

Világgazdasági hatások – különösen a brexitre tekintettel – az EU-ra, benne Magyarország gazdaságára, államháztartására

Tanulmány a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2019. június 28.



Antal Judit – Iker Áron

1. Vezetői összefoglaló

2018-ban tovább javultak a magyar gazdaság egyensúlyi mutatói. A gyors reálnövekedés és az alacsony kamatkörnyezet mellett a külfölddel szembeni nettó megtakarítói pozíció, illetve a költségvetés elsődleges egyenlegének többlete is segítette az adósságráták csökkenését. A kedvező folyamatok az ország sérülékenységének csökkenése, a külső sokkokkal szembeni ellenálló képességének javulása irányba hatottak, ami a hitelminősítésének javulásában is tükröződött. Ennek ellenére a nemzetközi gazdasági tendenciák továbbra is számos csatornán keresztül és jelentős mértékben befolyásolják a hazai gazdasági illetve államháztartási folyamatokat. A gazdaság nagyfokú nyitottsága, a nemzetközi pénz- és tőkepiacokba való beágyazottsága mellett a hasonló fejlettségű országokkal összehasonlítva még mindig magas államadósság szint is hozzájárul ahhoz, hogy a külpiaci tendenciák érdemben befolyásolják a hazai gazdasági folyamatokat.

Elemzésünkben az alapelőrejelzésünk mellett három – nem válságszerű - nemzetközi forgatókönyv magyar gazdaságra gyakorolt hatását vizsgáltuk. Az elsőben egy megállapodás nélküli brexit, illetve az Európai Unió jövőjével kapcsolatos növekvő szkepticizmus hatásait elemeztük. A második scenárióban a globális kereskedelmi háború elmélyülésének és a protekcionizmus erősödésének következményeit vizsgáltuk. Végül a harmadik pályánk egy pozitív európai növekedési fordulat hatásait mutatja be.

Alapelőrejelzésünkben rövidtávon dinamikus növekedésre számítunk, középtávon pedig azt valószínűsítjük, hogy a GDP a hosszabb távra becsült 2,5 százalékos potenciális növekedéssel összhangban bővíthet. A költségvetési pozíció alakulásában meghatározó a kezdetben rendkívül kedvező ciklikus helyzet illetve a gazdaság fehéredésének és az ebből eredő tartós adóbevétel-növekedésnek a hatása. Míg a ciklus által okozott többletbevétel egyenlegjavító hatása átmeneti, a fehéredés várakozásunk szerint tartósan javítja az államháztartási pozíciót. Így a költségvetés ESA szemléletű hiánya ugyan enyhén emelkedik középtávon, de végig a 3 százalékos küszöbérték alatt marad, illetve egyik forgatókönyvben sem emelkedik érdemben 3 százalék fölé.

Összességében mind az alappálya, mind a három vizsgált – nem válságszerű - scenárió az adósságráta csökkenését vetíti előre, ami az elmúlt évek következtetéseivel összhangban a folyamat robusztusságára utal. Az adósság „kinövése” az alappályában a korábban vártnál enyhén gyorsabban megy végbe, ami az elmúlt negyedévek kiugró növekedési teljesítménye mellett a gazdaság fehéredése által okozott, várakozásaink szerint tartós „megtakarításnak” köszönhető. Az alappályában, illetve a pozitív forgatókönyvben 2029-re az államadósság adósságráta kivetítésünk szerint a GDP 56, illetve 50 százaléka körüli szintre mérséklődhet. Ezzel szemben a kereskedelmi háború

elmélyülése, valamint a megállapodás nélküli brexit esetén lényegesen lassabb lehet az adósságráta csökkenése. Megállapodás nélküli brexit és az Unió jövőjével kapcsolatos szkepticizmus erősödése esetén a költségvetési hiány tartósan a maastrichti küszöbérték, azaz a GDP 3 százaléka körüli szintre emelkedhet és az adósságcsökkenés 2022 után szinte megáll. Így az államadósság ráta 2029-ben is 60 százalék fölött alakulhat. A kereskedelmi háború tovább mélyülése kivetítésünk szerint csak átmenetileg csökkenti a növekedést, illetve emeli meg a költségvetési hiányt az alappályához képest. Ennek ellenére az adósság kinövése számottevően lassabb, mint az alappályában, így az adósságráta ebben a forgatókönyvben sem csökken érdemben 60 százalék alá.

Tartalomjegyzék

1. Vezetői összefoglaló	2
2. Bevezető	5
3. Meghatározó hazai trendek.....	8
Makrogazdasági helyzetkép	8
Külső sérülékenység.....	15
Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság, finanszírozási szerkezet.....	18
4. Meghatározó nemzetközi trendek	26
A főbb világgazdasági régiók áttekintése	26
Pénz- és tőkepiaci folyamatok	27
Olajár	28
5. Középtávú előrejelzésünk alappályája	30
Külső feltevések	30
Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás	31
Költségvetési folyamatok.....	35
6. Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra.....	39
Megállapodás nélküli brexit („No deal brexit”).....	39
A kereskedelmi háború mélyülése.....	44
Fordulat Európában.....	48
7. Következtetések	53
8. Felhasznált irodalom	57
9. Függelék.....	58

2. Bevezető

2018-ban tovább csökkent a magyar gazdaság sérülékenysége. A tartósan kedvező növekedés mellett az alacsony kamatkörnyezet is támogatta az adósságráták mérséklődését. A nettó külső adósság 2018 végére a GDP 8 százalékára mérséklődött, ami látványos javulást jelent a válság mélypontján mért 60 százalék körüli arányhoz képest. A bruttó külső adósság 57 százalékra mérséklődött, ami kevesebb, mint a pénzügyi válság kezdetén mért 120 százalékos csúcstérték fele. A rövid lejáratú külső adósság ugyancsak tovább, a GDP 13 százaléka alá mérséklődött. Ezzel párhuzamosan tovább javult a devizatartalék megfelelés mértéke is. A külső egyensúlyi mutatók összességében továbbra is kedvezően alakultak, ugyanakkor a belföldi felhasználás lendületes bővülésével párhuzamosan jelentősen növekedett a gazdaság importigénye, ami a nettó exportban, illetve a folyó fizetési mérleg egyenlegében is tükröződött.

Az államadósság 2018-ban a GDP 70,8 százalékára csökkent, miközben az adósságkezelő stratégiának megfelelően tovább, 20 százalékra mérséklődött az adósság devizaaránya. A gyors növekedés és a fehéredés okozta adóbevétel emelkedésnek köszönhetően a költségvetési hiány a laza fiskális politika ellenére a 2017-ben mért 2,2 százalékos GDP arányos érték közelében maradt. A kedvező fundamentális fejlemények a hitelminősítésekben is tükröződtek. 2019 februárjában az S&P és a Fitch is egy fokozattal, BBB-re javították a szuverén magyar adósság hitelminősítését.

A sérülékenység látványos csökkenése csillapítja a külpiaci hangulatváltozásokból eredő hazai turbulenciákat. Ennek ellenére a magyar gazdaság jellemzői (kis, nyitott és nemzetközi pénz- és tőkepiacokba mélyen integrált gazdaság), valamint a még jelenlévő mérleggyengeségek (magas államadósság) következtében a gazdasági folyamatok továbbra is érzékenyen reagálnak a külső környezet megváltozására. A magyar növekedésben meghatározó szerepe van az európai folyamatoknak, míg a kockázati megítélésünk erős együttmozgást mutat a feltörekvő piacokéval. A fentiek következtében a magyar gazdasági kilátásokat, a költségvetés és az adósságpálya fenntarthatóságát és az azzal kapcsolatos kockázatokat a külső fejlemények figyelembevételével lehet csak teljes körűen értékelni.

Tanulmányunkban ezért azt vizsgáljuk, hogy a nemzetközi gazdasági és pénzügyi folyamatok hogyan befolyásolják középtávon a magyar makrogazdaságot és az államháztartás helyzetét. Középtávú előrejelzésünk alappályája a nemzetközi gazdasági folyamatok legvalószínűbb forgatókönyvére épül. Emellett három alternatív pályát vizsgálunk, amelyek a Magyarország számára adottságként jelentkező külső feltevésekben különböznek. Mind az alappályát, mind a kockázati forgatókönyveket egy

szimultán, a makrogazdasági és fiskális változók közötti visszacsatolásokat is megragadó modellben vizsgáljuk. Jelen tanulmányunk az ötödik, amely a magyar gazdaság folyamatait ilyen szempontból elemzi.¹

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

1. Megállapodás nélküli brexit („No deal brexit“)

Egy „no deal brexit” esetén, azaz ha az Egyesült Királyság megállapodás nélkül hagyja el az Európai Uniót, mind a növekedés, mind a kockázati prémiumok szempontjából lényegesen kedvezőtlenebb forgatókönyvre számítunk. Az Unió és az Egyesült Királyság közötti kereskedelmi megállapodások felrúgása jelentős közvetlen növekedési áldozatokkal járna mindkét fél számára. Emellett a bizonytalanság növekedése, a kockázatkerülés fokozódása a finanszírozási költségek markáns emelkedését eredményezheti. Ebben a forgatókönyvben az euro és EU-szkepticizmus várható erősödése hosszabb távon is kedvezőtlenül befolyásolná a magyar gazdaság számára meghatározó külső környezetet.

2. A kereskedelmi háború elmélyülése

2018 végén több kedvező hír látott a témában (mint a NAFTA helyébe lépő, 2018 novemberében aláírt USA-Mexikó-Kanada kereskedelmi megállapodás, vagy a 2018 decemberében bejelentett, az USA és Kína közötti 90 napos kereskedelmi „tűzszünet”). A bizakodó hangulat egészen 2019 májusáig tartott, amikor a tárgyalások megakadtak és az USA két és félszeresére emelte 200 milliárd USA dollár értékű kínai termék vámját. A kereskedelmi háború tovább mélyülése, valamint az új és a már meglévő kereskedelmi megállapodásokat övező bizonytalanság továbbra is meghatározó kockázatot jelent a világgazdasági folyamatok szempontjából.

A protekcionizmus erősödése, további kereskedelmi korlátozások és importvámok bevezetése a kereskedelmi kapcsolatok leépüléséhez, illetve az importárak növekedésén keresztül globálisan a beruházások visszaeséshez és az infláció emelkedéséhez vezethet. Emellett a protekcionizmus mélyülése kedvezőtlenül befolyásolná a fejlett és a feltörekvő országok közötti tőkeáramlást és lassítaná az utóbbi országcsoport pénzügyi

¹ Lásd (Horváth, et al., 2015), (Antal, et al., 2016), (András, et al., 2017) and (Antal, et al. 2018).

integrációját. USA külkereskedelmének tartós csökkenése elsősorban közvetetten, hazánk kereskedelmi partnereinek exportvisszaesésén keresztül sújtaná a magyar gazdaságot, de a hazai gépjárműgyártás jelentőségéből eredően a közvetlen exportcsökkentő hatás sem elhanyagolható. Emellett a kereskedelmi háború elhúzódása a bizonytalanság növekedésén és egyes meghatározó feltörekvő országok érintettségén keresztül a kockázati prémium emelkedését eredményezné.

3. Fordulat Európában

Ebben a forgatókönyvben azt feltételezzük, hogy az olasz adósság- illetve bankválság körüli feszültségek mérséklődnek, illetve a német autóipar visszaesése átmenetinek bizonyul. A pozitív fordulat részben meghatározó pénzügyi reformok felgyorsulásához, az olasz gazdaságban átfogó strukturális reformok bevezetéséhez, illetve az autóipari technológiai fejlesztések felgyorsításához köthető. Ebben a forgatókönyvben az eurozóna növekedését támogatja egyes tagországokban a termelő kapacitások bővülése, illetve az EU források növekvő felhasználása által generált beruházási kereslet élénkülés is. A növekedési kép javulása mellett a bizonytalanság mérséklődése is támogathatja az egyensúlyi folyamatokat.

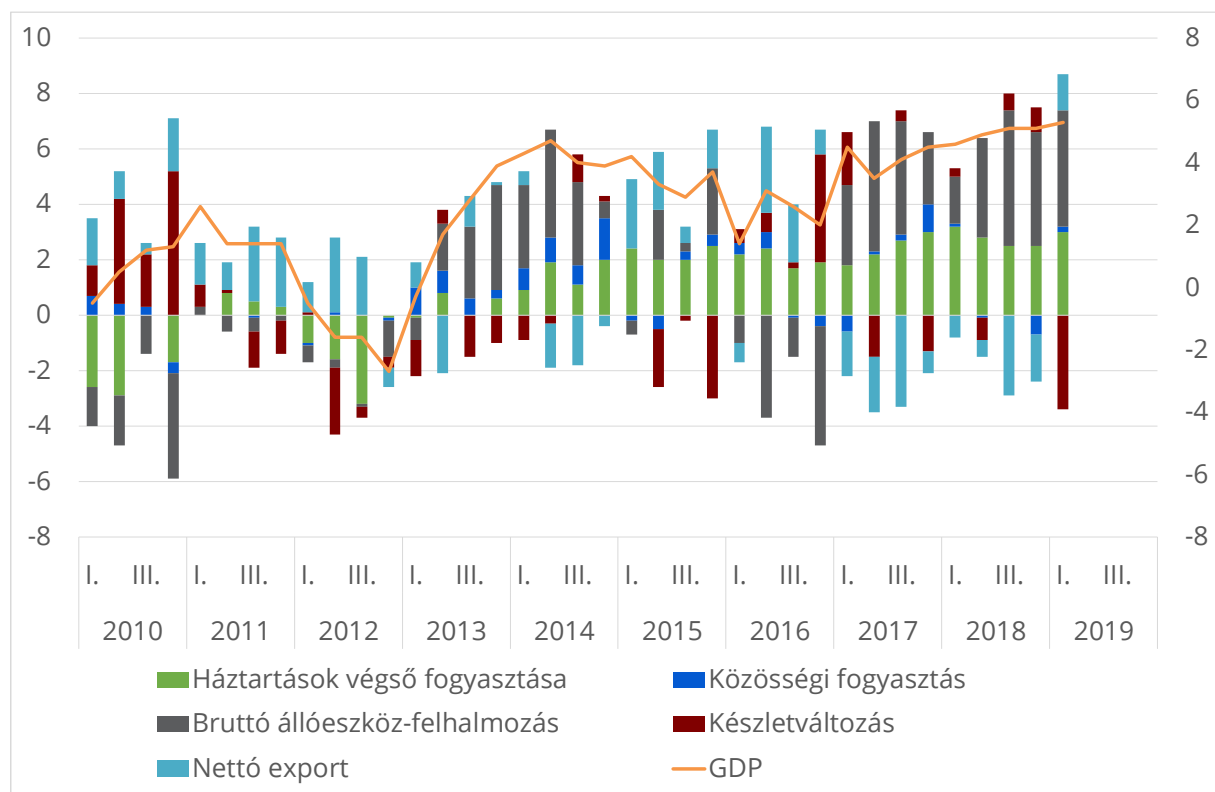
Tanulmányunk a következő szerkezetet követi. A második fejezet rövid bevezetője után a harmadik fejezetben áttekintjük a meghatározó hazai gazdasági folyamatokat, különös tekintettel a külső sérülékenységi mutatókra, a költségvetési hiányra és az államadósság alakulására. A negyedik fejezetben bemutatjuk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

3. Meghatározó hazai trendek

Makrogazdasági helyzetkép

2018-ban tovább gyorsult a magyar gazdaság bővülése és az éves reálnövekedési ütem megközelítette az 5 százalékot. Miközben a gazdaságpolitika folyamatosan támogatta a belső kereslet bővülését, a külső konjunktúra az év második felétől egyre kedvezőtlenebbé vált. A kedvezőtlenebb külső környezet ellenére a gazdaság növekedése 2019 első negyedévében tovább gyorsult és a reál GDP bővülés éves szinten 5,3 százalékot tett ki (3.1 ábra).

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



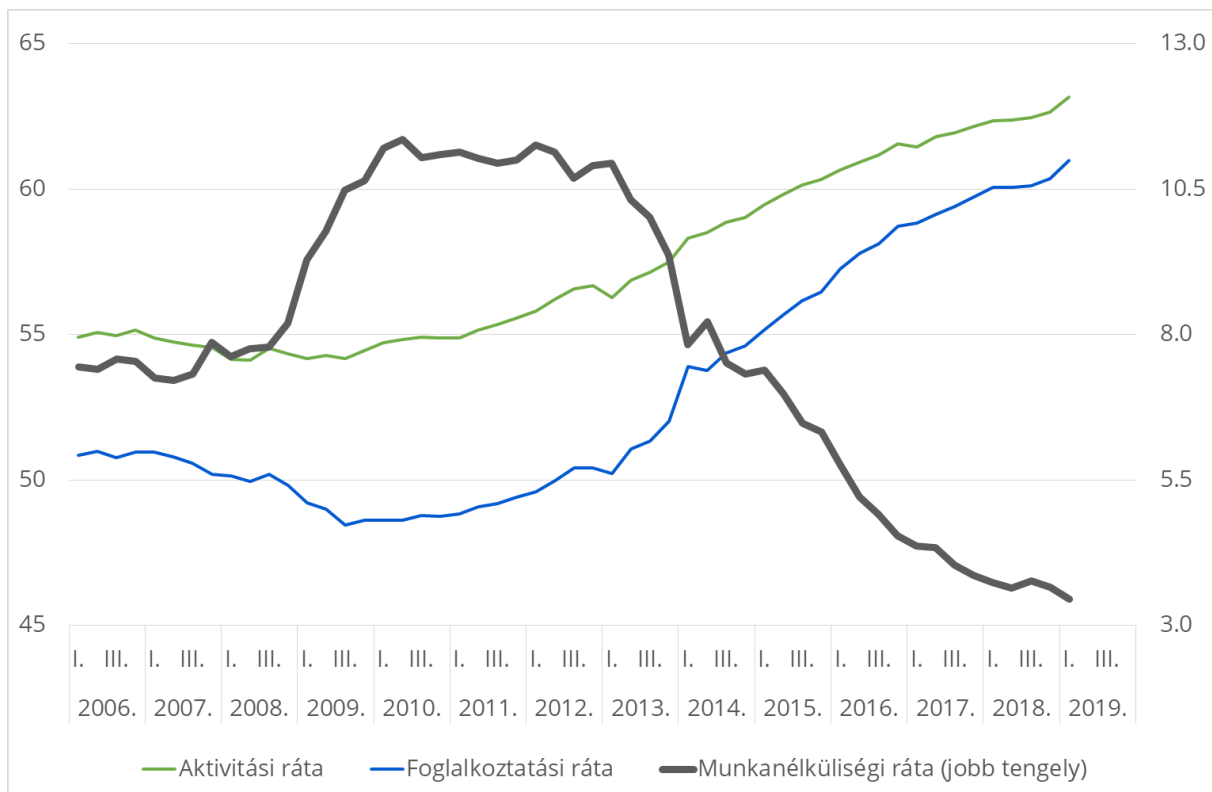
Forrás: KSH

Termelési oldalról az építőipar jelentette a növekedés fő motorját, a felhasználási oldalon pedig 2017-hez hasonlóan a gyors belföldi keresletbővülés játszott a meghatározó szerepet. A beruházások reálnövekedése 17,2 százalékot tette ki, ami közel megegyezett az 2017-es értékkel. A rendkívül gyors bővülést az EU források gyors lehívása, a kormányzati beruházások, a fellendülő lakáspiac és a vállalati beruházást ösztönző intézkedések támogatták. A magas kapacitáskihasználtság ugyancsak szerepet játszott az élénk beruházási aktivitásban, bár a feldolgozóipari beruházások reálnövekedési üteme visszafogottabban alakult, és éves szinten 6,3 százalékot tett ki. A beruházások

élénküléséhez a vállalatok mellett a lakosság és az állam is hozzájárult. A növekvő jövedelemmel és a gazdaságpolitikai ösztönzőkkel (CSOK, kedvezményes lakásépítési ÁFA) párhuzamosan folytatódott a lakásépítések bővülése. Az uniós költségvetési ciklussal összefüggésben 2018-ban is jelentős volt az EU-transzferbevételek, ami az állami beruházások dinamikus bővülésében is tükröződött. Az államháztartás beruházási kiadásai nominális értelemben közel 40 százalékkal emelkedtek 2017-képest és a GDP 5,8 százalékát tették ki.

A gyors reálbér-növekedés, a növekvő foglalkoztatottság, a kormányzati intézkedések (támogatott hitelprogramok, családtámogatási csomag, etc.), valamint a fogyasztói optimizmus általános javulása egyaránt a fogyasztás növekedése irányába hatottak. A fogyasztás éves reálnövekedési üteme mintegy fél százalékponttal, 4,6 százalékra gyorsult. A külső kereslet mérséklődése mellett az export az év második felében lassabb ütemben bővült és éves szinten a 2017-eshez hasonló, 4,7 százalékos reálnövekedést mutatott. A belföldi felhasználás gyors növekedése a fogyasztás és a beruházás magas importvonzata miatt növelte az importkeresletet. Így a nettó export többlete az elmúlt 2 évben fokozatosan csökkent és 2018-ban is negatívan járult hozzá a GDP bővüléséhez. 2019 első negyedévében ugyanakkor pozitív növekedési hozzájárulást tapasztaltunk.

