

Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés 2018-2020

Elemzés a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2018. május 31.



Szabó Barna – Köber Csaba – Antal Judit – Kondrát Zsolt

Vezetői összefoglaló

Magyarország Konvergencia Programja több évre előre kijelöli a fiskális politika prioritásait. Tanulmányunk a költségvetési hiány és az államadósság rövidtávú, 2018-2020-as előrejelzését tartalmazza a Konvergencia Programban felvázolt intézkedések és a makrogazdasági környezet változásai fényében, annak érdekében, hogy feltárja a főbb kockázati pontokat.

Magyarország gazdasági helyzete jelenleg nagyon kedvező. Magas növekedés, alacsony infláció, a folyó fizetési mérleg többlete, valamint csökkenő külső és belső adósság jellemzi. Mindez részben a szintén nagyon kedvező nemzetközi környezetnek – alacsony globális infláció és erőteljes növekedés, valamint bőséges uniós-támogatások –, részben azonban a támogató hazai gazdaságpolitikának köszönhető. A fiskális politika visszaforgatja a gazdaságba a magas növekedésből fakadó többlet-bevételeket adó- és járulékcsoökkentések illetve növekvő állami beruházások révén, miközben a monetáris politika a kamatok alacsonyan tartásával és hitelösztönző programokkal serkenti a növekedést.

A kibocsátás egyensúlyi, azaz potenciális növekedési üteme megítélésünk szerint 3,5 százalékra tehető. Az 2017-ben megfigyelt, illetve a 2018-ra várt 4 százalék feletti GDP növekedési ütemtől elmaradó érték mögött demográfiai és technológiai okok állnak. Bár a 3,5 százalékos ütem elmarad a Konvergencia Program feltevésétől, a különböző gazdasági előrejelzések között így is optimistának számít. A viszonylag magas ütem mellett szól, hogy az adópolitika az elmúlt években szisztematikusan törekedett az adóék csökkentésére és az adócentralizáció mérséklésére, és az e téren elért sikerek a korábban általunk várthoz képest emelték a potenciális növekedést.

Elemzésünk szerint a magyar gazdaságot jelenleg a potenciális szint feletti kibocsátás, így mérsékelt túlfűtöttség jellemzi, amit a rendkívül feszes munkaerőpiac és a historikusan is magas kapacitáskihasználtság is mutat. A folyó fizetési mérleg többletének csökkenése is erre utal. Az inflációs nyomás hiányát a bérhányad egyensúlyitól elmaradó szintje magyarázhatja, ugyanis a vállalatok az egyensúlyi szintig történő bérfelzárkózás bekövetkeztéig a magas bérnövekedés ellenére sem kényszerülnek áremelésre.

A következő években a külső környezet kevésbé lesz támogató. Az erős növekedés megmarad, de az inflációs nyomás erősödésével a kamatszintek emelkedni fognak. A Fed folytatja kamatemelési ciklusát, az Eurózára a hozamgörbében is megjelenő várakozások szerint 2019-ben indíthatja el sajátját. Az EU-támogatások továbbra is segítik a hazai növekedést, de a támogatások költségvetési cikluson belüli hangsúlyosan orrnehéz lehívásának köszönhetően 2020-ban átmenetileg mérséklődhetnek. Az uniós forrásokból finanszírozott beruházások

visszaesését a költségvetés saját forrásból tervezi pótolni. A gazdaságpolitika célja a magas, 4 százalék feletti növekedési ütem fenntartása, de ez csak fokozottan expanzív fiskális és monetáris politikával lenne elérhető, miközben az infláció a cél fölé emelkedne, a folyó fizetési mérleg egyenlege pedig ismét hiányba fordulna.

Előrejelzésünk szerint a gazdaságpolitika felismeri e korlátokat, és nem enged teret jelentős egyensúlyromlásnak. Ennek következtében 2018-ban a reál GDP 4,1 százalékos növekedésére számítunk, majd előretekintve – a beruházások lassulásával illetve a monetáris és fiskális politika szigorodásával – 2020-ra 2,7 százalékra mérséklődik a bővülés üteme. A keresleti nyomás, a laza monetáris politika és az enyhén alulértékelt forint eredőjeként arra számítunk, hogy az infláció tovább emelkedik, 2019 végére eléri a jegybank 3 százalékos célját, és azt követően 3 százalék körül alakul. Az MNB az inflációs nyomásra reagálva 2019 elejétől kamatemelési ciklusba kezd, és az irányadó kamat 2020 végére eléri a 2,4 százalékot. Középtávú növekedési előrejelzésünk összhangban van az IMF és az MNB prognózisaival, de lényegesen elmarad a Konvergencia Program 4 százalékos várakozásától.

Miközben a kamatkidadások mérséklődése tovább folytatódik az előrejelzési horizonton, a kibocsátási rés 2018-tól előrevetített záródása már a költségvetési hiány növekedése irányába hat. Emellett a Konvergencia Programban felvázolt intézkedések a korábban tervezetthez képest jelentős fiskális élénkítést vetítenek előre, így a hiány 2020-ra a 3 százalékos küszöbérték fölé emelkedhet. Az adósság csökkenése ennek ellenére folytatódik, de lassabb ütemben. Előrejelzésünkben az államadósság ráta a GDP 3 százalékát meghaladó mértékben csökken, így a maastrichti adósságráta 2020-ra a GDP 70,5 százalékára mérséklődhet. A GDP-arányos adósságmutató csökkenése elsősorban a gyors reál GDP bővülés, valamint az adósságra fizetett implicit reálkamat tartósan alacsony szintjének eredménye. Ezek a tényezők ellensúlyozzák a fiskális lazítás adósságra gyakorolt hatását.

Előrejelzésünk alappályája eltér az NGM Konvergencia Programjától. A különbségek forrása elsősorban az alacsonyabb potenciális növekedés és az ebből is fakadóan túlfűtöttséget mutató ciklikus pozíció. Előrejelzésünk 3,5 százalékos potenciális növekedési ütemmel számol, míg a Program szerint a 2017-ben 3,2 százalékos potenciális növekedés 2020-ig 4 százalékra gyorsul, ami a teljes tényező termelékenység erőteljes bővüléséhez köthető. A Program szerint a kibocsátási rés 2018 folyamán enyhén negatív, és 2020 végére záródik, míg előrejelzésünk 2018-ban 1,5 százalékos pozitív kibocsátási rést vetít előre, amely az előrejelzési horizont végére fokozatosan bezárul. Az eltérő feltételezések nyomán a teljes előrejelzési horizonton alacsonyabb növekedésre és enyhén magasabb áremelkedésre számítunk, mint a Program. A költségvetési hiányra vonatkozó előrejelzésünk 2018-ban nem tér el érdemben a Konvergencia program prognózisától, 2019-20-ban azonban számottevően

magasabb hiányt vetít előre. Az alacsonyabb GDP növekedés, valamint a magasabb hiánypálya eredőjeként előrejelzésünk államadósság pályája lényegesen magasabb a Konvergencia Programban előrejelzettnél. A program 2020-ra az adósságráta közel 7 százalékos csökkenését vetíti előre, azaz a 2017-ben mért 73,6 százalékos szintről 2020-ra 66,7 százalékos rátát vár szemben az előrejelzésünk által 2020-ra jelzett 70,5 százalékos szinttel.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	2
1 Bevezető	6
2 Meghatározó hazai trendek.....	7
2.1 Makrogazdasági helyzetkép.....	7
2.1.1 Reálgazdaság.....	7
2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság	9
2.1.3 Infláció és monetáris politika	11
2.1.4 Hitelkínálat.....	14
2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete	15
2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság.....	17
2.2.1 Költségvetési hiány.....	17
2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői	19
3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk	22
3.1 Meghatározó nemzetközi trendek.....	22
3.1.1 Növekedés	23
3.1.2 Pénz- és tőkepiaci folyamatok	24
3.2 Külső feltevések	27
3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok.....	28
3.4 Költségvetési folyamatok.....	33
3.5 Államadósság	38
4 Előrejelzésünk összehasonlítása a Konvergencia Programmal	42
4.1 A makrogazdasági alappálya összehasonlítása a Konvergencia Programmal	42
4.2 Költségvetési előrejelzés összehasonlítása a Konvergencia Programmal.....	42
5 Felhasznált irodalom	44
6 Függelék.....	46
6.1 A modell bemutatása	46
6.2 Impulzus válaszok.....	48
6.2.1 Belföldi keresleti sokk.....	48
6.2.2 Egyszeri költségvetési lazítás	49
6.2.3 Költség sokk	49
6.2.4 Monetáris politikai sokk	50
6.2.5 Kockázati prémium sokk.....	51
6.2.6 Külső keresleti sokk	52
6.2.7 Külső inflációs sokk.....	53
6.2.8 Külső monetáris politikai sokk	54
6.3 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói	55

1 Bevezető

Elemzésünk alapvető célja a költségvetési hiány és az államadósság rövidtávú, 2018-2020-as horizonton történő előrejelzése, figyelembe véve a Magyarország konvergencia programjában 2018-2022-re megfogalmazott intézkedéseket.

Előrejelzésünket egy negyedéves makrogazdasági modell segítségével készítjük el. A modell a jegybankok gyakorlatában gyakran használt ún. FPAS (Forecasting and Policy Analysis System) típusú modellek családjába tartozik. Ebben az új-keynesi modellben a reálváltozókat közép- illetve hosszútávon a kínálati oldal határozza meg, amitől rövidtávon átmeneti sokkok téríthetnek el a gazdaságot. Ezen modellcsalád ragadós árakat, előretekintő várakozásokat és ezekkel konzisztens monetáris politikát feltételez. A modell adatokra illesztéséhez használt módszer (Kálmán Szűrő) lehetővé teszi, hogy különválasszuk a gazdaság rövid és középtávú ingadozásait, illetve azokat különféle sokkokra bontsuk. Ezen módon meghatározhatóvá válik, hogy egy adott időpillanatban a különféle gazdasági változók milyen hatások eredőjeként alakultak. A modell alapú előrejelzés lehetővé teszi, hogy konzisztens keretben vizsgáljuk azt is, hogy egyes makrogazdasági sokkok (például egy olajár-sokk, egy belső keresleti sokk, vagy egy kockázati prémium sokk) hogyan befolyásolják előrejelzésünk alappályáját.

A bevezető után a tanulmány 2. fejezetében részletesen elemezzük a makrogazdasági környezetet, illetve bemutatjuk a kiinduló államháztartási helyzetképet. Az államháztartás elemzésekor kitérünk a ciklikusan igazított, a strukturális illetve elsődleges költségvetési egyenleg alakulásának elemzésére, valamint megvizsgáljuk, hogy milyen tényezők felelősek az államadósság változásáért. Ezt követően, az elemzés 3. fejezetében részletesen bemutatjuk makrogazdasági előrejelzésünk alappályáját és az ezzel konzisztens költségvetési hiány illetve államadósság pályát. A 4. fejezetben összehasonlítjuk saját előrejelzésünket a költségvetési törvényjavaslatban szereplő előrejelzéssel mind a makropálya, mind a fiskális pálya tekintetében. Végül az alappályát övező kockázatok érzékeltetése érdekében a Függelékben azt is bemutatjuk, hogy egyes makrogazdasági változók alappályától eltérő alakulása hogyan hat a gazdasági növekedésre és más fontos makrogazdasági folyamatokra, valamint a költségvetési mutatókra.

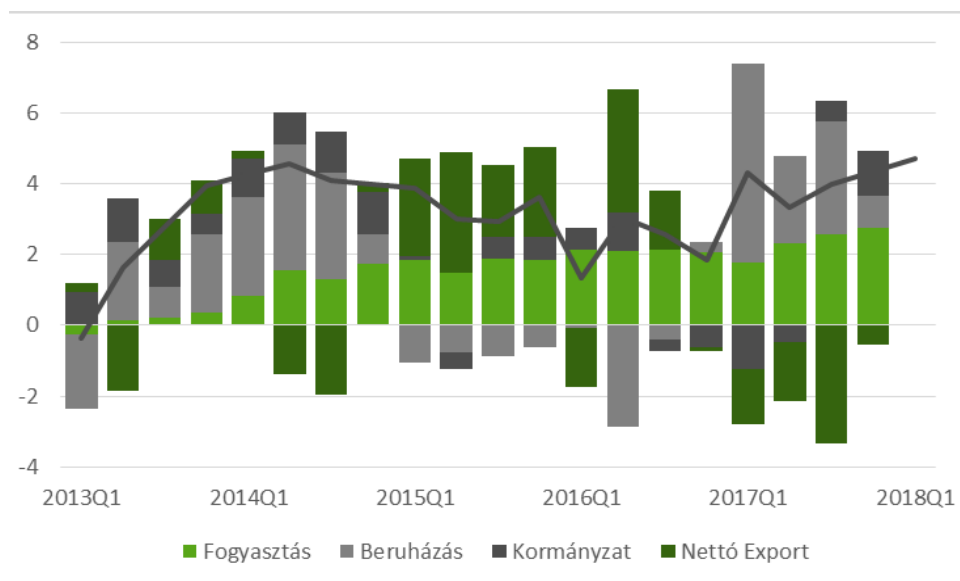
2 Meghatározó hazai trendek

2.1 Makrogazdasági helyzetkép

2.1.1 Reálgazdaság

A magyar gazdaság 2017-ben 4,2 százalékkal bővült, ami jelentős gyorsulást jelent a 2016-os dinamikához (2,1 százalék) képest. A bővülést a belföldi kereslet húzta, míg a nettó export mérsékelte az ütemet (1. ábra). Folytatódott a lakossági fogyasztás fokozatos élénkülése, növekedéshez való hozzájárulása meghaladta a 2 százalékpontot. A beruházások erőteljesen növekedtek a 2015-2016-os – elsősorban az uniós költségvetési ciklussal összefüggő – megtorpanás után. Az export lendületesen, 7,1 százalékkal bővült, de az import még gyorsabban nőtt a lakossági fogyasztás és a beruházások magas importigénye következtében. A nettó export hozzájárulása a teljes GDP-növekedéshez negatív volt (1. ábra). 2018 első negyedében a GDP ismét robusztus ütemben bővült, az éves növekedés 4,4 százalékos volt. A részletes adatok még nem állnak rendelkezésünkre, azonban a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) gyorstájékoztatása szerint a növekedés motorja továbbra is a belső kereslet.

1. ábra: Éves reál GDP növekedés (%)



Forrás: KSH, OGR számítás

Megjegyzés: a „Kormányzat” kategória a KSH „Közösségi fogyasztás” és „Természetbeni társadalmi juttatás a kormányzattól” kategóriáinak összege

A lakossági fogyasztás gyorsuló ütemben növekedett 2017-ben, a negyedik negyedévben az éves növekedés 5,5 százalékot ért el. Ez historikusan is kiemelkedő mértékű bővülés, de továbbra is elmarad a rendelkezésre álló jövedelem növekedési ütemétől. A lakáspiac élénkülésével összhangban a fogyasztás bővülését is meghaladta a tartós és félig tartós fogyasztási cikkek vásárlása. A fogyasztást

támogatja továbbá a lakossági bizalom erősödésével összefüggő növekvő fogyasztási hajlandóság, az alacsony hozamkörnyezet, illetve a nettó pénzügyi vagyon magas szintje. Az első negyedéves kiskereskedelmi adatok is lendületes, 8 százalékos körüli bővülést mutatnak. Arra számítunk, hogy a fogyasztás bővülése 2018-ban is erőteljes marad.

A beruházások élénküléséhez a lakosság, a vállalatok és az állam is hozzájárult. A növekvő jövedelemmel és a gazdaságpolitikai ösztönzőkkel (CSOK, átmenetileg kedvezményes lakásépítési ÁFA) párhuzamosan folytatódott a lakásépítések bővülése. Az új építésű lakások átadása 2017 során 44 százalékkal haladta meg az előző évit, míg a kiadott lakásépítési engedélyek száma 20,4 százalékkal nőtt. Az exportra termelő ipari vállalatok körében elsősorban a járműipar kapacitásbővülése volt jelentős, míg a belföldre termelő és szolgáltató vállalatoknál a turisztikai- és a pénzügyi szektor hozzájárulása volt említésre méltó. Az uniós költségvetési ciklussal összefüggésben 2016-ban jelentősen csökkent az EU-transzfer bevétel, de 2017-ben az uniós források lehívása újra lendületet kapott. Ennek köszönhetően az állami beruházások folyó áron 54 százalékkal emelkedtek. 2018 áprilisáig összességében 4400 milliárd forint került lehívásra az 7000 milliárd forintos 2014-2020-as EU-s pénzügyi keretből.

A világgazdasági konjunktúra és a bővülő hazai termelő kapacitások következtében erőteljesen fellendült a külkereskedelem. Az export 7,1 százalékkal bővült 2017-ben. Ezen belül a szolgáltatásexport növekedése felülmúlta az árukivitel bővülését, ami elsősorban a turizmus és a szállítmányozás jó teljesítményének köszönhető. Az import 9,7 százalékkal emelkedett. Az import exportot meghaladó bővülése részben a gyorsan növekvő beruházások és fogyasztás magas importtartalmának, részben az energiahordozók áremelkedésének számlájára írható.

A növekedést támogatta a tartósan laza költségvetési és monetáris politika. Becslésünk szerint a monetáris kondíciók 2014 óta pozitívan hatnak a reálkeresletre, támogatva ezzel a növekedést. A fiskális politika 2013 óta élénkíti a gazdaságot.¹

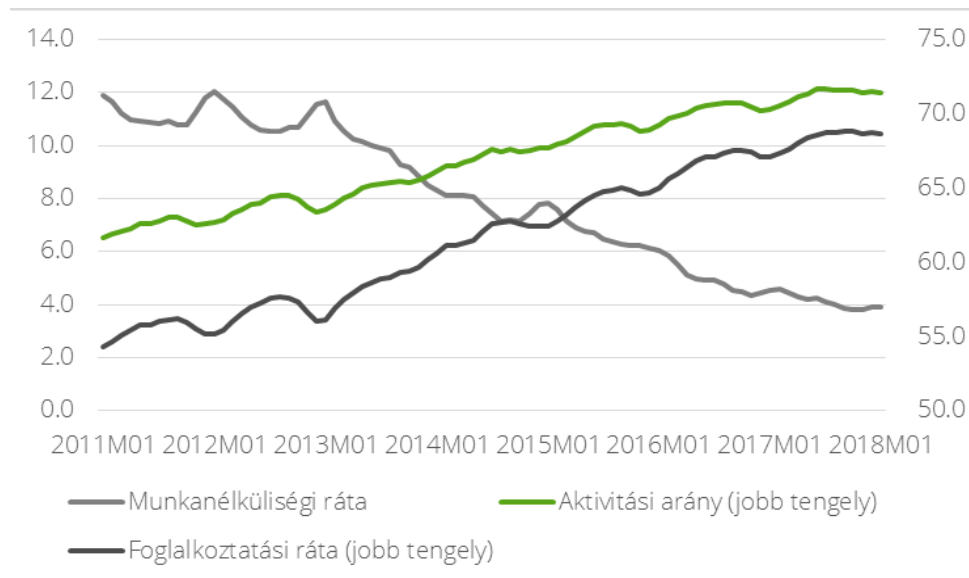
A kibocsátás növekedéséhez termelési oldalról elsősorban a szolgáltatások, különösen a kereskedelem és a turizmus járultak hozzá. Az ipari termelés is pozitívan járult hozzá a 2017-es GDP-hez, elsősorban a kapacitásbővítéseknek köszönhetően. A lakáspiac felfutásával és az uniós források felhasználásának növekvő intenzitásával párhuzamosan az építőipar 30 százalékos növekedést mutatott. A kedvezőtlen időjárás miatt a mezőgazdaság növekedési hozzájárulása enyhén negatív volt.

