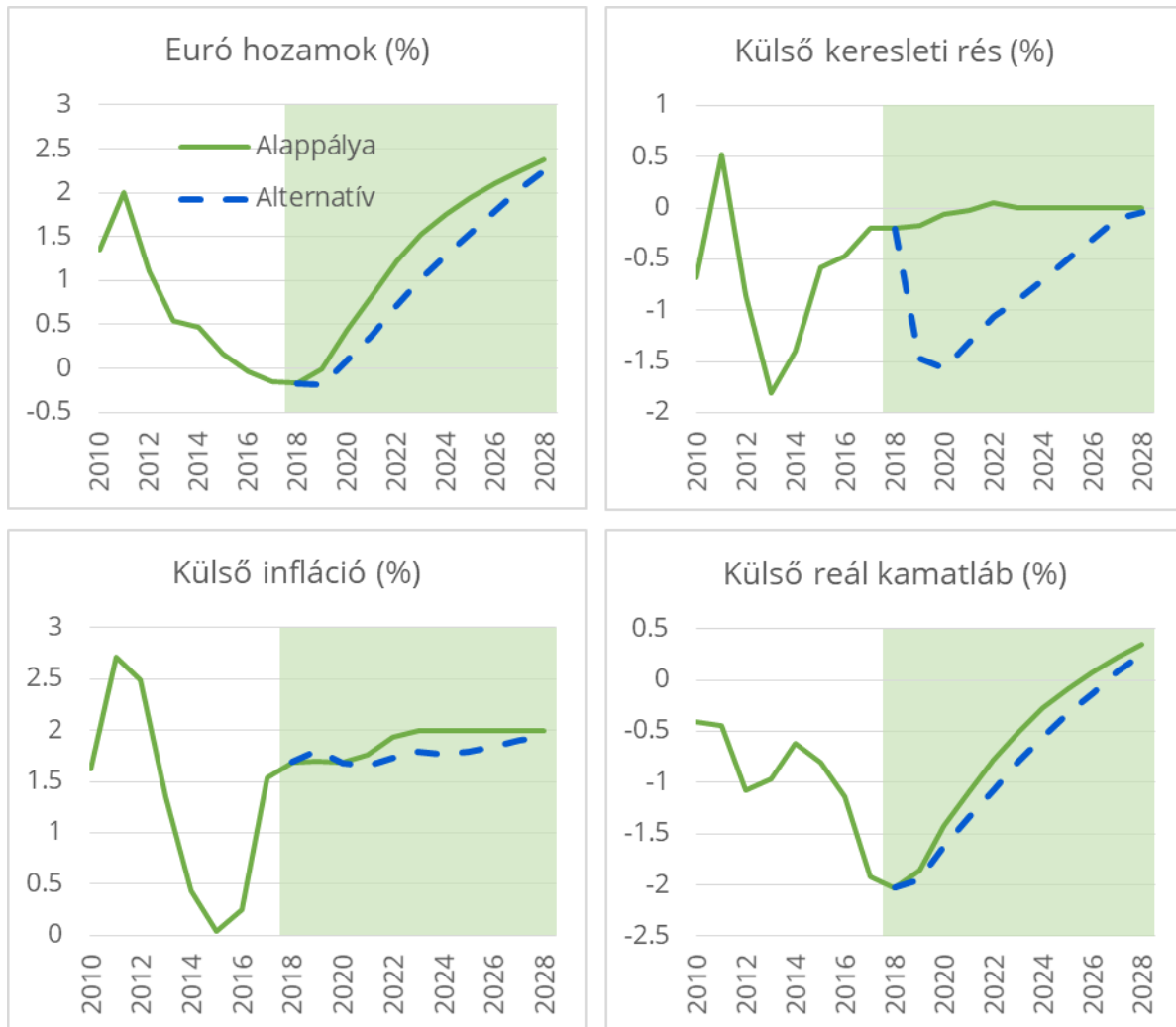
Egy ilyen scenárió alapvetően módosíthatja a magyar gazdaság növekedési pályáját, hiszen magas külkereskedelmi nyitottságunk révén mind a külső kereslet visszaesése, mind a finanszírozási kockázatok növekedése negatívan befolyásolhatja a kilátásainkat (Bollen & Rojas-Romagosa, 2018 illetve Cœuré, 2018).

Külső feltevések

Forgatókönyvünkben azt feltételezzük, hogy az elmélyülő kereskedelmi háború érezhetően és tartósan rontja az Európai Unió exportképességét, ezáltal 1,5 százalékkal alacsonyabb külső kibocsátási rést feltételezünk 2020 környékén. Így becslésünk szerint megközelítőleg 1 százalékponttal lassabb lesz a külső gazdasági növekedés. A lassabb növekedési pálya mellett csökken az külső fogyasztás és a beruházás is, melynek hatására az infláció lassul az alappályában feltételezethez képest, és az euróhozamok is az alappálya alatt maradnak (6.2. ábra).

Ezzel együtt a tagállami határokon átnyúló befektetések is visszaesnek, illetve lassul az feltörekvő tagállamok pénzügyi integrációja, melyek rontják ezek felzárkózási képességét, így ebben a scenárióban lassabb reálkonvergenciával számolunk, mint az alappályában. Továbbá feltételezhetjük, hogy a bizonytalanabb gazdasági környezet hatására a felzárkózó országok – így Magyarország is – az adósságfinanszírozás során magasabb kockázati prémiummal szembesülnek.

6.2. ábra: A kereskedelmi háború elmélyülése, a protekcionizmus erősödése: külső feltevések

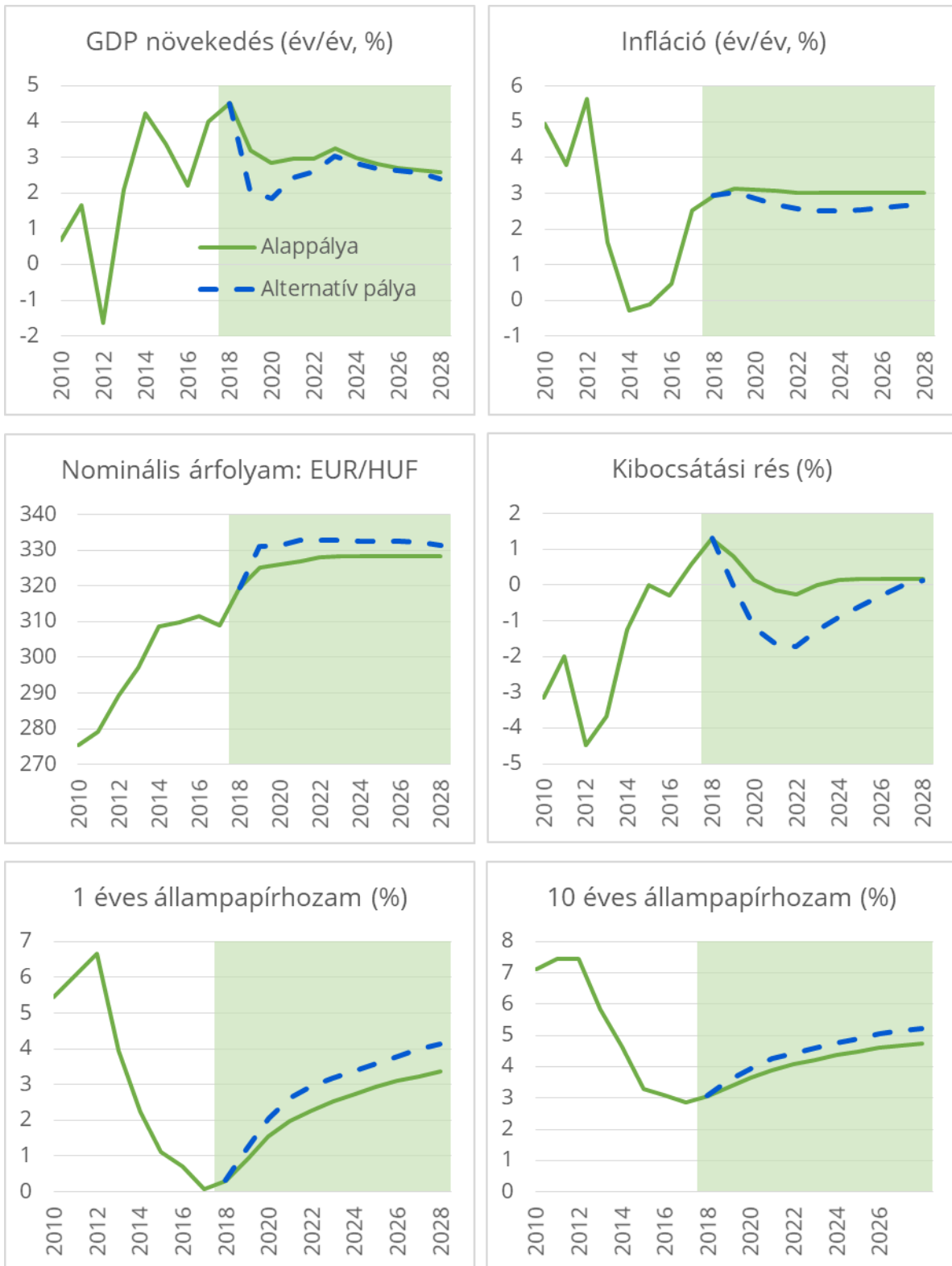


Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A magyar gazdaság növekedése a külső kereslet visszaesése miatt átmenetileg mérséklődik. Az alacsonyabb külső infláció hatására a hazai infláció tartósan elmaradhat az alappályában felvázoltnál, amelyet tovább csökkent a belső kereslet visszaesése. A nemzetközi kereskedelmi kapcsolatok beszűkülés azonban hosszabb távon is ronthatja a növekedési kilátásokat, ezért feltételezzük, hogy a potenciális növekedés is alacsonyabb lesz.