3.2. ábra: Főbb munkapiaci mutatók (százalék)

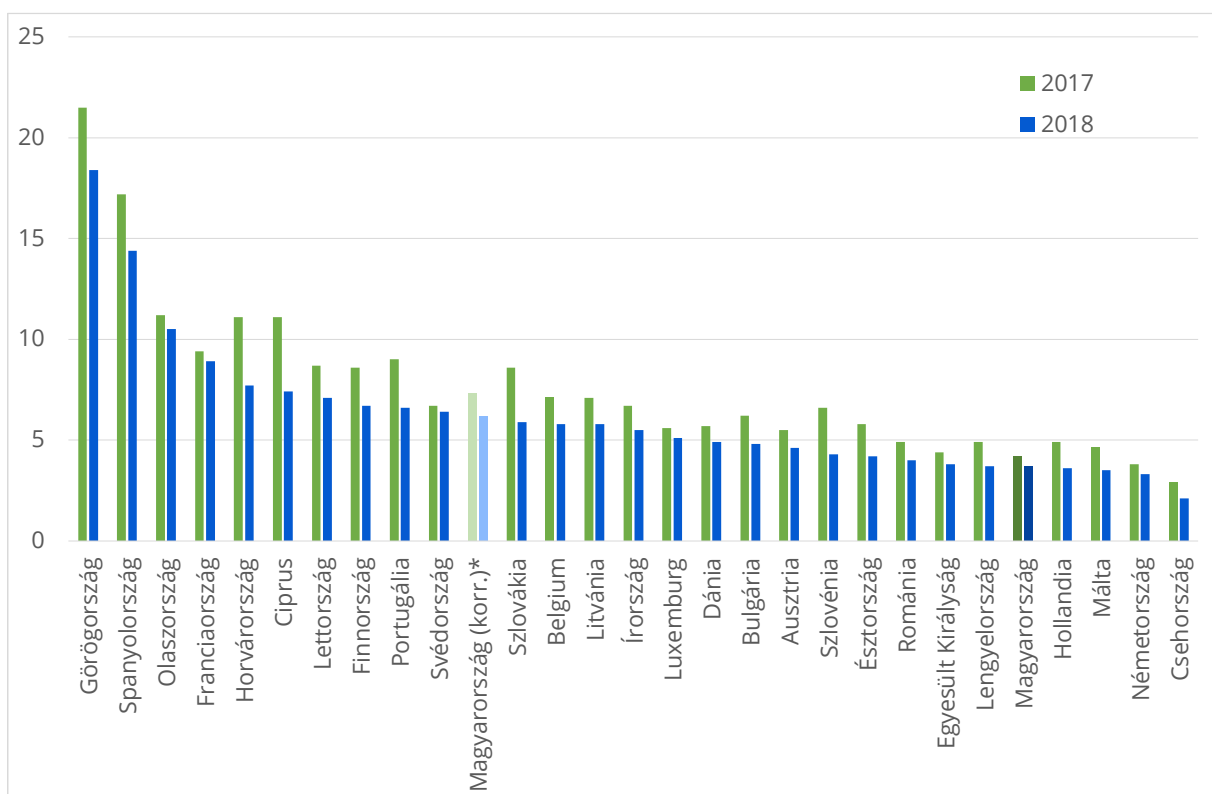


Forrás: KSH

A dinamikus növekedést a munkaerőpiaci adatok folytatódó javulása kísérte (A gyors reálbér-növekedés, a növekvő foglalkoztatottság, a kormányzati intézkedések (támogatott hitelprogramok, családtámogatási csomag, etc.), valamint a fogyasztói optimizmus általános javulása egyaránt a fogyasztás növekedése irányába hatottak. A fogyasztás éves reálnövekedési üteme mintegy fél százalékponttal, 4,6 százalékra gyorsult. A külső kereslet mérséklődése mellett az export az év második felében lassabb ütemben bővült és éves szinten a 2017-eshez hasonló, 4,7 százalékos reálnövekedést mutatott. A belföldi felhasználás gyors növekedése a fogyasztás és a beruházás magas importvonzata miatt növelte az importkeresletet. Így a nettó export többlete az elmúlt 2 évben fokozatosan csökkent és 2018-ban is negatívan járult hozzá a GDP bővüléséhez. 2019 első negyedévében ugyanakkor pozitív növekedési hozzájárulást tapasztaltunk.

3.2. ábra): tovább csökkent a munkanélküliség és növekedett a munkaerőpiac feszessége. 2019 áprilisára a munkanélküliségi ráta 3,5 százalékra csökkent, miközben az 18-64 korcsoport aktivitási és a foglalkoztatottsági rátája enyhén tovább emelkedett. Folytatódott a közfoglalkoztatottak számának csökkenése: 2017 decemberéhez képest több mint 37 ezer fővel, 113 ezer főre csökkent a közfoglalkoztatottak száma. A közfoglalkoztatottakkal korrigált munkanélküliségi ráta 2018-ban 6,2 százalék volt, amely az uniós tagállamok viszonylatában középmezőnynek számít (3.3 ábra).

3.3. ábra: Munkanélküliségi ráta az unió országaiban (2018 éves átlag, százalék)

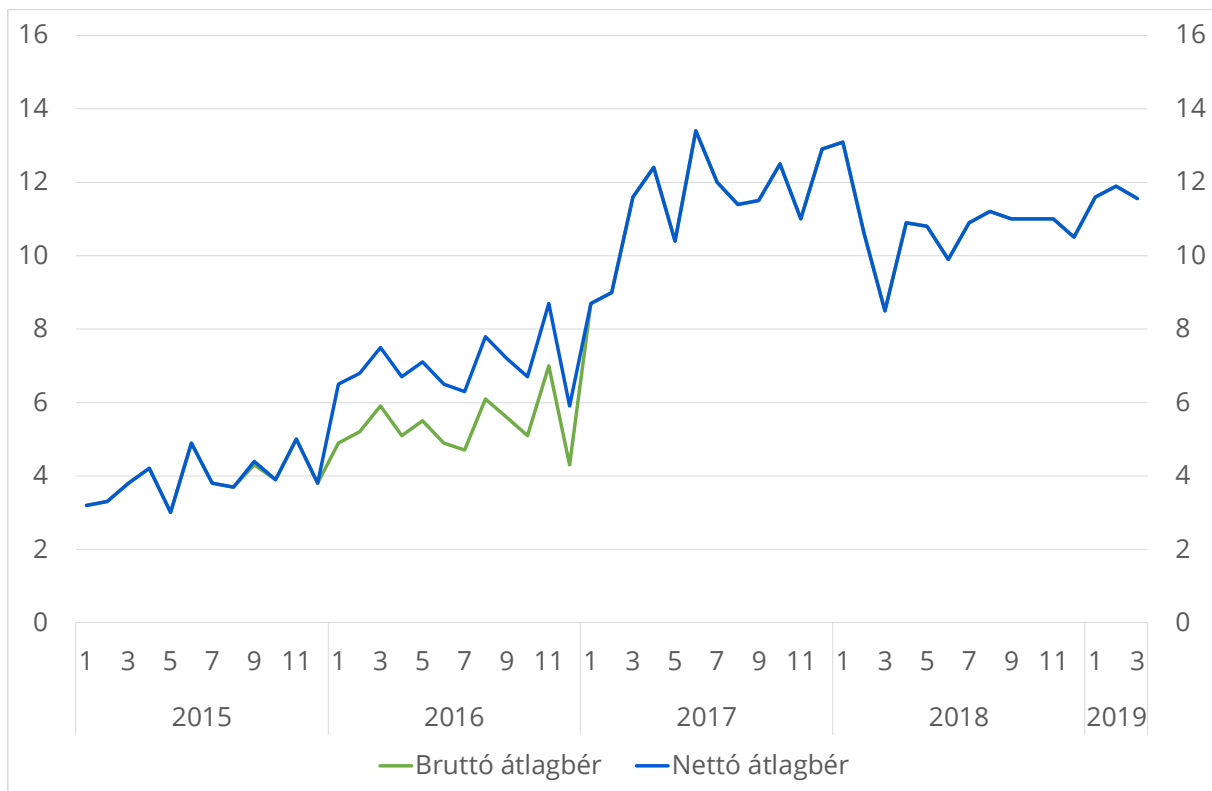


* Az állami szférában közfoglalkoztatottak számával korrigált adat

Forrás: Eurostat, KSH

A munkanélküliség csökkenésével a munkaerőpiac ismét feszesebbé vált, aminek meghatározó szerepe lehetett a gyors bérnövekedésben. Emellett a kormány és a vállalatok közötti hatéves bérmegállapodásnak megfelelően a minimálbér és a garantált bérminimum 8-8 százalékkal emelkedett, ami ugyancsak jelentős szerepet játszott abban, hogy 2019 első negyedében a versenyszektorban az átlagbér nominális növekedése megközelítette a 12 százalékot. (3.4. ábra).

3.4. ábra: A versenyszféra bruttó és nettó átlagbérének alakulása (év/év, százalék)



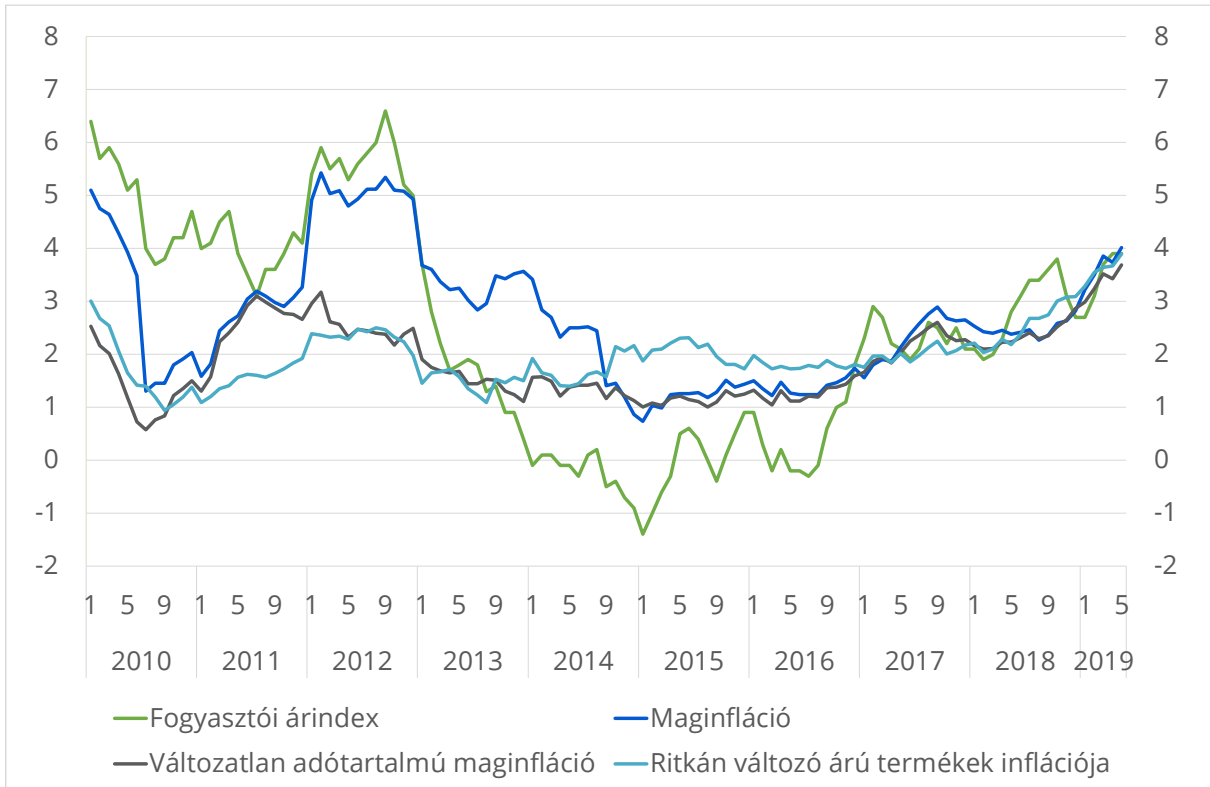
Forrás: KSH

A reálbérek gyors felzárkózása 2018-ban összességében rontotta a gazdaság versenyképességét, mivel a munkát terhelő adók csökkentése és a termelés növekedése már nem ellensúlyozta a bérköltségek gyors emelkedését. A fajlagos reálbérköltség így 1,6 százalékkal emelkedett. A béremelések versenyképességre gyakorolt kedvezőtlen hatását ugyanakkor enyhítette a régióban általánosan tapasztalható gyors bérfelzárkózás.

A munkaerőpiaci folyamatok mellett az inflációs dinamika is egyre inkább a gazdaság túlfűtöttségét valószínűsíti. 2019 májusában a fogyasztói árindex éves szinten 3,9 százalékkal növekedett. Ezzel az infláció a megközelítette a jegybank 3 százalék +/-1 százalékpontos tolerancia sávjának felső szélét. Az inflációs ráta ingadozása mellett az MNB által használt és az inflációs alapfolyamatok megítélésére jobban alkalmas alternatív

inflációs mutatók (adószűrt maginfláció, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) 2018 közepe óta emelkedő inflációs dinamikát jeleznek (3.5. ábra).

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



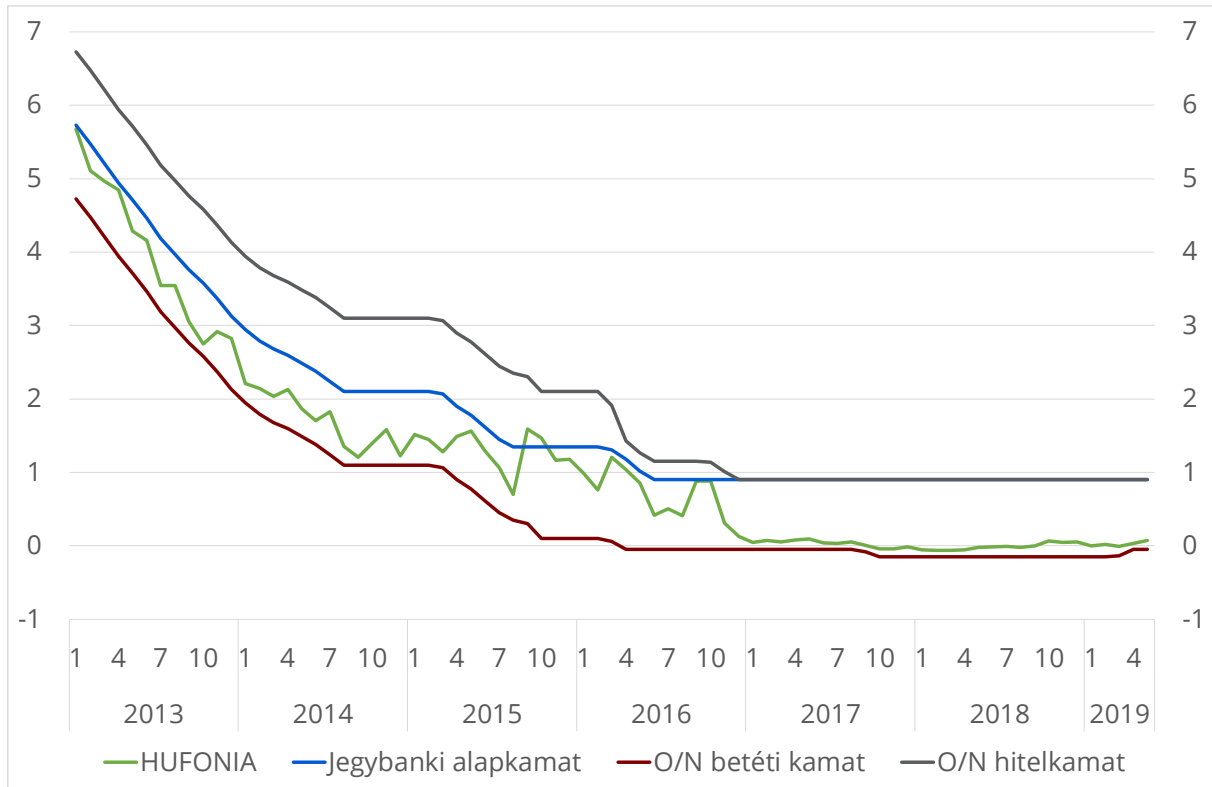
Forrás: KSH, MNB

Az elmúlt hónapokban emelkedő inflációs nyomás, valamint a célértéket meghaladó inflációs előrejelzés ellenére a jegybank nem változtatott érdemben a laza monetáris kondíciókon. A jegybanki alapkamat továbbra is a 2016 májusában meghatározott 0,9 százalékos szinten áll. A Monetáris Tanács 2019 márciusában 10 bázisponttal növelte a jegybanki egynapos betéti eszköz kamatlábát. A marginális betéti kamatláb emelés ugyanakkor nem hatott érdemben a legrövidebb lejáratú kamatokra. A rövid bankközi hozamok továbbra is a jegybanki alapkamat alatt, a korábban megszokott sávban ingadoztak (3.6. ábra).

A jegybank több intézkedést jelentetett be a nem konvencionális eszköztár átalakítására vonatkozóan. Egyrészt 2018 szeptemberében döntött a monetáris politikai célú kamatswap eszköz és jelzáloglevél-vásárlási program kivezetéséről. 2019 elejétől pedig lendületesen csökkentette a forintlikviditás nyújtó deviza swapok állományát. Másrészt a vállalati hitelpiac támogatása érdekében a jegybank 2019 elején elindította a Növekedési Hitelprogram Fix konstrukciót, amit 2019 júliustól kiegészít a Növekedési Kötvényprogrammal (NKP). Az NKP célja hazai vállalati szektor finanszírozási szerkezetének diverzifikálása, a hitel típusú források mellett a kötvény finanszírozás

szerepének növelését. A jegybank a program keretében a nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott jó minőségű kötvényeket vásárol. Emellett az eszköztár egyszerűsítése érdekében az MNB megszüntette a 3 hónapos betéti konstrukciót. Előretekintve a jegybanki irányadó eszköz szerepét átveszi a kötelező tartalék és a jegybank további két eszközzel, a forintlikviditást nyújtó swapállománnyal és a kamatfolyosóval kívánja befolyásolni a monetáris kondíciókat.

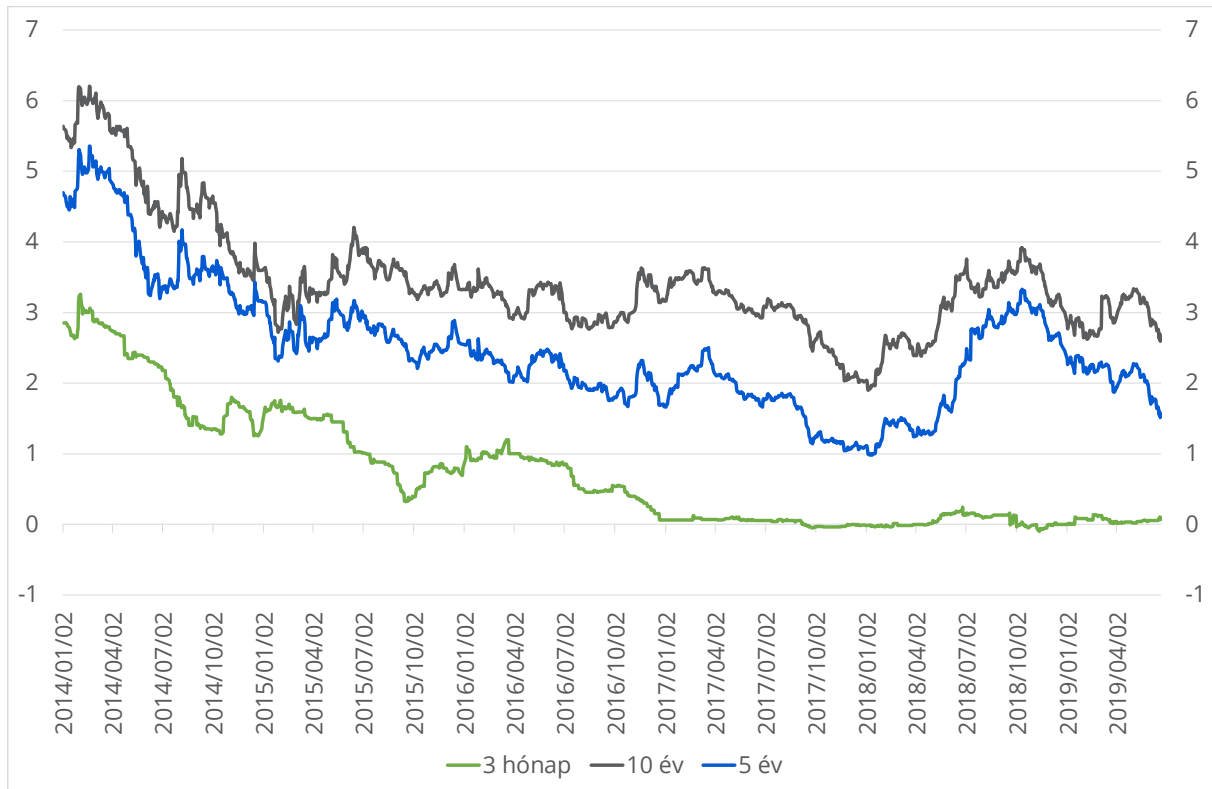
3.6. ábra: A jegybanki kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (havi átlagos értékek, százalék)



Forrás: MNB

A monetáris politikai döntések illetve a nemzetközi folyamatok tükröződtek a hosszabb hozamok alakulásában is. A három hónapos diszkontkincstárjegyek hozama továbbra is 0 százalék közelében ingadozott. A hosszú hozamok 2018 második felében elsősorban a nemzetközi folyamatok (olasz adósságválsággal kapcsolatos aggodalmak, Brexit és kereskedelmi háború miatti bizonytalanság növekedés) hatására érdemben emelkedtek (3.7. ábra), majd némi konszolidáció volt tapasztalható. Az elmúlt hónapokban a hosszabb lejáratokon tapasztalt hozamcsökkenésben a globális konjunktúra lassulása, a világ meghatározó jegybankjaitól korábban várt monetáris szigorítás kiárazása mellett szerepet játszott a Magyar Nemzeti Bank (MNB) monetáris politikájával kapcsolatos várakozások változása is. 2019 első hónapjaiban az MNB kommunikációjából egyértelművé vált a piac szereplők számára, hogy a jegybank csak hosszabb távon kész reagálni az inflációs nyomás növekedésére.