¹ A fiskális impulzust a strukturális egyenlegmutató, azaz az átmeneti hatásoktól tisztított, ciklikusan igazított egyenleg változásával mérjük.

2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság

A pozitív reálgazdasági folyamatok mellett tovább csökkent a munkanélküliség és a munkaerőpiac egyre feszesebbé vált. Az elmúlt évek tendenciáit folytatva 2018 márciusára a munkanélküliségi ráta 3,9 százalékra csökkent (2. ábra), mely az egyik legalacsonyabb szint az Európai Unióban. A közfoglalkoztatottakkal korrigált munkanélküliségi ráta 2017-ben 7,5 százalék volt, amely enyhén alacsonyabb az EU-átlagnál (3. ábra). A 15–64 évesek foglalkoztatási rátája 68,7 százalékra emelkedett. Eközben 2017 január óta több, mint 40 ezer fővel csökkent a közfoglalkoztatottak száma, így a 2016 márciusi 201,6 ezer főről 2018 márciusára 156,5 ezer főre² csökkent a programban dolgozók száma. A legnagyobb foglalkoztatás bővülést a járműgyártásban és a hozzá kapcsolódó beszállítói ágazatokban, az építőiparban és a szállítás-raktározás ágazatban figyelhettük meg.

1. ábra: Munkaerő piaci mutatók (%)



Forrás: KSH

² Szezonálisan igazított adatok (forrás: KSH, saját számítás)

3. ábra: Munkanélküliségi ráta az Európai Unióban (% , 2017-es átlag)

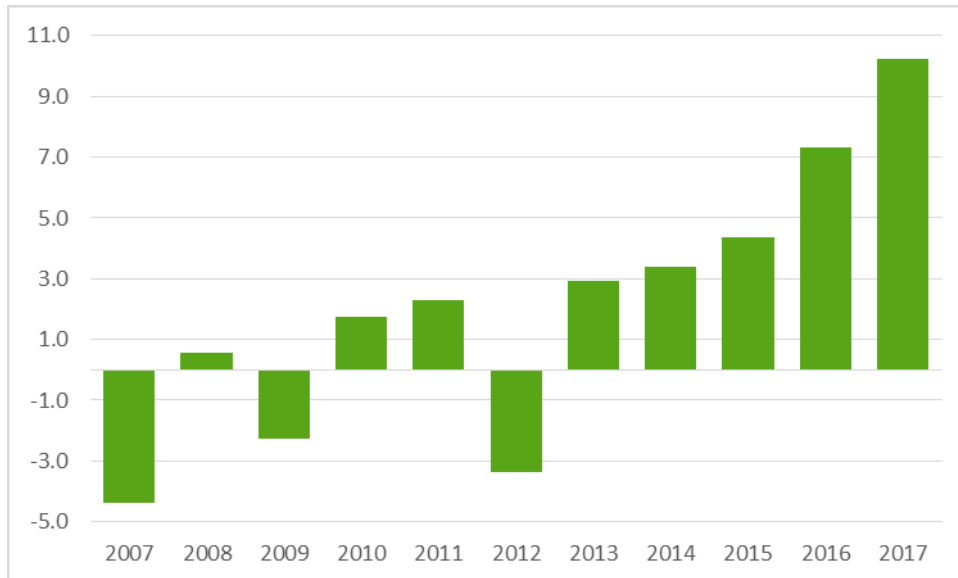


Forrás: Eurostat, KSH, OGR számítás

A feszesebb munkaerőpiacon jelentősen emelkedtek a bérek. A reálbérek 10,3 százalékkal növekedtek az elmúlt év során (4. ábra). A gyorsuló bérdinamikában két tényező játszott főszerepet. Egyrészt a rögzített minimálbér és a garantált bérminimum 15 illetve 25 százalékkal emelkedett a kormány és a vállalatok közötti hatéves bérmegállapodásnak megfelelően. Másrészt a közszféra egyes ágazataiban bevezetett életpályamodellek is a nagyobb béremelés irányába hatottak. A reálbérek gyors felzárkózása egyelőre nem veszélyezteti a gazdaság versenyképességét. A béremelések versenyképességre gyakorolt negatív hatását ellensúlyozza egyrészt a szociális hozzájárulási adó kulcsának a bérmegállapodás keretében vállalt csökkentése, másrészt az egész régióban tapasztalható gyorsuló bérfelzárkózás. Az Európai Bizottság (2018) mindazonáltal megjegyzi, hogy a

nagyvállalatoknál jóval kevésbé termelékeny magyar kis- és közép vállalatoknak (KKV) komoly problémát okozhat a megemelkedett bérszint kigazdálkodása.

4. ábra: Egy keresőre jutó reálkereset éves növekedése (%)



Forrás: KSH

A munkaerőhiányt a növekedés szűk keresztmetszeteként megjelölő vállalatok aránya regionális összevetésben kiugróan magas (9. ábra). A növekedés effektívvé váló korlátjává a bérfelzárkózással szemben inkább a munkaerőhiány válik. 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.

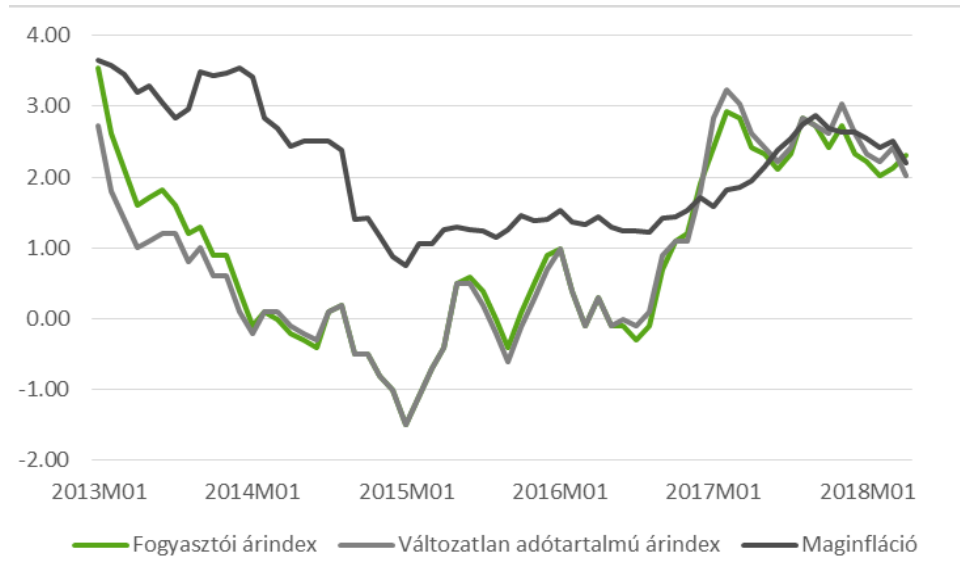
A munkanélküliség csökkenése és a munkaórák bővülése az elmúlt években a gazdasági növekedés egyik motorja volt, azonban a tartalékok kimerülni látszanak. Ma már csak a nők körében és egyes régiókban nem tekinthető magasnak a foglalkoztatási ráta, így érdemi javulásra csak e néhány területen lehet számítani. Noha a munkanélküliség historikusan alacsony (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.

2.1.3 Infláció és monetáris politika

Az infláció 2018 első négy hónapjában nem mutatott gyorsulást, összességében a 2017-es értékekhez hasonlóan alakult. 2018 áprilisában a KSH adatközlése alapján a fogyasztói árindex éves szinten 2,3 százalékkal növekedett, enyhén meghaladva az első negyedéves 2 százalékos dinamikát (5. ábra). Ezzel az infláció a jegybank 3 százalékos +/-1 százalékpontos toleranciasávjának alsó felén helyezkedik el. Az árindex növekedését elsősorban az élelmiszerárak 4,2 százalékos, valamint a szeszesitalok, dohányárak átlagosan 6,3 százalékos növekedése fűtötte, míg a szolgáltatások árai

lassabban, éves szinten 1 százalékkal növekedtek, a tartós fogyasztási cikkek árai pedig 1 százalékkal csökkentek. Az üzemanyagárak változása éves szinten bázishatás miatt enyhén negatív volt.

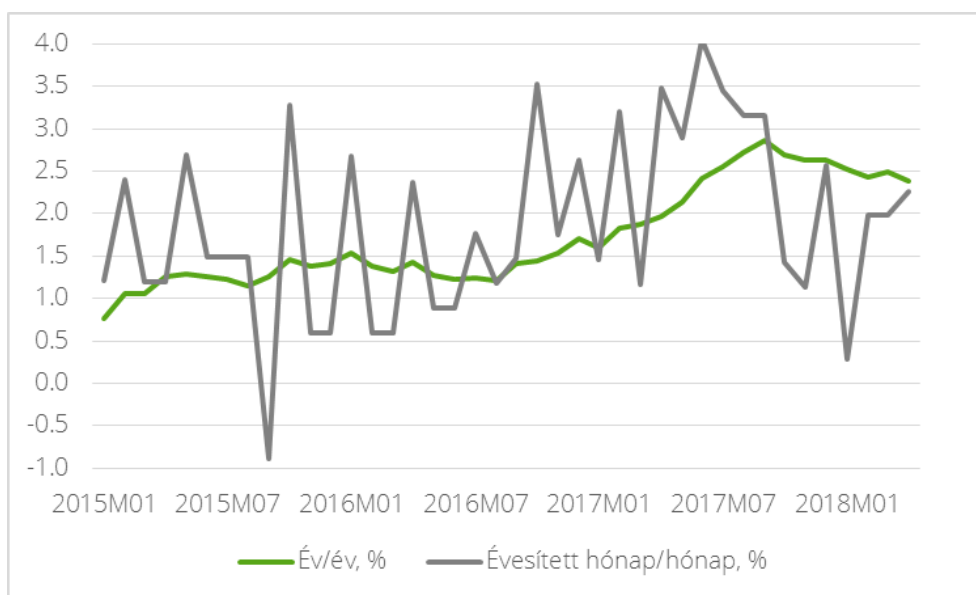
5. ábra: Éves inflációs mutatók (%)



Forrás: KSH

A fogyasztói kosár változékonyabb elemeit kiszűrve számított maginfláció folytatta 2017 közepe óta tartó csökkenését, és 2018 áprilisban éves szinten 2,4 százalékot tett ki. Az évesített havi növekedés, amely jobban megragadja az aktuális inflációs folyamatokat, még ennél is alacsonyabb, 2,3 százalékos volt 2018 áprilisban (6. ábra). Ebből arra következtethetünk, hogy továbbra sincs erős inflációs nyomás a gazdaságban.

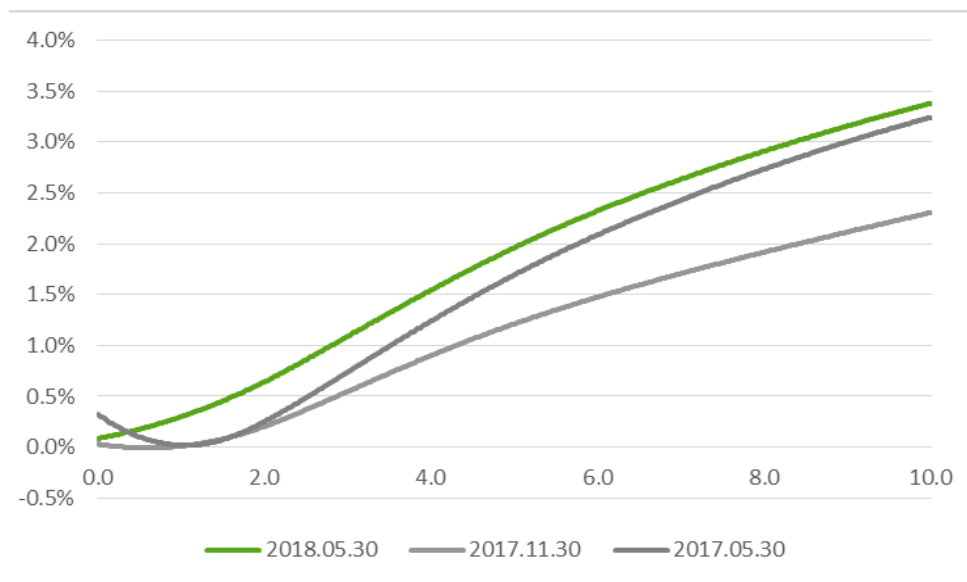
6. ábra: Szezonálisan igazított maginfláció (%)



Forrás: KSH

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) a teljes előrejelzési horizonton visszafogott inflációs dinamikát vár, így nem emelte az alapkamatot. A Monetáris Tanács a 2018 áprilisi kamatdöntése indoklásában kiemelte, hogy a mérsékelt külső infláció és a historikusan alacsony hazai inflációs várakozások, illetve a munkáltatói járulék- és áfacsökkentések mérséklik az élénk belső kereslet és a bérfelzárkózás hatását, így az inflációs cél megítélésük szerint 2019 közepére érhető el fenntarthatóan. A jegybanki alapkamat továbbra is a 2016 májusában elért 0,9 százalékos szinten áll, azonban a Monetáris Tanács 2017 szeptemberi hatállyal -0,05 százalékról -0,15 százalékra csökkentette a jegybanki egynapos betét kamatlábát, növelve a kamatfolyosó aszimmetriáját. A kamatfolyosó aszimmetrikus szélesítésével összefüggésben a bankközi piac kamatszintje tartósan az alapkamat alá süllyedt. Az egynapos fedezett hitel kamata továbbra is 0,9 százalék, megegyezik az irányadó kamatlábbal.

7. ábra: Zérókupon hozamgörbe



Forrás: Államadósság Kezelő Központ

Az MNB monetáris politikai eszköztárának egyéb elemei segítségével tovább lazított a monetáris kondíciókon. További lazítást jelent a három hónapos betéti eszköz hozzáférhetőségének korlátozása. 2017 folyamán, márciustól kezdődően három lépcsőben 750 milliárd forintról 75 milliárd forintra szűkült az instrumentum kínálata. A három hónapos betétből kiáramló likviditás hozamcsökkenést generált, amihez hozzájárult a bankközi kamatláb, a BUBOR jegyzési rendszerének megváltoztatása is.³ A jegybank 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

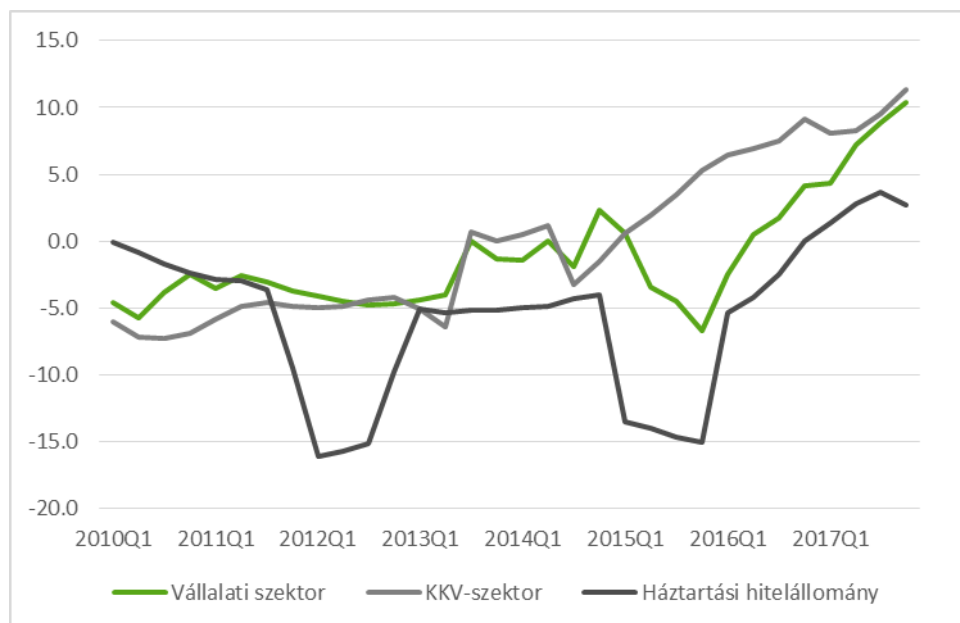
³ A jegybank 2018 januártól a fix 15 bázispontos jegyzési szpredet 10 bázispontra csökkentette, illetve a kötelező minimális ügyletméretet is megemelte 50-50 millió forinttal, az 1 hónapos lejárat esetén 150 millió forintra, a 3 hónapos lejáratnál 100 millió forintra, míg a kötelező árjegyzésbe újonnan bevont 6 hónapos lejárat esetén 50 millió forintra.

igyekezett a monetáris lazítást a hozamgörbe hosszabb végén is érvényesíteni. Ennek eredményeképpen a hosszú hozamok 2017 során több mint 100 bázispontot csökkentek, 2018 közepére azonban jórészt a nemzetközi folyamatok (lásd 3.1. fejezet) hatására az egy évvel ezelőtti szintek fölé emelkedtek (7. ábra).

2.1.4 Hitelkínálat

A vállalati hitelállomány jelentős bővülést mutatott 2017-ben, míg a háztartási hitelállomány válság óta tartó leépülése megállt. A vállalati hitelállomány 10,4 százalékkal bővült, a leggyorsabb ütemben a válság óta (8. ábra). A KKV-szektor hitelnövekedési üteme elérte a 11,4 százalékot, melyben szerepet játszott, hogy a bankok a jegybank Piaci Hitelprogramja keretében tett 230 milliárd forintnyi hitelezési növekményre vonatkozó vállalásait mintegy 2,5-szeres mértékben túlteljesítették. Ezzel a régióban Magyarországon volt a leggyorsabb a vállalati hitelbővülés üteme. A háztartási hitelállomány 2,7 százalékkal növekedett az elmúlt évben, ezzel végre megfordult a hitelállomány válság óta tartó leépülése. A fogyasztási célú hitelek 45 százalékkal bővültek éves szinten, míg a lakáscélú és szabad felhasználású jelzáloghitelek növekedési üteme 39, ill. 21 százalék volt.