Bár a külső kamatlábak csökkennek, a lassabb reálkonvergencia illetve a kockázati prémium megemelkedése tartósan gyengébb árfolyamot eredményez, illetve a belföldi kamatpályát is meredekebbé teszi (6.3. ábra).

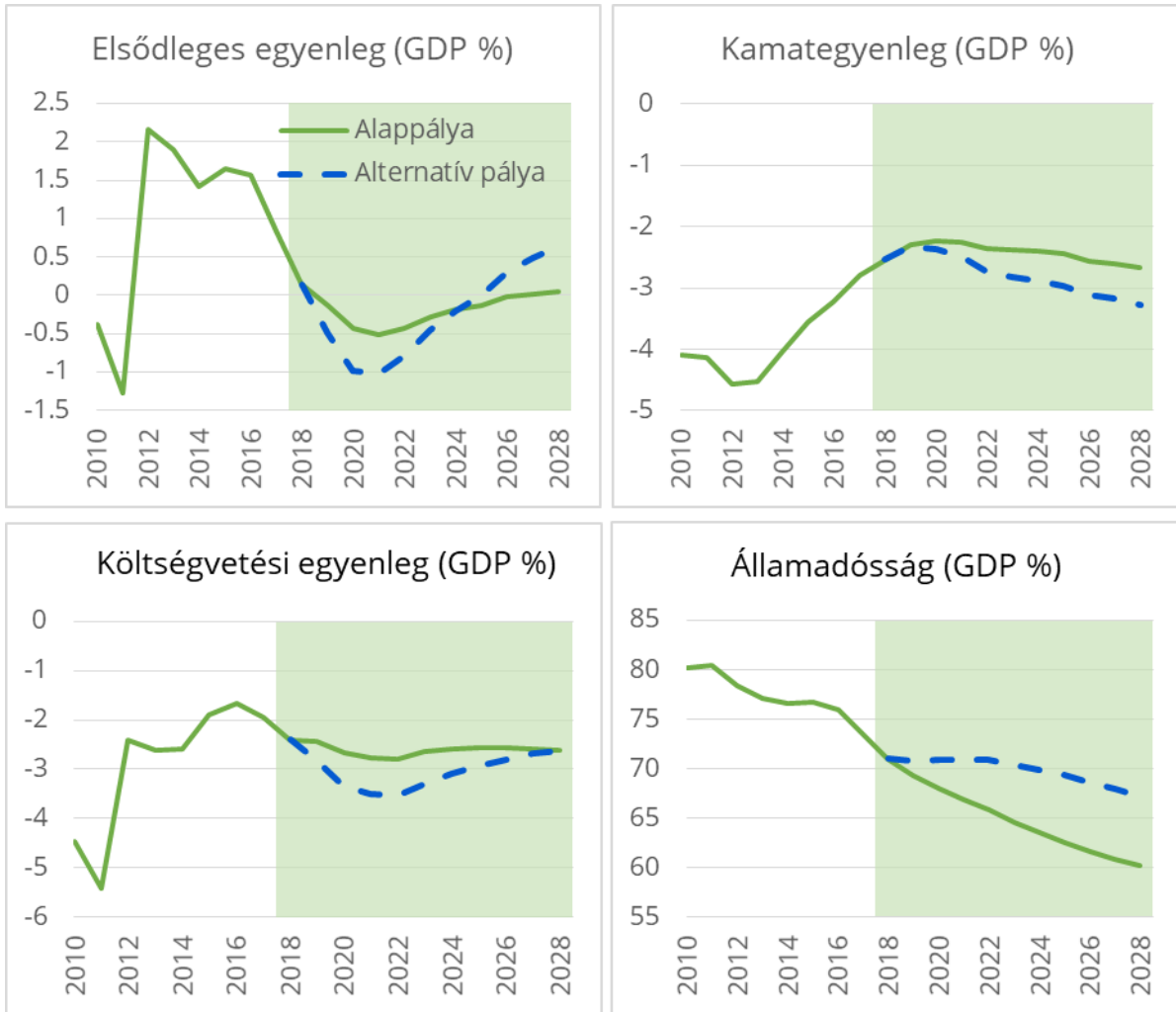
6.3. ábra: A kereskedelmi háború elmélyülése, a protekcionizmus erősödése: főbb hazai makrogazdasági változók



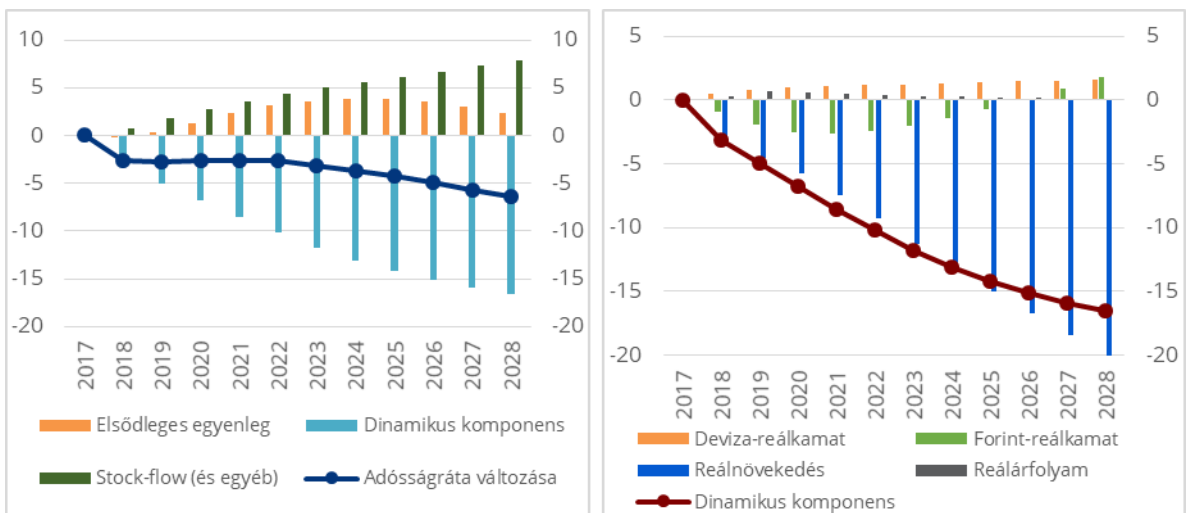
Költségvetési folyamatok

A költségvetési hiány ebben a forgatókönyvben több éven keresztül is a GDP 0,7 százalékkal magasabb az alappályában feltételezettnél, és meghaladja a maastrichti kritériumokban előírt 3 százalékos értéket is. 2019-2021 között elsősorban a gazdasági ciklus hatása dominál, azaz az alacsonyabb kibocsátási réssel összefüggésben keletkező átmeneti adóbevételek-kiesés, mely az elsődleges egyenleget rontja (6.4. ábra). A scenárióban azt feltételezzük, hogy a kormányzat a nagyobb növekedési veszteség elkerülése végett mindaddig nem korrigálja érdemben az elsődleges egyenleget, amíg az új uniós költségvetési ciklusban elérhető források rendelkezésre nem állnak. Bár hosszabb távon a gazdaság ciklikus pozíciója javul, azonban a finanszírozási költségek emelkedése következtében a költségvetési hiány csak 2025-ben csökken újra 3 százalék alá. A kedvezőtlenebb költségvetési pozíció következtében az államadósság évekig a 2018 végére várt szint körül marad, és csak 2023 körül indul újra érdemi csökkenésnek. A kumulált csökkenés az előrejelzési horizonton így mindössze 6 százalékos, mely elsősorban a magasabb kockázati prémium hatására megemelkedő reálkamatnak köszönhetően marad el az alappályában várttól (6.5. ábra).

6.4. ábra: A kereskedelmi háború elmélyülése, a protekcionizmus erősödése: költségvetési mutatók