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



Forrás: ÁKK

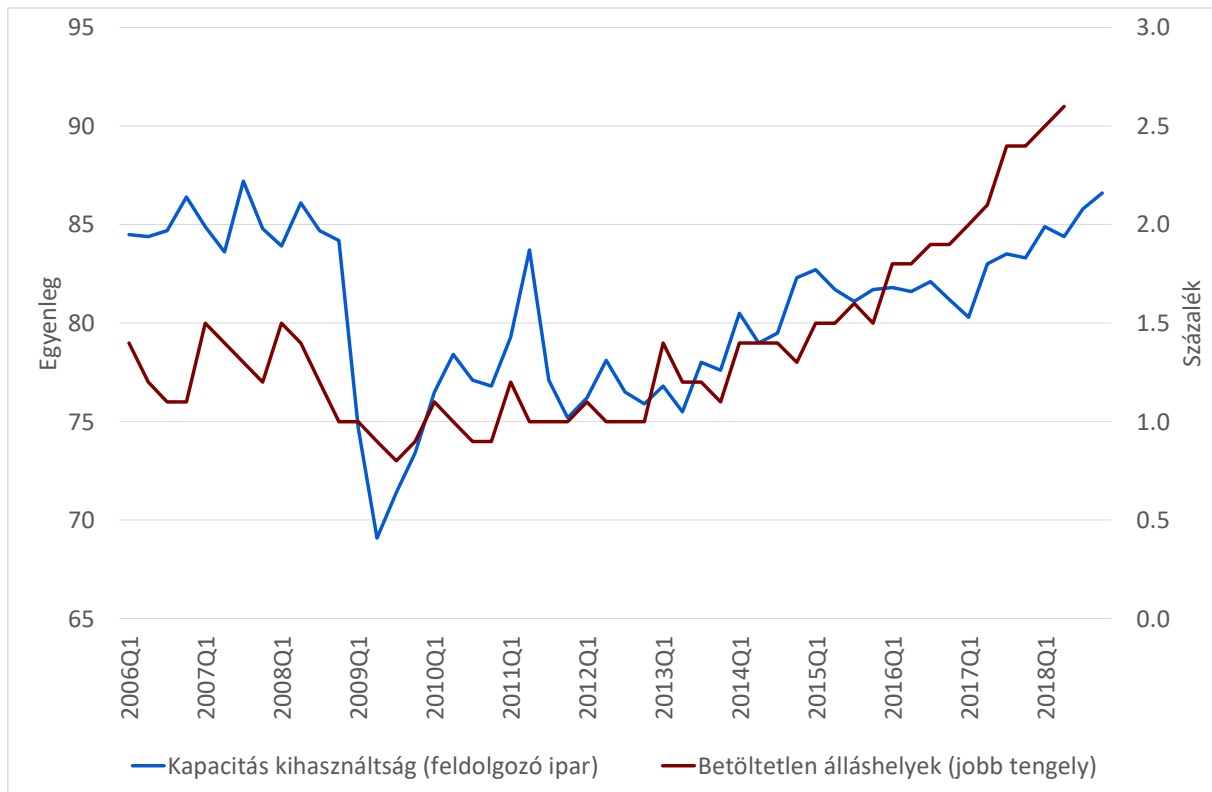
A laza monetáris politikával összhangban a fiskális politika is támogatta a gazdasági növekedést. 2018-ban a költségvetési hiány a GDP 2,2 százalékát tette ki, ami közel megegyezik a 2017-ben tapasztalt szinttel. Az alacsony hiányszint azonban a sikeres gazdaságfehérítést célzó intézkedések mellett ismét jelentős részben a kedvező ciklikus hatásra és a kamatkidások csökkenésére vezethető vissza. A ciklikusan igazított elsődleges egyenleg érdemben, a GDP mintegy 0,8 százalékával csökkent 2017-hez képest, azaz a költségvetési politika ismét kereslet élénkítő hatású volt.²

A gazdaság ciklikus helyzetét tekintve, az elmúlt negyedévekben a kibocsátás becslésünk szerint jelentős mértékben meghaladta a potenciális szintjét, azaz a kibocsátási rés pozitív és 2016 óta tartósan növekvő tendenciát mutat. A gazdaság túlfűtöttségére, azaz a termelő kapacitások korlátjainak elérésére számos tényező utal. Egyrészt a kapacitáskihasználtság mutató 85 százalék fölé emelkedett és a vállalatok tőkeállományának historikusan is magas, utoljára a válság előtti fellendülés időszakában látott kihasználtságát jelzi (3.8 ábra). Noha az elmúlt évben a beruházások élénkülésével számos kapacitásbővítő projekt indult meg, a mutató folyamatosan emelkedik. Másrészt a munkaerő kapacitáskorlátait jelzi, hogy a hazai ipari vállalatok magas és növekvő

² A költségvetési hiány változását részletesen elemezzük a 3. fejezet későbbi alfejezetében.

arányban tartják a munkaerőhiányt a növekedés szűk keresztmetszetének. Ezt a képet erősíti az alacsony munkanélküliségi ráta, valamint az infláció 2018 közepe óta tartó trendszerű emelkedése is. Egyre inkább úgy tűnik, hogy a vállalatok már nem képesek kigazdálkodni a feszes munkaerőpiac mellett emelkedő bérköltségeket, így áremelésre kényszerülnek.

3.8. ábra: A feldolgozó ipari kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek aránya



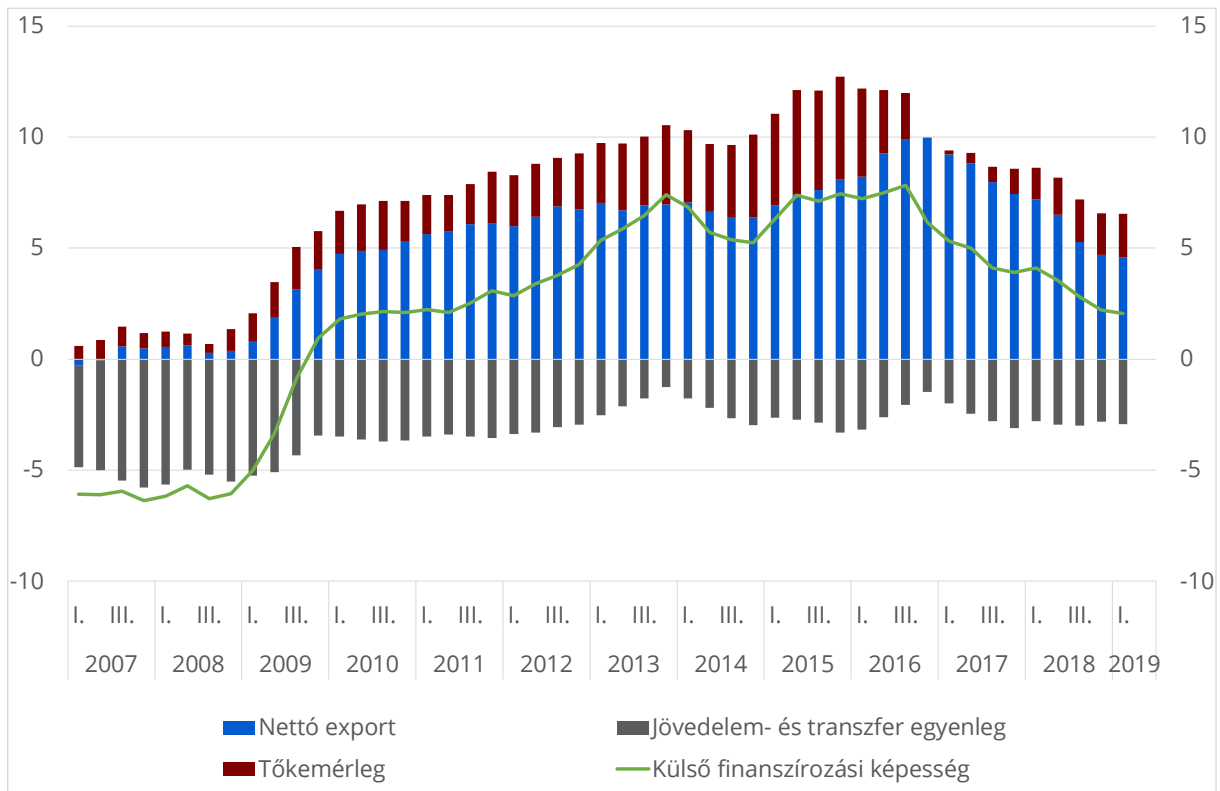
Forrás: OECD, Eurostat

A kibocsátási rés becslésünk szerint 2018-ban a potenciális GDP 2 százaléka körül alakulhatott, ami több mint 1 százalékpontos nyílást jelent 2017-hez képest.

Külső sérülékenység

Magyarország külső egyensúlyi pozíciója 2018-ban is kedvezően alakult (3.9 ábra). Elsősorban a csökkenő, de továbbra is jelentős többletet mutató nettó exportnak köszönhetően az ország megtartotta külfölddel szembeni megtakarítói pozícióját. A nettó külső finanszírozási képesség, azaz a folyó fizetési és a tőkemérleg négy negyedéves egyenlege 2019 I. negyedévében a GDP 2 százalékára mérséklődött.

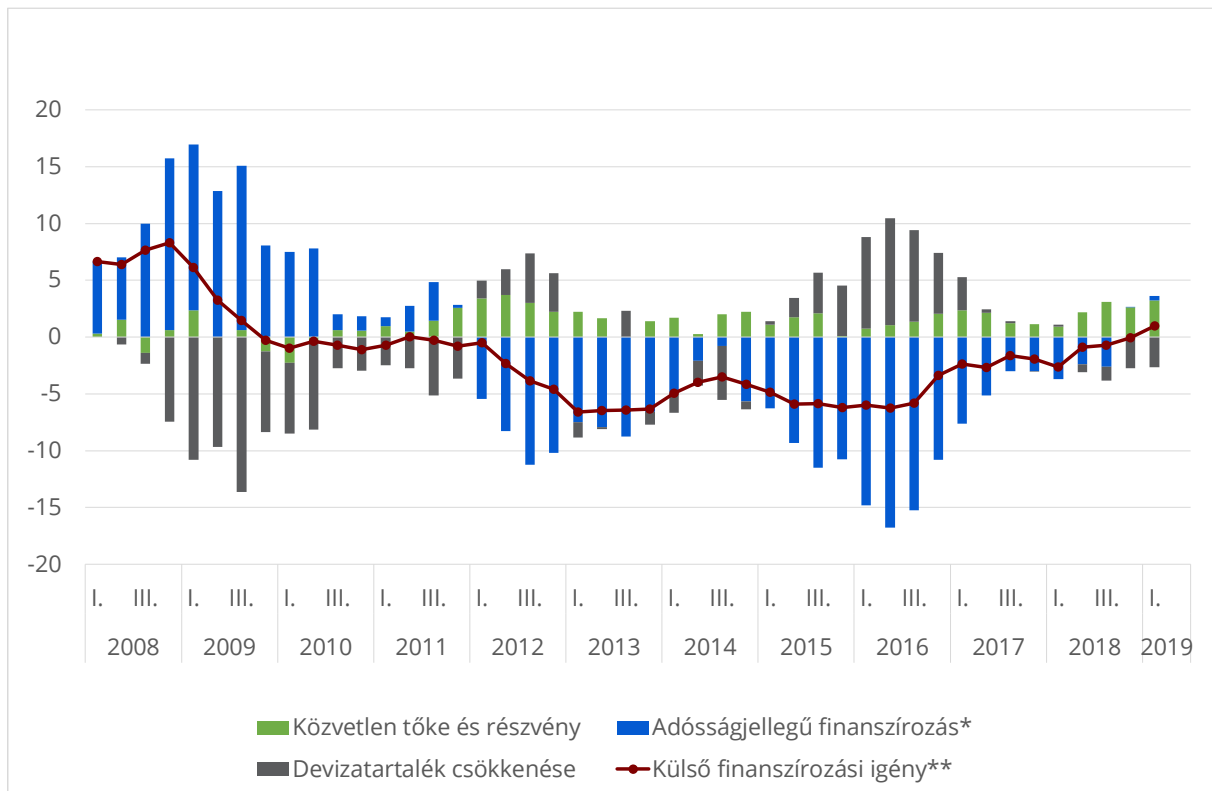
3.9. ábra: Külső finanszírozási képesség (GDP százaléká, négy-negyedéves kumulált adatok)



Forrás: MNB Statisztika, KSH

A külső finanszírozás szerkezete ugyancsak kedvezően alakult. A nem adósságeneráló (működőtőke és részvény típusú befektetések) intenzív nettó beáramlása mellett a devizatartalék növekedett, miközben az adósságtípusú finanszírozás szerepe elhanyagolható volt (3.10 ábra).

3.10 ábra: A külső finanszírozás szerkezete (GDP százaléka, négy-negyedéves kumulált adatok)

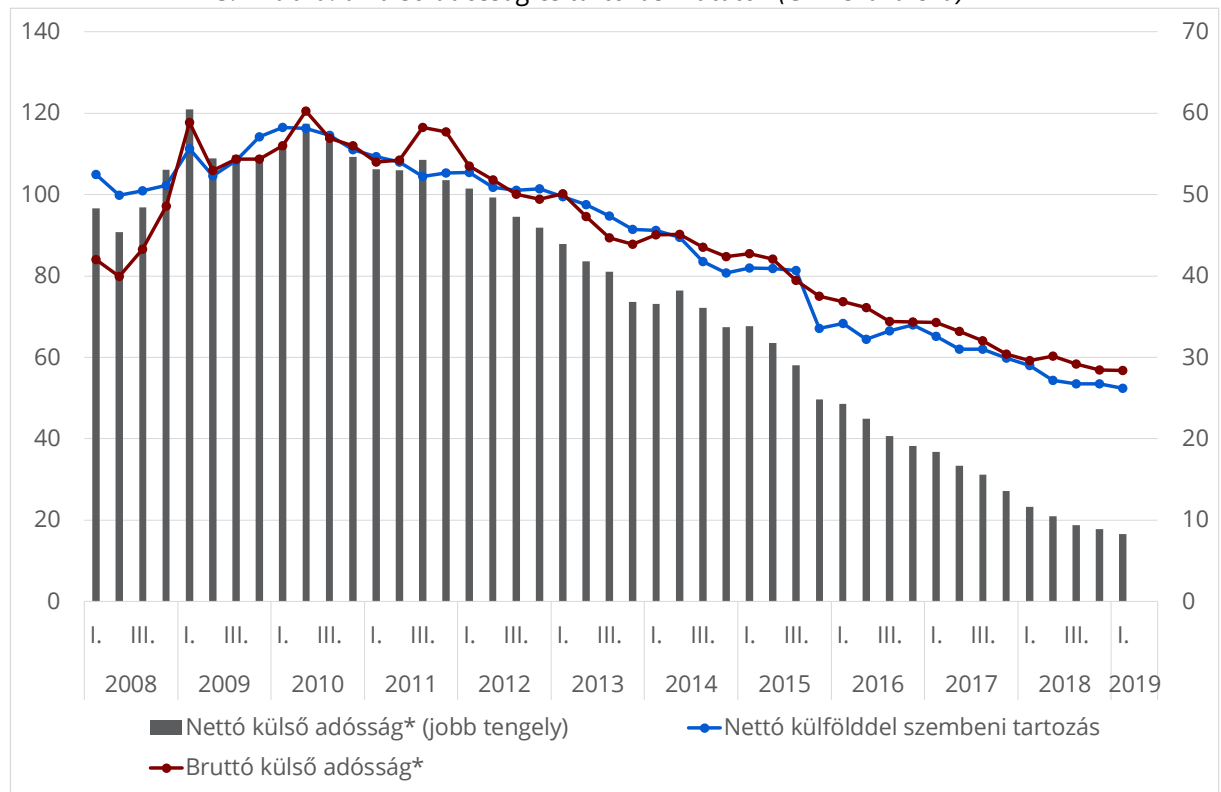


Forrás: MNB, KSH, OGResearch számítás

Memo: *A közvetlen tőke alá tartozó tulajdonosi hitelek nélkül, ** A pénzügyi mérleg oldaláról számított külső finanszírozási képesség.

A külső finanszírozási folyamatoknak köszönhetően 2018-ban illetve 2019 első negyedévében a külső adósságmutatók további csökkentek. 2019 első negyedévére a nettó külső adósság a GDP 8 százalékára süllyedt miközben az ország nettó külső tartozás és bruttó külső adósságállománya rendre a GDP 52 és 57 százaléka körül alakult, ami mindkét mutató esetében kevesebb, mint a válság mélypontján mért csúcérték fele (3.11 ábra).

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



Forrás: MNB, KSH, OGResearch számítás

Memo: *A közvetlen tőke alá tartozó tulajdonosi hitelek nélkül

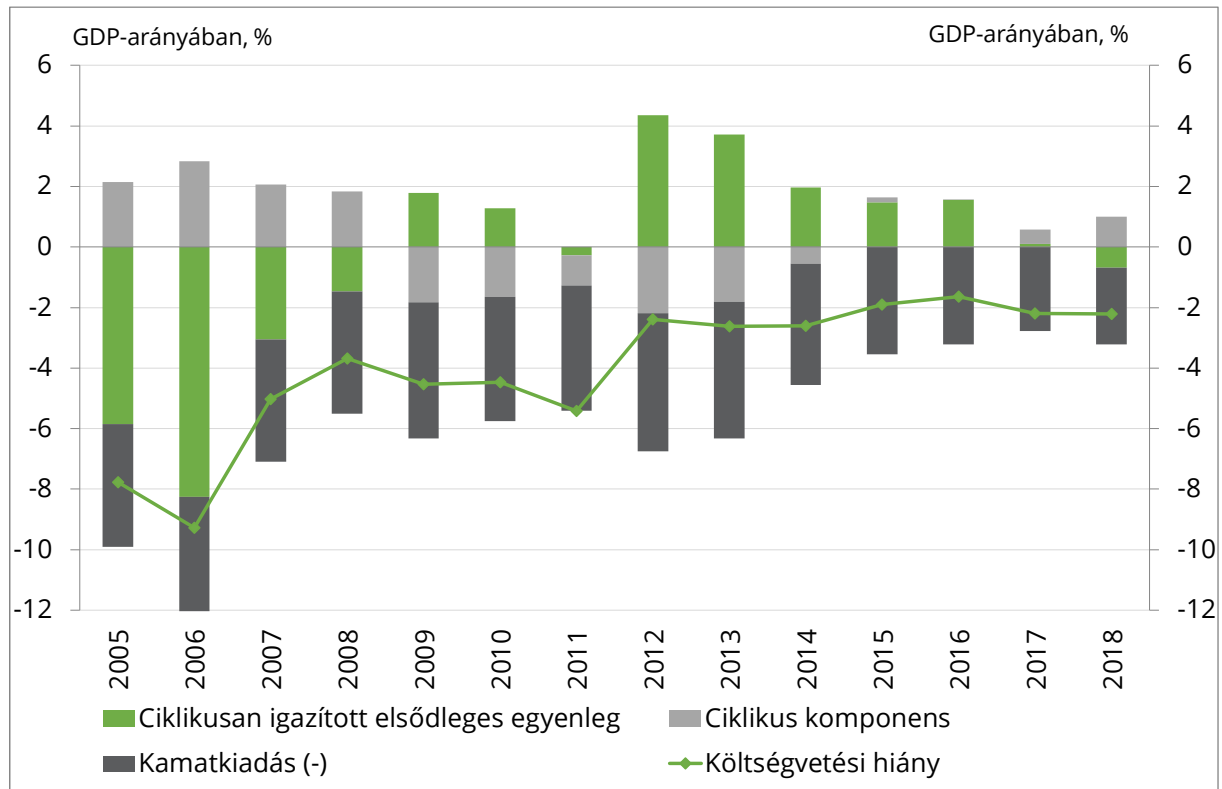
Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság, finanszírozási szerkezet

Költségvetési hiány

2018-ban a költségvetés eredményszemléletű (ESA) hiánya 2017-es szinten maradt és a GDP 2,2 százalékát tette ki. A közel változatlan hiánymutató ellentétes folyamatokat takar: 2018-ban, hasonlóan a 2013 óta tapasztalttal, a kormány számos keresletélénkítő intézkedést vezetett be. Ez a folyamat tükröződött a ciklikusan igazított elsődleges egyenleg romlásában, ami becsléseink szerint 2011 óta először deficittel zárt. Az intézkedések és költségvetési alapfolyamatok a GDP 0,8 százalékának megfelelő egyenlegrontó hatását két tényező ellensúlyozta (3.12 ábra). Egyrészt a kibocsátási rés növekedése az adóbevételeken keresztül becsléseink szerint a GDP 0,6 százalékával mérsékelte a költségvetési hiányt. Másrészt kamatkidások csökkenése a GDP 0,3 százalékával javította az ESA szemléletű egyenleget. A kamatkidások csökkenése az

elmúlt évek tendenciájához hasonlóan a tartósan alacsony kamatkörnyezethez illetve az államadósság fokozatos átárazódásához köthető.