8. ábra: Vállalati és háztartási szektor hitelállományának éves növekedési üteme (százalék)



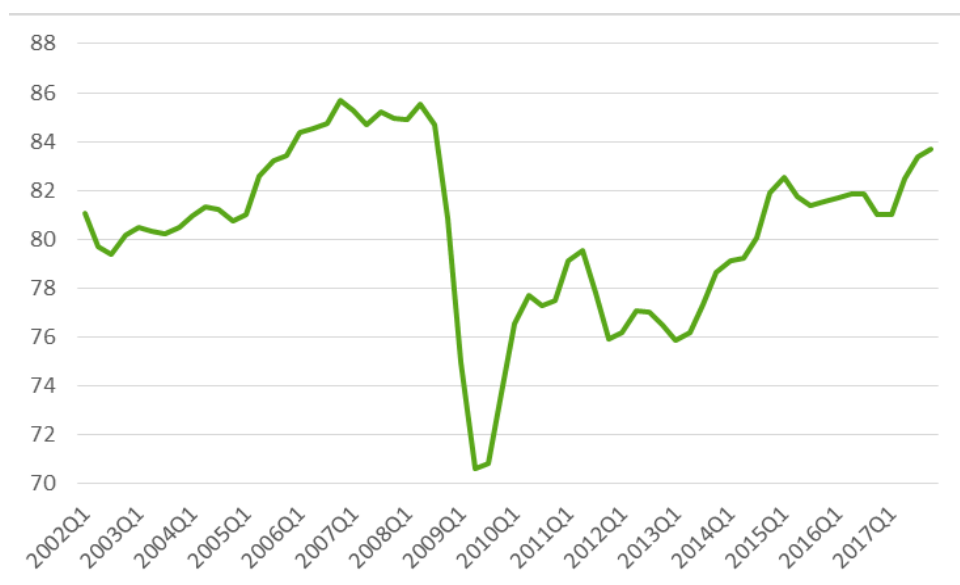
Forrás: MNB

A vállalati hitelfeltételek minden kategóriában, míg a lakossági hitelfeltételek elsősorban a fogyasztási hitelek esetében enyhültek. A jegybank felmérése szerint elsősorban a bankok közötti versenynek köszönhetően lazultak a hitelfeltételek. A pénzügyi kondíciók az MNB szerint mind a vállalati, mind a háztartási szektorban semleges hatást gyakorolnak a reálgazdaság ciklikus pozíciójára, azaz se nem élénkítene, se nem fékezne.

2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete

2017-ben és 2018 első negyedében a kibocsátás becslésünk szerint a potenciális szintje felett alakult, így a kibocsátási rés pozitív. A gazdaság túlfűtöttségére, azaz a termelő kapacitások korlátjainak elérésére számos tényező utal. Egyrészt az ipari kapacitáskihasználtság mutató (9. ábra) a vállalatok tőkeállományának historikusan is magas, utoljára a válság előtti boom alatt látott kihasználtságát mutatja. Noha az elmúlt évben a beruházások élénkülésével számos kapacitásbővítő projekt indult meg, a mutató folyamatosan emelkedik. AZ MNB becslése alapján 2007-ben közel 3 százalékos kibocsátási rés mellett volt hasonlóan magas az ipari kapacitások kihasználtsága (MNB, 2018). Másrészt a munkaerő kapacitáskorlátait jelzi, hogy a hazai vállalatok nem csak európai, de régiós szinten is kiugróan magas arányban tartják a munkaerőhiányt a növekedés szűk keresztmetszetének (10. ábra). Míg a hazánkhoz hasonló gazdasági szerkezetű, szintén dinamikusan növekvő visegrádi országokban a vállalatok 40 százaléka nevezte meg a munkaerőhiányt a termelés legfőbb korlátjaként, Magyarországon az arány ennek kétszerese. Ezt a képet erősíti az uniós szinten alacsonynak számító munkanélküliségi ráta is (3. ábra).

9. ábra: Az ipari kapacitáskihasználtság trendje (százalék)

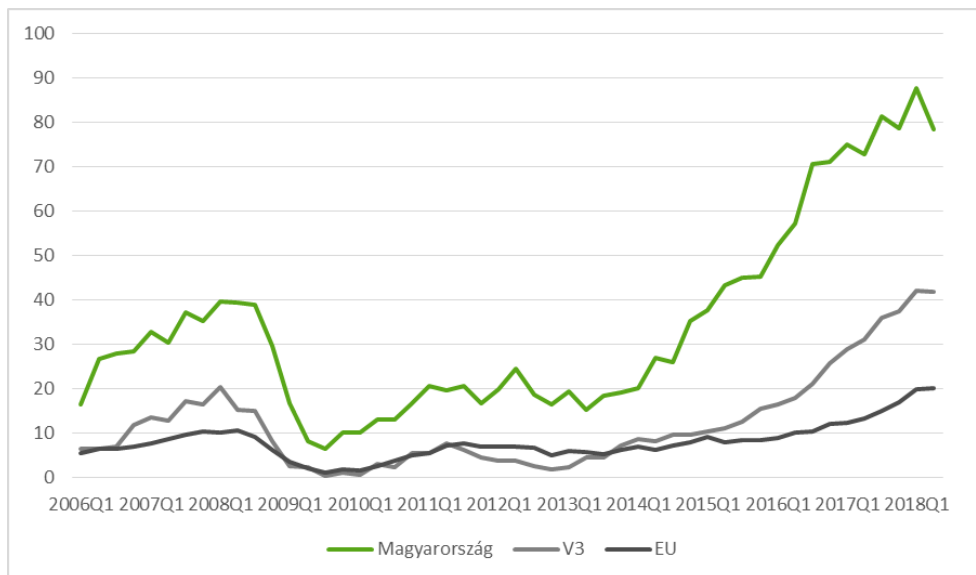


Forrás: MNB

Ugyanakkor óvatosságra ad okot a továbbra is visszafogott fogyasztói inflációs dinamika. Az inflációs mutatók visszafogott dinamikát mutattak az elmúlt év során, továbbra is a jegybank célja alatt, de a toleranciasávon belül elhelyezkedve. Amennyiben egy 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 bérhányad⁴ jóval a hosszú távú átlagos értéke alá esett a válságot követően (11. ábra), az elmúlt években megfigyelt bérnövekedés inkább a trendhez való visszatérést jelzi, mint túlfűtöttséget. A vállalatok tehát képesek lehettek az elmúlt években megfigyelt jelentős béremeléseket végrehajtani (4. ábra) anélkül, hogy a fogyasztói árakat emelték volna: az elmúlt években elért, a historikus átlagnál magasabb profitszint csökkentésével és a hatéves bérmegállapodásban az állam által vállalt járulékcsoökkentésekkel⁵. A visszafogott fogyasztói inflációs dinamika tehát jelenleg összeegyeztethető a pozitív kibocsátási réssel. Árnyalja a képet, hogy más inflációs mutatók, pl. a lakásárak, az építőipari árindex vagy a GDP deflátor már most is jelentős áremelkedést mutatnak.

10. ábra: Munkaerőhiány, mint az ipari termelést korlátozó tényező
(a vállalatok százalékában)



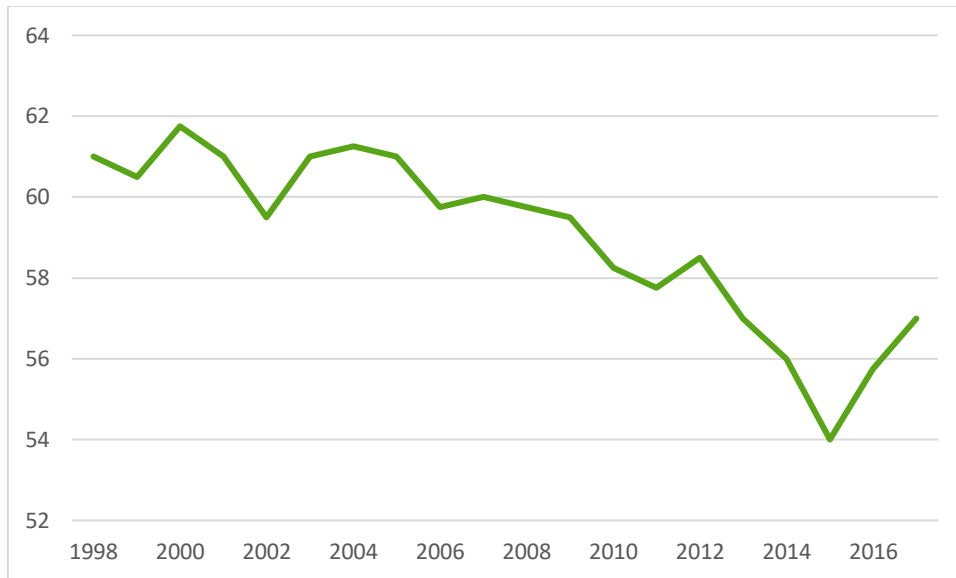
Forrás: Európai Bizottság, OGR saját számítás

A fentiek alapján strukturális modellünk (lásd Függelék) segítségével a kibocsátási rést 2017-ben 0,9, 2018-ban 1,5 százalékosra becsüljük. A kibocsátási rés szintjét leginkább az elmúlt évek laza monetáris és fiskális politikája növelte. A reálértelemben enyhén alulértékelt forint szintén hozzájárul a túlfűtöttséghez, az exportáló vállalatok költségelnyének növelésével. A hazánk legfőbb külkereskedelmi partnereit tömörítő euró zóna ciklikus pozíciója enyhén mérséklő hatást fejtett ki.

⁴ A bérhányad az egy alkalmazottra jutó munkaerőköltség aránya az átlagos bruttó hozzáadott értékhez.

⁵ 2017-ben a munkaadók által fizetett szociális hozzájárulás 5, 2018-ban 2,5 százalékponttal csökkent. (NGM, 2018)

11. ábra: Korrigált bérhányad (Bruttó hozzáadott érték százalékában)



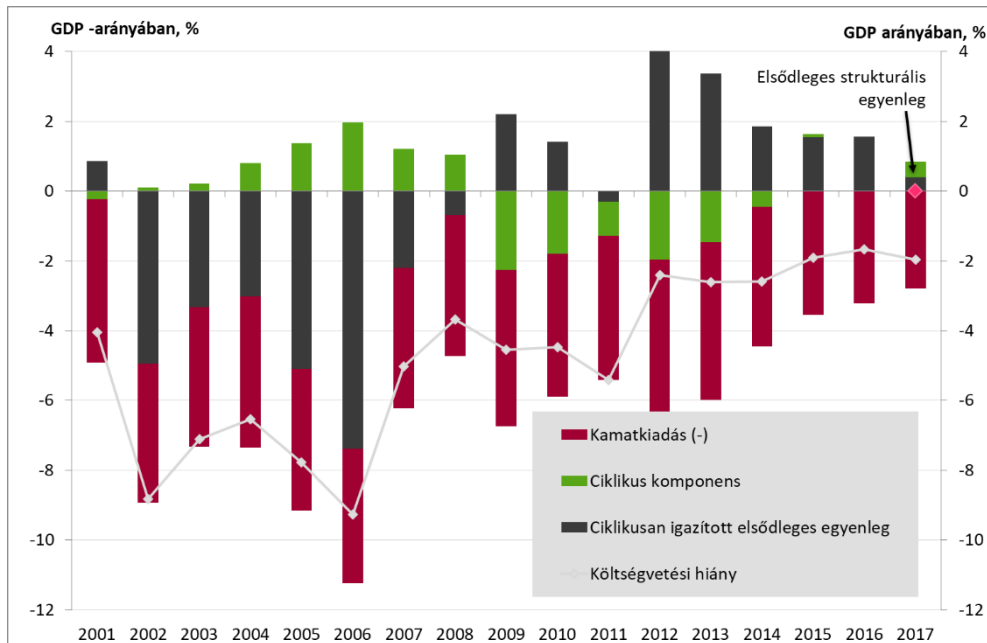
Forrás: KSH, OGR saját számítás

2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság

2.2.1 Költségvetési hiány

2017-ben a költségvetés eredményszemléletű (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 kamatkidadások mérséklődése (12. ábra). A kibocsátási rés növekedése az adóbevételeken keresztül becsléseink szerint a GDP 0,4 százalékával mérsékelte a költségvetési hiányt. A kamatkidadások pedig hasonló mértékben, a GDP 0,4 százalékával csökkentek 2016-hoz képest. A kamatkidadások csökkenése elsősorban a tartósan alacsony inflációs környezet és a mérséklődő kockázati prémium következtében csökkenő piaci kamatok, valamint az államadósság fokozatos átárazódásának következménye.

12. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGR becslés

A ciklikusan igazított elsődleges többlet⁶ 2012-óta tartó csökkenése tovább folytatódott. Az alapfolyamatok is az egyenleg romlása irányába hatottak, de ezt erősítették a költségvetési intézkedések is, így az egyenleg a 2016-ra becsült 1,6 százalékos értékéről a GDP 0,4 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 adóhitelek hatása⁷. A ciklikus hatás mellett a fenti átmeneti tételektől is megtisztított, úgynevezett strukturális elsődleges egyenleg a GDP nulla százaléka körül alakult.

⁶ A ciklikusan igazított költségvetési egyenleg azt mutatja meg, hogy mekkora lenne a költségvetés egyenlege abban az esetben, ha a GDP megegyezne a potenciális szintjével, azaz ha a kibocsátási rés nulla lenne. Elméletileg az elsődleges, azaz kamatkiadásoktól tisztított ciklikusan igazított egyenleg változása jó mérőszáma a költségvetési politika irányultságának, a költségvetési intézkedések összhatásának. A ciklikusan igazított elsődleges egyenleg ugyanis nem tartalmazza a bevételek és kiadások nem kormányzati intézkedésekhez köthető, hanem a gazdasági ciklussal illetve kamatkörnyezettel összefüggő változását.

⁷ A Növekedési adóhitelek konstrukció lehetővé teszi, hogy az adózás előtti eredmény hirtelen növekedésének adóhatását a vállalkozások „kisimítsák”, azaz a többletadóterhet 2 éven keresztül, 8 egyenlő részletben fizessék be a költségvetésbe. A 2015-ös jelentős eredmény növekedés hatása így számottevően megemelte a 2016-2017-es társasági adóbevételeket.

A jelentős mértékű költségvetési lazítás az adóterhek érdemi csökkentését célozta. Az egységes 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 bevételnövekedés származott ugyanakkor az állami földek értékesítéséből.

A strukturális hiánymutató 2017-ben a GDP 3 százaléka közelébe 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 2,8 százalékra történő emelkedése arra utal, hogy a költségvetésben fogynak a tartalékok és a gazdasági növekedés átmeneti – akár külső okokhoz köthető – lassulása esetén a hiány könnyen a 3 százalékos küszöbérték fölé emelkedhet.

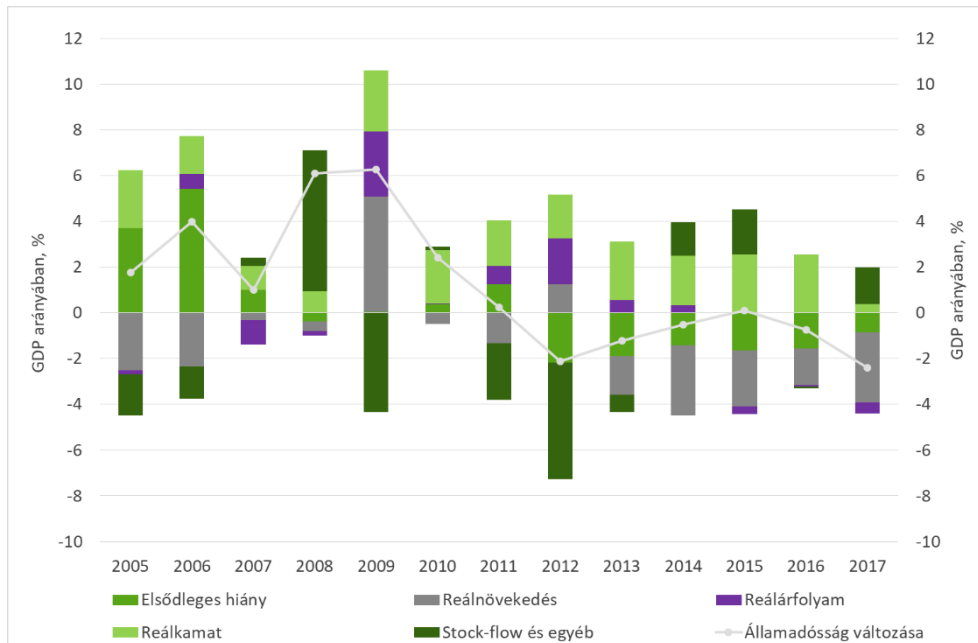
2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezők

Folytatódott az államadósság ráta csökkenése. 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-flow⁸⁹ tételek játszották a meghatározó szerepet az adósságráta csökkenésében, 2013 óta az adósságcsökkenés elsősorban a reálnövekedéshez és az elsődleges egyenleg többletéhez köthető (13. ábra).

⁸ 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 adósságátvállalásai, illetve az uniós források előfinanszírozásával illetve utólagos megtérítésével kapcsolatos adósságváltozások.

⁹ A 2011-hez képest kedvező stock-flow hatásban meghatározó szerepet játszott a magánnyugdíj-pénztárak portfóliójának átvételével összefüggő adósságcsökkentés is.

13. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója



Forrás: KSH, OGRResearch számítás

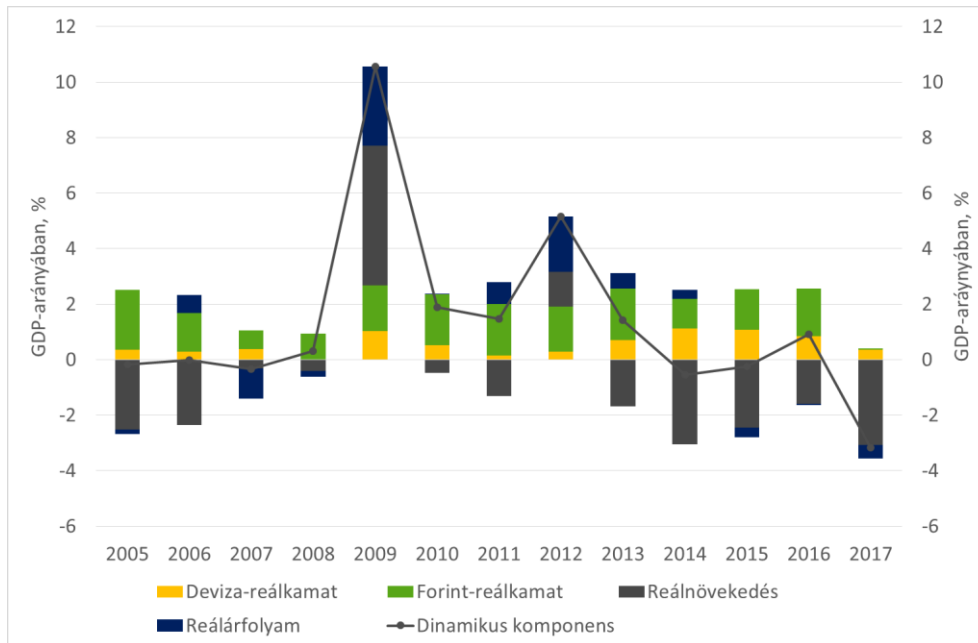
Megjegyzés: A dekompozíció során az implicit forint-reálkamatot és a reálárfolyam változást a GDP-deflátor alapján számítottuk

A gyors reálnövekedés és az alacsony reálkamat támogatja az adósság kinövését. 2017-volt a válság óta az első olyan év, amikor a reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés hármass, azaz az úgynevezett dinamikus komponens összehatása érdemi adósságcsökkentést eredményezett (14. ábra). Ez elsősorban a reálnövekedés erőteljesebb adósságcsökkentő hatásának, másodsorban az adósságra fizetett reálkamat lényegesen kisebb adósságnövelő hatásának, köszönhető.

Az adósság implicit reálkamata tartósan alacsony. 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 elsősorban a mérséklődő inflációhoz, illetve a tartósan laza monetáris politikához volt köthető. 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. Ennek ellenére az adósságra fizetett implicit kamatokban sokáig nem tükröződött a piaci hozamcsökkenés, 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, hogy a piaci

hozamok lassuló csökkenésének, illetve stabilizálódásának ellenére 2016-17-ben is folytatódott az implicit kamatok csökkenése. A nominális finanszírozási költségek csökkenése mellett a külső infláció megemelkedése, illetve a hazai GDP-deflátor megugrása (az árindex 3,6 százalékkal emelkedett) a reál értelemben vett implicit kamatok markáns csökkenését eredményezték.