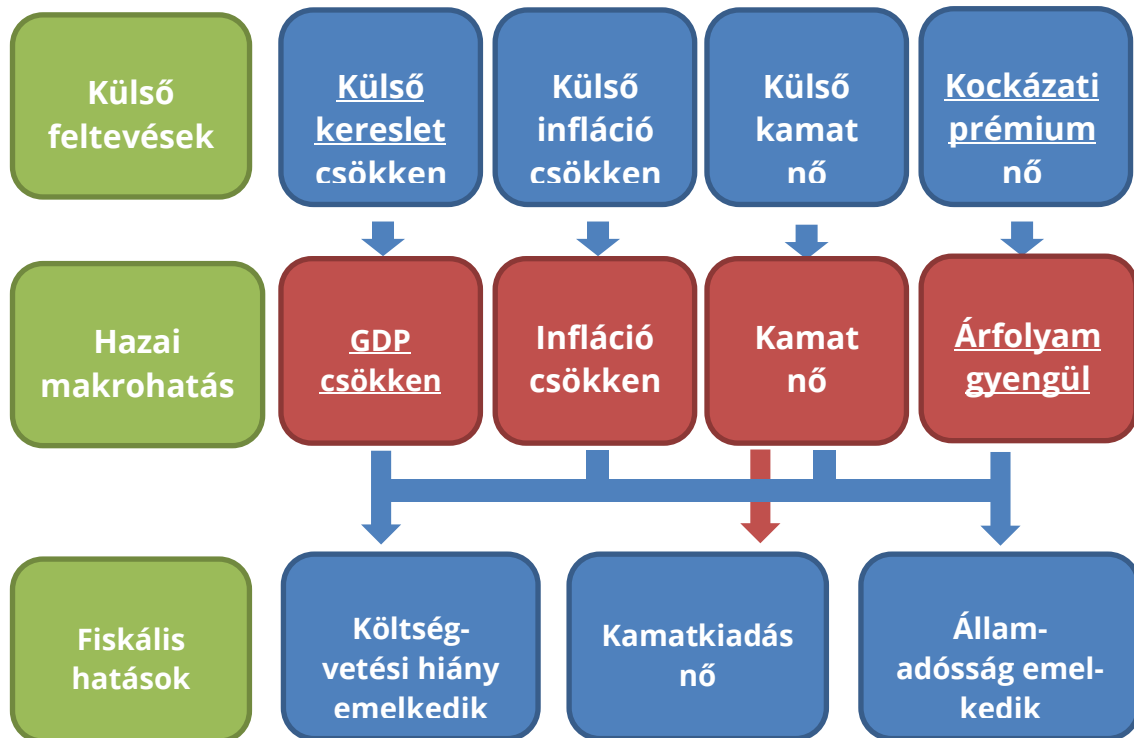


6.5. ábra: A kereskedelmi háború elmélyülése, a protekcionizmus erősödése: költségvetési mutatók (2017-től kumulált GDP-arányos változások, %)



A fejlett országokban a monetáris kondíciók gyorsabb szigorodása

6.6. ábra: A fejlett országokban a monetáris kondíciók gyorsabb szigorodása: folyamatábra



Memo: A folyamatábrában a nyilak csak a leglényegesebb ok-okozati kapcsolatokat jelenik meg. Az erősebb hatásokat aláhúzással jelöltük.

A nemzetközi gazdasági válság a növekedés és az infláció tartós visszaesése és a kockázattvállalási hajlandóság csökkenése következtében a világ fő jegybankjait a hozamok drasztikus mérséklésére és a monetáris politika nem ortodox eszközökkel történő lazítására kényszerítette. A növekedési kilátások javulásával és a pénzügyi piacok újraéledésével egyes országokban – köztük az Egyesült Államokban is megkezdődött a monetáris kondíciók fokozatos szigorítása. Az euroövezetben azonban a válságból való kilábalás elhúzódása és az inflációs folyamatok következtében a monetáris lazítás még várat magára. Az elmúlt hónapokban tapasztalt nyersanyagár-emelkedésnek a vártnál erőteljesebb transzmissziója azonban megemelheti az inflációs várakozásokat, illetve egyes euróövezeti tagállamok bizonytalan pénzügyi pozíciója megingathatja az euróba vetett bizalmat. Egy ilyen scenárióban a monetáris szigorítás az alappályában feltételezettnél lényegesen gyorsabban történne Európában.

Hasonló irányú, de az előbbinél kisebb mértékű hatással járna, ha az USA-ban a vártnál magasabb inflációs adatok gyorsabb kamatemelési ciklust, a hozamok meredekebb emelkedését eredményezi.

Külső feltevések

Ebben a forgatókönyvben azt feltételezzük, hogy az EKB gyorsabb kamatemelésre kényszerül (IMF, 2018 a; European Commission, 2018 b). A szigorúbb monetáris politika hatására a külső keresleti rés 2019-től átmenetileg 1 százalékkal alacsonyabb lehet az alappályában feltételezettnél, és ezzel egyidőben a kezdetben magasabb infláció is mérséklődne. A likviditásfelesleg hirtelen kiszívása érzékenyen érintené a felzárkózó országokba irányuló befektetéseket, melynek köszönhetően a kockázati prémium Magyarország számára is megemelkedne. Emellett a lanyguló befektetési kedv negatívan hatna az ország felzárkózási potenciáljára is (6.7. ábra).

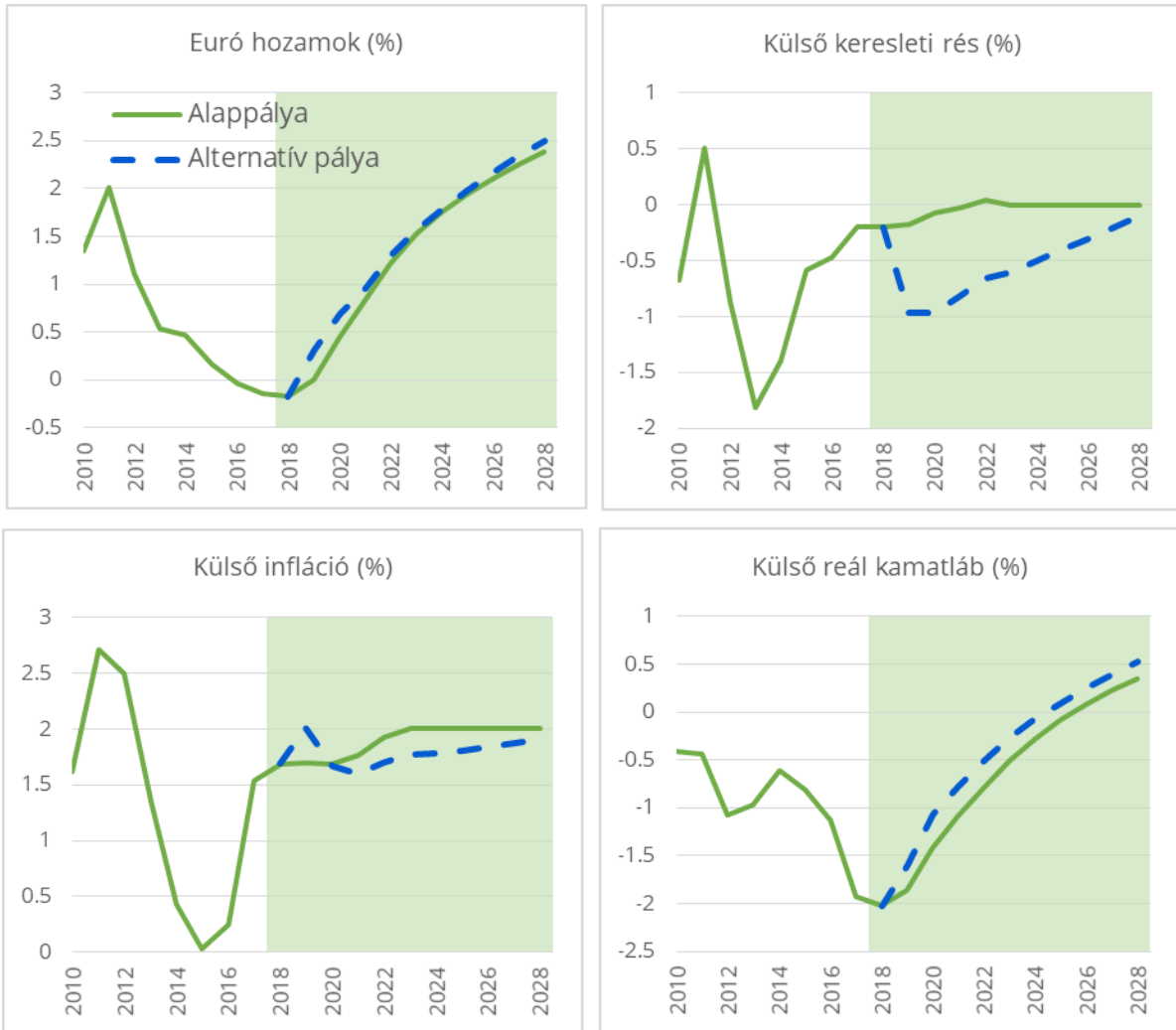
Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

Ebben a scenárióban a hazai gazdaságra gyakorolt hatás hasonlít az erősödő protekcionizmus implikálta következményekhez, a hatások azonban sokkal kevésbé perzisztensek, ami a fiskális változók pályájában is tükröződik.