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



Forrás: KSH, OGResearch becslés

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

Az évek óta tartó költségvetési lazítás ellenére az eredmény szemléletű hiány továbbra is jóval alacsonyabb a maastrichti kritériumok 3 százalékos hiányszabályánál. Ugyanakkor a gazdasági ciklus pozitív hatásától megtisztított, úgynevezett strukturális hiánymutató

egyenleg 3,2 százalékos hiányt mutatott. Ez azt jelenti, hogy semleges gazdasági környezetben, azaz a ciklus záródása esetén az ESA szemléletű költségvetési hiány meghaladná a 3 százalékos küszöbértéket.

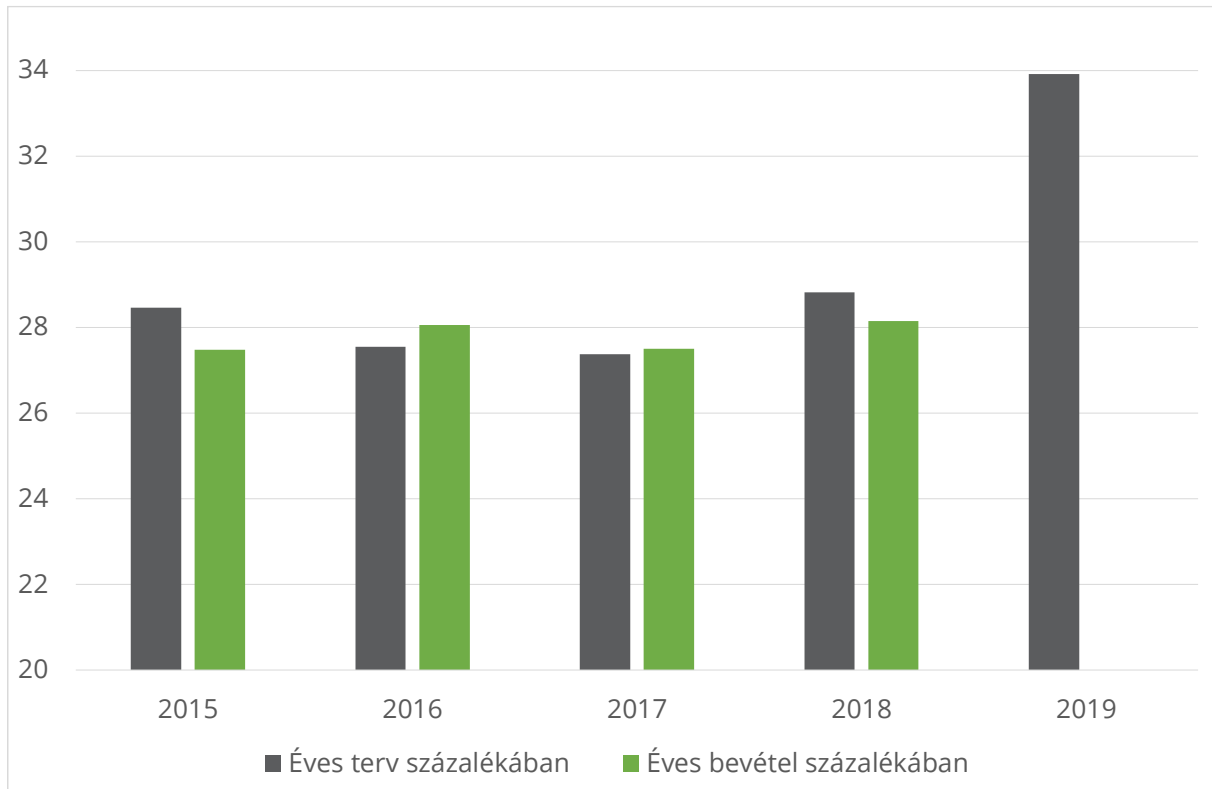
A ciklikus hatásoktól tisztított költségvetési pozíció magas hiánya és romlása következtében Magyarország 2018-ban megsértette az Európai Unió úgynevezett preventív ágára³ vonatkozó fiskális szabályrendszerét. A Stabilitási és Növekedési Paktum (Stability and Growth Pact, SGP) preventív ágban a tagországoknak az úgynevezett strukturális egyenlegüket, azaz a ciklustól és egyéb átmeneti hatásoktól tisztított költségvetési egyenleget közelíteniük kell a középtávú célhoz (Medium Term Objective, MTO). Az MTO az államadósság középtávú fenntarthatóságát garantáló mutató, amit a Bizottság a tagországok által elfogadott módszertan szerint, a demográfiai és makrogazdasági folyamatokat figyelembe véve számszerűsíti. Magyarország MTO-ja a 2017-2019 időszakra a potenciális GDP -1.5 százaléka, míg a 2020-22 időszakra -1 százalékra emelkedik.

Magyarország ennek a követelménynek nem felel meg, mivel a folyamatos költségvetési keresletélénkítő intézkedések következtében a strukturális hiány már huzamosabb ideje meghaladja a jelenleg érvényben lévő 1,5 százalékos célértéket, illetve távolodik attól. Így az Európai Bizottság 2018 tavaszán elindította az úgynevezett jelentős eltérés eljárást (Significant Deviation Procedure), melynek keretében ajánlásokat fogalmazott meg a kormány számára.

A 2019-es évre vonatkozó költségvetési adatok igen kedvező folyamatokra utalnak. Az év első négy hónapjára rendelkezésre álló pénzforgalmi adatok szerint az áfa bevételek a vártnál kedvezőbb makrogazdasági folyamatok által indokoltat is jelentősen meghaladó mértékben emelkedtek. Az éve első négy hónapjában a forgalmi adóbevételek az éves terv 34 százalékát tették ki, ami lényegesen magasabb az erre az időszakra jellemző, 27-28 százalékos értéknél. (3.13 ábra). A bevételek emelkedése egyes fogyasztási cikkek áfa kulcsának csökkentése ellenére következtek be és a kormányzat fehéredést célzó intézkedésének sikerével, valamint kisebb részben a ciklus felívelő szakaszában általánosságban jellemző javuló adófizetési morállal magyarázható

³ A preventív, azaz megelőző ág alá tartoznak azok az országok, akik nincsenek túlzott hiány eljárás alatt, azaz a költségvetési hiányuk tartósan nem haladja meg a GDP 3 százalékát.

3.13. ábra: Az év első 4 hónapjában bejövő ÁFA bevétel az éves terv és tény százalékában (százalék)



Forrás: KSH, OGResearch becslés

A számos fehéredést célzó intézkedés (2014-ben az online pénztárgépek használata, 2015-ben bevezetett Elektronikus Közúti Áruforgalom Ellenőrző Rendszert (ekáer), stb.) mellett a közelmúltban tapasztalt gyors bevétel növekedés a 2018 közepén bevezetett kötelező online számlázó rendszerrel hozható leginkább összefüggésbe. Amennyiben a kedvező tendencia a teljes évben fennmarad, az akár a GDP 1 százalékát kitevő többletbevételt jelenthet a 2019-es költségvetésben.

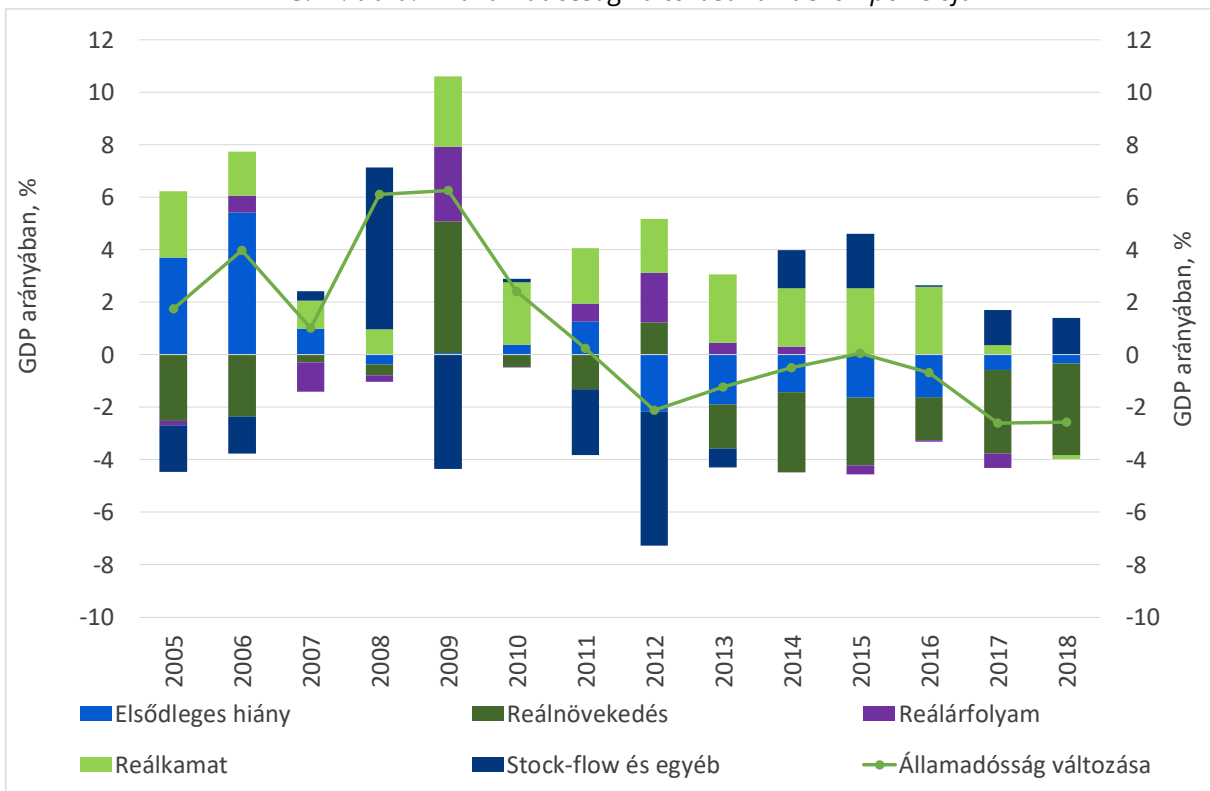
Várakozásaink szerint 2019-ben a kormány részben „feléli” a fehéredés okozta nem várt bevételi többletet. 2020-ban ugyanakkor a kormány már a benyújtott költségvetési törvényben is figyelembe vette a többletforrást és azt a hiánycél csökkentésére fordította, azaz megtakarítja, ami kedvezően hat a hosszabb távú költségvetési pozícióra.

Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezők

Folytatódott az államadósság ráta csökkenése: az államadósság 2018 végén a GDP 70,8 százalékát tette ki, ami több mint 2,6 százalékpontos csökkenést jelent 2017-hez képest. Az adósságráta csökkenése elsősorban a reálnövekedéshez köthető (3.14 ábra).

A gyors reál GDP bővülés a GDP 3,5 százalékaival csökkentette az adósságrátát 2017-hez képest. Az adósság kinövését támogatta emellett a mérséklődő reálkamat kiadás, illetve az elsődleges egyenleg többlete. Ezzel szemben ismét jelentős mértékben növelték az adósságot az elsősorban az EU transferekhez köthető átmeneti finanszírozási igényéhez köthető úgynevezett stock-flow tételek (a hiányt nem befolyásoló, de az adósságra ható elemek). Az uniós transferek előfinanszírozásának terhei mintegy 1,7 százalékponttal növelhették az adósságrátát.

3.14. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója



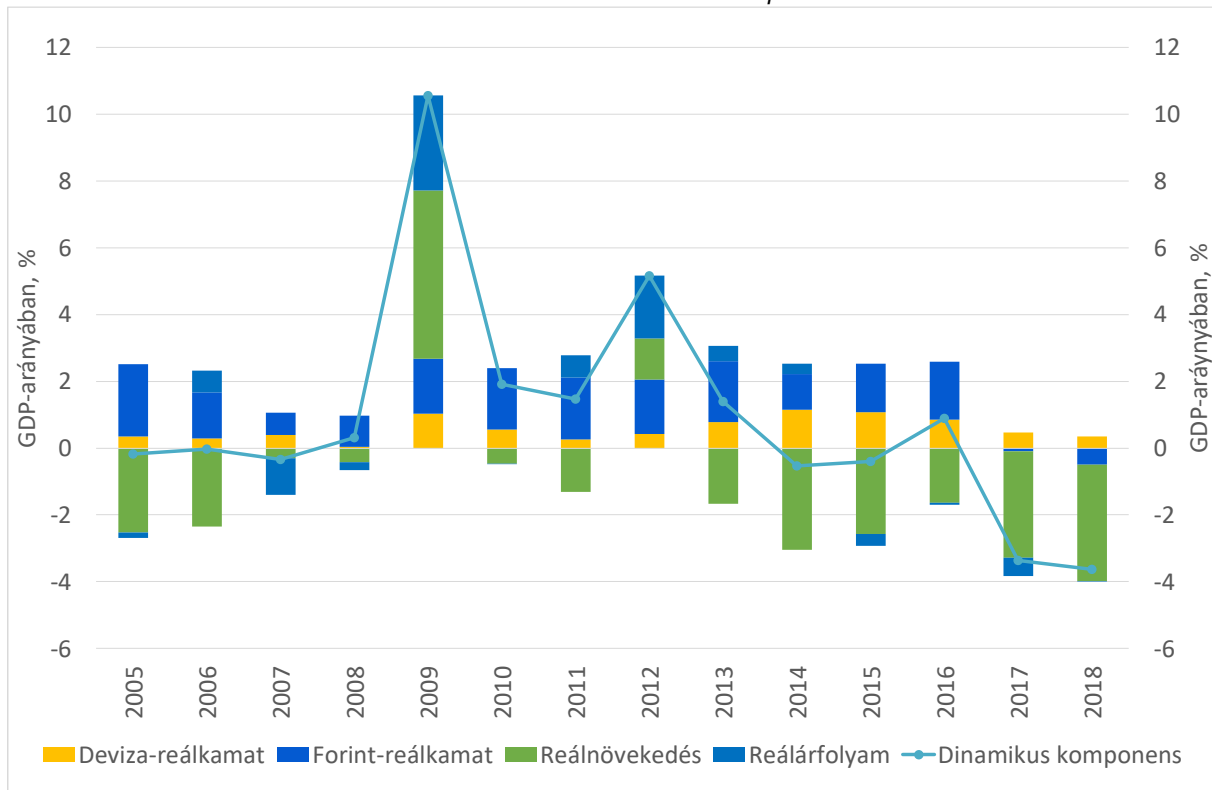
Forrás: KSH, OGRResearch számítás

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

A reálkamat, reálárnyomás és reálnövekedés hármasság, azaz a dinamikus komponens adósságra gyakorolt összhatásában 2018-ban egyértelműen a reál GDP növekedés volt meghatározó. Ugyanakkor az elmúlt éveknek megfelelően az adósságra fizetett kamatköltség, az úgynevezett implicit kamat alakulása is támogatta az adósságcsökkenést. 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.

3.15. ábra: A dinamikus* komponens

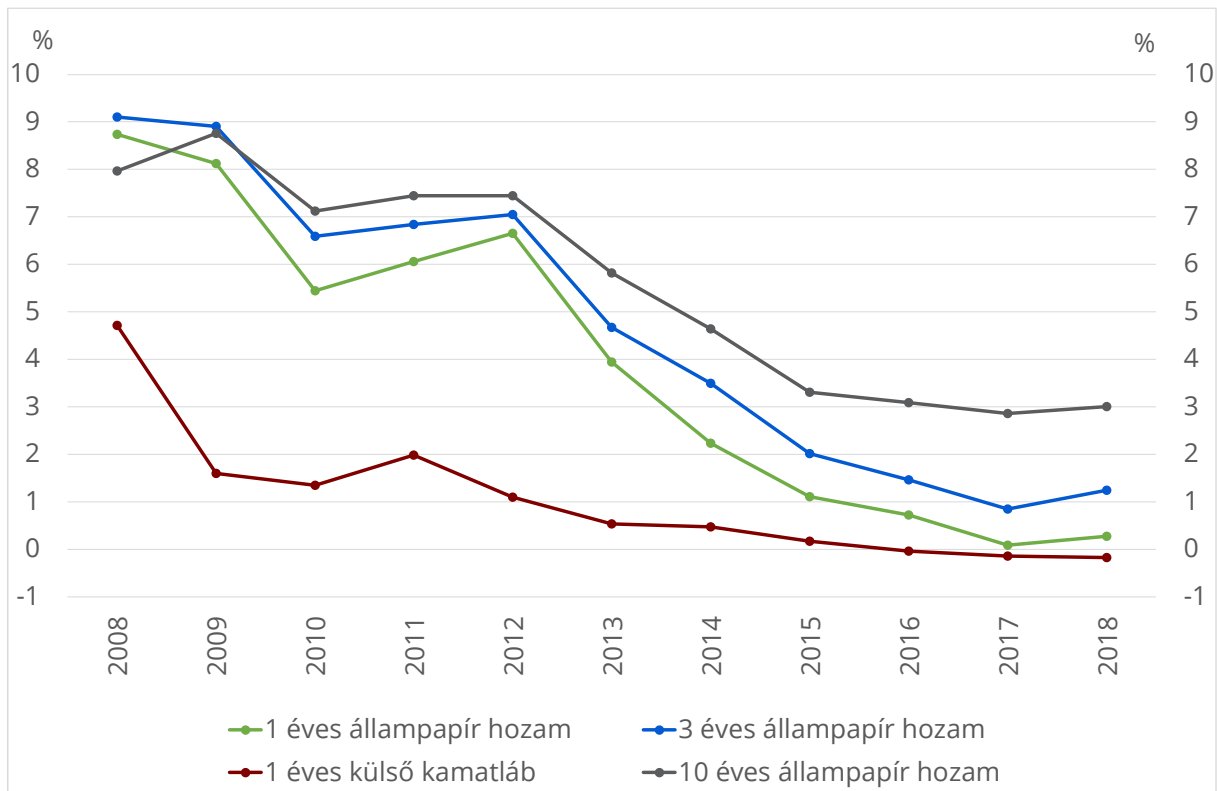


Forrás: KSH, OGRsearch számítás

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

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 átárzódásával 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 2016-18-ban is folytatódott az implicit kamatok csökkenése.