14. ábra: A dinamikus* komponens



Forrás: KSH, OGRsearch számítás

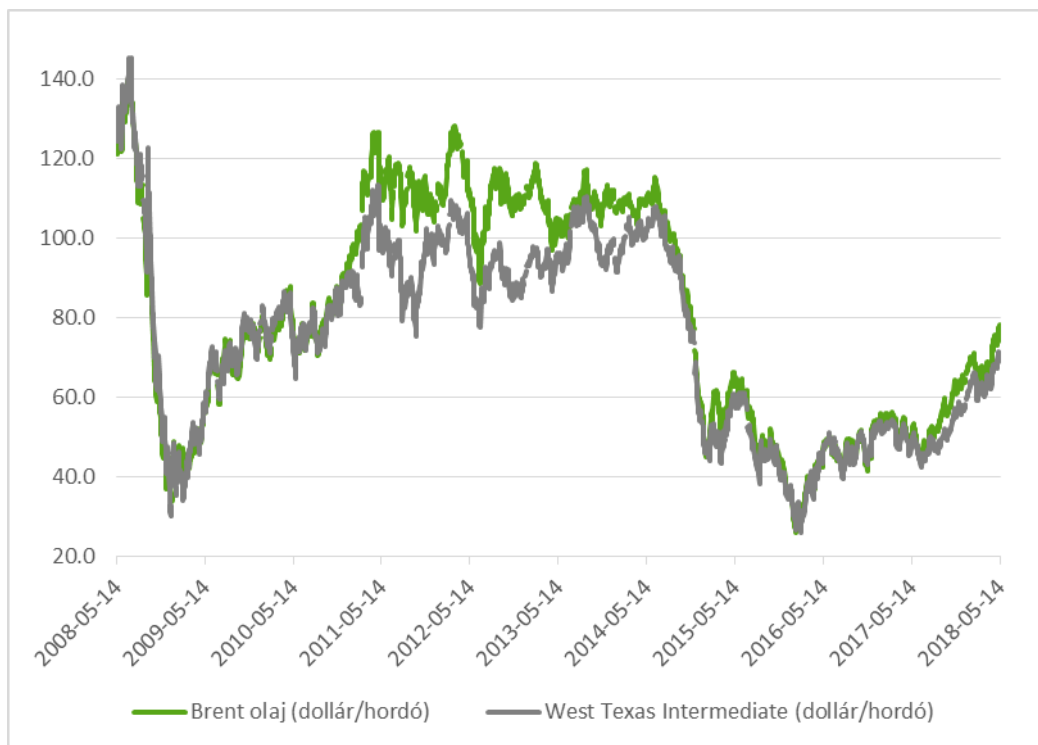
*A dinamikus komponens a kamat, a reálárnyék és a növekedés, azaz a makrogazdasági tényezők múltban felhalmozott adósságon keresztül az adósságdinamikára gyakorolt összehatását mutatja.

3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk

3.1 Meghatározó nemzetközi trendek

A világgazdaság növekedése 2017-ben felülmúlta a nagy nemzetközi intézmények és a legtöbb elemző várakozásait, és a konjunktúra folytatódni látszik 2018 első negyedében is. A 2017 második félévében mért 4 százalékos bővülés a második legerősebb érték a válság óta. A pozitív dinamikához leginkább a fejlett országokban fellendülő beruházások, a globális kereskedelem erősödése és a nyersanyagexportőr országok áremelkedésekből fakadó nagyobb mozgástere járult hozzá. A meghatározó fejlett országokban és a legtöbb fejlődő országban nőtt a kibocsátás a tavalyi év során.

15. ábra. A Brent és a WTI kőolaj ára (USD/hordó)



Forrás: EIA (US Energy Information Administration)

Az olajárak a 2017 eleji 40 dollár körüli szintekről folyamatosan emelkedve 2018 májusára meghaladták a hordónkénti 80 dolláros árat. 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 és Oroszország, Kazahsztán) a kitermelés korlátozására vonatkozó megállapodása, majd a venezuelai termelés belső politikai problémák miatti szinte teljes kiesése, végül a közel-keleti geopolitikai feszültségek (Irán, Szíria) tolták felfelé. A robusztus globális kereslet emellett kitartóan húzta felfelé az olajárát

(15. ábra). A gáz- és fémárak ugyan kisebb mértékben, de szintén emelkedtek. A kedvezőtlen időjárás miatt az élelmiszerárak közel 5 százalékkal növekedtek a 2018 májusát megelőző évben.

A legnagyobb fejlett országokban a fogyasztói infláció emelkedésnek indult, azonban az inflációs trendeket megragadó maginflációs mutatók jellemzően a jegybankok inflációs céljai alatt maradtak. A növekvő olaj és élelmiszerárak hatására az infláció növekedését figyelhettük meg a fejlett országokban. Számos fejlődő országban a gyenge dollár is hozzájárult az árak visszafogott dinamikájához. Bár a munkaerő-piaci mutatók jelentősen javultak a fejlett országokban, a bérnövekedés továbbra is visszafogott maradt, amit egyrészt a termelékenység lassú javulása, a dolgozók összetételének változása (az új belépők alacsonyabb bérigénnyel rendelkeznek, mint a kilépők), másrészt a továbbra is jelentős munkaerő-piaci tartalékok magyarázhatnak.

A Fed folytatta kamatemelési ciklusát, míg az európai és japán jegybankok továbbra is fenntartják a laza monetáris kondíciókat. Az amerikai kamatemelési ciklus a jegybank élén történt váltás közepette folytatódott, 2018 márciusára az irányadó dollárkamatot 1,75 százalékra emelte a Nyíltpiaci Bizottság. Az év eleje óta még feszesebbé váló munkaerőpiac és a dinamikus növekedés további szigorításokat valószínűsít, és a Fed kommunikációja is erre utal. Mindeközben az EKB és a Bank of Japan (BoJ) változatlanul fenntartja az enyhén negatív kamatszintjét és eszközvásárlási programját. A piaci várakozások egyre inkább arra mutatnak, hogy az európai kötvénycsökkentési program folytatódik az eredetileg tervezett kivezetési dátum, 2018 szeptembere után is, míg a BoJ az ún. „Mennyiségi és Minőségi Lazítási Program” kiterjesztésén gondolkodik. 2018 során tehát széttartó nemzetközi monetáris politikai folyamatokra kell számítanunk.

3.1.1 Növekedés

Egyesült Államok

Az Egyesült Államok gazdasága dinamikusan, éves szinten közel 2,3 százalékkal növekedett 2017-ben. 2018 első negyedében folytatódott a fellendülés, a GDP évesítve 2,3 százalékkal nőtt a megelőző negyedévhez képest, elsősorban a beruházások dinamikus bővülése miatt. Noha a negyedéves dinamika lassult, az elemzők az év hátralévő részében gyorsulást várnak a Trump-adminisztráció adócsökkentései, a kedvező világgazdasági folyamatok és a magas üzleti bizalom miatt. Folytatódott a munkaerő-piac feszesebbé válása, a munkanélküliségi ráta áprilisban 3,9 százalékra, 17 éves mélypontra süllyedt, ami közel áll a teljes foglalkoztatáshoz. Becslésünk szerint a kibocsátási rés 2017 harmadik negyedében bezárult, és a gazdaság

jelenleg potenciális növekedési szintje felett teljesít. A Fed által preferált inflációs mérőszám, az ún. személyes fogyasztási kiadások index (*Personal Consumption Expenditures - PCE*) áprilisban a növekvő keresletoldali nyomás hatására elérte a 2 százalékos célt. Az irányadó kamatláb jelenlegi 1.50-1.75 százalékos sávját a Fed várakozásunk szerint még legalább kétszer emeli az idei év során a pozitív kibocsátási rés és a feszes munkaerőpiac miatt. A Trump-adminisztráció által kilátásba helyezett importvámok növelik a bizonytalanságot és komoly kockázatokat jelentenek mind az Egyesült Államok növekedésére, mind a globális konjunktúrára.

Euró zóna

Utoljára a válság előtt látott mértékű, 2,7 százalékos éves gazdasági növekedést mutatott fel 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 hatására a belföldi fogyasztás is erőteljesen bővült. A magországok növekedése felülmúlta a periféria országaiét. A piaci konszenzus szerint az erőteljes növekedés fenntartható a következő két-három évben. Az Európai Központi Bank (EKB) továbbra is fenntartja a 0,05 százalékos irányadó rátát és a mennyiségi lazítási programot, mivel mind az ún. *headline* mutató (1,2 százalék), mind a változékony elemek nélküli maginfláció (1 százalék) jócskán az inflációs cél alatt volt 2018 áprilisában. Az infláció az előrejelzések szerint középtávon is a jegybanki cél alatt marad.

Feltörekvő gazdaságok, Kína

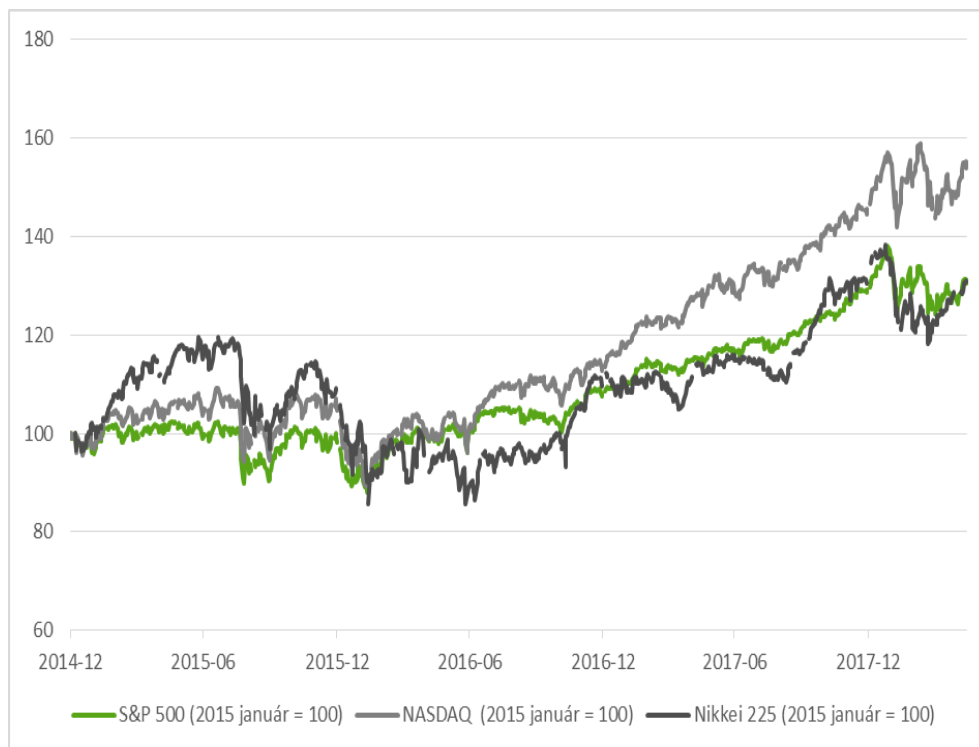
A feltörekvő gazdaságokban megfigyelt 5 százalék feletti növekedést elsősorban a belföldi fogyasztás támogatta. Az elmúlt évek alacsony árszintjei után fokozatosan normalizálódó olaj- és nyersanyagárak javították az exportáló országok helyzetét, így Brazília illetve Oroszország is a vártnál gyorsabban 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. Noha a fejlődő országok növekvő eladósodottsága és az USA-Kína kereskedelmi feszültségek éleződése kockázatot jelent a következő években, az IMF a kedvező konjunkturális folyamatok fennmaradására számít 2018 és 2019 során (IMF, 2018).

3.1.2 Pénz- és tőkepiaci folyamatok

2017-ben rekordévet zártak a globális részvénypiacok, majd 2018 január elején erőteljes korrekció vetett véget a historikusan is kiemelkedő bikapiacnak. 2018 január végéig a világ

meghatározó részvénypiaci indexei mind folytatták dinamikus emelkedő trendjüket.¹⁰ 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 nyomásnak és a Fed esetleges meredekebb kamatemelési ciklusának kilátásaitól. A globális részvénypiacok meredeken estek, a bejelentést követően 5-10 százalékos korrekciót mutattak a meghatározó részvényindexek (16. ábra). A befektetői hangulat jelentős romlását mutatja a VIX-index¹¹ 2015 óta nem látott magasságokba szökése is. A korrekciót követően a tőkepiacok némileg magukra találtak ugyan, azonban a korábbi trendhez nem tértek vissza, és az árak ingadozása jóval nagyobb maradt.

16. ábra: Meghatározó nemzetközi részvényindexek



Forrás: Bloomberg

¹⁰ 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. Történelmi 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.

¹¹ 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.

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 májusáig közel 100 bázispontot emelkedett, 3,08 százalékos értéke hétéves csúcstól jelent. A rövid távú 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 hozamgörbe¹² alig mutatott érdemi változást. A hozamgörbe alakjának változatlanlansága 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 elmúlt évben a dollár gyengesége volt a meghatározó jelenség. Noha az elmúlt hónapban megfigyelhettünk némi korrekciót, a dollár teljesítményét átfogóan mutató dollár index (DXY) alapján elmondható, hogy az elmúlt egy évben négy százalékos leértékelődés ment végbe a főbb devizákkal szemben. A leértékelődés különösen erős volt az euróval szemben. A dollár kitaró gyengesége nehezen összeegyeztethető a monetáris politika fejleményeivel. A Fed 2016 óta állhatatosan viszi véghez kamatemelési ciklusát, és a kamatról döntő Nyíltpiaci Bizottság várakozásait mutató ún. „dot-plot” grafikon további emelkedő kamatpályát vetít előre. Eközben az EKB esetében még az eszközvásárlási program szeptemberre bejelentett leállítását is bizonytalannak tűnik, az irányadó ráta pedig az előrejelzési horizont végéig változatlanul nulla közeli marad. 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

¹² A kockázatmentes euró alapú államkötvényhozamok szerkezetét tükröző hozamgörbe.

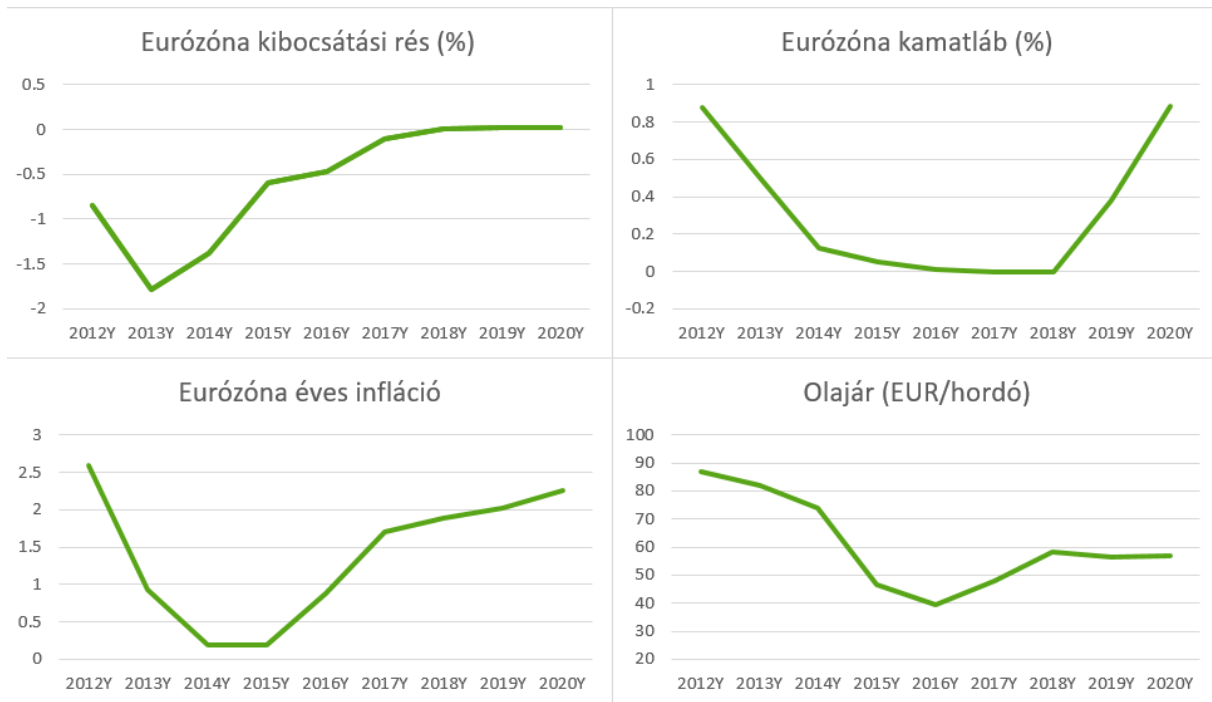
ajánlott – minősítését. A magyar hosszú hozamok, követve a globális folyamatokat 80 bázispontot emelkedtek az elmúlt fél évben, ugyanakkor továbbra is historikusan alacsony szinteken finanszírozható az ország adóssága.

3.2 Külső feltevések

Az olajárak esetében a jelenlegi áremelkedés korrekciójával, majd fokozatos, a határidős szerződésekbe beárazottaknak megfelelő áremelkedéssel számolunk. Ez azt jelenti, hogy a Brent típusú kőolaj hordónkénti ára a jelenleg 75 dollár feletti szintekről 2019 közepére 67 dollár közelébe süllyed, majd az előrejelzési horizont végére (2020) eléri a 70 dollár/hordó szintet. Az elmúlt évekhez képest magasabb olajár-pályát keresleti és kínálati tényezők is indokolják. Az olajkereslet növekedésére utal az elemzők korábbi várakozásait meghaladó globális konjunktúra, amely mind a fejlett, mind a fejlődő gazdaságokban magasabb energiaigénnyel járhat. A kínálatot mérsékelte a legjelentősebb olajtermelő országok által 2017 elejétől életbe léptetett kínálatszűkítő egyezmény, amely várakozások szerint 2018 végéig fog fennállni, így az előrejelzési pálya magasabb szintről indul. További kínálatszűkülés azonban nem várható az előrejelzési horizonton, sőt 2019-től a kitermelési korlátozások megszűnnek.

Az euró zónában 2018-ban várakozásunk szerint fennmarad a 2 százalékos feletti, robosztus GDP-növekedés, amely ezt követően fokozatosan az 1,7 százalékosra becsült potenciális növekedési üteme felé konvergál. A viszonylag alacsony potenciális növekedés elsősorban az unió strukturális problémáinak –intézményi problémák (különösen a közös fiskális politika hiánya), magas adósságállomány, alacsony munkaerő-mobilitás – megoldatlanságára és a politikai bizonytalanságra (Brexit, Olaszország) vezethető vissza. Becslésünk szerint az euró zóna ciklikus pozíciója jelenleg semleges. Kereslet oldali inflációs nyomás hiányában az infláció az előrejelzési horizonton az EKB célja alatt marad. Ennek következtében a laza monetáris kondíciók fenntartására számítunk, tehát arra, hogy a kamatemelési ciklus 2019 második felénél előbb nem kezdődik el, illetve a mennyiségi lazítás okozta többletlikviditást a jegybank rövidtávon nem vonja ki a rendszerből (17. ábra).