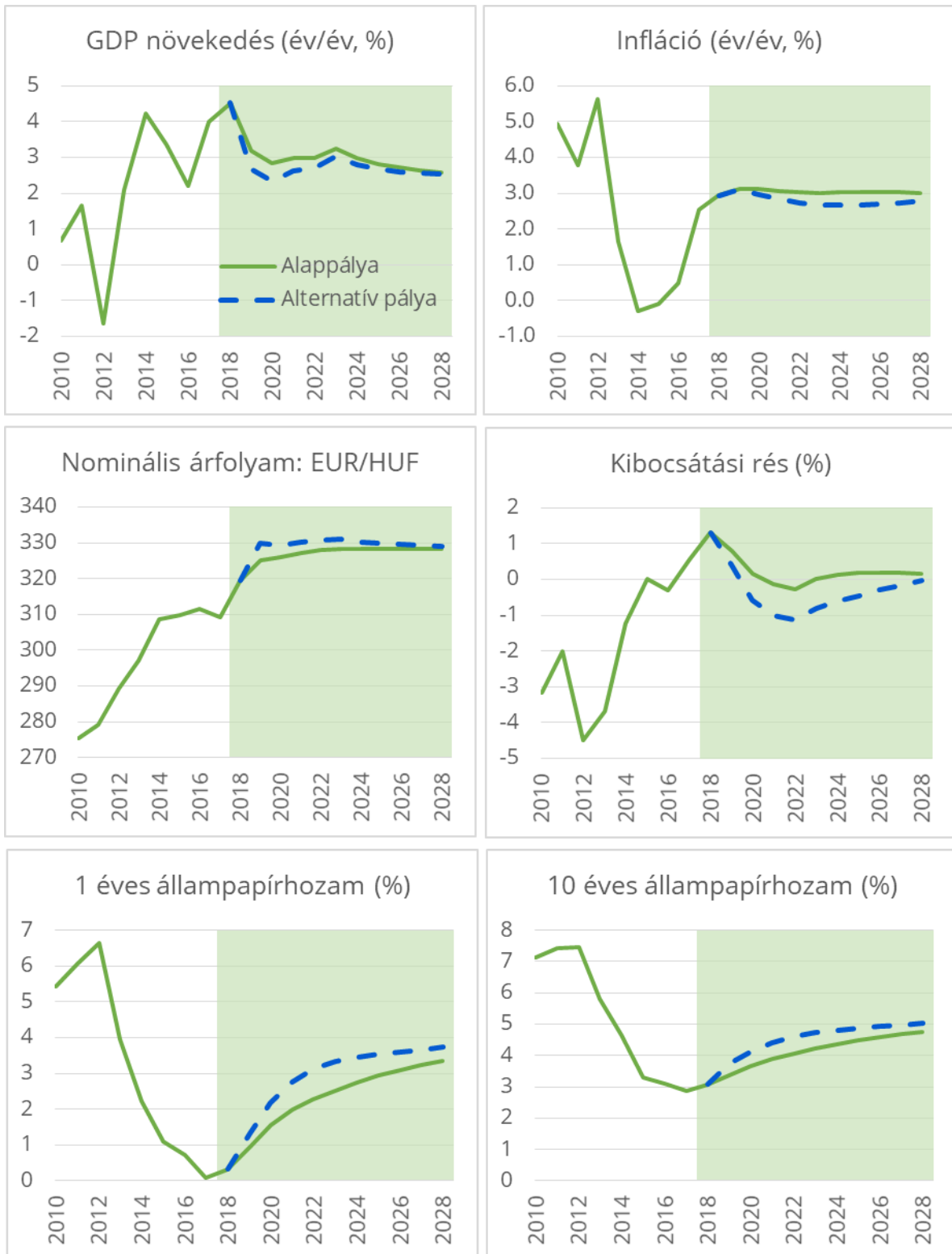
A magasabb külső kamatok és a megugró kockázati prémium a hazai monetáris politikát gyorsabb szigorításra ösztönzi, mely a külső kereslet visszaesésével együtt mérsékli a hazai gazdasági növekedést (6.8. ábra). Ezzel együtt a hazai infláció elmarad az alappályában feltételezettől, egyrészt a keresleti oldalról érkező nyomás hiánya, másrészt az importált infláció mérséklődése miatt.

A kockázati prémium megnövekedése és a lassuló reálkonvergencia az árfolyampályát is gyengíti, ez azonban csak átmenetileg jelent magasabb nominális szintet, mint az alappályában feltételezett.

6.7. ábra: A fejlett országokban a monetáris kondíciók gyorsabb szigorodása: külső feltevések



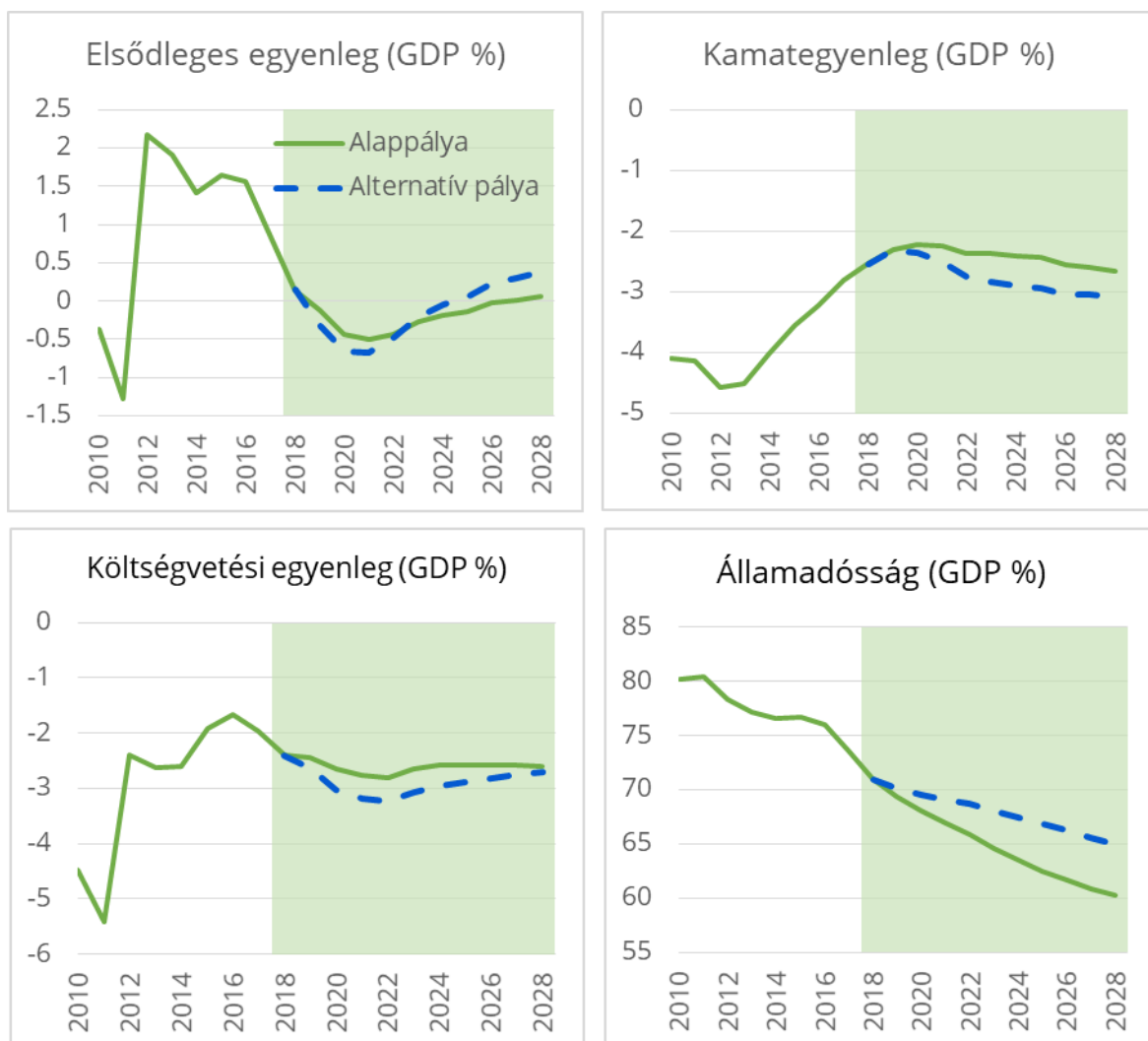
6.8. ábra: A fejlett országokban a monetáris kondíciók gyorsabb szigorodása: főbb hazai makrogazdasági változók



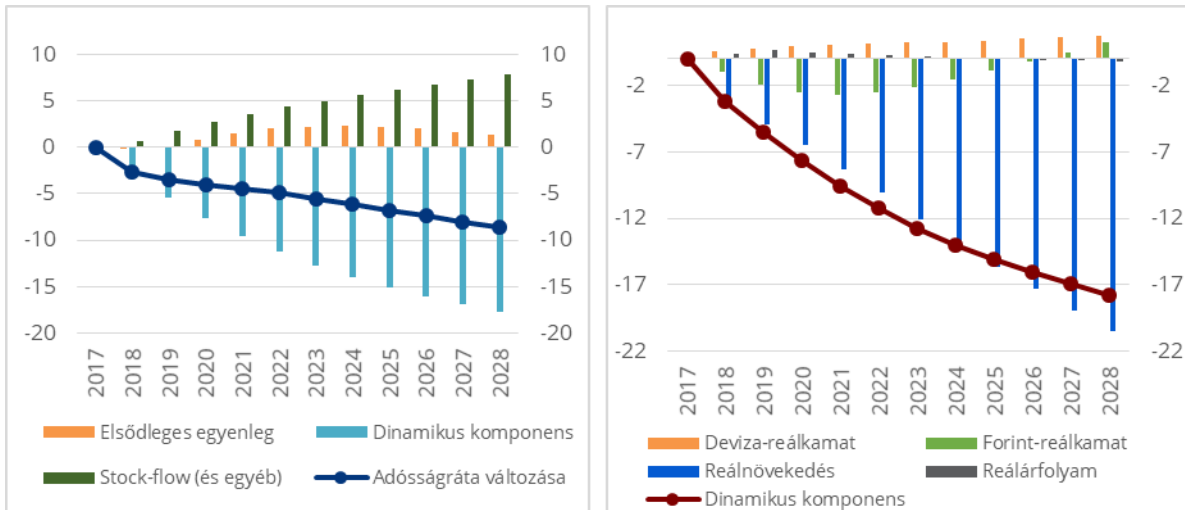
Költségvetési folyamatok

A költségvetési hiány ebben a forgatókönyvben csak ideiglenesen és kis mértékben haladja meg a 3 százalékot, és az alappályától való eltérését elsősorban a gyorsabban növekvő finanszírozási költségek, és így a kamategyenleg romlása okozza. Míg ez utóbbi 2023 után már nem romlik tovább az alappályában feltételezethez képest, a kibocsátási rés elkezd zárulni, átmeneti adóbevétel-növekedést generálva, és az elsődleges egyenlet javítva (6.9. ábra). Ennek köszönhetően a költségvetési hiány 2025-ben már mindössze 0,3 százalékkal magasabb, mint az alappályában, és az államadósság – kisebb mértékben ugyan, de – folyamatosan csökken az előrejelzési horizonton, és 2028-ra eléri a 65 százalékos GDP-arányos szintet.