3.16. ábra: A piaci hozamok alakulása (százalékpont)



Forrás: ÁKK, OGResearch számítás

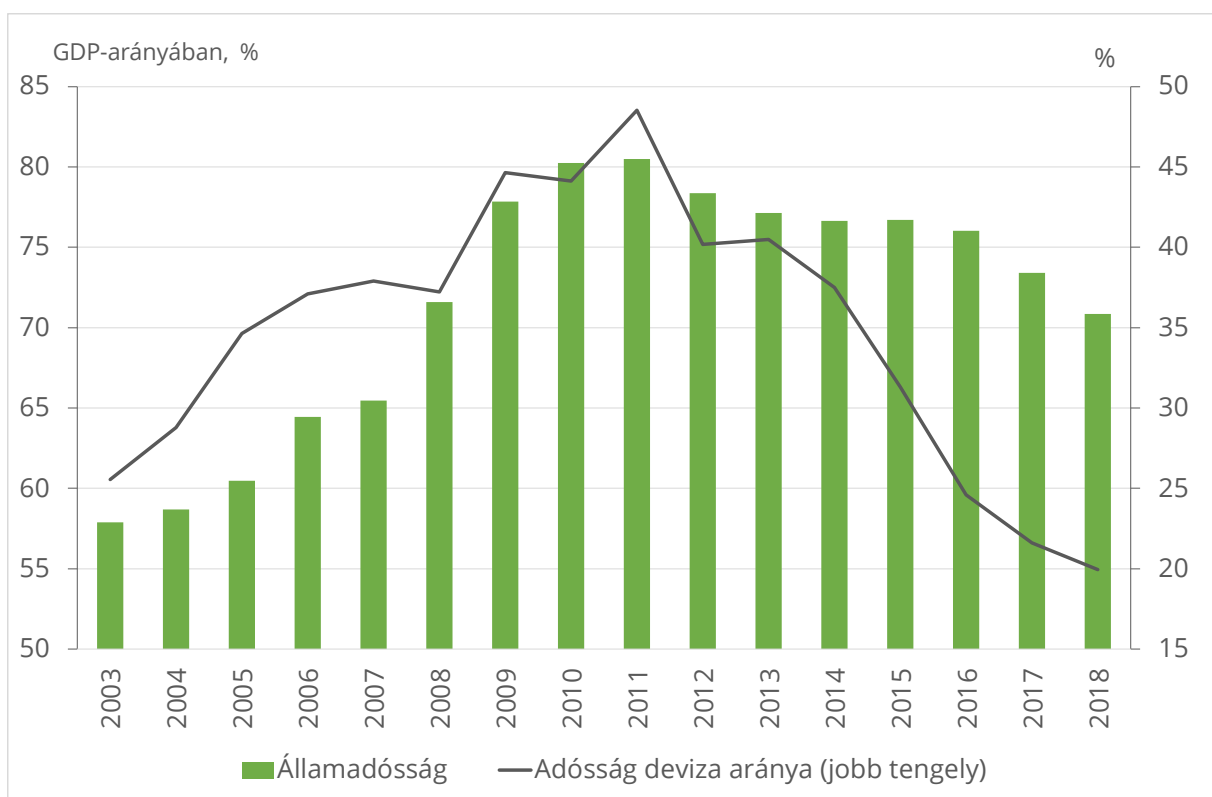
Az államadósság finanszírozási szerkezete

Korábban a forint leértékelődése a magas devizaarány következtében komoly veszteségeket okozott a magyar állam számára, ugyanis a leértékelődés azonnal megemelte az államadósság kamatterhét. Emellett az árfolyam gyengülése a devizaadósság átértékelődésén keresztül az államadósság rátát és a tőketörlesztés forintban kifejezett terhét is növelte. Ezért az adósságkezelési stratégia az elmúlt években az adósságfinanszírozásban a belföldi, forintalapú források szerepének növelését tűzte ki célul. A devizaforrások mellőzéséhez erőteljesebb forintalapú kibocsátásra, illetve a forintalapú állampapírok iránti kereslet növelésére volt szükség. Ennek elérését két fő intézkedés segítette: egyrészt az ÁKK lakossági állampapír programja, másrészt pedig az MNB önfinanszírozási programja. Ezek hatására a lakossági állampapírok állománya 2018-ra az államadósság közel negyedét teszi ki, az államadósság devizaaránya pedig 2018 végére 20 százalékra csökkent.

Ugyancsak kedvező fejlemény, hogy az elmúlt egy évben emelkedett az államadósság hátralevő futamideje, ami 2019 júniusra megközelítette a 4 évet. A futamidő növelésével csökken az adósság kamat és refinanszírozási kockázata.

Az elmúlt egy évben ugyanakkor megállt a külföldi befektetők forint állampapír állományon belüli tulajdoni arányának csökkenése. A pénzügyi válságot követően a külföldiek állampapír aránya 50 százalék körül alakult, majd 2015-től ez az arány dinamikus csökkenésnek indult. A 2018 májusában tapasztalt „mélypontra” a külföldiek a forint állampapír állomány alig több mint ötödét tulajdonolták. Az elmúlt egy évben azonban a külföldi befektetők ismét növekvő érdeklődést mutattak, elsősorban a hosszabb lejáratú forint állampapírok iránt, így 2019 júniusára tulajdoni arányuk 24 százalékra emelkedett. Mindeközben egyenletes ütemben tovább nőtt a lakosság forint állampapír állománya.

3.17. ábra: A maastrichti államadósság ráta és annak devizaaránya



Forrás: ÁKK, OGR számítás

4. Meghatározó nemzetközi trendek

A világgazdaság szempontjából az elmúlt egy évet leginkább meghatározó események között a tovább fokozódó világkereskedelmi feszültségeket, a brexit körüli bizonytalanságot, a kínai modellváltás illetve az autóipart érő sokkok hatását emelhetjük ki. Ezek a folyamatok egyre markánsabb nyomot hagytak a globális konjunktúra alakulásában és 2018 második felében a főbb makrogazdasági mutatók már a növekedés lassulását jelezték. Ezzel összhangban az amerikai Fed megszakította kamatemelési ciklusát, sőt 2019 közepére már mind a döntéshozók, mind a piaci szereplők körében egyre általánosabbá váltak a kamatcsökkentési várakozások. Az Európai Központi Bank (EKB) továbbra is fenntartja laza monetáris politikáját. A likviditásbővítő intézkedések leépítésére és kivezetésre csak a korábban vártnál lényegesen később kerülhet sor.

A főbb világgazdasági régiók áttekintése

Egyesült Államok (USA)

Az Egyesült Államok gazdasága 2018-ban lendületes, 3 százalék közeli reálnövekedést mutatott, amiben meghatározó szerepe volt a 2017-es adócsomagnak és a költségvetés növekvő infrastrukturális beruházásainak. 2019 első negyedévében a gazdaság 3,1 százalékkal bővült, amiben a külkereskedelmi feszültségek ellenére a beruházások bővülése mellett a nettó export játszotta a meghatározó szerepet. A várakozások alapján a kedvezőtlen globális környezetben, a költségvetési intézkedések hatásának kifutásával párhuzamosan az amerikai gazdaság növekedési dinamikája lassulhat. Rövidtávú előrejelzésünk szerint az alappálya mentén a GDP reálnövekedési üteme 2019-ben 2,4 százalékra, majd 2020-ban 1,7 százalékra lassulhat. A növekedési várakozások romlásával a kamatok csökkenésnek indultak és a 10 éves állampapír hozam 2 százalékra mérséklődött. Ezzel a hozamgörbe meredeksége negatívba fordult, azaz inverzé vált, ami a múltbeli tapasztalatok szerint a reálgazdaság lassulást vetíti előre. A negatív növekedési képezt erősítik a vállalati bizalmi indexek és a kis frekvenciájú reálgazdasági adatok is.

A Trump-adminisztráció által eddig bevezetett vámok és az erre adott válaszreakciók már eddig is komoly károkat okoztak az USA gazdaságának (lásd Amiti et al., 2019). A vámok elsősorban az USA fogyasztói és termelői árak emelkedésében csapódtak le, ami a rendelkezésre álló reáljövedelem csökkenésén keresztül mérsékli a beruházási és fogyasztási kedvet. A kilátásba helyezett pótlólagos importvámok további növelik a bizonytalanságot és komoly kockázatokat jelentenek mind az Egyesült Államok növekedésére, mind a globális konjunktúrára vonatkozóan.

Európa

Az euroövezet komoly problémákkal küzd. A Brexit okozta bizonytalanság mellett a német gazdaságot alaposan megrengette az autóiipari technológia váltás, illetve az új környezetvédelmi szabályozás által teremtett követelmények. Az olasz gazdaság strukturális problémái, a bankrendszerrel kapcsolatos feszültségek, a rendkívül magas államadósság fenntarthatóságával kapcsolatos kételyek, valamint a költségvetési elfogadása körüli bizonytalanság gazdasági visszaesést és a kockázati prémiumok emelkedését eredményezték. A globális kilátások kedvezőtlenebbé válása mellett a fogyasztói és vállalati bizalmi indexek folyamatos romlása az eurozóna rövid távú növekedése szempontjából egyértelműen negatív jelek. 2019 elején is folytatódott az euroövezeti konjunktúramutatók romlása. Az Eurostat adatai alapján az euroövezeti GDP negyedéves alapon 0,4 százalékkal bővült 2019 első negyedévében, miközben az éves növekedés 1,2 százalékon stagnált. Rövidtávú előrejelzésünk szerint az alappálya mentén a GDP reálnövekedési üteme 2019-ben 1,4 százalékra lassulhat, majd 2020-ban némi korrekció várható és a reálnövekedés 1,8 százalékra gyorsulhat.

Kína

Kínában az elkerülhetetlen gazdasági modellváltással összefüggésben a reálnövekedés 6,6 százalékra lassult 2018-ban. A már eleve megbicsaklott növekedési kilátásokat rontja, hogy a korábbi várakozásokkal szemben a 2019 tavaszi tárgyalások az USA-val folytatott kereskedelmi háború elmélyülését valószínűsítik. Kína 2019 márciusában új intézkedéscsomagot jelentett be, melynek célja a gazdasági visszaesés elsősorban adócsökkentéssel és infrastrukturális beruházásokkal, valamint vállalati hitelezés ösztönzéssel történő megfékezése. A kínai vezetés a 2019-es növekedési célt 6–6,5 százalékos sávban határozta meg. Rövidtávú előrejelzésünk szerint a kínai beavatkozás 2019-ben eléri célját és a GDP reálnövekedési üteme 2019-ben 6,5 százalékra, majd 2020-ban 6,2 százalékra lassulhat.

Pénz- és tőkepiaci folyamatok

A főbb kockázati mutatók (VIX-index⁴, EMBI global) alakulását a főbb kockázati tényezőkkel kapcsolatos várakozások, elsősorban az USA-Kína kereskedelmi tárgyalások fejleményei

⁴ 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.

befolyásolták. 2019 első felében a tárgyalások sikerességével kapcsolatos növekvő optimizmus a kockázati felárak érdemi csökkenéséhez vezetett, majd 2019 májusában a kedvezőtlen fejlemények hatására ismét erőteljes emelkedés vette kezdetét. A részvényt piacok ugyanakkor csak átmenetileg reagálnak a kedvezőtlen hírekre: a részvényt piaci mutatók átmeneti visszaesés után hamar korrigálódnak. Az EKB tartósan laza monetáris politikája ellenére folytatódott az euró USA dollárral szembeni felértékelődése, ami 2018 első negyedéve óta jellemzi a piacot. A növekedési kilátások romlásával mind az USA, mind az euró övezeti hosszú lejáratú hozamok csökkentek.

Magyarország kockázati mutatói kedvezően alakultak. A magyar 5 éves szuverén CDS felár 100 bázispont alatt ingadozott, és a forint/euro árfolyam jelentős fluktuációja ellenére az árfolyam-várakozások volatilitása az elmúlt 3 évhez képest alacsony volt. A relatív stabilitásban szerepet játszhatott, hogy 2019 elején 2 meghatározó nemzetközi hitelminősítő (Fitch és S&P) is egy fokozatot javított a magyar szuverén adósság hitelbesorolásán. A forint euróval szembeni árfolyamának alakulásában a nemzetközi tényezők hatások mellett elsősorban a hazai monetáris politikával kapcsolatos várakozások tükröződtek. A magyar hosszú hozamok, követve a globális folyamatokat jelentősen csökkentek, így továbbra is historikusan alacsony szinteken finanszírozható az ország adóssága.

Olajár

Az olajárak a 2018 harmadik negyedévéig tartó szinte egyenletes emelkedése után az utolsó negyedévben a romló konjunkturális kilátásokkal párhuzamosan számottevően csökkentek. Az olajárak a 2018 őszén tapasztalt korrekció után emelkedésnek indultak és a Brent típusú kőolaj hordónként ára 2019 május-júniusban 60-70 dolláros szint között ingadozott.

4.1. ábra: a Brent típusú olaj hordónkénti ára dollárban



Forrás: Bloomberg

5. Középtávú előrejelzésünk alappályája

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

Külső feltevések

Az elmúlt hónapokban egyre markánsabbá váltak a globális növekedés gyengülésére és az inflációs nyomás ezzel összefüggésben történő enyhülésére utaló jelek. A növekedési kilátásokkal kapcsolatos negatív kockázatok erősödésében és a bizonytalanság növekedésében meghatározó szerepe van a Trump adminisztráció által indított kereskedelmi háború elmélyülésének, a brexit kimenetele körüli bizonytalanságnak, a kínai modellváltásnak, valamint az autóiipart érő sokkoknak.

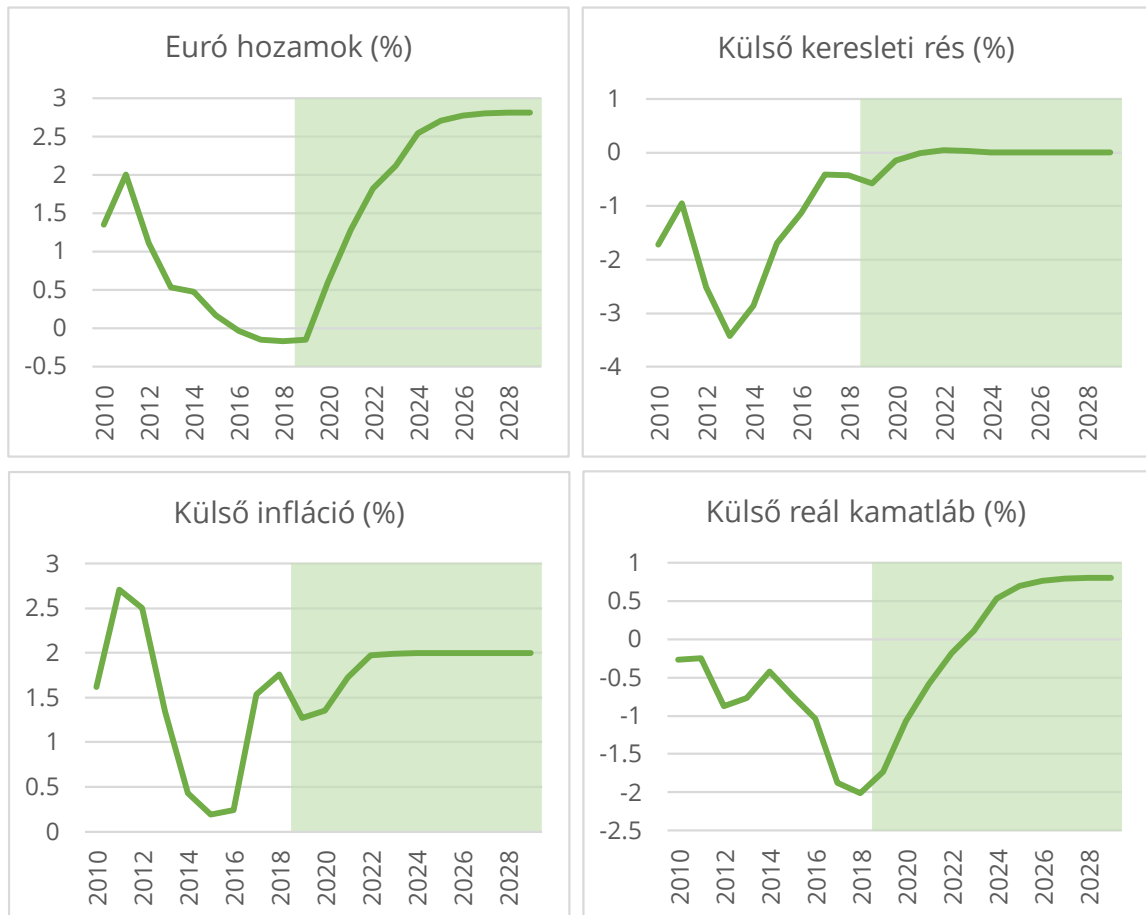
A növekedési kép romlása és ezzel párhuzamosan az inflációs nyomás mérséklődése a világ nagy jegybankjait lazább monetáris politika felé terelte. Az EKB a korábban beárazottnál hosszabb ideig fenntartja a jelenlegi kamatszintet, illetve újabb likviditásbővítő intézkedések bevezetéséről döntött. A Fed megszakította kamatemelési ciklusát, sőt a 2019 júniusi felmérés szerint az FOMC (a Fed kamatdöntésért is felelős bizottsága) tagjainak jelentős része már a irányadó kamatszint csökkenésére számít 2019-ben.

Az olajárak a 2018 őszén tapasztalt korrekció után emelkedésnek indultak és a Brent típusú kőolaj hordónként ára 2019 május-júniusban 60-70 dolláros szint között ingadozott. Az olajárak esetében a 2018 vége óta tartó áremelkedés gyors korrekciójára, majd fokozatos, a határidős szerződésekbe beárazottaknak megfelelő csökkenésre számítunk. Ez azt jelenti, hogy a Brent típusú kőolaj hordónkénti ára a jelenleg szintekről 2019 végére 60 euró alá csökken. A csökkenő olajár pályát elsősorban keresleti tényezők indokolják. Kína és a feltörekvő piacok lassulása illetve a lanyhuló globális konjunktúra mérsékeltebb energiaigénnyel járhat.

Az eurozónában 2019-ben lassuló kibocsátásra és az infláció jelentős mérséklődésére számítunk. A lassuló növekedés miatt a 2018-ra becsült, enyhe negatív kibocsátási rés 2019-ben tovább nyílik és 0,5 százalékra emelkedhet, majd 2020-ban záródik. Az infláció várakozásaink szerint 2019-ben 1 százalék közelébe mérséklődik és kereslet oldali inflációs nyomás hiányában egészen 2022-ig az EKB célja alatt marad. Ezzel összefüggésben és az EKB kommunikációjával összhangban 2019-ben az EKB részéről

nem számítunk irányadó kamatemelésre. Előrejelzésünk szerint a monetáris szigorítás 2020-ban kezdődhet meg és fokozatosan megy majd végbe.

5.1. ábra: az alappálya külső feltevései



Memo: A modellben a külső feltevések az euroövezetre vonatkoznak.

Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

Előrejelzésünk szerint 2019-ben a magyar gazdaság továbbra is dinamikus, a potenciális növekedést meghaladó ütemben bővíthet és a reálnövekedési ütem éves szinten 4,5 százalék körül alakulhat. A kapacitás korlátok elérésével, a monetáris politikai mozgástér szűkülésével, a költségvetési politika feltételezett irányváltásával, valamint az uniós források csökkenésével azonban a hazai gazdaságpolitika hosszabb távon nem lesz képes az egyensúlyi szint feletti, gyors növekedés fenntartására. Így a kibocsátási rés zárulásával párhuzamosan a reálnövekedés 2,5 százalékra mérséklődhet.

A növekedés motorja 2019-ben is a beruházás maradhat. A korábban bejelentett és részben már folyamatban lévő külföldi működőtőke beruházások mellett a vállalati

szektor beruházási aktivitását ösztönzi a szabad kapacitások kimerülése, valamint a jegybanki vállalatfinanszírozási programok keretében elérhető alacsony költségű források kínálata (NHP fix és NKP). A megaprojektek megvalósítását lassíthatják ugyanakkor az autóipart a közelmúltban érő sokkok. A szigorodó környezetvédelmi előírások, az új technológiákra történő átállás, a kereskedelmi háború és a nemzetközi autóeladások lassulása egyaránt kedvezőtlen hatással voltak a nagy európai autógyártók, köztük a hazai beruházási projektekben meghatározó szereppel bíró Daimler és a BMW működésére is. A nagy német autógyártók profitabilitásuk romlására költségcsökkentésekkel és a beruházási kiadásaik visszafogásával kénytelenek reagálni, ami a kapacitások lassabb bővülését vetíti előre, ugyanakkor nem számítunk a már meglévő kapacitások leállítására.

Az kormányzati beruházások 2019-ben 1 százalékponttal emelkednek és a GDP 6,8 százalékát tehetik ki. A tervezett gyors beruházás-bővülést 2019-ben még a növekvő uniós forrásokból finanszírozza az állam⁵, azonban 2020-21-re az EU-s források már kimerülnek.

A lakásberuházások ugyancsak lendületesen bővíthetnek 2019-ben, amit a kedvező jövedelemfolyamatok, az alacsony munkanélküliség és az általános fogyasztói optimizmus mellett a családi otthonteremtési kedvezmény kibővítése, a Babaváró kölcsön, valamint a kedvezményes lakás áfa érvényességének meghosszabbítása (2018. november 1-je előtt már építési engedéllyel rendelkező lakásberuházásaikat 2023 végéig 5 százalékos áfa kulccsal értékesíthetik) is ösztönözhet.

A beruházás mellett a fogyasztás bővülése is lendületes maradhat. Előrejelzésünkben a 2019-ben a reálbérek gyors emelkedésére számítunk: 2019-ben a feszes munkaerőpiac és a várt gyors reálnövekedés mellett a szociális hozzájárulási adó kulcsának további 2 százalékpontos csökkentése és a 8-8 százalékos minimálbér, illetve garantált bér minimum emelés fűtheti a bérek emelkedését. A bérdinamika mellett az enyhén tovább emelkedő foglalkoztatás és a hitelkínálat is hozzájárulhat a magas fogyasztási hajlandósághoz. A hitelállomány növekedésére kedvezően hatnak a továbbra is laza monetáris kondíciók, illetve a kormányzat lakáspiacot és a lakáshitelezést segítő intézkedései.