17. ábra: Az alappálya külső feltevései



Forrás: OGRResearch

Megjegyzés: A modellben a külső feltevések az euró övezetre vonatkoznak.

3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok¹³

A magyar gazdaság kilátásaira meghatározó hatást gyakorol az uniós transzferek időbeni alakulása. A 2018-as Konvergencia Programmal (NGM, 2018) összhangban arra számítunk, hogy az EU-transzferek lehívása „orrmeghívás” lesz, azaz a kormány igyekszik a lehető leghamarabb felhasználni a 2014-2020-as költségvetési ciklus forrásait. Előrejelzésünkben arra számítunk, hogy 2018-ban jelentős, 2019-ben mérsékeltebb összegű transzferek érkeznek az országba, ezzel tovább fűtve a beruházásokat, azonban 2020-ra az EU-s források kimerülnek, és a kiesést a kormány saját forrásokból csak részben tudja pótolni. A vállalati beruházási aktivitás 2018-ban szintén jelentős marad, erről a már bejelentett, illetve megkezdett projektek tanúskodnak. Előretekintve azonban egyrészt a pénzügyi kondíciók szigorodása, másrészt a növekvő munkaerőhiány csökkentheti a vállalati beruházások bővülésének ütemét.

¹³ Az előrejelzés főbb makrogazdasági változóiról „Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói” című Függelék ad táblázatos áttekintést. Az előrejelzéshez használt modellt részletesen bemutatjuk a 6.1-es függelékben.

1. számú keretes írás: A 2018-2022-es Konvergencia Programban megfogalmazott főbb intézkedések

A 2018 áprilisában az NGM által publikált, a következő négy évre vonatkozó Konvergencia Program legfőbb célkitűzése a dinamikus, 4 százalék feletti éves GDP-növekedés fenntartása az egész ciklusra. A dokumentumban kevés konkrétum található, elsősorban a gazdaságpolitika fő irányainak és prioritásainak felvázolására tesz kísérletet.

A gazdaságpolitika fókuszja a versenyképesség és a termelékenység javítása lesz, melyet a hazai innováció elősegítésével, az infrastrukturális beruházások támogatásával, a magasabb értékkel bíró szolgáltatások és termékek előállításának támogatásával és a magyar vállalatok nemzetközi piacra lépésének ösztönzésével kíván elérni. A termelékenység javulásához hozzájárul a beruházások tartósan magas növekedése, ami részben az EU (2020-ig jelentős lesz az uniós források szerepe), részben az állam (az állami forrásból finanszírozott beruházások a GDP 3,3 százalékáról 5,5 százalékára nőnek), részben pedig a magánszféra (felpörgő hitelezési aktivitás) finanszírozza a Program szerint. A Program fontos szerepet szán a hatéves bérmegállapodásban foglaltak további megvalósításához. Előrejelzésük szerint a bérkonvergencia egyrészt a hatékonyság javítására, másrészt magasabb hozzáadott értékű munkahelyek létrehozására ösztönzi majd a vállalatokat. Emellett a vállalatok hatékonyságjavító törekvéseinek ösztönzésével (pl. a Nagyvállalati Beruházási Támogatási Program, vagy a Beszállító-fejlesztési Program) a gazdaságpolitika hozzájárul a termelékenység növekedéséhez. A dokumentum megemlíti az életpályamodellek által eddig nem érintett közszolgálati ágazatok bérrendezését 2019-től kezdődően, illetve 2020-ig további 250 ezer új munkahely létrehozását.

Az NGM emellett fegyelmezett fiskális politikával számol, a költségvetési hiány a 2018-ra várt GDP-arányos 2,4 százalékról az előrejelzés szerint 2022-re 0,5 százalékra csökken. 2020-ra pénzforgalmi tekintetben egyensúlyi költségvetésre számít a program. A Program az államháztartás bevételeinek és kiadásainak jelentős csökkentését vetíti előre. A bevételi oldal az adócentralizáció közel 2 százalékpontos csökkenése és az EU-transzferek kimerülése miatt négy év alatt a GDP 45,5 százalékáról 39,9 százalékára csökken. Mindeközben a költségvetés kiadásai ennél valamivel nagyobb mértékben, a 2018-as 47,9 százalékról 2022-re 39,7 százalékra csökkennek, ami elsősorban a bevezetett életpályamodellek bérnövelő hatásának kifutására és a társadalmi juttatások GDP-arányos mérséklődésére vezethető vissza (NGM, 2018).

A kibocsátás növekedésének elsődleges motorja a következő években a lakossági kereslet marad. Előrejelzésünkben a reálbérek további bővülésére számítunk: 2018-ban 7,8 százalékkal, majd 2019-ben és 2020-ban némileg lassulva rendre 4,3 és 3,0 százalékkal. Noha az utóbbi években bevezetett közszolgálati életpályamodellek 2018 után már nem jelentenek érdemi bérnövekedést, a Konvergencia Programban a kormány szándékai között említi a bérrendezésbe még be nem vont szakmák életpályamodelleinek elindítását 2019-től. További tartalékokat rejt, hogy a fogyasztás növekedése mindeztől elmaradt a rendelkezésre álló jövedelem növekedési ütemétől. A bérdinamika mellett az enyhén tovább emelkedő foglalkoztatás is hozzájárulhat a lakosság javuló bizalmi mutatóihoz, így közvetve ahhoz, hogy a fogyasztási hajlandóság növekedjen. A fenti tényezők hatására arra számítunk, hogy a lakossági hitelkereslet tovább bővül. A hitelállomány növekedésére kedvezően hatnak majd a továbbra is laza monetáris kondíciók, illetve a kormányzat lakáspiacot és a lakáshitelezést segítő intézkedései (Családi Otthonteremtési Kedvezmény, illetve az átmenetileg alacsony lakás ÁFA esetleges állandóvá tétele). Összességében 2018-ban a reál GDP 4,1 százalékos növekedésre számítunk, majd előretekintve a beruházások lassulásával, illetve a monetáris és fiskális politika szigorodásával 2020-ra 2,7 százalékra mérséklődik a bővülés üteme.

A potenciális növekedés a jelenlegi 3,5 százalékos szintjén marad az előrejelzési horizonton.

A potenciális növekedés üteme folyamatosan emelkedett az elmúlt években modellbecslésünk alapján (18.ábra). Az emelkedés ellenére a potenciális kibocsátás növekedési üteme már az elmúlt években is elmaradt kissé a Konvergencia Program feltevésétől, így a kibocsátási rés pozitívvá vált. Bár a potenciális növekedési ütemre vonatkozó prognózisunk más előrejelzésekhez képest magasnak számít, további emelkedésére több okból sem számítunk. Egyrészt, az uniós transferek lehívásának mérséklődésére számítunk részben a fent említett „orrnehez” felhasználás, részben a következő, 2020-2027-es uniós költségvetési ciklus várhatóan kisebb kerete miatt. A privát szféra kapacitásbővítési ütemének növekedése – melyet a jegybank ambiciózus hitelezési célkitűzései is támogatnak – ugyan részben ellensúlyozhatja a kiesést, de a potenciális növekedési ütem további emelkedéséhez nem elegendő. Másrészt, az elmúlt évek növekedésének legfontosabb tényezője a munkaerő-piaci tartalékok kiaknázása volt, amelyek az elemzők egybehangzó véleménye szerint (NGM, 2018; MNB 2018 illetve EB 2018) hamarosan kimerülnek. A közmunkaprogram további leépítésével és a nők és hátrányos helyzetű régiók foglalkoztatási rátájának növelésével ugyan még van némi tér bővülésre, ez azonban messze elmarad a korábbi lehetőségektől. A kockázati prémium további csökkenésére nem látunk teret, ugyanis a hitelminősítők várható pozitív lépéseit a piac már beárazta, és a szuverén finanszírozási költségek historikusan jelenleg is alacsonyak. A potenciális növekedés elmúlt évekbeli bővülésének forrásai tehát kimerülnek. A

fenti tényezőket valamelyest ellensúlyozhatja a termelékenység bővülése, melyet a megvalósuló beruházások, illetve a munkaerőhiány és a reál-bérenövekedés kiváltotta fejlesztések növelnek, de a termelékenység elmúlt években megfigyelt növekedése és a jelenlegi beruházási folyamatok alapján arra számítunk, hogy ez csak a jelenlegi 3,5 százalékos potenciális növekedési ütem fenntartására lesz elegendő.

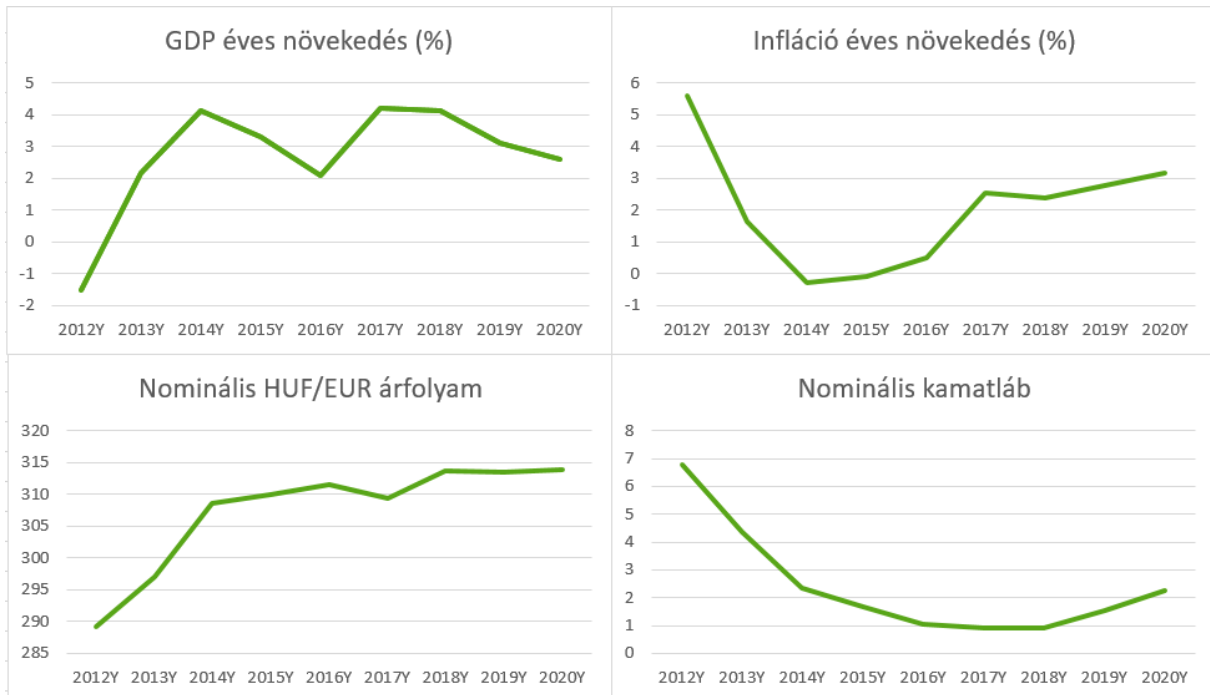
18. ábra: Éves potenciális növekedés (%)



Forrás: OGResearch

Becslésünk szerint a gazdaság jelenleg túlfűtött, az elmúlt években potenciális növekedési szintje felett teljesített. Az ebből fakadó keresleti nyomás, a laza monetáris politika, illetve a becslésünk szerint reálértelemben enyhén alulértékelt forint eredőjeként arra számítunk, hogy az infláció tovább emelkedik, és 2019 végére eléri a jegybank 3 százalékos célját. Az MNB az inflációs nyomásra reagálva 2019 elejétől kamatemelési ciklusba kezd, és az irányadó kamat 2020 végére eléri a 2,4 százalékot. A szigorítás ellenére a monetáris kondíciók 2020 végéig támogatóak maradnak, ugyanis a reálkamat alacsonyabb marad az egyensúlyi szintjénél. Az infláció 2020-ban ennek következtében 3,2 százalékos éves átlagos értékkel meghaladja a jegybanki célt, de a toleranciasávon belül marad. A kibocsátási rés előrejelzésünkben a 2018-as 1,5 százalékos csúcsról a szigorodó monetáris politikával és a költségvetési politika fokozatos konszolidációjával (lásd 3.4. fejezet) összhangban fokozatosan záródni kezd (19. ábra).

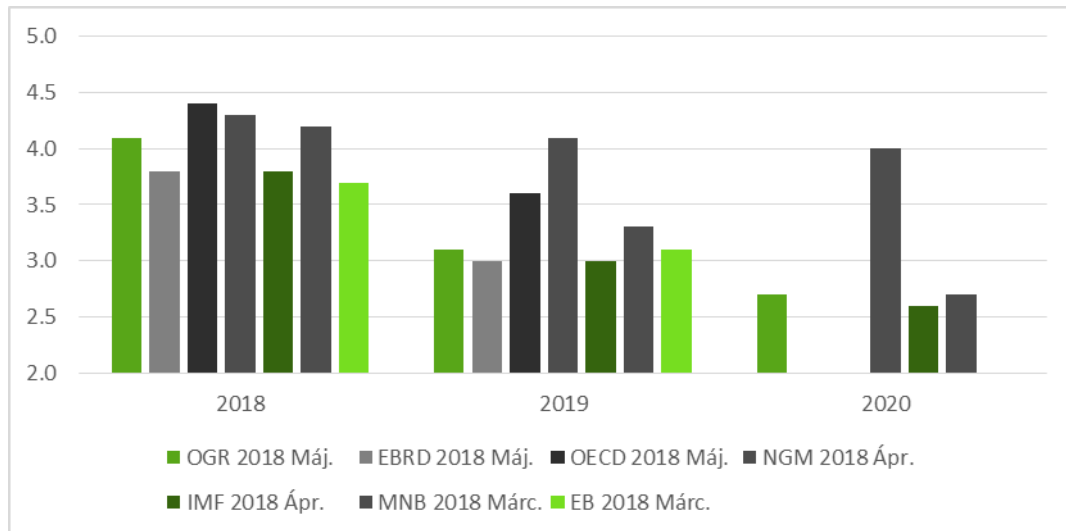
20. ábra: Az alappálya főbb makrováltozói



Forrás: OGRsearch

Növekedési előrejelzésünk a magyar intézményi szereplőkénél visszafogottabb, a nemzetközi szereplőkénél valamelyest optimistább. Alappályánk 2018-ra 4,1 százalékos növekedést vár, míg a Konvergencia Program és a jegybank márciusi Inflációs Jelentése is 4,3-4,3 százalékos reál GDP bővüléssel számol. Az EBRD májusi gyorsjelentése és az IMF Világgazdasági Kilátások című kiadványának 2018 áprilisi száma egyaránt 3,8 százalékos növekedéssel számol, míg az Európai Bizottság májusi előrejelzése 3,7 százalékra számít. 2020-ra a legtöbb előrejelzés konvergál: alappályánk és a jegybank egyaránt 2,7 százalékos növekedést vár, az IMF várakozása pedig 2,6 százalékos. A Konvergencia Program 4 százalékos előrejelzése kiemelkedik a konszenzusból.

20. ábra: GDP növekedés előrejelzések összevetése



Forrás: OGR saját számítás, IMF 2018, EBRD 2018, OECD 2018, NGM 2018, IMF 2018, MNB 2018, EB 2018

3.4 Költségvetési folyamatok

A költségvetési hiány alakulását a kormányzati intézkedések, a ciklikus hatások és a kamatkidadások változása mozgatja. Előrejelzésünk szerint 2018-ban a ciklikus komponens és a kamatkidadások mérséklődése is a költségvetési hiány csökkenése irányába hat, de nem tudják ellensúlyozni a lazuló fiskális politika hatását.

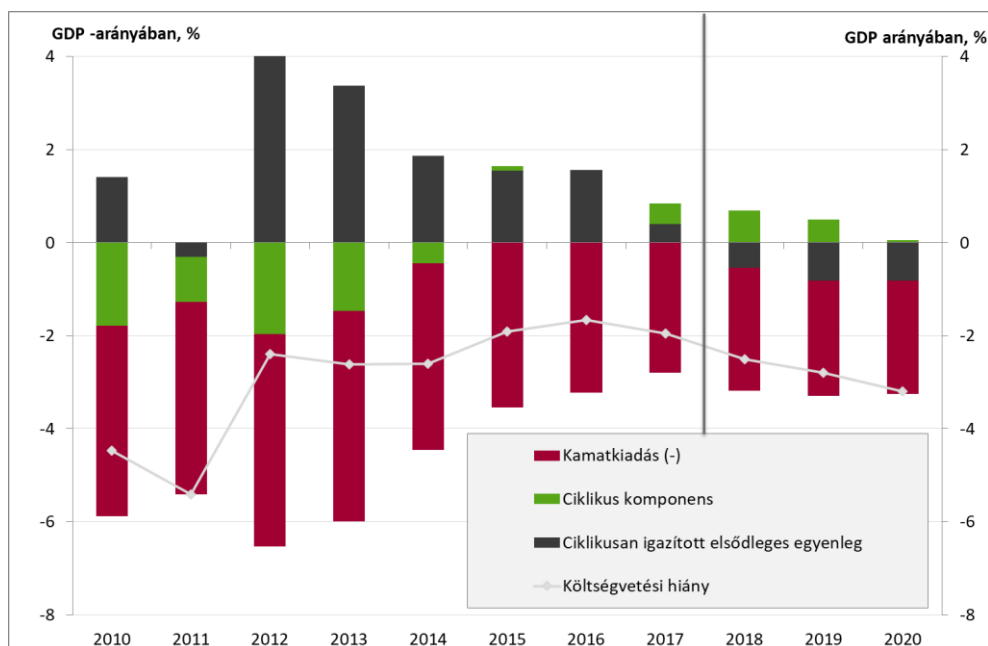
A 2018-as költségvetési törvény, illetve a törvény elfogadása óta bejelentett intézkedések további jelentős adócsökkentést és kiadásnövelést céloznak. A 6 éves bérmegállapodással összhangban folytatódik a szociális hozzájárulási adó kulcsának csökkentése (a kulcs a 2017-es 22 százalékról 19,5 százalékra csökken), tovább növekednek a családi adókedvezmények, a kormány eltörli az ingatlan bérbeadásából származó jövedelem utáni egészségügyi hozzájárulást, illetve folytatódik az ÁFA kulcsok egyes termék- és szolgáltatáscsoportokat érintő, célzott csökkentése. Kiadási oldalon a legfontosabb folyamatok az életpálya modell folytatása és kiterjesztése, az állami beruházások emelése, valamint az otthonteremtési program kiterjesztése. Emellett a kiadások növekedése irányába hat a minimálbér és a garantált bérminimum további emelése, ami a kapcsolódó adóbevételek növekedését figyelembe véve, nettó értelemben is növeli a költségvetési hiányt. A 2018-as költségvetés összességében mind az adóterhek csökkentésén, mind a kiadások növelésén keresztül

keresletélénkítő hatást gyakorol a gazdaságra. Becslésünk szerint *a kormányzati intézkedések keresletélénkítő hatása*, azaz a fiskális impulzus a GDP 0,5 százaléka tehető¹⁴.