6.9. ábra: A fejlett országokban a monetáris kondíciók gyorsabb szigorodása: költségvetési mutatók



6.10. ábra: A fejlett országokban a monetáris kondíciók gyorsabb szigorodása: költségvetési mutatók (2017-től kumulált GDP-arányos változások, %)

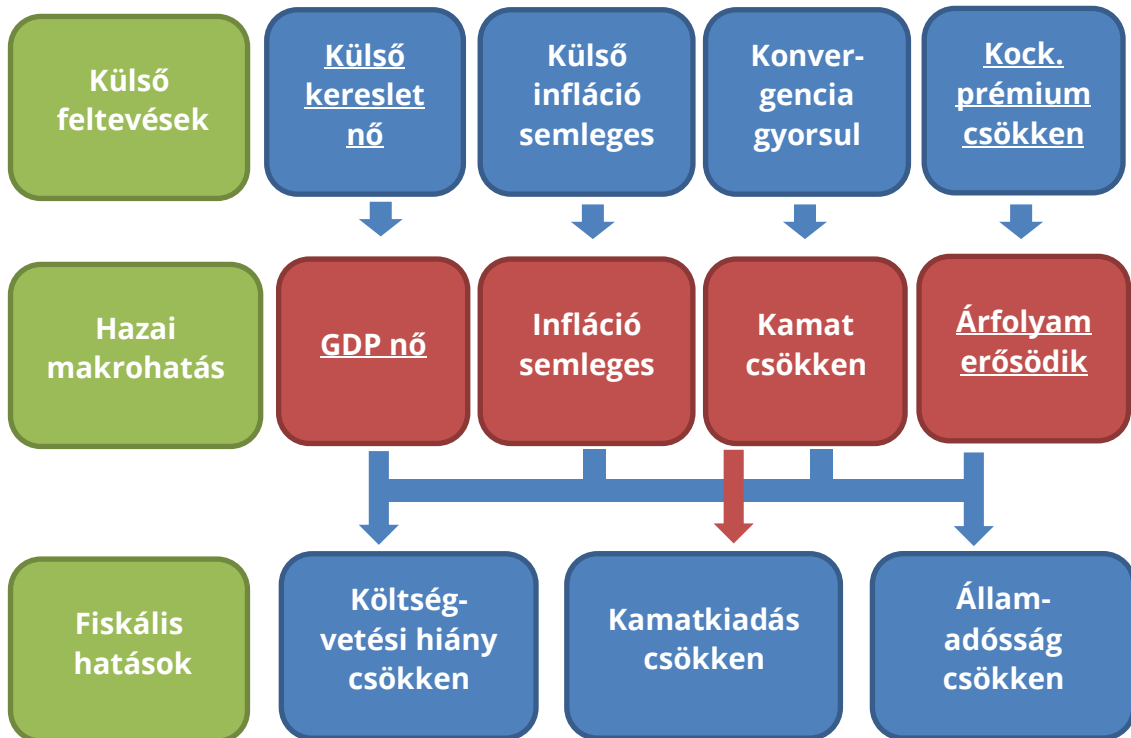


Tartósan magasabb és kiegyensúlyozottabb globális bővülés

A globális piacokon 2016 óta beinduló és azóta a legtöbb országban megfigyelhető fellendülést az alappályában elsősorban ciklikus okokkal magyaráztuk. Ebben a scenárióban azt feltételezzük, hogy a növekedés gyorsulása csak kisebb mértékben vezethető vissza ciklikus okokra, sokkal inkább a potenciális kibocsátás gyorsabb bővülési üteméből ered.

A potenciális kibocsátás nem megfigyelhető változó, és becslésének bizonytalanságát jelentősen növelte a nemzetközi pénzügyi válság, viszont meghatározó szerepet tölt be a makrogazdasági előrejelzésben: minél inkább a potenciális növekedéshez köthető a fellendülés, az annál tartósabbnak bizonyulhat és kevésbé jelent az egyensúlyi folyamatok szempontjából kockázatot.

6.11. ábra: Tartósan magasabb és kiegyensúlyozottabb globális bővülés



Memo: A folyamatábrában a nyilak csak a leglényegesebb ok-okozati kapcsolatokat jelenik meg. Aláhúzással jelöltük az erősebb hatásokat.

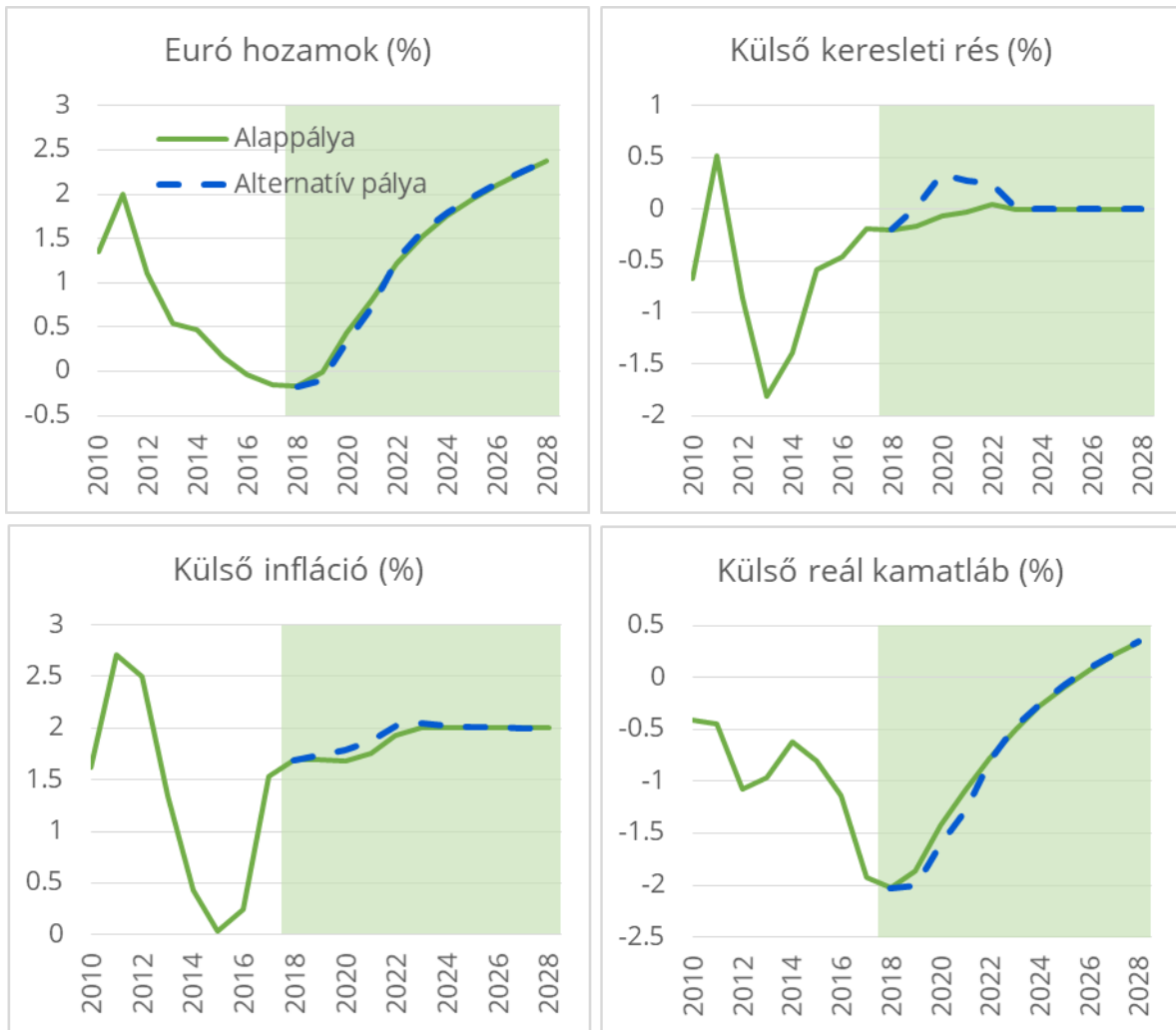
A külső potenciális kibocsátás magasabb szintjére utalhat, hogy az elmúlt negyedévekben az euróövezeti növekedés beindulása kevésbé tükröződött a maginfláció dinamikájában. Miközben a nyersanyagárak emelkedése a teljes inflációs mutató emelkedését okozta, a nyersanyagárak által kevésbé befolyásolt maginflációs mutatóban csak kisebb mértékű emelkedés volt megfigyelhető. Egy ilyen scenárió vizsgálata megmutatja, hogy mennyiben változik az alappályában prezentált előrejelzésünk, ha a külső potenciális növekedés szintje eltér ott feltételezettől.

Külső feltevések

A tartósabb globális bővülés egyrészt a magasabb külső potenciális növekedésen, másrészt a ciklikus pozíció további javulásán keresztül jelenik meg a reálgazdaságban (6.12. ábra). Ez utóbbi ugyan okoz némi emelkedést a külső inflációs pályában, az eltérés azonban minimális, így a külső monetáris politikának sem kell rá érdemben reagálnia.