A külső konjunktúra romlásával az export bővülése lassulhat 2019-ben, miközben a gyorsan növekvő belföldi felhasználás erős importnövekedést vetít előre. Összességében

⁵Az uniós transzferek lehívása meghatározó a hazai reálgazdasági dinamika szempontjából. A Konvergencia Programmal (2019) összhangban arra számítunk, hogy az EU-transzferek lehívása továbbra is „ornnehéz” lesz, azaz a kormány igyekszik a lehető leghamarabb felhasználni a 2014-2020-as költségvetési ciklus forrásait.

arra számítunk, hogy a nettó export egyenlege tovább romlik és negatívan járul hozzá a GDP növekedéshez.

2020-tól kezdődően a beruházások bővülése számottevően lassulhat: az EU források kifutása jelentős mértékben visszavetheti az állami beruházásokat, mivel az uniós források kiesését az állam feltevéseink szerint csak részben pótolja saját forrásból. Emellett a pénzügyi kondíciók fokozódó szigorodása, a növekvő munkaerőhiány miatt emelkedő bérköltségek, illetve a munkaerő oldaláról jelentkező kapacitáskorlátok csökkenthetik a vállalati beruházások bővülésének ütemét. A kedvezményes lakás áfa kifutásával, illetve az új intézkedések hatásainak érvényesülésével a lakásépítési beruházások bővülése is lassulhat. A kapacitáskorlátok elérésével, illetve a monetáris és fiskális politika feltételezett szigorodásával a kibocsátás bővülése mérséklődik, ami elkerülhetetlenül mérsékli a lakossági jövedelmek növekedését és húti a fogyasztási kedvet.

Modell-becslésünk alapján a potenciális növekedés üteme folyamatosan emelkedett az elmúlt években és jelenleg 3,5 százalékra tehető. A viszonylag magas ütem egyrészt a rendkívül gyors uniós transzferbeáramlással áll összefüggésben, ami részben átmeneti jelenség. Emellett megítélésünk szerint a potenciális GDP bővülés tartós gyorsulását támogatták a munkára rakódó adóterhek és az adócentralizáció mérséklését célzó kormányzati intézkedések.

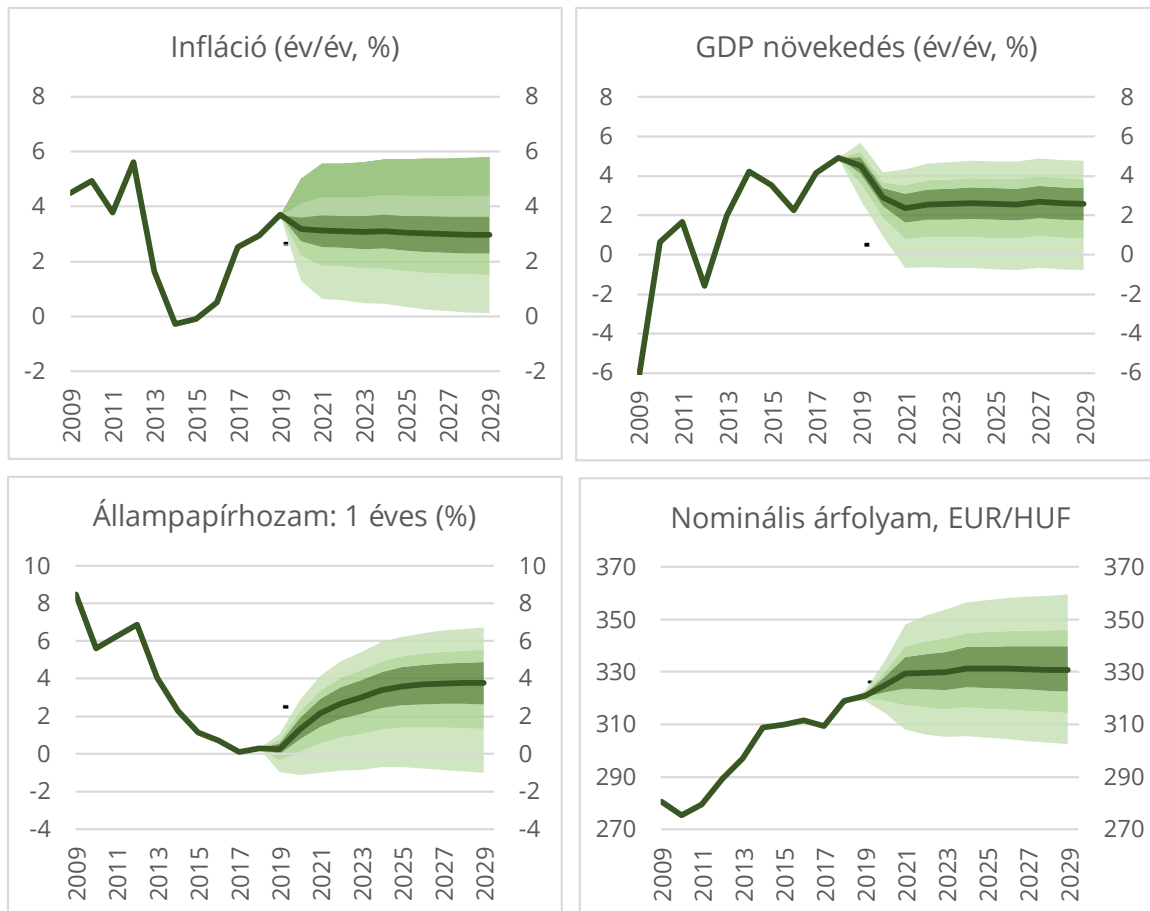
Középtávon ugyanakkor a potenciális növekedés mérséklődését valószínűsítjük. Egyrészt a 2020-2027-es uniós költségvetési ciklus várhatóan kisebb keretösszegével összefüggésben az uniós transzferek beáramlása mérséklődhet. A privát szféra kapacitásbővítési ütemének növekedése ugyan részben ellensúlyozhatja a kiesést, de a potenciális növekedési ütem további emelkedéséhez ez nem elegendő. Másrészt, az elmúlt évek növekedésének fontos tényezője a munkaerő-piaci tartalékok kiaknázása volt. A tartalékok azonban hamarosan kimerülnek. A közmunkaprogram további leépítésével és a nők, illetve a hátrányos helyzetű régiók foglalkoztatási rátájának növelésével ugyan még van tér némi bővülésre, ez azonban messze elmarad a korábbi lehetőségektől. Az alacsony kockázati prémium és reálkamat szintek mellett a tőkeköltségek csökkenésére sem látunk teret.

A fenti tényezőket valamelyest ellensúlyozhatja a termelékenység bővülése, de a termelékenység elmúlt években megfigyelt növekedése és a jelenlegi beruházási folyamatok alapján arra számítunk, hogy ez csak a potenciális növekedési ütem fenntartására lesz elegendő, illetve az előrejelzési horizonton túl a csökkenő EU-transzferbeáramlás a potenciális kibocsátás lassulása irányába hat. Így a potenciális növekedés üteme fokozatosan 2,5 százalék körüli szintre csökkenhet.

Összességében rövidtávon a dinamikus növekedés fennmaradására számítunk. Előrejelzésünk szerint a GDP reálnövekedési üteme 2019-ben csak enyhén lassul és éves szinten 4,5 százalék körül alakulhat. A potenciális növekedést meghaladó bővülés a kibocsátási rés további nyílásához vezet, így a mutató 2,7 százalékra emelkedhet. 2020-ban, az uniós transzferek kifutásával, a kapacitáskorlátok elérésével, illetve a feltételezett szigorodó monetáris és fiskális politikával összefüggésben a hazai gazdaságpolitika már nem lesz képes a túlfűtött gazdasági teljesítmény fenntartására. Így a GDP reálnövekedési üteme enyhén 3 százalék alá lassulhat, majd 2,5 százalék körül stabilizálódhat. A kibocsátási rés 2020-ra a potenciális GDP 2,1 százaléka körül alakulhat és előrejelzésünk szerint lassan záródhat. (5.2. ábra).

A potenciális meghaladó kibocsátás bővülés és az ezzel kapcsolatban kialakuló tartós és jelentős pozitív kibocsátási rés hatására az infláció 2019-ben éves átlagban 3,7 százalék körül alakulhat. Mivel a monetáris politika várakozásaink szerint csak lassan és elnyújtva reagál a növekvő árnyomásra, az infláció tartósan a 3 százalékos célérték felett maradhat. A gyorsabb áremelkedés annak ellenére fennmaradhat, hogy az eurozónában a konjunkturális folyamatok az infláció csökkenése irányába hatnak. A lassú monetáris politikai reakció mellett a kamatok emelkedése fokozatosan megy végbe. A külfölddel szembeni inflációs rés megemelkedése és ennek reálárfolyam erősítő hatása a nominális árfolyam gyengülését eredményezi.

5.2. ábra: az alappálya főbb makrováltozói



Költségvetési folyamatok

A költségvetési hiány alakulását a kormányzati intézkedések, a ciklikus hatások és a kamatkidások változása mozgatja. A fenti tényezők mellett a közelmúltban egyre hangsúlyosabbá vált a gazdaság fehéredését célzó intézkedések költségvetési bevételekre gyakorolt hatása is.

2019-ben a költségvetési politika irányt vált és a bejelentett keresletélénkítő intézkedések hiánynövelő hatását a pénzübeni transzferek GDP-nél lassabb ütemű emeléséből eredő megtakarításokkal valamint a fehéredéssel összefüggésben befolyó többletbevételből finanszírozza. A ciklikus hatásoktól tisztított strukturális egyenleg így a GDP 0,4 százalékával mérséklődik, amiből 0,2 százalékpont a kamatkidások további csökkenéséhez köthető. A költségvetési hiány ezt meghaladó mértékben, a GDP 0,7 százalékával mérséklődhet, ami az adóbevételek ciklikus okokból történő jelentős emelkedésének köszönhető.

2019-ben a 6 éves bérmegállapodással összhangban folytatódik a szociális hozzájárulási adókulcsának csökkentése. Az adókulcs 2 százalékpontos mérséklésre 2019 júliusában kerülhet sor. Emellett a kormányzat számos kisebb átalakítást végzett az adórendszeren (pl. tej általános forgalmi adójának csökkentése, dohánytermékek jövedéki adójának emelése, népegészségügyi termékadó emelés, stb.). A 2019 februárban bejelentett családvédelmi akcióterv 2019-re becsült egyenlegrontó hatása marginális, a GDP 0,1 százalékára tehető (MNB, 2019). Becslésünk szerint az intézkedések 2019-ben összességében keresletszűkítő hatásúak, azaz javítják a költségvetés egyenlegét.

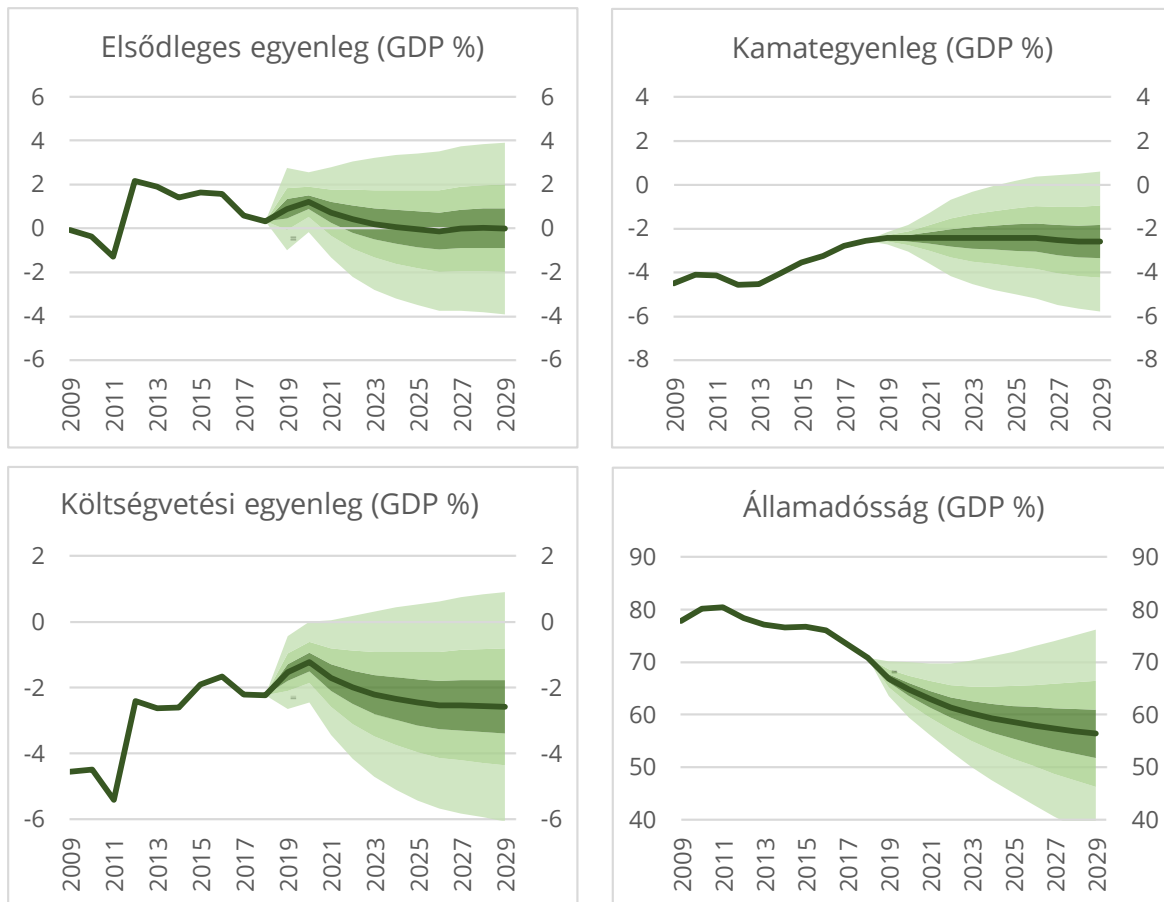
Az adóbevételek gyorsabb és a ciklusfüggő kiadások lassabb növekedése miatt a *ciklikus komponens* összességében jelentős, a GDP közel 0,35 százalékát kitevő pozitív hatást gyakorol a 2019-es költségvetési egyenlegre.

A *kamatkiadások* esetében a stabilan alacsony hozamkörnyezetben a lassú átárazódás folytatódására számítunk, így a fennálló államadósság finanszírozási költsége tovább mérséklődhet. A kamatkiadás becslésünk szerint a 2018-as GDP-arányában 2,5 százalék feletti szintről 2019-re 2,4 százalék alá süllyedhet.

A 2019-es ESA szemléletű költségvetési hiány így összességében ismét a kormányzati hiánycél alatt, a GDP 1,5 százaléka körül alakulhat.

2020-ban várakozásaink szerint a kormányzat folytatja óvatos gazdaságpolitikáját és a költségvetési intézkedések és alapfolyamatok a GDP 0,6 százalékával csökkentik a hiányt. A Családvédelmi akcióterv már mintegy 0,4 százalékponttal növeli a nettó kiadásokat (MNB, 2019), emellett a 6 éves bérmegállapodásnak megfelelően 2020-ban még sor kerülhet a szociális hozzájárulási adó kulcsának csökkentésére. Az állami beruházási kiadások azonban az uniós transferek visszaesése mellett mérséklődhetnek, azaz nem számítunk arra, hogy a kormányzat a saját forrású beruházások markáns növelésével fenntartja a magas beruházási szintet. Emellett folytatódik a transzfer kiadások GDP-arányos mérséklése és a fehéredésből eredő többletjövedelmet a kormányzat várakozásaink szerint döntő részben megtakarítja.

5.3. ábra: költségvetési mutatók az alappálya mentén



A hiánycsökkenést 2020-ban is támogatja a GDP-arányos kamatkidadások további mérséklődése. Igaz, ez a hatás már nem éri el a GDP 0,1 százalékát. Jövőre ugyanakkor a gazdasági ciklus már nem növeli a költségvetési bevételeket. Sőt, a kibocsátási rés fokozatos záródása mellett a ciklikus komponens becsléseink szerint 2019-hez képest a GDP 0,2 százalékaival növeli a hiányt. A fenti tényezők összességében egy enyhén, a GDP 1,2 százalékára csökkenő ESA hiányt valószínűsítünk, azaz a hiány előrejelzésünk szerint 2020-ban enyhén magasabb lehet a kormány által kitűzött ambiciózus, 1 százalékos hiánycélnál.

Középtávon közel semleges költségvetési politikával számolunk, és azt feltételezzük, hogy a már bejelentett intézkedések költségvetési hiánynövelő hatását a kiadások GDP-arányában történő mérséklése ellensúlyozza. Becslésünk szerint ebben az időszakban a GDP-arányos kamatkidadások már enyhén emelkednek, mivel az adósság átárazódásával az implicit kamatköltség már növekszik, amit nem tud teljes mértékben ellensúlyozni az államadósság csökkenéséhez köthető kamatmegtakarítás.

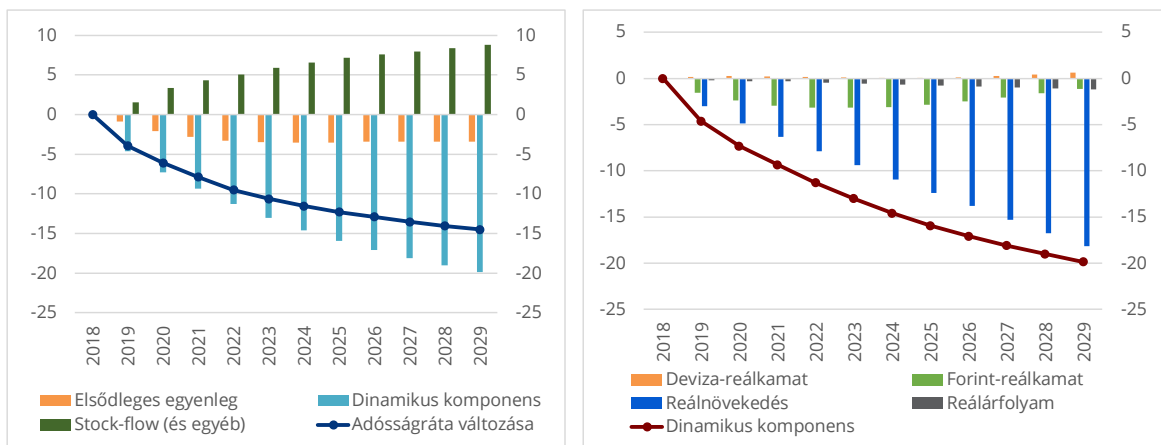
A ciklikus komponens ezen a horizonton már a hiány növekedése irányába hat. Ebben az időszakban a kibocsátási rés előrejelzésünk szerint gyorsan záródik és a 2019-ra várt 2,7

százalékról 2025-re a potenciális GDP 0,1 százaléka mérséklődhet. A ciklikus komponens mérséklődése így 6 év alatt a GDP közel 1,2 százalékaival növelheti a költségvetési hiányt.

A fenti folyamatok eredményeképpen a költségvetési hiány 2020 után emelkedő pályára állhat. A kedvező kiinduló pozíció következtében ugyanakkor a hiány a teljes előrejelzési horizonton a 3 százalékos küszöbérték alatt maradhat és a kivetítési horizont végén a GDP 2,6 százaléka körül alakul.

A feltételezett szigorú fiskális politika következtében a strukturális egyenleg a 2020-ra a GDP 2,2 százaléka mérséklődik, majd a kamatkidadások feltételezett emelkedése következtében enyhén növekvő pályára áll. Így elemzésünk szerint a strukturális egyenleg a teljes időhorizonton meghaladja majd az Európai Bizottság szabályrendszere által kitűzött 1 százalékos célértéket.

5.4. ábra: a GDP arányos államadósság változásának dekompozíciója (2018-tól kumulált változások, százalékpont)



Az államadósságot rövid távon az uniós transferek finanszírozásával kapcsolatos hatások mozgatják. Rövidtávon az adósság kinövését támogatja a költségvetés elsődleges többlete illetve az enyhén tovább mérséklődő reálkamat kiadás. Ugyanakkor ezek a tényezők hosszabb távon már az adósságráta emelkedése irányába hathatnak. A növekedés ugyanakkor a teljes kivetítési horizonton csökkenti az adósságrátát. Alappályánkban a GDP-arányos államadósság a 2018-as 70,8 százalékos szintről 2029-re 56 százalék közelébe csökkenhet (5.3. ábra).

6. Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra

Ebben a fejezetben részletesen bemutatjuk, hogy az általunk legfontosabbnak tartott három világgazdasági forgatókönyvnek milyen hatása lehet a hazai makrogazdasági, valamint fiskális folyamatokra. Az első forgatókönyvben egy megállapodás nélküli brexit eurozónára illetve a magyar gazdaságra gyakorolt hatásait vizsgáljuk. A második szcenárióban az USA által indított kereskedelmi háború tovább mélyülésének hatását mutatjuk be. A harmadik forgatókönyvben az elmúlt évek gyakorlatához hasonlóan egy az alappályában vártnál kedvezőbb forgatókönyvet elemzünk: azt vizsgáljuk, hogy egy határozottabb strukturális reformprogramnak köszönhető pozitív növekedési fordulat Európában hogyan befolyásolná a hazai kilátásokat.