A ciklikus komponens és a kamatkiadás változása javítja az egyenleget. Az adóbevételek gyorsabb és a ciklusfüggő kiadások lassabb növekedése miatt a *ciklikus komponens* összességében pozitív hatást gyakorol a költségvetési hiány változására, és ceteris paribus a GDP bő 0,2 százalékaival javíthatja az egyenleget. A *kamatkiadások* esetében a stabilan alacsony hozamkörnyezetben a lassú átázódás folytatódására számítunk, így a fennálló államadósság finanszírozási költsége tovább mérséklődhet. A kamatkiadás becslésünk szerint a GDP 2,8 százalékaról 2,6 százalékra süllyedhet.

A költségvetési hiány növekedhet. Összességében a ciklikus pozícióból eredő nettó többletbevétel és a kamatkiadásokon elért megtakarítás nem ellensúlyozza a költségvetési intézkedések, valamint a 2017-ben realizált átmeneti bevételek kiesésének hiánynövelő hatását. Így a *költségvetési hiány* 2018-ban a GDP fél százalékaival emelkedhet és a GDP 2,5 százaléka, azaz a kormányzati hiánycél körül alakulhat.

21. ábra: költségvetési hiánymutatók az alappálya mentén



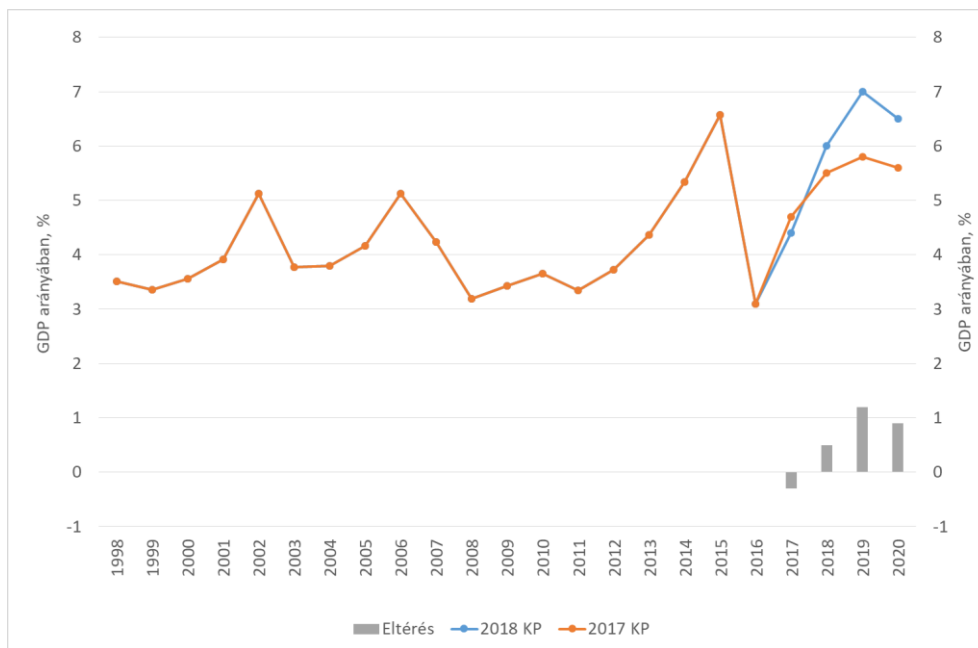
Forrás: OGRsearch

¹⁴ A fiskális impulzust a strukturális egyenleváltozással becsültük.

2. számú keretes írás: A Konvergencia Programban bemutatott költségvetési intézkedések

A 2018-as Konvergencia Program¹⁵ nem nevesít új költségvetési intézkedéseket. A 2017-es Konvergencia Programban bemutatott költségvetési pályához képesti elmozdulások döntő része korábban bejelentett intézkedésekhez, illetve a makrogazdasági folyamatokkal kapcsolatos várakozások változásához köthető.

22. ábra: Állami beruházások historikus alakulása és a 2017-es, illetve a 2018-as Konvergencia Programban feltételezett pálya



Forrás: Konvergencia Program 2017, 2018, OGR számítás

Új információt jelent ugyanakkor, hogy a program lényegesen magasabb beruházási pályával számol, mint 2017-ben. A beruházások növekedése döntően a saját forrású beruházási kiadások tervezett számottevő növeléséből ered. Emellett a program egyes években a korábban vártnál magasabb uniós finanszírozást feltételez.

¹⁵ Magyarország konvergencia programja 2018-2022

1. táblázat: A beruházások finanszírozási szerkezetének változása (GDP arányában, %)

	2018	2019	2020
Teljes állami beruházás (= 1.+ 2.)			
2018 KP	6	7	6.5
2017 KP	5.5	5.8	5.6
Eltérés	0.5	1.2	0.9
1. Saját finanszírozású beruházások			
2018 KP	3.3	4.5	5.3
2017 KP	2.9	3.5	4.5
Eltérés	0.4	1	0.8
2. EU finanszírozott beruházások			
2018 KP	2.7	2.5	1.2
2017 KP	2.6	2.3	1.1
Eltérés	0.1	0.2	0.1

Forrás: Magyarország konvergencia programja 2018, illetve 2017

A magasabb beruházási pálya ellenére a 2018-as Konvergencia Program hiánypályája teljes mértékben megegyezik a 2017-es Konvergencia Programban bemutatottal. A program azzal számol, hogy a költségvetés eredményszemléletű hiánya a 2018-ra tervezett 2,4 százalékról 2019-re 1,8 százalékra, 2020-ra pedig 1,5 százalékra mérséklődik a GDP arányában.

A számottevően magasabb beruházások ellenére is változatlan költségvetésiegyenleg-pálya elsősorban a 2017-es programban feltételezettnél lényegesen magasabb GDP-arányos adóbevételeknek köszönhető. A 2018-as program elsősorban a jövedelemadók és a társadalombiztosítási hozzájárulások esetében vár a korábban előrejelzettnél – a GDP arányában is – lényegesen magasabb bevételeket. Miközben az adócsökkentések hatására a GDP-arányos adóbevételek csökkennek, ezen adónemek esetében a program a korábbinál gyorsabb adóalap bővülést illetve fehéredést feltételez, így a GDP-arányos bevételek érdemben meghaladják a korábbi várakozásokat. A Program a fehéredési hatást részben a szociális hozzájárulási adó kulcsának további csökkentésétől, részben az egészségügyi hozzájárulási (eho) adókulcs csökkentésétől, illetve az ingatlan bérbeadásából származó jövedelem utáni eho kötelezettség eltörlésétől reméli. Kiadási oldalon a program elsősorban a kormányzati fogyasztás, a pénzbeni társadalmi juttatások és a kamatkidások esetében számít érdemi GDP-arányos megtakarításra a 2017-ben kivetített pályához képest.

Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy 2019-ben, ha enyhébb mértékben is, de tovább folytatódik a költségvetési keresletélénkítés. A 2018-as Konvergencia Program az állami beruházások jelentős, a GDP 1 százalékát kitevő emelésével számol. Ezen belül is a saját

finanszírozású beruházások a GDP 1,2 százalékával növekedhetnek (lásd 1. számú keretes írást). Emellett a 6 éves bérmegállapodásnak megfelelően 2019 III. negyedévében tovább csökkenhet a szociális hozzájárulási adó kulcsa.¹⁶ A lazítás eredményeként a GDP-arányos ciklikusan igazított elsődleges hiány a 2018-ra várt fél százalékról 2019-re megközelítheti a GDP 0,9 százalékát. A strukturális egyenleg változása által jelzett fiskális impulzus a GDP 0,2 százalékára tehető.

A ciklikus komponens változása már nem támogatja a hiánycsökkenést. A záródó kibocsátási rés mellett a *ciklikus komponens* a 2017-re várt 0,7 százalékról a GDP 0,5 százalékára mérséklődhet, azaz 2017-hez képest már enyhén növeli a költségvetési hiányt. Az adósság folytatódó átárazódása és az alacsony hozamkörnyezet mellett a korábbinál kisebb mértékben, a GDP 0,1 százalékával, tovább csökkenhetnek a *kamatkiadások*.

A fenti folyamatok eredményeképpen a költségvetési hiány 2019-ben a GDP 2,8 százaléka körül alakulhat. Mivel nem számítunk arra, hogy a költségvetési egyenleget átmeneti tételek torzítják, a ciklikusan igazított, illetve a strukturális egyenlegmutató egyaránt a GDP 3,3 százalékának megfelelő hiányt mutat, azaz zárt kibocsátási rés mellett a költségvetési hiány nagy valószínűséggel meghaladná a GDP 3 százalékát.

2020-ban a költségvetési alapfolyamatok enyhe szigorítás irányába mutatnak. Az életpálya modellek kifutásával és a munkáltatói adóterhek csökkentésével a bérjellegű kiadások a GDP arányában mérséklődhetnek. Emellett a GDP arányában tovább csökkenhetnek a pénzbeni társadalmi juttatások. A Konvergencia Program szerint jelentősen csökkenhet a költségvetés áru- és szolgáltatás vásárlása is. Az uniós források tervezett gyors felhasználásának eredményeképpen az uniós transzferek hatása 2019-ben tetőzik és 2020-ban az EU transzferek költségvetési szerepe megfelelőzhet. Ez az önrész csökkenésén keresztül mérsékelheti a költségvetési kiadásokat. A transzferek kiesésének növekedési hatását ugyanakkor a kormányzat a saját finanszírozású beruházásaink növelésével próbálja semlegesíteni, így a Konvergencia Program a GDP-arányos saját finanszírozású beruházások esetében 0,8 százalékos növekedést tervez 2019-hez képest (Lásd az 1. számú keretes írást). *A költségvetési alapfolyamatok és intézkedések* eredményeképpen a ciklikusan igazított

¹⁶ A megállapodás szerint 2019-től kezdődően négy alkalommal további 2-2 százalékponttal csökkenhet az adókulcs, amennyiben az utolsó járulékcsoökkentés negyedévéhez képest legalább 6 százalékkal emelkedtek a reálbérek a versenyszférában egy adott negyedévben. Az egyenként 2 százalékpontos csökkentés az adott negyedévet követő második negyedév első napjától kezdve történik meg. Így amennyiben 2019 első negyedévében a privát szféra reálbérei több mint 6 százalékkal növekednek 2018 első negyedévéhez képest, akkor 2019 III. negyedévében 2 százalékponttal csökkenhet a járulékkulcs. Előrejelzésünk szerint 2019 I. negyedévében a privát szféra éves reálbér növekedése 6 százalék felett alakulhat, így megtörténik az adókulcs csökkentés.

elsődleges hiány a GDP 0,1 százalékával mérséklődhet 2019-hez képest. Hasonló mértékű keresletszűkítést jelez a strukturális hiány enyhe mérséklődése.

A költségvetési hiány a GDP 3 százaléka fölé emelkedhet. A kibocsátási rés záródása mellett a *ciklikus komponens* már nem támogatja a költségvetési hiányszint csökkenését. Így annak ellenére, hogy a *kamatkiadások* enyhén tovább mérséklődhetnek, a *költségvetési hiány* a GDP 3,2 százalékára emelkedhet.

A hiánypályát övező, nem makrogazdasági jellegű kockázatok az uniós támogatások ütemezésével, valamint az állami beruházások megvalósításával kapcsolatos bizonytalansághoz köthetők. A költségvetési hiánypályát övező *kockázatok* érzékeltetése érdekében a 6.2 függelékben részletesen bemutatjuk, hogy egyes makrogazdasági változók alappályától eltérő alakulása hogyan hat a költségvetési egyenlegre. Költségvetési hiány előrejelzésünkkel kapcsolatban emellett a következő, nem makrogazdasági folyamatokból eredő, fontosabb kockázati faktorokat azonosítottuk.

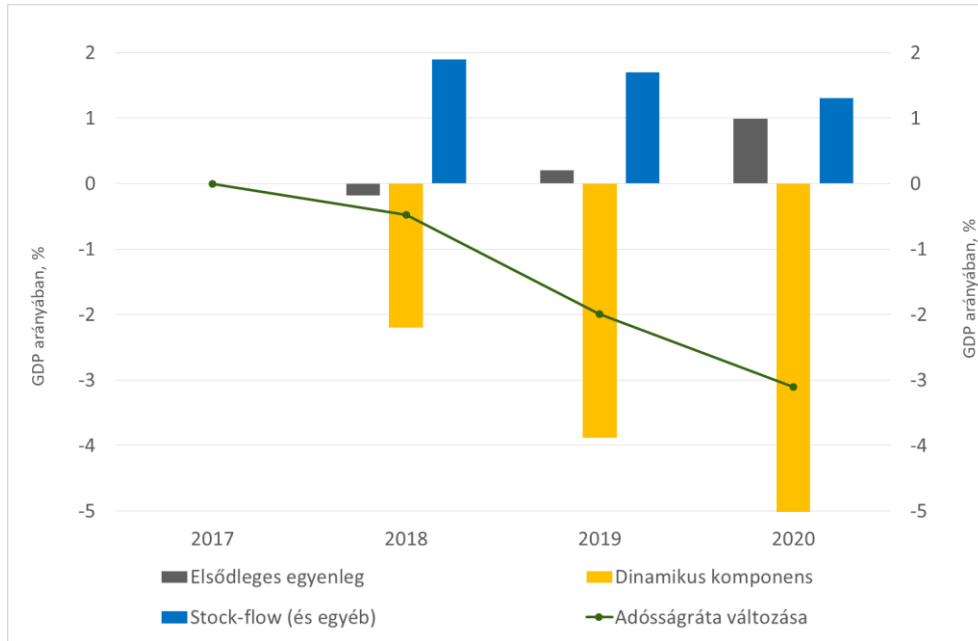
- Egyrészt az uniós támogatások esetében a Konvergencia Program az előző ciklusokhoz képest a keretek igen gyors lehívását és felhasználását feltételezi. Ha a források felhasználása lassabb a tervezettnél, az kedvezőtlen hatást gyakorolhat a gazdasági növekedésre, ugyanakkor az önrész csökkenésén keresztül tehermentesítheti a költségvetést, ami az uniós forrásfelhasználás ütemezése következtében 2018-19-ben javíthatja az egyenleget.
- Másrészt a Konvergencia Program a költségvetési beruházások jelentős mértékű növekedésével számol. A múltbeli tapasztalatok alapján a beruházások jelentős növelésének sok esetben gátat szabtak a kivitelezési/megvalósítási kockázatok. A tervezett beruházások esetleges késése alacsonyabb kiadási szintet, így az alappályában feltételezettnél alacsonyabb hiánypályát eredményezhet.

3.5 Államadósság

Előrejelzésünkben az államadósság rátának a a GDP 3 százalékát meghaladó mértékű csökkenésére számítunk. Így a maastrichti adósságráta 2020-ra a GDP 70,5 százalékára mérséklődhet. Ezt a folyamatot támogatja a reál GDP bővülés mellett az államadósság implicit reálkamatának folytatódó csökkenése, valamint az enyhe reálárfolyam felértékelődés is. A költségvetés elsődleges egyenlege 2018-ban még kismértékben az adósságráta csökkenése irányába hat, de az azt követő 2 évben már összességében a GDP 1,2 százalékával növelheti az adósságrátát (23. ábra). Ugyancsak az adósságrátát növelik a költségvetési hiányra nem

ható, de az adósságban megjelenő, úgynevezett stock-flow tételek, amik döntő részben az uniós támogatások előfinanszírozásához köthetők.

23. ábra: Az államadósság kumulált változása 2017-hez képest



Forrás: OGREsearch

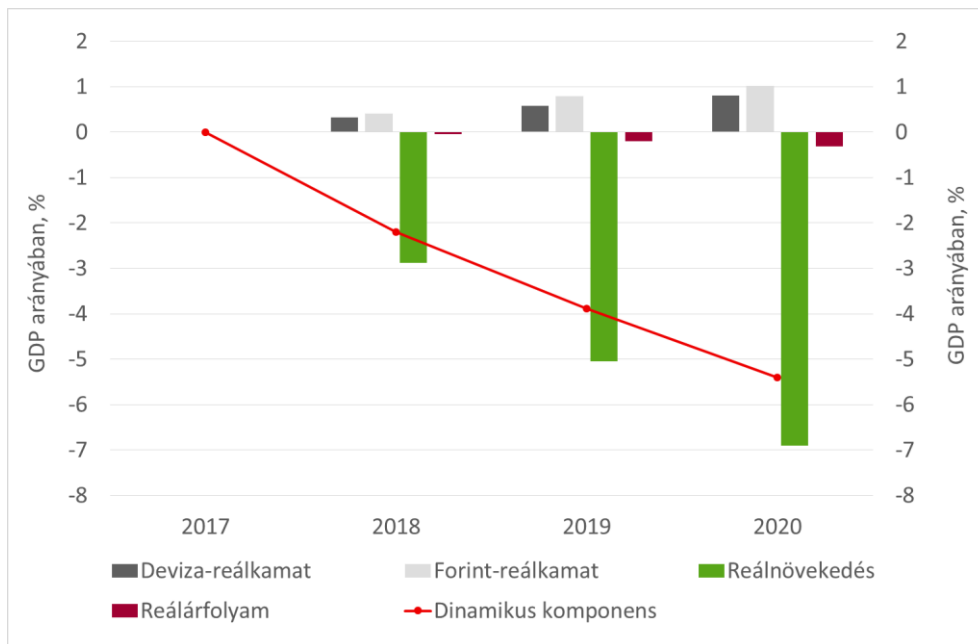
Megjegyzés: A dinamikus komponens a kamat, a reálárfolyam és a növekedés, azaz a makrogazdasági tényezők múltban felhalmozott adósságon keresztül az adósságdinamikára gyakorolt összhatását mutatja. Az elsődleges egyenleg a kormányzati intézkedések, valamint a ciklikus folyamatok, a stock-flow komponens pedig az egyéb tényezők adósságrátára gyakorolt hatását mutatja.

Folytatódik az adósság kinövése. Az előrejelzési horizonton az adósság reálértelemben vett finanszírozási költségét meghaladó reálnövekedés és a reálárfolyam enyhe erősödése együttesen garantálja, hogy az úgynevezett dinamikus komponens¹⁷ az adósság csökkenése irányába hasson (24. ábra). A reálnövekedés a 3 év alatt a GDP közel 7 százalékkal csökkentheti az adósságrátát. A tartósan alacsony kamatkörnyezet valamint a kockázati prémium markáns csökkenése következtében az adósság implicit kamata, azaz a finanszírozási költség tartósan alacsony maradhat. Az adósság reálkamat-terhére emellett csökkentőleg hat az infláció emelkedése. Az előrejelzési horizonton ugyanis az elmúlt években megfigyelttel ellentétes folyamatokra számítunk: az infláció emelkedése az adósság fokozatos átárázódása következtében csak késleltetve tükröződik az államadósság átlagos finanszírozási költségében. Ezért a reálkamat-teher átmenetileg csökkenhet. Így az adósságra fizetett reálkamat kumulált

¹⁷ A dinamikus komponens a kamat, a reálárfolyam és a növekedés, azaz a makrogazdasági tényezők múltban felhalmozott adósságon keresztül az adósságdinamikára gyakorolt összhatását mutatja.

adósságnövelő hatása az előrejelzési horizonton nem éri el a GDP 2 százalékát. Elemzésünk szerint a dinamikus komponens összehatásában elsősorban az „adósság kinövése” tükröződik. Előrejelzésünk szerint a mutató 2020-ig 5 százalékkal járulhat hozzá az adósságráta csökkenéséhez.