A stabil piaci környezet egyrészt ösztönzi a befektetéseket a feltörekvő országokban, így gyorsul a reálkonvergencia, másrészt csökkenti a kockázati prémiumot, ami kedvezőbb finanszírozást biztosít.

6.12. ábra: Tartósan magasabb és kiegyensúlyozottabb globális bővülés: külső feltevések



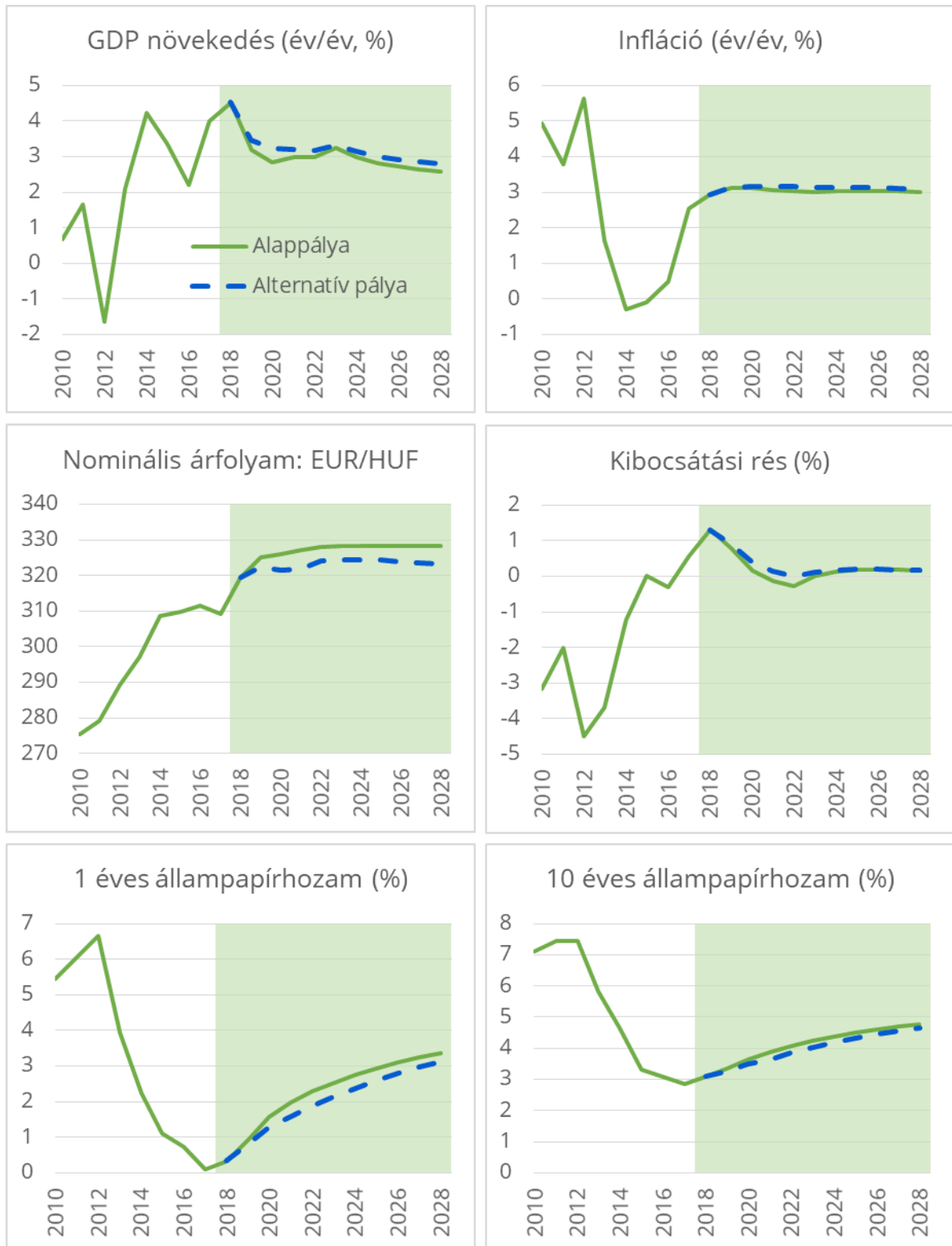
Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A jobb külső fundamentumok a hazai potenciális kibocsátást is segítik, így a GDP-növekedés 0,2-0,3 százalékkal haladhatja meg az alappályában jelzett az előrejelzési horizont egészén. Mivel a kibocsátási rés csak kis mértékben magasabb, az inflációs pálya nem változik számottevően (6.13. ábra).

Ezzel szemben a gyorsabb reálkonvergenciának és az alacsonyabb kockázati prémiumnak köszönhetően az árfolyam szinte erősebb, míg a hazai kamatok szintje alacsonyabb lesz

az alappályában előrejelzettnél. Az előbbinél ez 1-1,5 százalékpontos, míg az utóbbinál egy éves lejáraton 0,2-0,4 százalékpontos eltérést jelent.

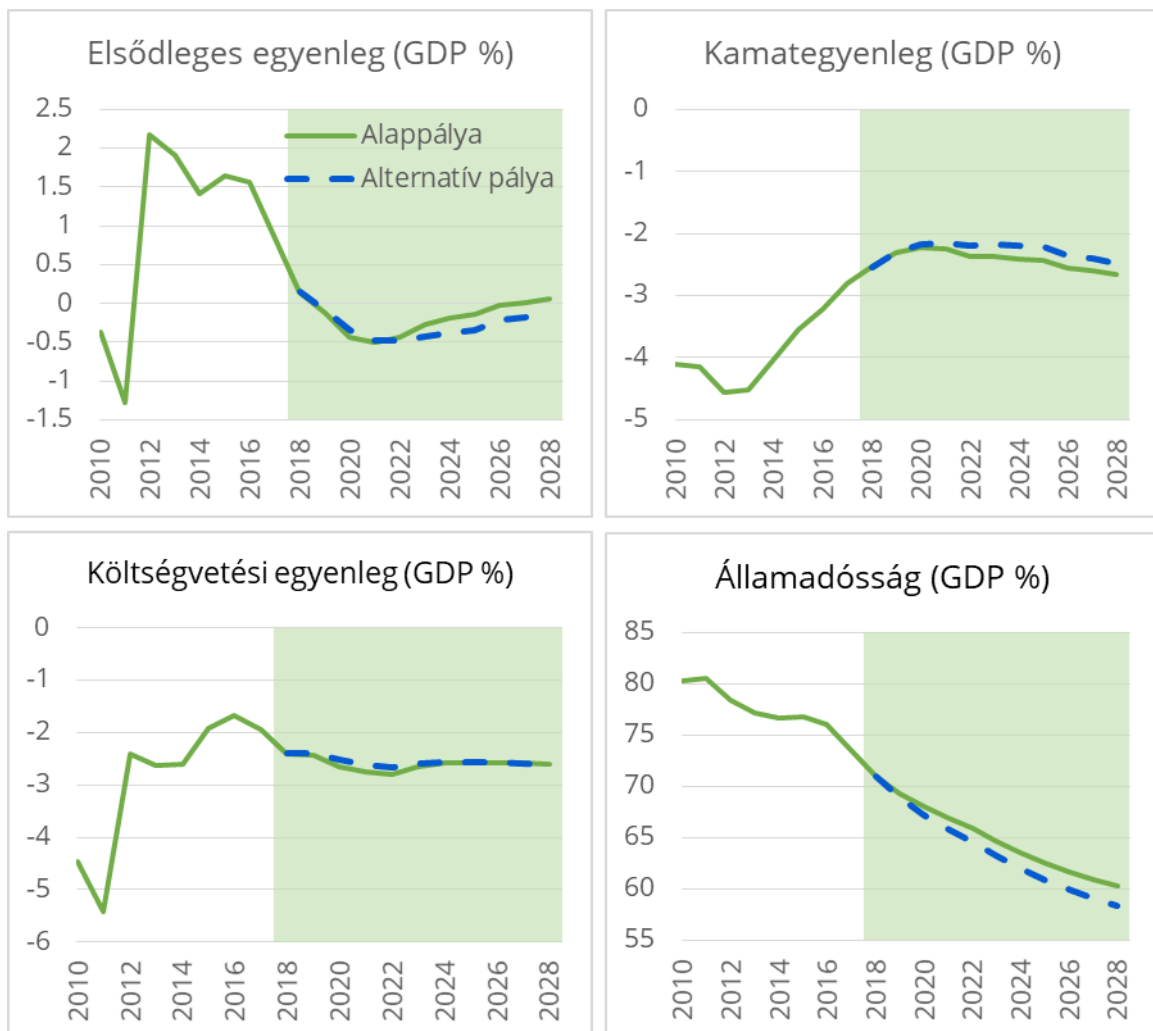
6.13. ábra: Tartósan magasabb és kiegyensúlyozottabb globális bővülés: főbb hazai makrogazdasági változók