Megállapodás nélküli brexit („No deal brexit”)

A piaci szereplők döntő többsége azt feltételezi, hogy az Egyesült Királyság kilép az Európai Unióból, így a brexit az alapelőrejelzésünk részét képezi. Ugyanakkor még mindig jelentős a bizonytalanság azzal kapcsolatban, hogy a brexit hogyan fog végbemenni. Alappályánkban azzal a feltevéssel élünk, hogy a kilépés az Unióval kötendő megállapodás szerint, rendezett módon, legkésőbb az EU tagállamok által kitűzött 2019. október 31-i határidővel megtörténik. Ugyanakkor továbbra sem elhanyagolható a kockázata annak, hogy az Egyesült Királyságon belül nem jön létre politikai egyezség a megállapodással kapcsolatban illetve annak, hogy megállapodás ugyan megszületik, de az az EU számára elfogadhatatlan. Ebben az esetben a kilépés nem rendezett módon menne végbe, ami jelentős kockázatot jelent mind az Egyesült Királyság, mind az EU gazdasági folyamatai szempontjából. Ebben az esetben ugyanis a kilépésre átmeneti időszak nélkül kerülne sor és az Egyesült Királyság egyik napról a másikra elvesztené az EU egységes piacához való hozzáférését, illetve kívül kerülne az összes érvényben lévő uniós kereskedelmi megállapodáson.

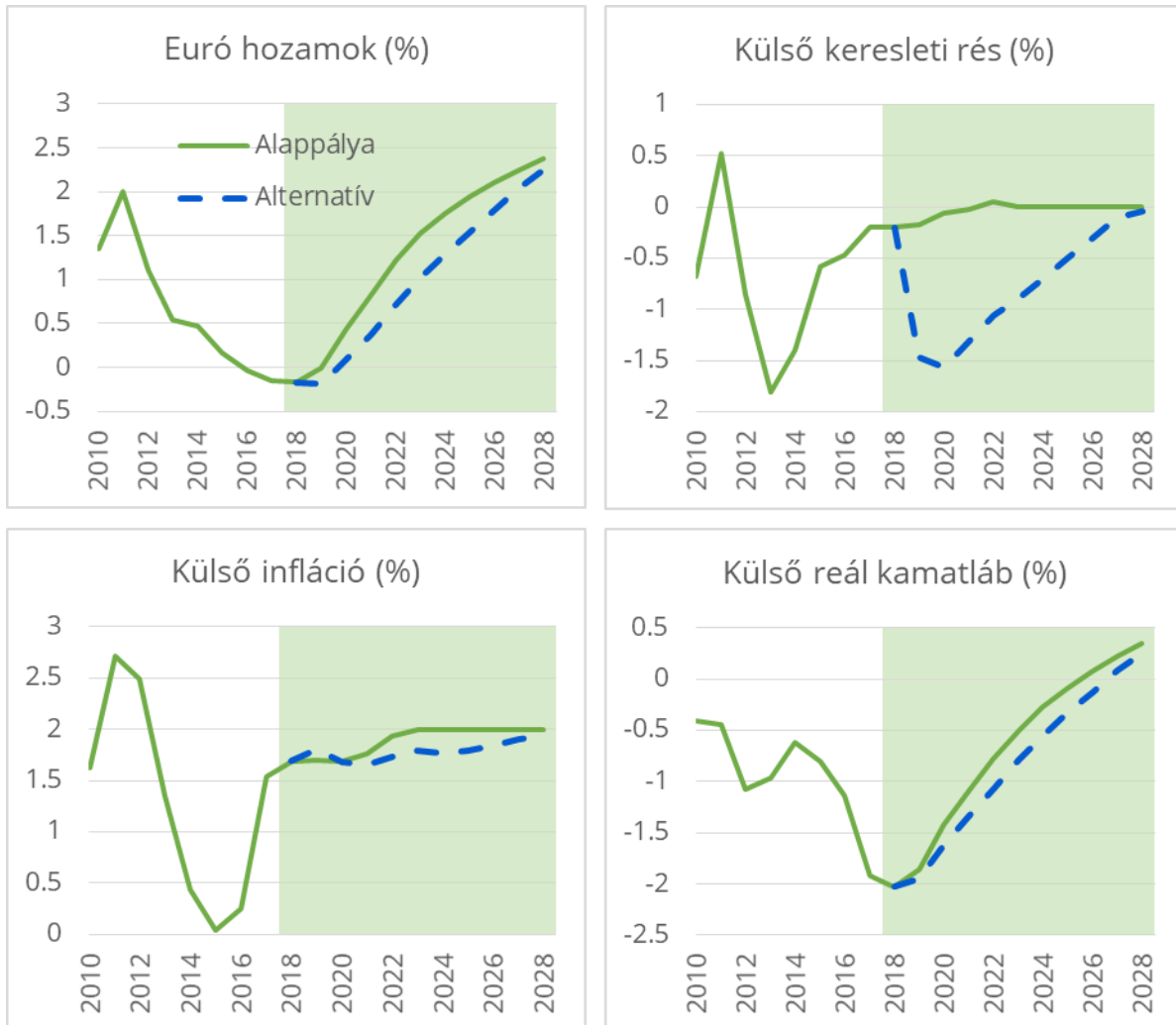
Összességében az Unió és az Egyesült Királyság közötti kereskedelmi megállapodások felrúgása jelentős közvetlen növekedési áldozatokkal járna mindkét fél számára. Emellett a bizonytalanság növekedése, a kockázatkerülés fokozódása a finanszírozási költségek markáns emelkedését eredményezné. Ebben a forgatókönyvben azt feltételezzük, hogy az euro és EU-szkepticizmus erősödik, ami hosszabb távon is kedvezőtlenül befolyásolná a magyar gazdaság számára meghatározó külső környezetet.

Külső feltevések

A megállapodás nélküli kilépés közvetlen gazdasági hatása, valamint a bizonytalanság növekedése következtében a külső kereslet tartósan elmarad az alappályában feltételezettől. Ebben a scenárióban az euroövezet előrejelzésünk szerint a 2012-14-ben tapasztalhoz hasonló mértékű, de annál enyhén elnyújtottabb recesszióba kerül, miközben a kereskedelmi kapcsolatok leépülése, az EU szkepticizmus erősödése illetve a növekvő kockázatkerülés következtében a hosszabb távú növekedési kilátások is kedvezőtlenebbé válnak. A tartósan kedvezőtlen ciklikus helyzet az alappályában előrevetítettnél alacsonyabb euroövezeti inflációhoz és a hozamok lassú korrekciójához vezet. Ebben a forgatókönyvben az EKB mindent megtesz a recesszió enyhítése és a deflációs kockázatok kivédése érdekében, de az eszköztára a már eleve alacsony irányadó kamatszint és a jelentős mértékű likviditásbővítés következtében rövidtávon igen korlátozott (6.1. ábra). A monetáris politikai eszközök korlátossága mellett az euroövezeti országok költségvetési politikai mozgástere sem hagy teret jelentős mértékű lazításra.

A bizonytalanabb gazdasági környezet hatására a felzárkózó országok – így Magyarország is –magasabb kockázati prémiummal szembesül.

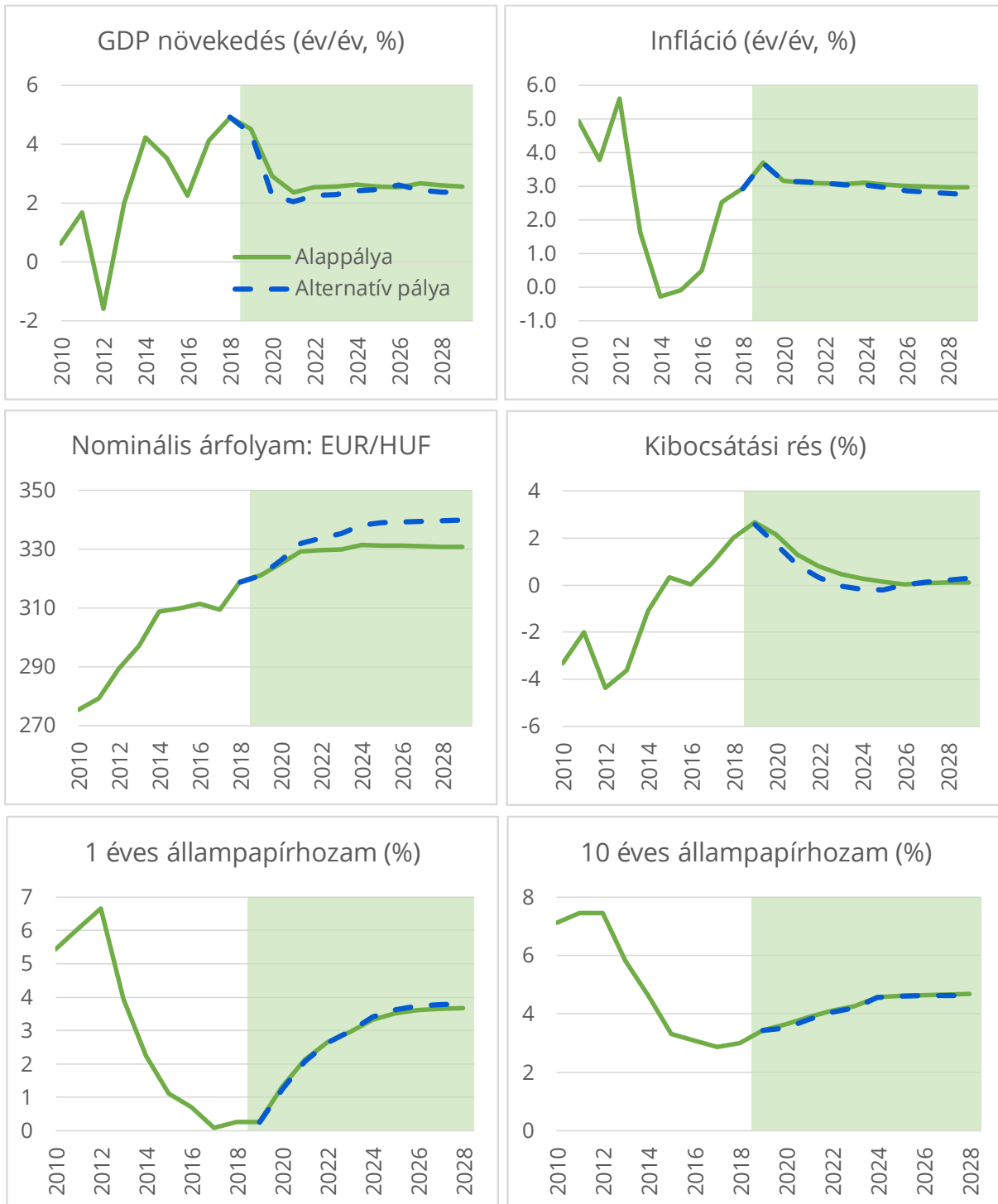
6.1. ábra: Megállapodás nélküli brexit („No deal brexit”): külső feltevések



Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A magyar gazdaság növekedése a külső kereslet visszaesése miatt átmenetileg jelentős mértékben lassul. A bizonytalanság növekedése következtében azonban a pénzügyi integráció és a gazdasági konvergencia is lelassul, ami a potenciális növekedés mérséklődésében is érezheti hatását. Az alacsonyabb külső infláció hatására a hazai infláció tartósan elmaradhat az alappályában felvázoltnál, amelyet tovább csökkent a belső kereslet visszaesése. Bár a külső kamatlábak csökkennek, a lassabb reálkonvergencia illetve a kockázati prémium megemelkedése tartósan gyengébb árfolyamot eredményez (6.. ábra).

6.2. ábra: Megállapodás nélküli brexit („No deal brexit”): főbb hazai makrogazdasági változók

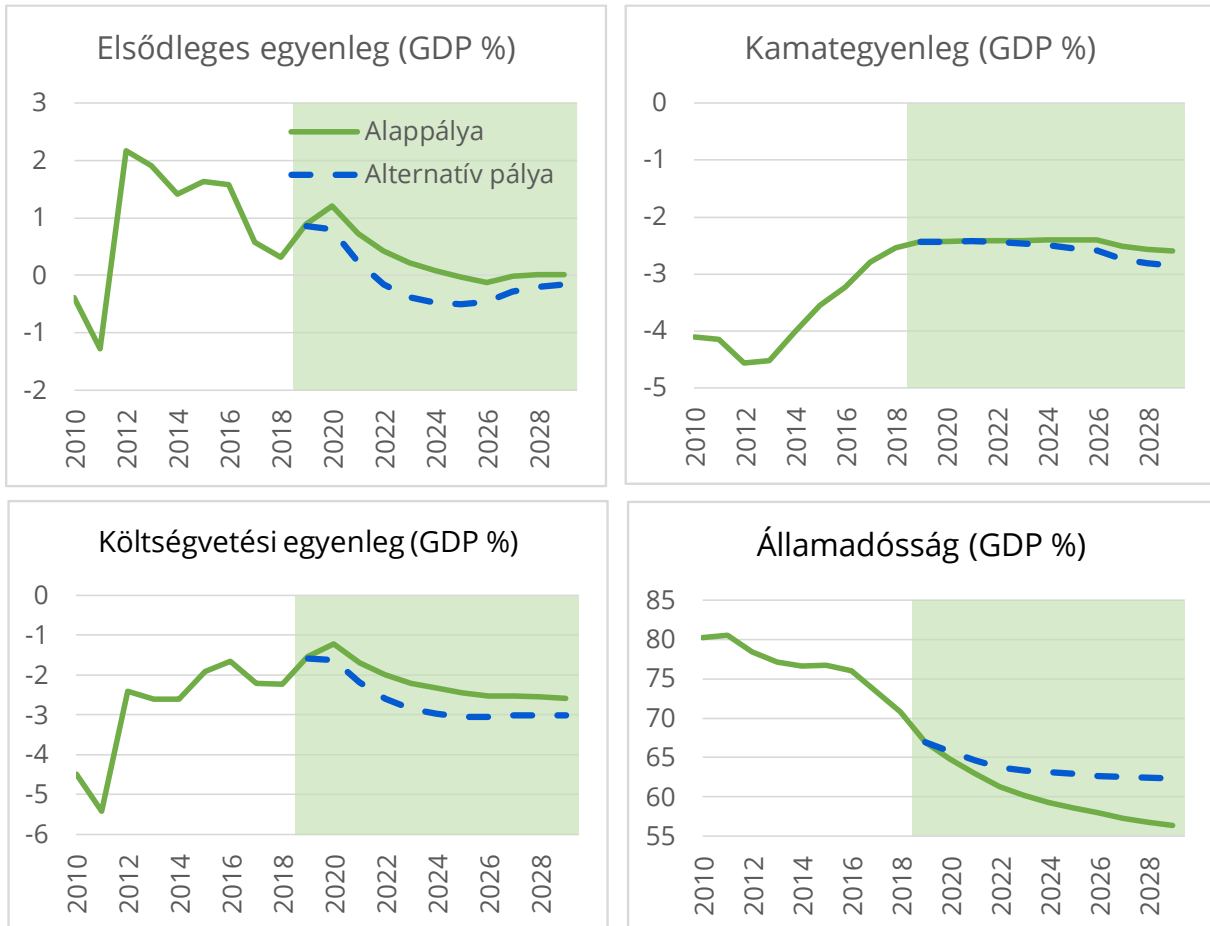


Költségvetési folyamatok

A költségvetési hiány ebben a forgatókönyvben tartósan és jelentős mértékben (a GDP 0,4-0,6 százalékával) meghaladja az alappályában jelzettet. Így a hiányszint 2024-től a 3 százalékos küszöbérték közelében ingadozhat. A kivetítési időszak első felében

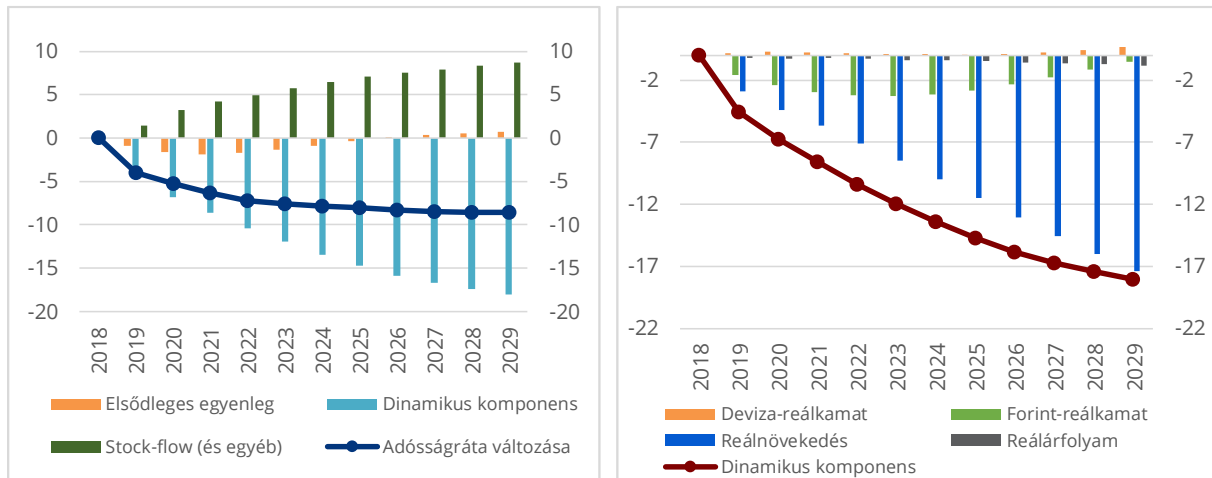
elsősorban a gazdasági ciklus hatása dominál, azaz az alacsonyabb kibocsátási réssel összefüggésben keletkező átmeneti adóbevétel-kiesés rontja az egyenleget (6.3 ábra).

6.3. ábra: Megállapodás nélküli Brexit („No deal Brexit”): költségvetési mutatók



A kedvezőtlenebb elsődleges egyenlegalakulás, a magasabb kamatköltség és a tartósan alacsonyabb növekedés egyaránt lassítja az államadósság csökkenését. Az adósságráta a teljes horizonton kevesebb, mint 10 százalékponttal csökken, illetve 2025-től a csökkenés szinte megáll és a ráta 60 százalék feletti szinten stabilizálódik (6.4 ábra). Az államadósság a kivetítési horizont végén mintegy 6 százalékponttal magasabb az alappályában feltételezettnél.

6.4. ábra: Megállapodás nélküli Brexit („No deal Brexit”):
adósság mutatók (2018-tól kumulált GDP-arányos változások, %)



A kereskedelmi háború mélyülése

2018 végén több kedvező fejlemény történt az USA által indított kereskedelmi háborúval kapcsolatban (mint a NAFTA helyébe lépő, 2018 novemberében aláírt USA-Mexikó-Kanada kereskedelmi megállapodás, vagy a 2018 december elsején bejelentett, az USA és Kína közötti 90 napos kereskedelmi „tűzszünet”). 2019 májusában azonban a kínai-amerikai tárgyalások újabb kedvezőtlen fordulatot vettek, így az USA és Kína közötti kereskedelmi háború tovább mélyülése, valamint az új és a már meglévő kereskedelmi megállapodásokat övező bizonytalanság továbbra is meghatározó kockázatot jelent a világgazdasági folyamatok szempontjából.