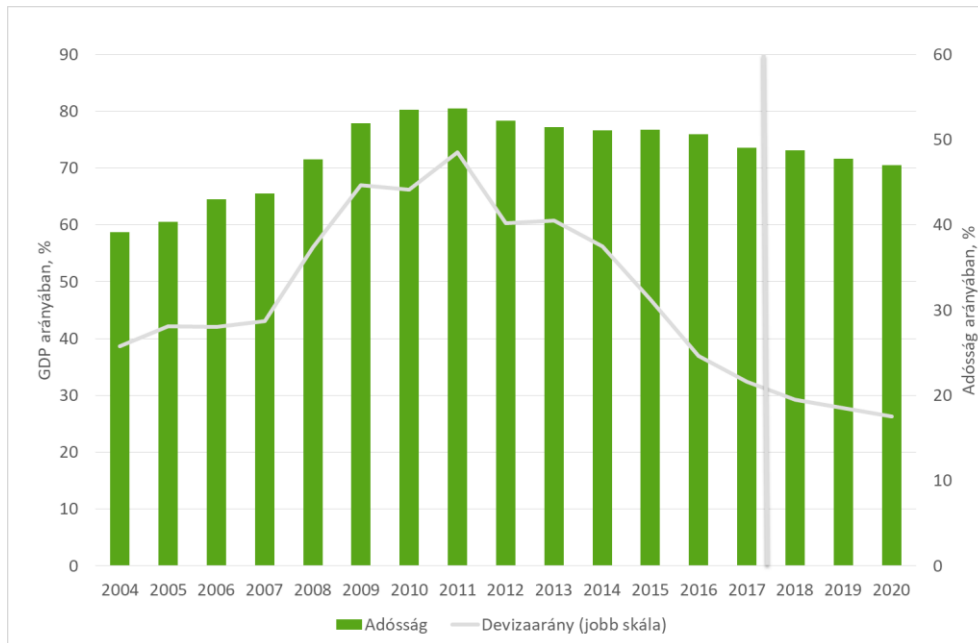
24. ábra: A dinamikus komponens és részeinek kumulált hatása az adósságrátára (2017 = 0)



Forrás: OGREsearch

Az adósságcsökkenés dinamikáját alapvetően befolyásolják az uniós transferek finanszírozásával kapcsolatos hatások is. A 2016-2018 időszakban, azaz az uniós költségvetési ciklus első felében (figyelembe véve az elszámolásokban megfigyelhető két éves késleltetést), a tagországok jellemzően előfinanszírozzák az uniós kifizetéseket. Ezzel párhuzamosan a költségvetésnek pénzügyi követelése keletkezik az unióval szemben, azaz az eredményszemléletű költségvetési hiányra ezen finanszírozási tételek nem hatnak. Ugyanakkor a bruttó adósságállományt megemelik. 2019-től, a költségvetési ciklus második felében ezzel szemben az uniós kifizetések az előrejelzések szerint meghaladják a ténylegesen felhasznált forrásokat. Így az ebből eredő hatások már kedvezően hatnak az adósságcsökkenés dinamikájára. Összességében az uniós előlegfizetések és egyéb stock-flow hatások kumulált értelemben a GDP több mint 1 százalékaival növelhetik az adósságrátát 2020-ra (25. ábra).

25. ábra: Adósságráta és az államadósság devizaaránya



Forrás: OGResearch

Az adósságráta fokozatos csökkenése az államadósság devizaarányának további csökkenése mellett következhet be.

4 Előrejelzésünk összehasonlítása a Konvergencia Programmal

4.1 A makrogazdasági alappálya összehasonlítása a Konvergencia Programmal

Előrejelzésünk alappályája összességében enyhén eltér az NGM Konvergencia Programjában foglaltakhoz képest. Az eltérések forrása elsősorban a potenciális növekedés és a ciklikus pozíció kilátásainak megítéléséből fakad. Míg a Program azzal számol, hogy a 2017-ben 3,2 százalékra becsült potenciális növekedés 2020-ig 4 százalékra nő a teljes tényező termelékenység erőteljes bővülése folytán, megítélésünk szerint a munkaerő-piaci tartalékok kimerülése és az EU-források csökkenése mellett a hazai beruházások és a hatékonyságnövekedés a potenciális növekedés általunk 3,5 százalékosra becsült szintjének fenntartásához lesz elég. Szintén eltér a gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése. A Konvergencia Programban a kibocsátási rés 2018 folyamán enyhén negatív, és 2020 végére záródik. Ezzel szemben mi úgy ítéljük meg, hogy a gazdaság a potenciális szintje felett teljesít, 2018-ban 1,5 százalékos kibocsátási rést becslünk, amely az előrejelzési horizont végére fokozatosan bezárul.

Az előrejelzési horizonton alacsonyabb növekedésre és enyhén magasabb áremelkedésre számítunk, mint a Konvergencia Program. Alappályánk 2019-ben és 2020-ban rendre 3,1 ill. 2,7 százalékos növekedést jelez előre, szemben a Konvergencia Program 4,1 ill. 4,0 százalékos várakozásával. A ciklikus pozíció eltérő megítéléséből fakadóan előrejelzésünk erőteljesebb inflációs nyomással számol, így 2020-ra 3,2 százalékos fogyasztói áremelkedésre számítunk, szemben a Konvergencia Program által várt 2,9 százalékkal.

4.2 Költségvetési előrejelzés összehasonlítása a Konvergencia Programmal

Miközben 2018-as költségvetési hiány előrejelzésünk nem tér el érdemben a költségvetési törvényjavaslat hiánycéljától illetve a Konvergencia Program előrejelzésétől, 2019-20-ra számottevően magasabb hiánypályával számolunk (2. táblázat). Ez elsősorban a rövid és hosszú távú növekedési kilátások, a munkaerő piaci alapfolyamatok, az adóbevételek fehéredése és a ciklikus pozíció eltérő megítéléséből fakad. A Konvergencia Program szerint a ciklikus komponens 2018-ban enyhén negatív és a kibocsátási rés záródása 2020-ig a GDP 0,1 százalékával javítja a költségvetési egyenleget. Az OGR becslése ugyanakkor azzal számol, hogy éves szinten 2018-ban legnagyobb a pozitív kibocsátási rés, azaz ebben az évben haladja meg a leginkább a kibocsátás a potenciális szintjét. A 2018-ban a GDP 0,7 százalékára becsült ciklikus komponens előrejelzésünk szerint 2020-ra 0,1 százalék alá csökken, azaz ez a

komponens 3 év alatt a GDP közel 0,7 százalékkal rontja a költségvetési egyenleget. Emellett a Konvergencia Program szerint a potenciális növekedés a 2017-re becsült 3,2 százalékról 2020-ra 4 százalékra gyorsul, ami számottevően meghaladja az előrejelzésünkben feltételezett 3,5 százalékos potenciális növekedési ütemet. Ezzel szemben a kamatkiadás pályája 2019-20-ra csak kismértékű eltérést mutat.

2. táblázat: Hiány előrejelzésünk összehasonlítása a Konvergencia Programéval (GDP arányában, százalék)

	2018	2019	2020
Elsődleges egyenleg			
OGR előrejelzés	0.1	-0.3	-0.8
Konvergencia program (2018)	0.2	0.6	0.8
Ebből: ciklikus komponens			
OGR előrejelzés	0.7	0.5	0.1
Konvergencia program (2018)	-0.2	-0.1	-0.1
Kamat egyenleg			
OGR előrejelzés	-2.6	-2.5	-2.4
Konvergencia program (2018)	-2.6	-2.4	-2.3
ESA-egyenleg			
OGR előrejelzés	-2.5	-2.8	-3.2
Konvergencia program (2018)	-2.4	-1.8	-1.5

Forrás: OGRResearch előrejelzés, Konvergencia Program (2018)

Az eltérő GDP növekedési és hiánypályák eredményeképpen az államadósság előrejelzések érdemben különböznek. A Konvergencia Program 2020-ra az adósságráta közel 7 százalékos csökkenését vetíti előre, azaz a 2017-ben mért 73,6 százalékos szintről 2020-ra 66,7 százalékra mérséklődik. Ezzel szemben előrejelzésünkben 2020-ra 70,5 százalékos GDP-arányos adósságszintet vetítünk előre, ami bő 3 százalékos mérséklődésnek felel meg. Az adósságpályák közötti eltérés egyértelműen a növekedéshez és a költségvetés elsődleges egyenlegéhez köthető, mivel az adósságra fizetett implicit kamatpályája, illetve a kamatkiadás alakulása, az adósságra ható egyéb tényezők illetve az árfolyampályája esetében nincs jelentős eltérés a két előrejelzésben.

5 Felhasznált irodalom

Czeti, T., M. Hoffmann (2006): „A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk”, MNB-tanulmányok, 50.

European Bank of Rebuilding and Development (2018): Regional Economic Prospects, May 2018

(<http://www.ebrd.com/documents/oc/regional-economic-prospects-2018.pdf>)

European Commission (2018): European Economic Forecast. Spring 2018

(https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/european-economic-forecast-spring-2018_en)

International Monetary Fund (2018): World Economic Outlook, 2018 April

(<http://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2018/03/20/world-economic-outlook-april-2018>)

Magyarország Kormánya (2018): Magyarország Konvergencia Programja 2018 – 2022, 2018.

április (<https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2018-european-semester-convergence-programme-hungary-hu.pdf>)

Magyarország Kormánya (2017): Magyarország Konvergencia Programja 2017 – 2021, 2017.

április (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2017-european-semester-convergence-programme-hungary-hu_2.pdf)

Magyar Nemzeti Bank (2017): Költségvetési Jelentés, Féléves elemzés az államháztartási

folyamatokról, 2017 Augusztus (<http://www.mnb.hu/letoltes/ko-ltse-gvete-si-jelentes-20172-hun-0823.pdf>)

Magyar Nemzeti Bank (2017): Költségvetési Jelentés, A 2018. évi költségvetési

törvényjavaslat elemzése, 2017 május (<http://www.mnb.hu/letoltes/koltsegvetesi-jelentes-2017-majus-a-2018-evi-koltsegvetesi-torvenyjavaslat-elemzese.pdf>)

Magyar Nemzeti Bank (2018): Inflációs jelentés, 2018 március

(<http://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2018-03-29-inflacios-jelentes-2018-marcius>)

OECD (2018): Hungary – Economic Forecast Summary, May 2018

(<http://www.oecd.org/eco/outlook/economic-forecast-summary-hungary-oecd-economic-outlook.pdf>)

Szilágyi, K., D. Baksa, J. Benes, Á. Horváth, Cs. Köber és G. D. Soós (2013): "The Hungarian Monetary Policy Model", MNB Working papers 2013/1.

6 Függelék

6.1 A modell bemutatása

Az előrejelzéshez modell alapú elemzést vettünk igénybe, melynek előnye, hogy a főbb makroökónómiai változók egyidejű és dinamikus kapcsolatának megteremtésével biztosítja a gazdasági folyamatok belső konzisztenciáját. A gazdaság működését leíró összefüggések explicitek, ezért könnyen beazonosíthatók a magyarázó tényezők és a hatásuk is mérhető. A makroökónómiai kivetítés így értelmet nyer, a változások miéértjére pedig koherens történettel lehet válaszolni.

Elemzésünkhöz, figyelembe véve a vizsgálandó időszak rövidségét és a főbb változókat, egy negyedéves frekvenciájú *kisméretű, szemi-strukturális, dinamikus* makromodellt használtunk.

A modell *kisméretű*, vagyis magas aggregáltsági szinten kezeli a változókat. A reálgazdasági teljesítményt leíró változók esetében ez például azt jelenti, hogy a modell egyetlen végső kibocsátási indikátorba sűríti a gazdasági teljesítményt (GDP), illetve egyetlen ár változót, a fogyasztói kosár árindexét modellezi.

A modell *szemi-strukturális* jellege azt jelenti, hogy a modell összefüggései nem teljesen a szereplők optimális döntéseiből, viselkedéséből deriváltak (mikroalapú), bár a viselkedési egyenletek függvényyszerű alakja levezethető szabályos mikroökónómiai optimalizálási problémákból. A modell inkább viselkedési heurisztikákat ragad meg, és nem próbál minden összefüggést formális alapon igazolni.

A modell *dinamikus* jellege pedig arra utal, hogy konzisztensen kezeli a makrováltozók múltbeli meghatározottságát (perzisztenciáját) és a várakozások szerepeltetésével a makrováltozók előretekinthető jellegét, így a makrováltozók pályájának teljes dinamikus leírását adja. Míg a reálgazdasági változók esetében elsősorban a lassú alkalmazkodás, a merevség játszik döntő szerepet, a könnyebben igazodó nominális változók esetében meghatározó jelentőségű az előretekinthetés.

A modell ún. *rés (gap) modell*, vagyis a reálváltozók alakulását egy középtávú egyensúlyfogalomnak megfelelő trendre és a trend körüli ingadozásokat leíró rés komponensre bontja fel, melyek konzisztens becslését a modell összefüggéseit figyelembe vevő Kálmán-szűrővel végezzük.

A nominális változók csak a rés-komponensektől függenek, így jelenik meg a monetáris makroökónómia híres tétele, a klasszikus dichotómia a modellben. Konkrétan: a reálgazdasági inflációs nyomás csak az aggregált túlkereslet, a trend fölötti kibocsátási rés (vagy output gap)

mértékétől függ, és a monetáris politika is csak a kínálati kapacitásoktól elszakadó rövid távú egyensúlytalanságokra reagál. A nominális változók szintje önmagában szintén nem hat vissza a gazdaság reál oldalára, csak a gazdaság relatív árainak (így a reálkamatnak és a reálárfolyamnak) van hatása a reálgazdasági teljesítményre.

A gazdaságban három időtávot érdemes megkülönböztetni:

- rövidtáv vagy üzleti ciklus frekvencia: a rések nem záródtak, a gazdaság nincs egyensúlyban
- középtáv: a rések záródtak, de a változók nem a hosszútávú egyensúlyi értéküknél állnak
- hosszú táv: a változók a hosszútávú stabil egyensúlyi értékükhöz konvergáltak

A vizsgált időszakot figyelembe véve a modellünket úgy alkottuk meg, hogy az alapvetően rövid/középtávú kérdések vizsgálatára legyen alkalmas.

A modell négy fontos magyarázó mechanizmusra (négy klasszikus makroegyenletre) épül, amelyek a kis, nyitott gazdaság ún. új-keynesi modelljének alapkövei. A következő négy egyenlet képezi a kis, nyitott gazdaság monetáris makromodelljét:

- *IS-görbe*: Az aggregált kereslet csökken, ha a reálkamatláb nő, illetve ha a reálárfolyam erősödik.
- *Phillips-görbe*: Az aggregált túlkereslet és a gyengülő árfolyam növeli az inflációt.
- *Taylor-szabály*: Ha a várt infláció meghaladja a jegybank célját, a jegybank szigorít a monetáris kondíciókon.
- *Fedezetlen kamatparitás*: A magasabb nominális kamat vonzza a külföldi befektetőket, a tőkebeáramlás pedig erősíti az árfolyamot.

A tanulmányban használt modellben a fenti új-keynesi összefüggéseket megjelenítő ún. szemi-strukturális makroblokkot egy egyszerű fiskális blokkal kapcsoltuk össze. A vizsgált időszakot figyelembe véve a modell a költségvetési politika rövidtávú makrogazdasági hatásaira fókuszál, a fiskális politika a hatását az aggregált keresleten keresztül fejt ki.

Emellett, a különböző világgazdasági folyamatok konzisztens megjelenítéséhez a középtávú modellt kiegészítettük egy endogén, zárt gazdaságot (Eurozóna) leíró külső blokkal, ahol szintén érvényesek a kamat, infláció és aggregált kereslet fent tárgyalt összefüggései. Ezt a kiegészítést az indokolta, hogy a külső környezet hazai gazdaságra gyakorolt valamennyi csatornáját (reálgazdasági, inflációs, illetve pénzügyi) konzisztens módon tudjuk megjeleníteni. Ha például élénkül a külső kereslet, akkor az nemcsak a reálgazdasági csatornán keresztül érinti a hazai gazdaságot, hanem a magasabb külső infláción és az emelkedő külföldi

kamatszinten keresztül is. Az endogén külső blokk automatikusan megjeleníti ezeket a közvetett hatásokat is.

Ezen felül a modell expliciten tartalmazza a hitelkínálatok hatását a reálgazdasági ciklusra, illetve magyarázza a versenyszféra foglalkoztatását és bérdinamikáját.

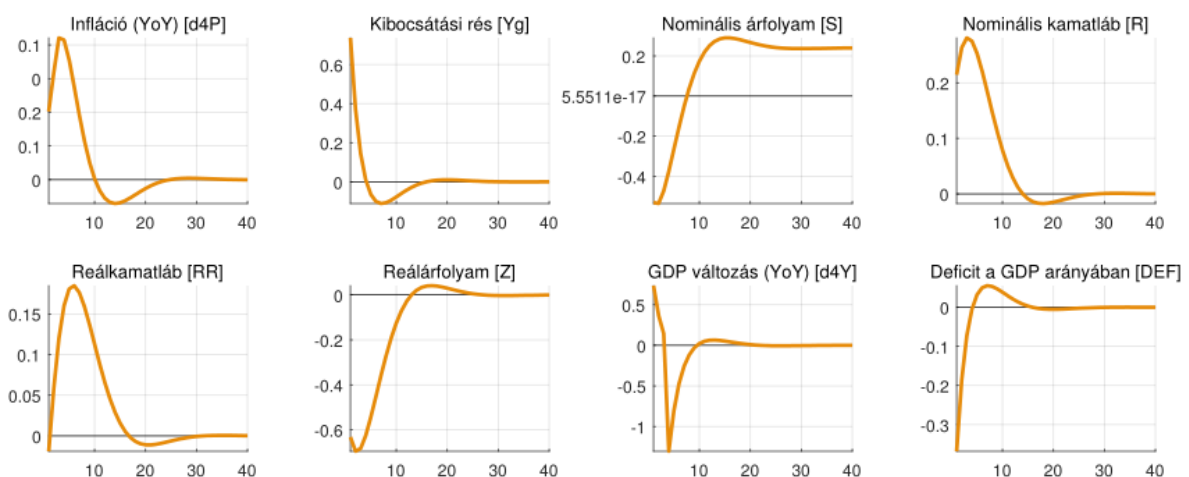
6.2 Impulzus válaszok

Az alábbiakban röviden elemezzük a modell legfontosabb sokkokra adott reakcióját.

6.2.1 Belföldi keresleti sokk

A belföldi kereslet növekedése következtében a kibocsátási rés pozitív irányba nyílik. Ezért a monetáris politika kamatot emel, hogy a keresleti oldalról érkező inflációs nyomás hatását fékezze. A magasabb kamatok vonzóbbá teszik a befektetők számára a hazai fizetőeszközt, így a megnövekedett forint kereslet miatt az árfolyam felértékelődik. A magas reálkamat visszafogja a gazdasági aktivitást, a szereplők elhalasztják vásárlásaikat, növelik megtakarításukat, ennek következtében csökken az infláció. Ezt erősíti a reálárfolyam felértékelődése, mely olcsóbbá teszi az importot és drágítja az exportot, így a nettó export csökken. A táguló pozitív kibocsátási rés mindemellett átmenetileg csökkenti az államháztartási hiányt.