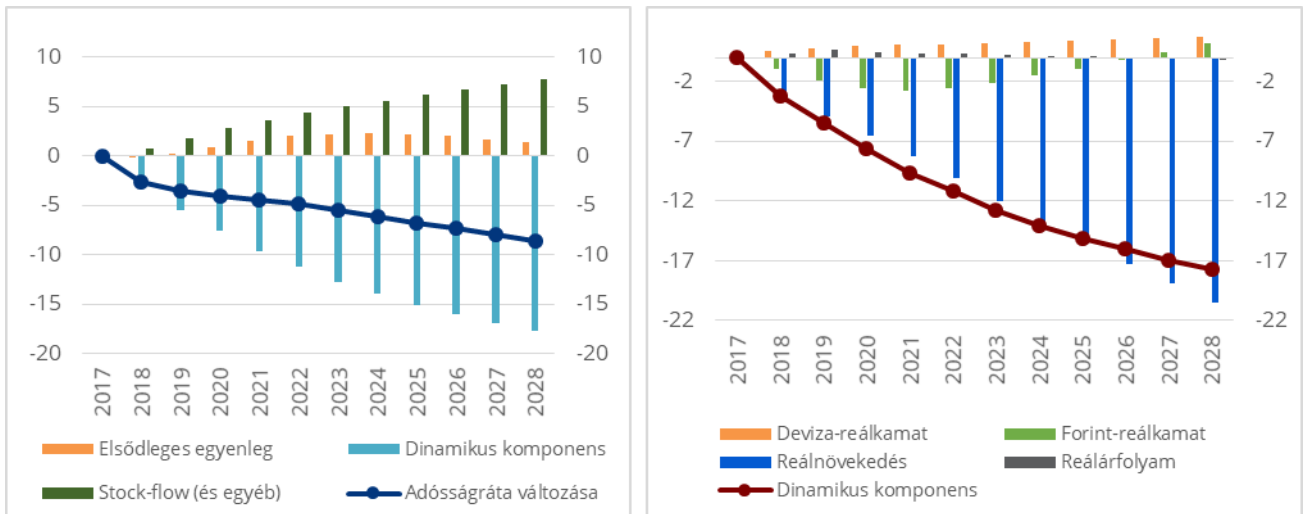
Költségvetési folyamatok

Ebben a scenárióban a pozitívabb költségvetés egyenleg elsősorban a csökkenő kamatkidadásoknak köszönhető. Ez egyrészt az alacsonyabb kamatlábakon keresztül megjelenő csökkenő finanszírozási költségekből ered, másrészt az erősebb árfolyam és a gyorsabb gazdasági növekedés mentén átértékelődő adósságállományból (6.15. ábra). A kumulált adósságráta-csökkenés az előrejelzési horizonton így több, mint 13%-os, ami 2028-ra 58%-os GDP-arányos adósságállományt eredményez (6.14. ábra).

6.14. ábra: Tartósan magasabb és kiegyensúlyozottabb globális bővülés: költségvetési mutatók



6.15. ábra: Tartósan magasabb és kiegyensúlyozottabb globális bővülés: költségvetési mutatók (2017-től kumulált GDP-arányos változások, %)



7. Következtetések

A magyar GDP-arányos államadósság 2011 óta csökkenő pályára állt, és az akkori 81 százalékos csúcstól 2018 elejére 74 százalék alá süllyedt. Ezt a kiegyensúlyozott költségvetési politika mellett főként a 2014-től fellendülő növekedés tette lehetővé. Bár az uniós források ideiglenes elapadásával a növekedés 2016-ban megtorpant, az új uniós költségvetési ciklus első felében felpörgetett támogatások segítségével folytatódik a gazdaság gyors bővülése és az adósságráta csökkenése. Ez a tendencia az előrejelzési horizont második felében lelassul, alappályánk szerint a GDP-arányos államadósság mutatónk 2028-ra 60 százalékig süllyedhet.

Az államadósság csökkenése fontos szerepet játszott az ország sérülékenységének mérséklésében, amit támogattak az adósság finanszírozási szerkezetének átalakítását célzó intézkedések. Az adósságkezelő stratégiájának, illetve a jegybank önfinanszírozási programjának hatásaként az államadósság devizaaránya jelentősen, a 2011-es 50 százalékos értékről 2018 első negyedévére 21 százalékig csökkent. Ezzel párhuzamosan a külföldi befektetők jelenléte is mérséklődött a magyar állampapírpiacra.

Mindezek ellenére Magyarország bruttó adósságszintje a hasonló fejlettségű régiós országokhoz képest még mindig magasnak számít, ami az ország jelentős nyitottságával párosulva azt eredményezi, hogy a magyar gazdaság teljesítménye és az államháztartás helyzete továbbra is fokozottan érzékeny a külső fejleményekre. Elemzésünkben az alappálya mellett három alternatív forgatókönyvet vizsgáltunk. Ezek mind olyan nemzetközi pénzügyi, illetve reálgazdasági feltételezéseket jelenítenek meg, amelyek az alappályánkhöz képest kisebb valószínűségűek, de nem tekinthetőek szélsőséges, válságszerű eseményeknek. A három forgatókönyv érdemben különböző makrogazdasági és államadósság pályát vetít előre.

Az *első forgatókönyvben* az USA által indított kereskedelmi háború elmélyülésének, illetve a protekcionizmus erősödésének a hatását mutattuk be, amely a három scenárió közül

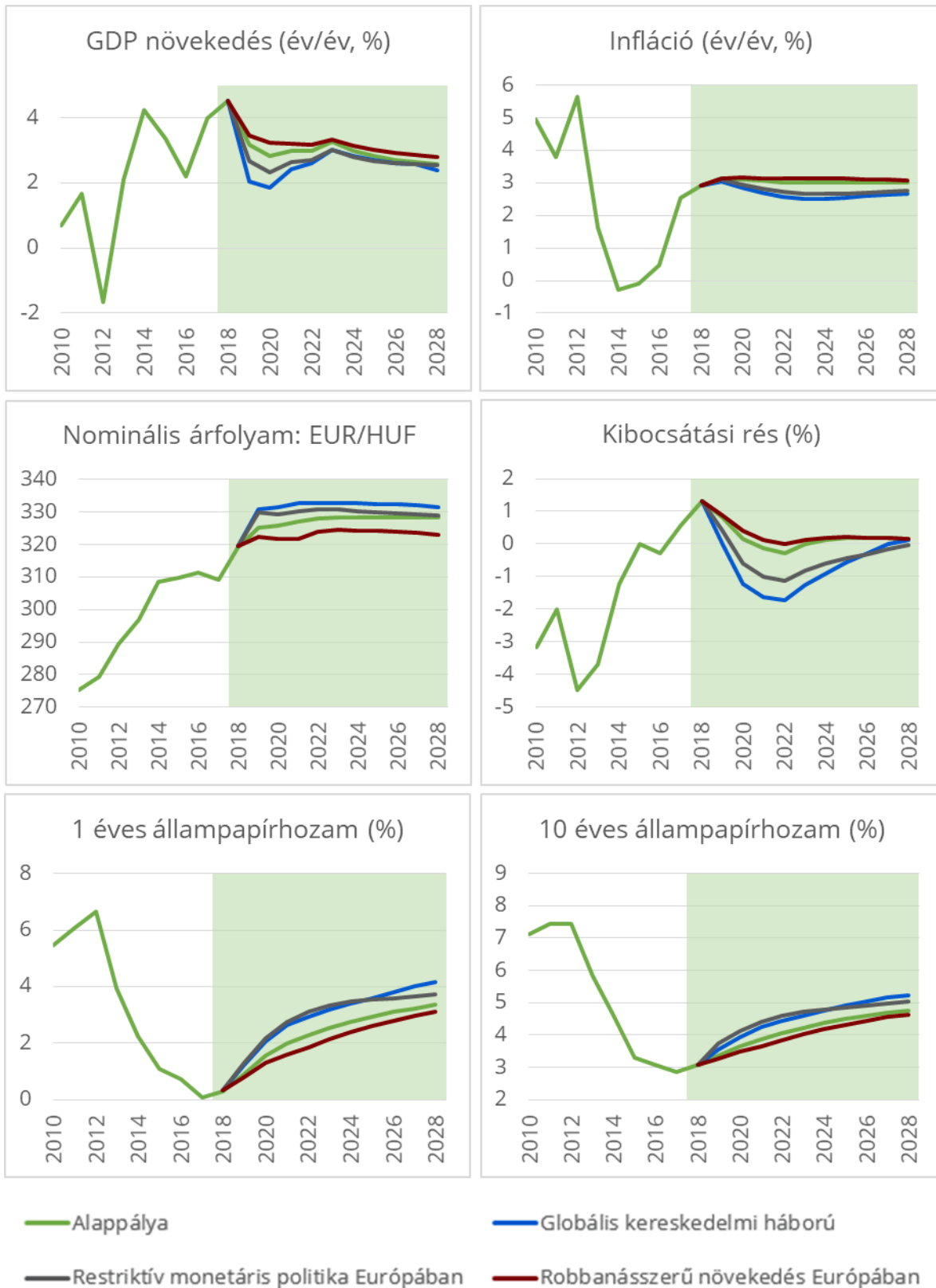
a legerősebb növekedési veszteséget okozza. Ebben a forgatókönyvben a költségvetés elsődleges egyenlegének átmeneti romlása mellett a kamatkidadások jelentős mértékben és tartósan emelkednek az alappályához képest. A kivetítési horizont második felében feltételezett költségvetési kiigazítás ellenére az adósságcsökkenés ebben a forgatókönyvben a leglassabb: a GDP-arányos államadósság tíz év alatt pusztán négy százalékponttal csökken.

A *második scenárióban* azt feltételezzük, hogy a fejlett országokban a vártnál gyorsabban szigorodnak a monetáris kondíciók. Ebben a scenárióban hasonló reálgazdasági következményekkel kell számolnunk, mint a protekcionizmus megerősödését illusztráló forgatókönyvben, azonban ez a hatás kisebb mértékű és kevésbé perzisztens. Így az elsődleges egyenleg kevésbé tér el az alappályában előrejelzettől, az államadósság lassabban, de folyamatosan csökken és 2028-ra a GDP 65 százalékát teheti ki.

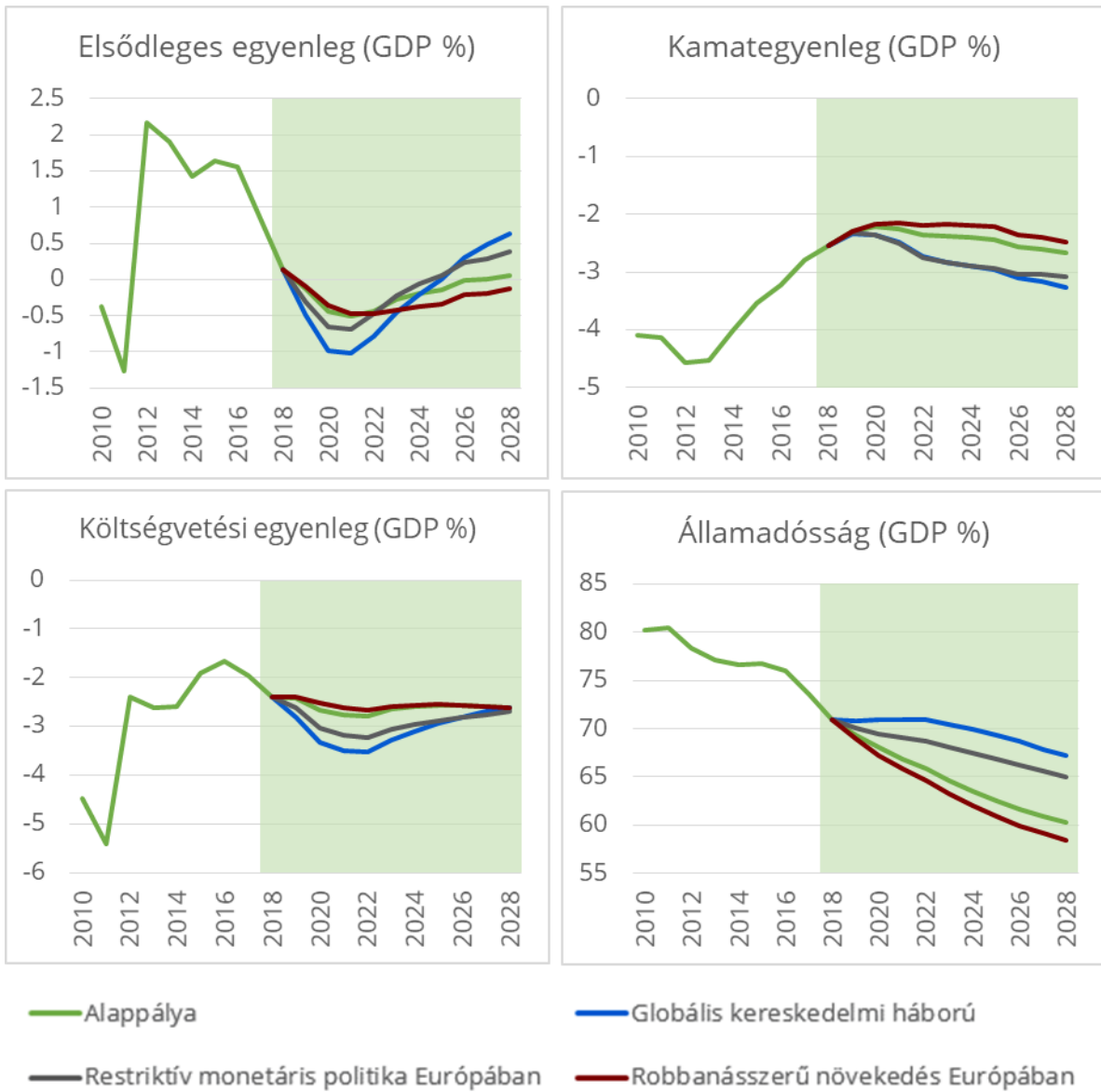
Végül a *harmadik forgatókönyvben* azt vizsgáltuk, hogy mennyiben változtatja meg az előrejelzésünket az, ha az elmúlt években megfigyelhető fellendülés a globális piacokon a feltételezettnél nagyobb mértékben vezethető vissza fundamentális tényezőkre, ezáltal tartósabb lesz az alappályában feltételezettnél. A scenárióban vázolt magasabb globális potenciális növekedés nemcsak tartósan kedvezőbb hazai növekedési kilátásokat jelenthet, hanem a piacok által előrevetített ciklikus lassulás elmaradása miatt kedvezően befolyásolhatja a kockázati prémiumok alakulását is. Így a költségvetési hiány tartósan alacsonyabb lehet az alappályában jelzettnél és az adósságráta gyorsabban, tíz év alatt a GDP-arányában 13 százalékkal csökkenhet.

Összességében mind az alappálya, mind a három vizsgált – nem válságszerű - scenárió az adósságráta csökkenését vetíti előre, ami a folyamat robusztusságára utal (7.2. ábra). Ugyanakkor az adósság „kinövése” lassan megy végbe: az adósságráta az alappályában csak 10 éves távon éri el a 60 százalékos szintet, de pozitív világgazdasági scenáriónk mellett sem csökken érdemben 60 százalék alá. Kedvezőtlen nemzetközi folyamatok mellett a költségvetési hiány tartósan meghaladhatja a 3 százalékos küszöbértéket és az adósságcsökkenés még kevésbé markáns, mint az alappályában.

7.1. ábra: az alternatív pályák összehasonlítása: hazai makrováltozók



7.2. ábra: az alternatív pályák összehasonlítása: költségvetési mutatók



8. Felhasznált irodalom

András, B., Cseh, A., Reppa, Z., 2017. *Áttekintés a világgazdaság középtávú folyamatairól a magyar gazdaságra (növekedésre), államháztartásra gyakorolt hatásairól*, Budapest: OGRsearch.

Antal, J., András, B. & Cseh, A., 2016. *A Magyarországot érő nemzetközi gazdasági és pénzügyi hatások és azok makrogazdasági és államháztartási következményei a 2016-2021-es időszakban*, Budapest: OGRsearch.

Bollen, J. & Rojas-Romagosa, H., 2018. *Trade Wars: Economic impacts of US tariff increases and retaliations - An international perspective*, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.

Cœuré, B., 2018. *The consequences of protectionism*, Panel contribution at the 29th edition of the workshop "The Outlook for the Economy and Finance", "Villa d'Este", Cernobbio,

European Commission, 2018. *European Economic Forecast. Spring 2018*
(https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/european-economic-forecast-spring-2018_en)

European Commission, 2018. *European Economic Forecast. Summer 2018*
(https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/european-economic-forecast-summer-2018_en)

Horváth, Á., András, B. & Szabó, B., 2015. *Áttekintés a világgazdaság középtávú folyamatairól és a magyar gazdaságra (növekedésre, államháztartásra) gyakorolt hatásáról*, Budapest: OGRsearch.

IMF, 2018. *World Economic Outlook*, April 2018
(<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/03/20/world-economic-outlook-april-2018>)

IMF, 2018. *World Economic Outlook Update*, July 2018
(<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/07/02/world-economic-outlook-update-july-2018>)

Magyar Nemzeti Bank, 2018. *Inflációs jelentés*, 2018 március
(<http://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2018-03-29-inflacios-jelentes-2018-marcius>)

Magyar Nemzeti Bank, 2018. *Inflációs jelentés*, 2018 június
(<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2018-09-20-inflacios-jelentes-2018-szeptember>)

9. Függelék

Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Nominális Kamatláb														
Hazai állampapírhozam: 1 éves	%	0.7	0.1	0.3	0.9	1.6	2.0	2.3	2.6	2.8	3.0	3.1	3.3	3.4
Külső kamatláb	%	0.0	-0.1	-0.2	0.0	0.4	0.8	1.2	1.5	1.8	1.9	2.1	2.3	2.4
Árfolyam														
Nominális árfolyam	EUR/HUF	311.5	309.1	319.3	325.3	325.9	327.0	328.1	328.3	328.3	328.3	328.3	328.3	328.3
Reálárfolyam trend	%	1.1	0.0	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-1.0
Árak														
Inflációs cél	év/év, %	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Fogyasztói árindex	év/év, %	0.5	2.5	2.9	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
GDP deflátor	év/év, %	1.0	3.6	3.2	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
GDP														
Reál GDP	év/év, %	2.2	4.0	4.5	3.2	2.8	3.0	3.0	3.3	3.0	2.8	2.7	2.6	2.6
Nominális GDP	év/év, %	3.2	7.8	7.9	6.5	6.1	6.1	6.1	6.4	6.1	5.9	5.8	5.7	5.7
Kibocsátási rés	%	-0.3	0.6	1.3	0.8	0.2	-0.1	-0.3	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
Fiskális változók														
Költségvetési egyenleg	GDP %	-1.7	-2.0	-2.4	-2.4	-2.7	-2.8	-2.8	-2.7	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6
Elsődleges egyenleg	GDP %	1.6	0.8	0.1	-0.1	-0.4	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.1
Nettó kamatkiadás	GDP %	-3.2	-2.8	-2.5	-2.3	-2.2	-2.3	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.6	-2.6	-2.7
Államadósság	GDP %	76.0	73.6	71.0	69.3	68.0	66.9	65.9	64.6	63.5	62.5	61.6	60.9	60.2