Keresleti sokk (output gap) [EPS_Yg]

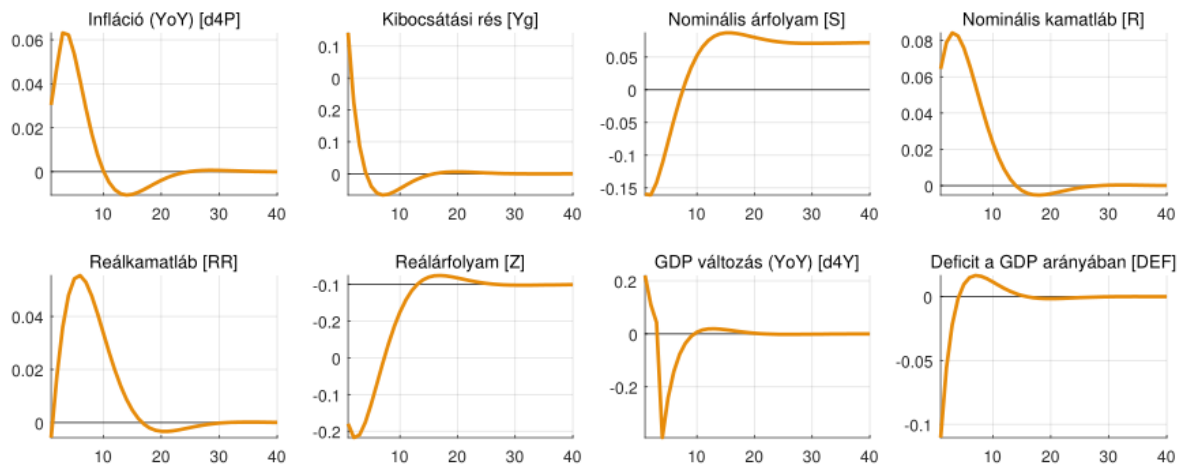


Forrás: OGRsearch

6.2.2 Egyszeri költségvetési lazítás

Az átmeneti költségvetési kiadás emelkedés hatása hasonló, mint az előbb tárgyalt keresleti sokké.

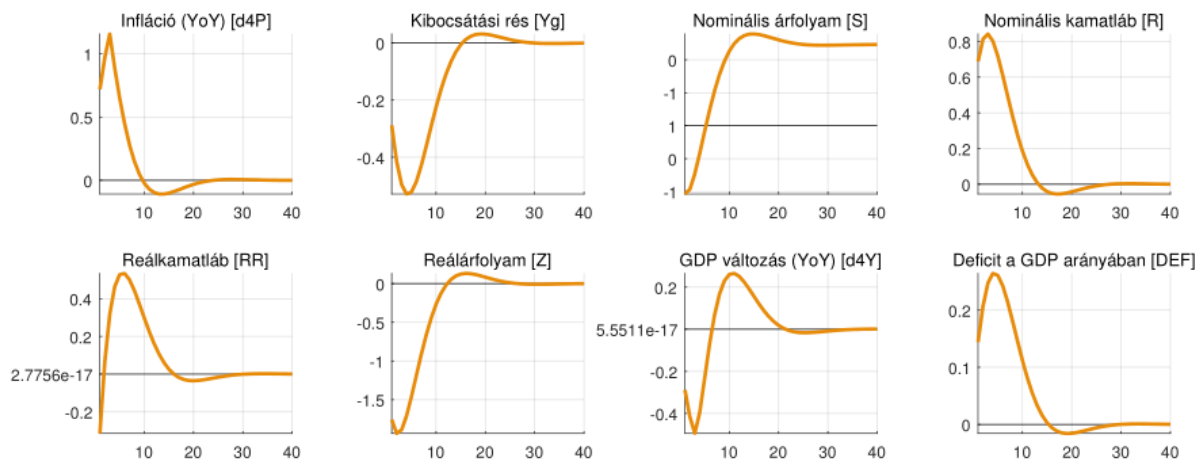
Deficit sokk [EPS_DEF]



Forrás: OGREsearch

6.2.3 Költség sokk

Az átmeneti költségcsokk következtében emelkedik a hazai árszint, így a monetáris politika emeli az irányadó kamatot annak érdekében, hogy a magas reálkamat és a magas kamatok következtében felértékelődő reálárfolyam visszafogja a gazdasági aktivitást. Az átmenetileg negatív kibocsátási rés miatt romlik a költségvetési egyenlege.

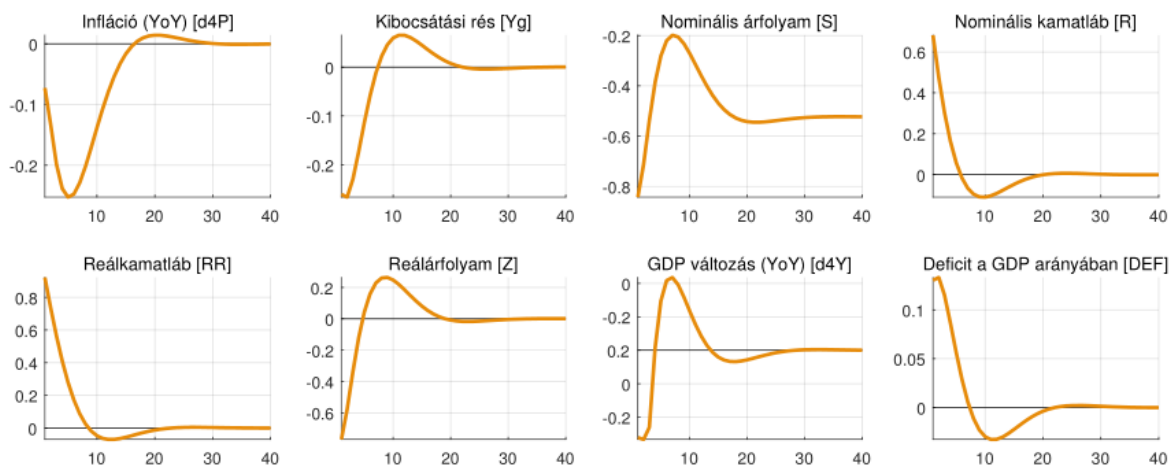


Forrás: OGREsearch

6.2.4 Monetáris politikai sokk

A jegybank szabálytól eltérő kamatemelése megnöveli a reálkamatot, és a vonzóbb kamatkörnyezet miatt a reálárfolyam felértékelődését eredményezi. A szigorúbb monetáris-politikai környezetben csökken a gazdasági aktivitás, mely alacsonyabb inflációt eredményez, mindemellett a visszafogott kereslet növeli az államháztartás hiányát.

Monetáris politikai sokk [EPS_R]

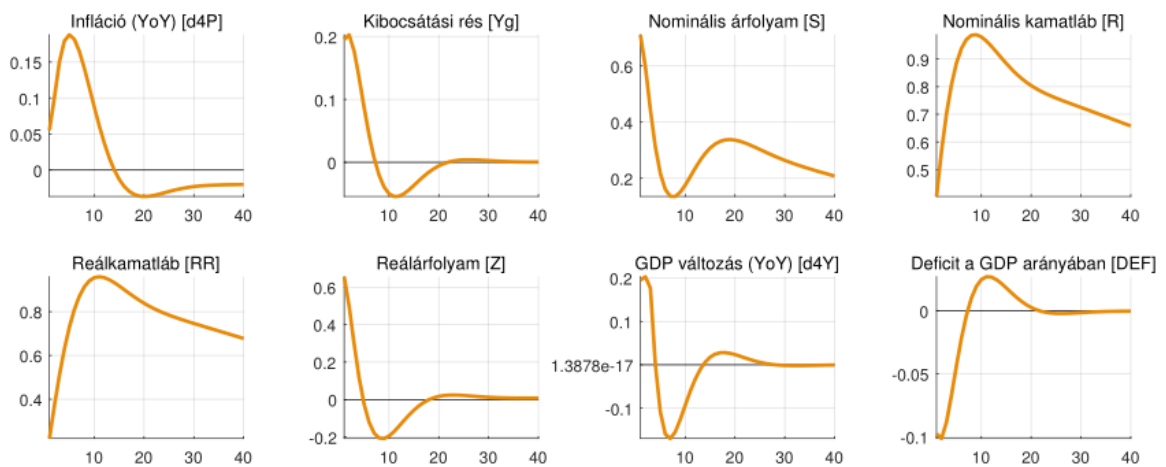


Forrás: OGREsearch

6.2.5 Kockázati prémium sokk

A kockázati prémium megemelkedése leértékeli az árfolyamot, aminek inflációs hatása miatt a monetáris politika kamatot emel. A gyengébb árfolyam reálárfolyam leértékelődése miatt növeli a hazai termékek versenyképességét, ugyanakkor drágítja a behozatalt, így a növekvő export és csökkenő import gazdasági növekedéshez vezet, aminek következtében a deficit csökken.

Hosszútávú prémium sokk [EPS_PREMt]

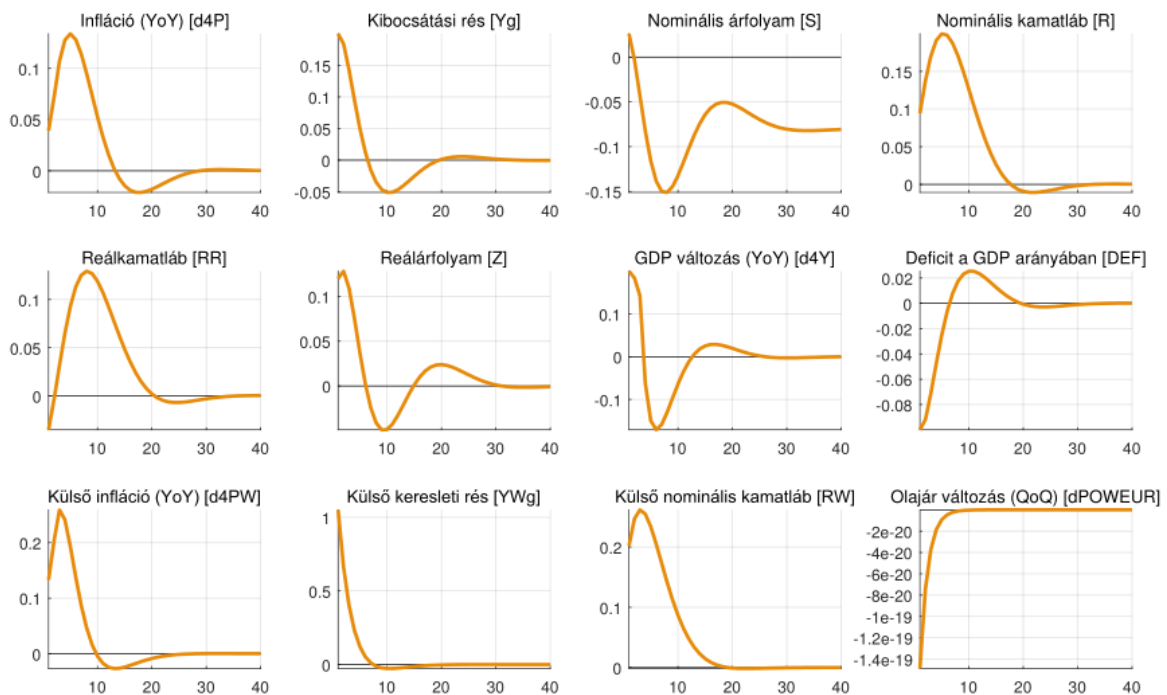


Forrás: OGResearch

6.2.6 Külső keresleti sokk

A pozitív külső keresleti sokk hatására a hazai kibocsátási rés átmenetileg emelkedik, a GDP reálnövekedése gyorsul. A növekvő kereslet átmenetileg gyorsítja az inflációt, amire a monetáris politika szigorítással, a kamatok emelésével reagál. A kamatok átmeneti emelése hatására az árfolyam erősödik. A gyorsabb reálnövekedés kedvezően hat a költségvetési hiányra.

Külső keresleti sokk [EPS_YWg]

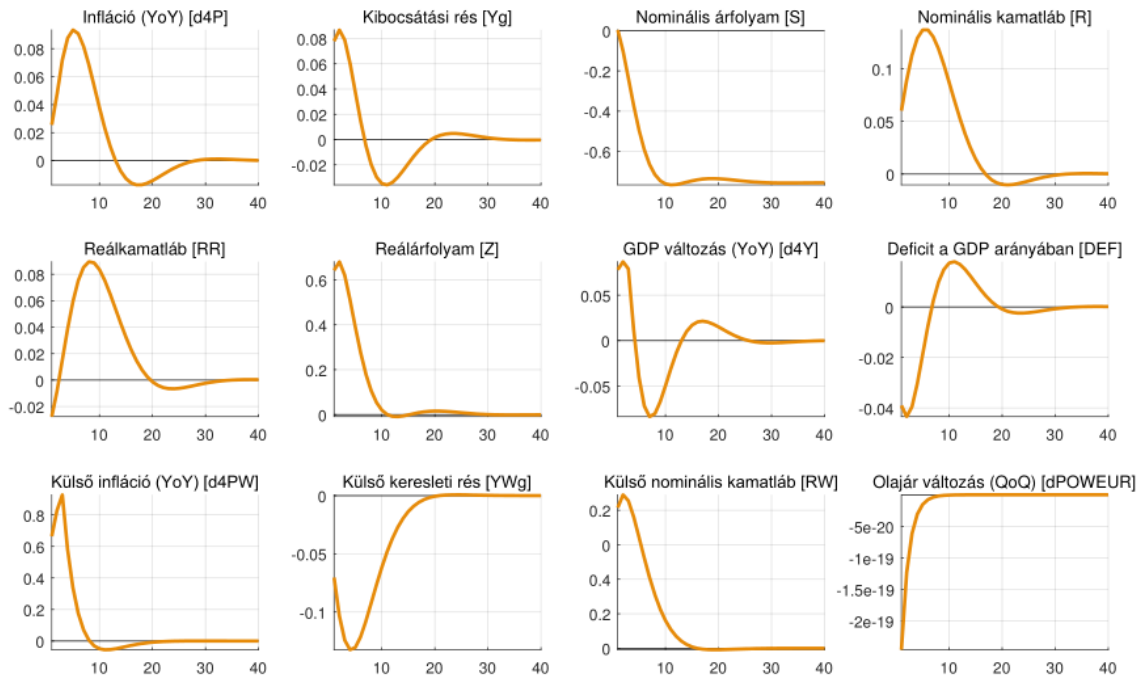


Forrás: OGRsearch

6.2.7 Külső inflációs sokk

A külső inflációs sokk az importált infláción keresztül gyorsítja a hazai fogyasztói árnövekedést, ennek következtében a monetáris politika szigorít. A nominális árfolyam a csökkenő inflációs különbség miatt erősödik.

Külső infláció sokk [EPS_dPW]

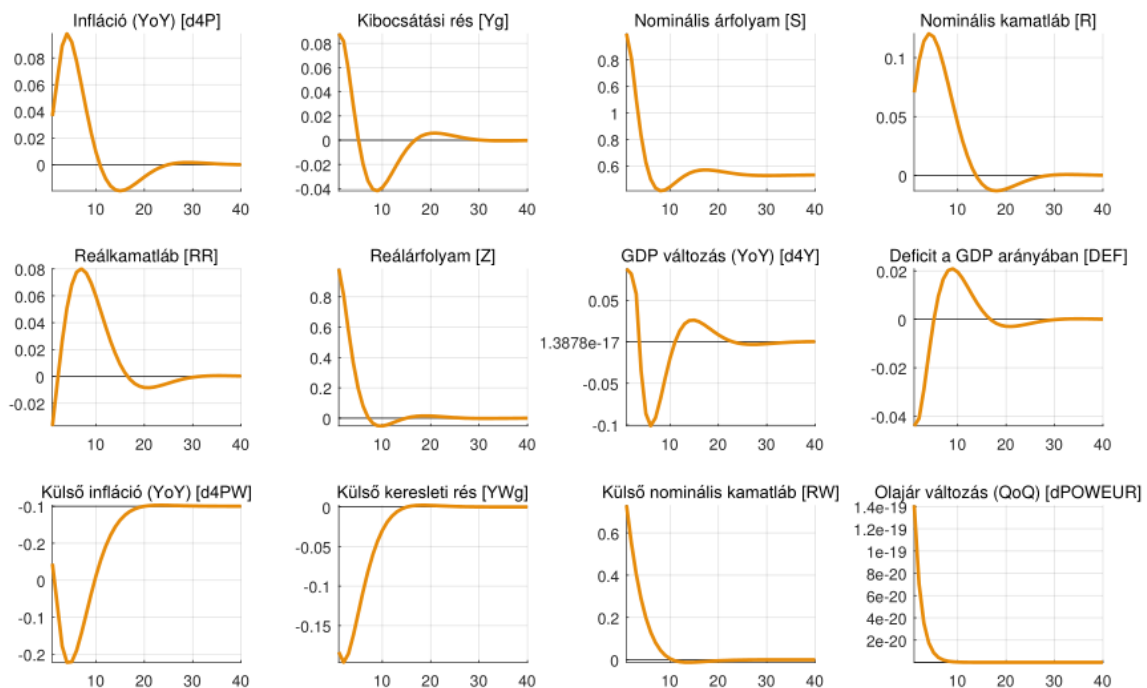


Forrás: OGREsearch

6.2.8 Külső monetáris politikai sokk

A külső monetáris politikai sokk következtében csökken a kamatkülönbség, ami a fedezetlen kamatparitáson keresztül az árfolyam átmeneti gyengülését idézi elő. A gyenge árfolyam kedvezőleg hat a hazai kibocsátásra, ugyanakkor a szigorúbb külső monetáris politika visszafogja a külső gazdasági aktivitást, ami csökkenti a hazai termékek iránti keresletet. A külső infláció csökkenése mérsékli a hazai árnövekedést, de az átmeneti árfolyamgyengülés hatására az infláció enyhén megemelkedik.

Külső monopoli sokk [EPS_RW]



Forrás: OGRsearch

6.3 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

		2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nominális Kamatláb							
Hazai jegybanki alapkamat	%	1.7	1	0.9	0.9	1.4	2
Eurozóna kamatláb	%	0.1	0	0	-0.0	0.1	0.4
Árfolyam							
Nominális árfolyam	EUR/HUF	309.9	311.5	309.3	313.5	313.4	314.3
	év/év, %	0.4	0.5	-0.7	1.4	-0.1	0.3
Árak							
Inflációs cél	év/év, %	3	3	3	3	3	3
Fogyasztói árindex	év/év, %	-0.1	0.5	2.5	2.4	2.7	3
GDP deflátor	év/év, %	1.8	1	3.6	2.9	2.7	3
GDP							
Reál GDP	év/év, %	3.3	2.1	4.2	4.1	3.1	2.7
Nominális GDP	év/év, %	5.1	3.2	8	7.1	5.8	5.7
Potenciális GDP	év/év, %	2.2	2.3	3.3	3.5	3.5	3.5
Kibocsátási rés	%	0.2	0	0.9	1.5	1	0.1
Munkapiac							
Versenyszféra foglalkoztatás	év/év, %	1.6	3.6	2.6	1.5	0.6	0.4
Versenyszféra reálbér	év/év, %	4	4.9	8.8	7.7	4.3	3
Versenyszféra nominálbér	év/év, %	3.9	5.4	11.5	10.3	7.1	6.1
Fiskális változók							
Költségvetési deficit	GDP %	1.6	1.8	2	2.5	2.8	3.2
Strukturális deficit	GDP %	1.8	2	2.7	3.2	3.3	3.3

Forrás: OGRsearch