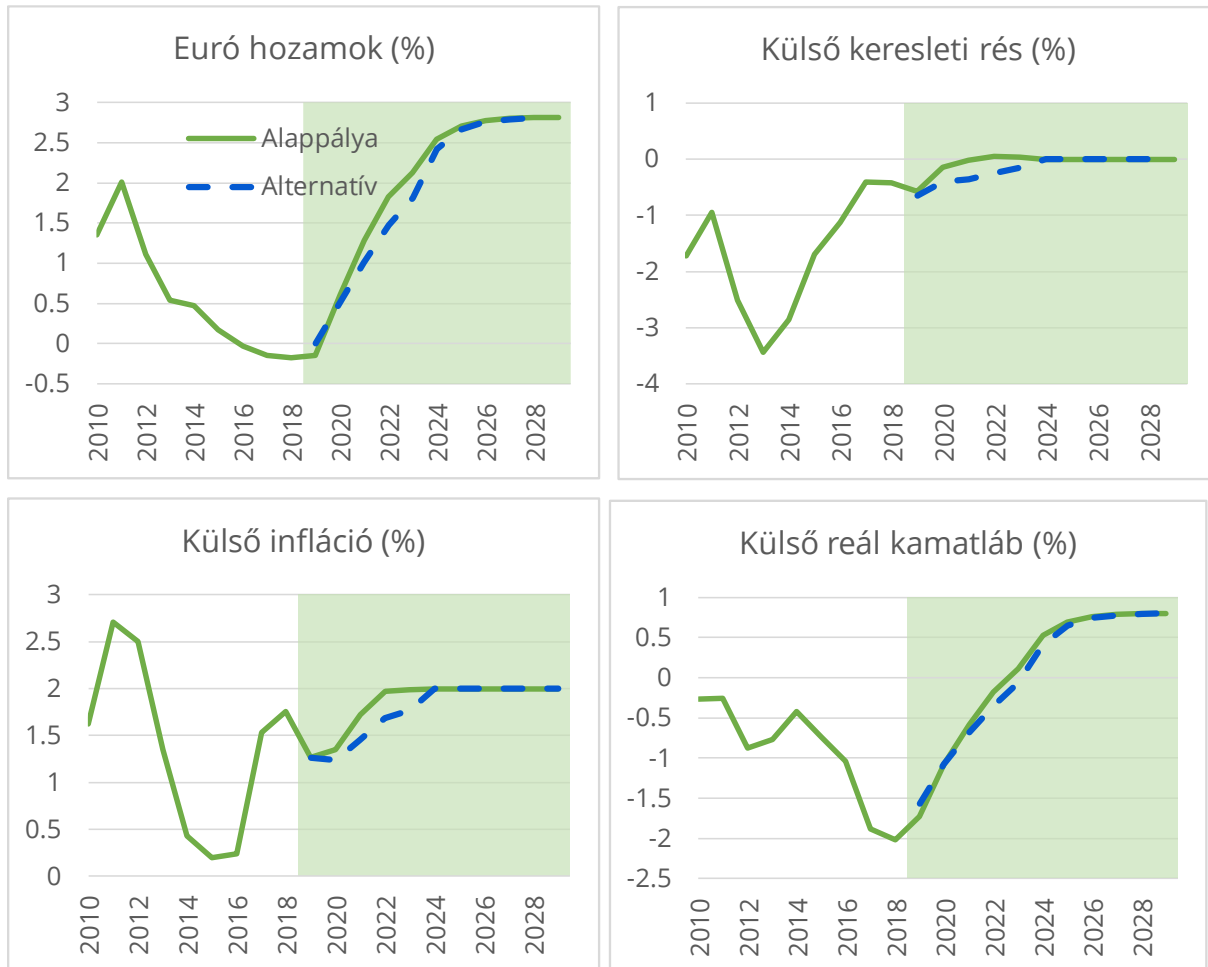
A kereskedelmi háború Magyarországra gyakorolt közvetlen hatása nem számottevő, az euroövezetre és a globális növekedésre gyakorolt hatása azonban jelentős mértékű, így közvetetten jelentős hatást gyakorol a hazai növekedési pályára.

Külső feltevések

Forgatókönyvünkben azt feltételezzük, hogy az elmélyülő kereskedelmi háború érezhetően visszafogja a világkereskedelmet, így mérsékli az Uniós exportot is. Míg az USA és Kína esetében a kereskedelmi kapcsolatok leépülése és a tőkeáramlás lassulása a potenciális növekedést is visszaveti, az Unió esetében nem számolunk érdemi hosszú távú növekedési hatással. Az uniós ciklikus folyamatok ugyanakkor feltevésünk szerint lényegesen kedvezőtlenebbek az alappályában feltételezetttnél: a negatív kibocsátási rés lényegesen lassabban záródik és átmenetileg a potenciális GDP közel fél százalékkal alacsonyabb lehet.

Az USA-ban a vámok és egyéb korlátozások bevezetése számottevő kínálati sokkot okoz, ami elsősorban az infláció növelésén keresztül mérsékli a beruházási és fogyasztási kedvet. Az Unióban ezzel szemben az alacsonyabb külső kereslet és ennek tovagyrúzó hatásai az infláció mérséklődéséhez vezet. Ez tükröződik a hozamok alakulásában is. Ebben a forgatókönyvben a kamatemelés elnyújtottabban megy végbe és a reálkamatláb pálya is alacsonyabb. (6.5. ábra).

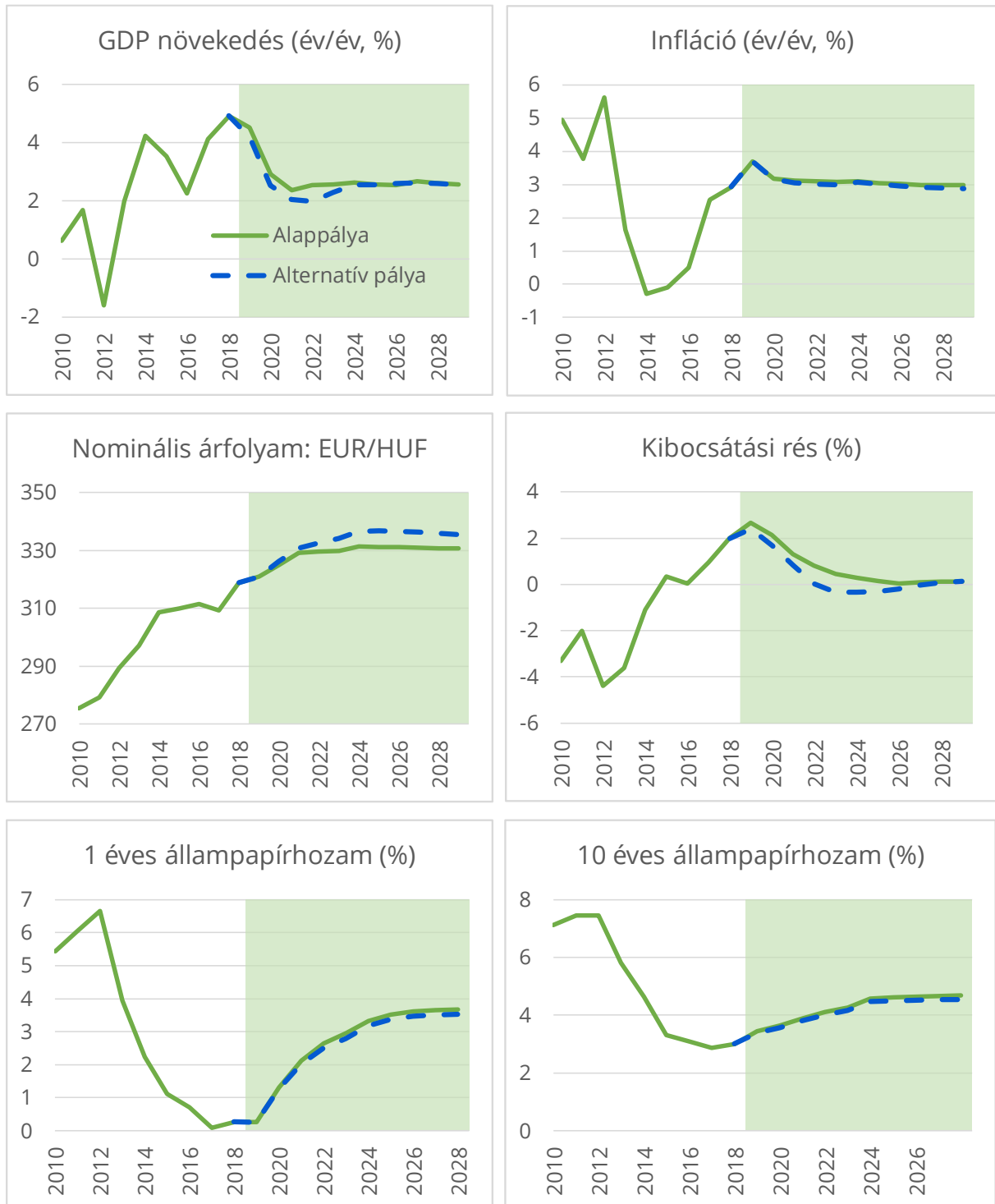
6.5 ábra: A kereskedelmi háború elmélyülése: külső feltevések



Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

Ebben a scenárióban a hazai gazdaságra gyakorolt hatás kedvezőtlen, de átmeneti, ami a fiskális változók pályájában is tükröződik. A növekedési pálya elsősorban a külső kereslet átmeneti csökkenése, azaz ciklikus okok miatt változik, ami a pozitív kibocsátási rés gyorsabb záródásában, illetve enyhe negatív irányba történő nyílásában jelenik meg. A potenciális növekedés érdemi változására ugyanakkor nem számítunk.

6.6. ábra: A kereskedelmi háború elmélyülése: főbb hazai makrogazdasági változók



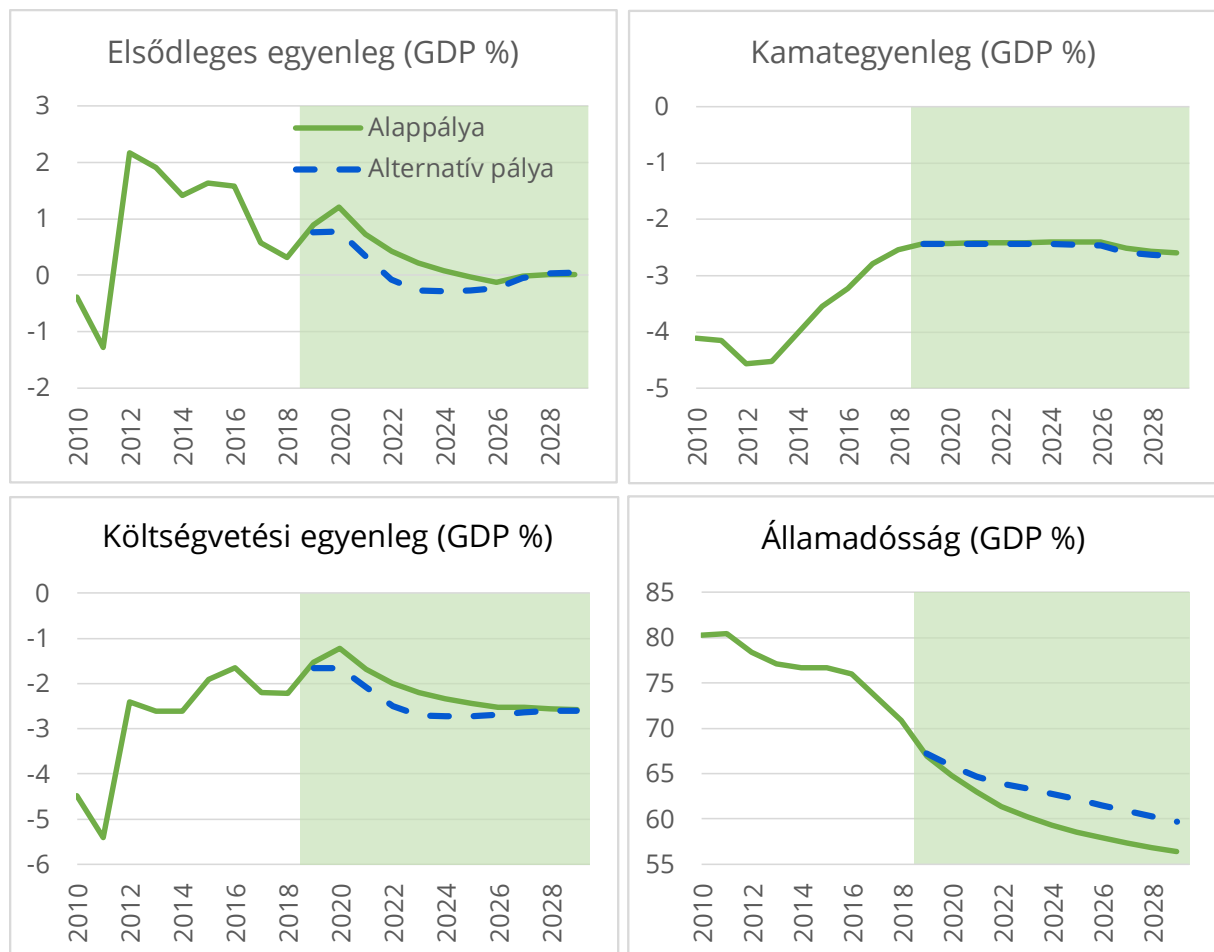
A hozamokat ellentétes hatások alakítják. Az alacsonyabb külső infláció, valamint a visszafogottabb külső kereslet összességében enyhén csökkenti az inflációs pályát. A tőkeáramlás lassulása, a bizonytalanság növekedése azonban emeli a kockázati prémiumot. Míg az alacsonyabb infláció a hozamok csökkenése irányába hat, a megugró kockázati prémium a hazai monetáris politikát szigorításra ösztönzi. E két hatás

eredőjeként a hozamok nem változnak érdemben az alappályához képest, (6. ábra). A kockázati prémium emelkedése ugyanakkor az árfolyampályát gyengíti.

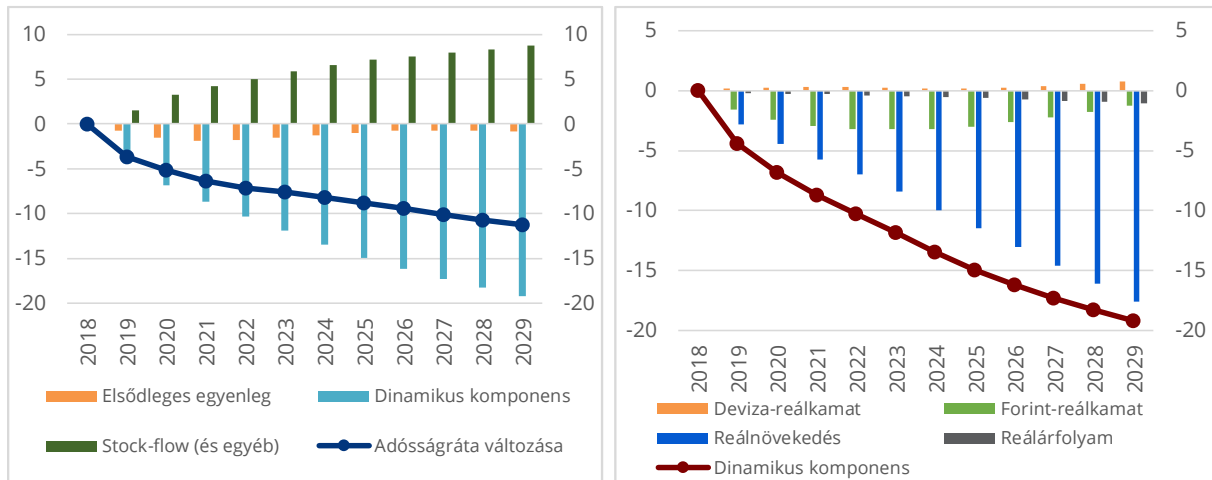
Költségvetési folyamatok

A költségvetési hiány ebben a forgatókönyvben csak átmenetileg tér el az alappályában kivetített pályától és az eltérés kisebb, mint a megállapodás nélküli brexit Szenárióban. Az eltérést elsősorban a ciklikus pozíció romlása, azaz a lassabb növekedésből eredő átmeneti bevételkiesés okozza. A kamatkidadások nem térnek el érdemben az alappályában jelzettől. A kibocsátási rés zárulásával az elsődleges egyenleg javul és 2026-ra visszatér az alappályában jelzethez. (6.7. ábra). Ennek köszönhetően a költségvetési hiány 2026-tól már nem tér el az alapelőrejelzéstől. Az államadósság – ugyan lassabb ütemben, de – folyamatosan csökken az előrejelzési horizonton, és 2029-re eléri a 60 százalékos GDP-arányos szintet.

6.7. ábra: A kereskedelmi háború elmélyülése: költségvetési mutatók



6.8. ábra: A kereskedelmi háború elmélyülése: adósság mutatók
(2018-tól kumulált GDP-arányos változások, %)



Fordulat Európában

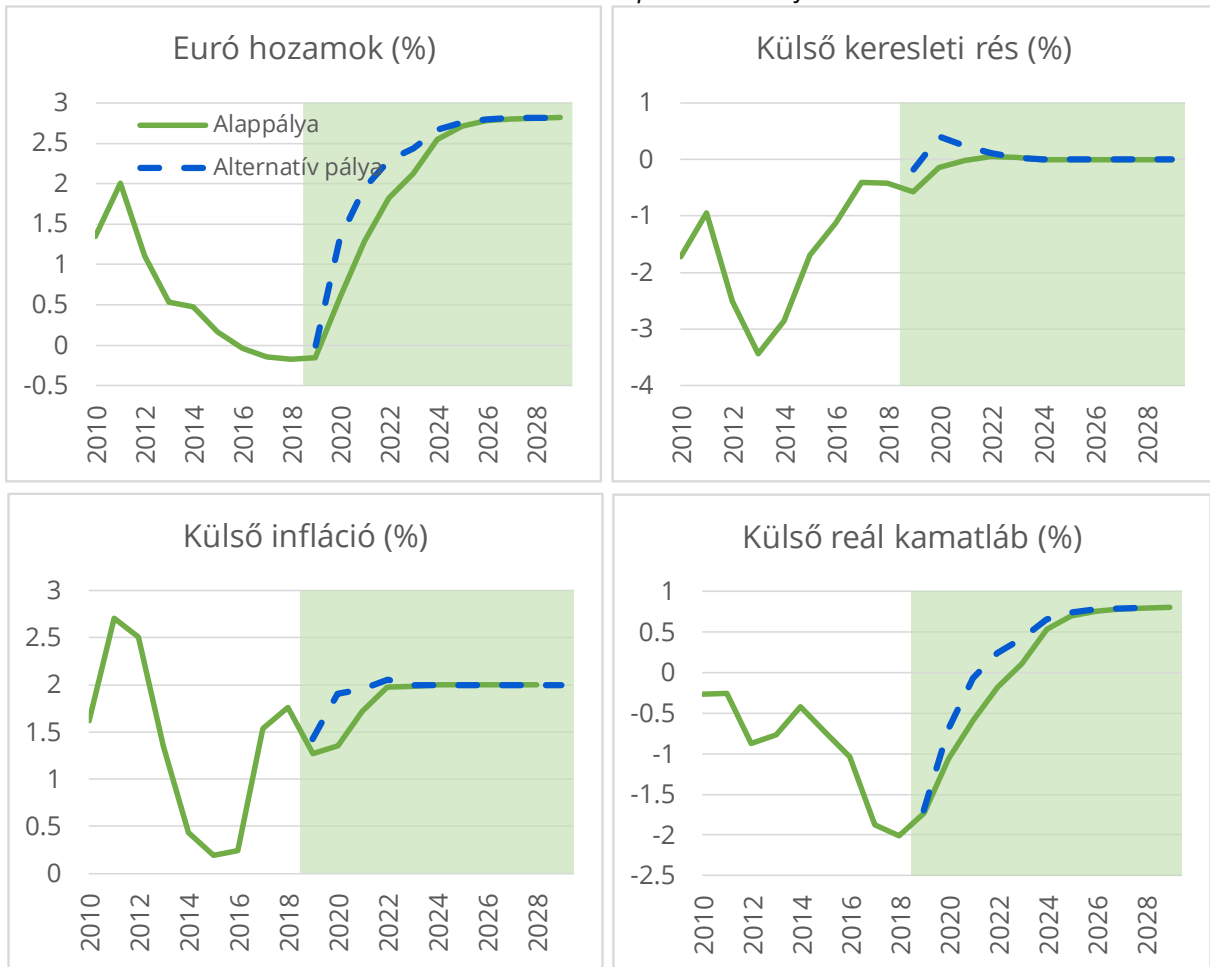
Ebben a forgatókönyvben azt feltételezzük, hogy az olasz adósság- illetve bankválság körüli feszültségek mérséklődnek, illetve a német autóipar visszaesése átmenetinek bizonyul. A pozitív fordulat részben meghatározó pénzügyi reformok felgyorsulásához (mint a közös betétbiztosítási alap létrehozása és ezzel a bankunió megvalósítása), az olasz gazdaságban átfogó strukturális reformok bevezetéséhez, illetve az autóiparban a technológiai fejlesztések felgyorsításához köthető. Az eurozóna növekedését támogathatja egyes tagországokban a termelő kapacitások bővülése, illetve az EU források növekvő felhasználása által generált beruházási kereslet élénkülés is. Ebben a scenárióban a várakozások javulása és a bizonytalanság mérséklődése is támogathatja növekedési folyamatokat.

Külső feltevések

A bankunió megvalósulása és az olasz adósságválság oldódása révén számos, jelenleg a piaci szereplők várakozásaiban megjelenő Unióval kapcsolatos negatív forgatókönyv valószínűsége számottevően csökken (azaz ezek a forgatókönyvek „kiárazódnak”), ami összességében a bizonytalanság mérséklődéséhez és optimistább piaci hangulathoz vezet. A reformok felgyorsulása erősíti az Unió kohézióját és javítja az EU jövőjével kapcsolatos várakozásokat. Emellett a rövidtávú növekedési helyzetet javítja, hogy a német autóipar a technológiai fejlesztéseknek köszönhetően gyorsan adaptálódik az iparágat ért szabályozási változásokhoz, illetve más gyártók jelentette kihívásokhoz.

A reformoknak köszönhetően a külső ciklikus helyzet javulása mellett az Unió hosszabb távú növekedési helyzete is javul (6.9. ábra). Az alappályában vártnál magasabb kibocsátási rés következtében emelkedik az inflációs nyomás, amire az EKB gyorsabb kamatemeléssel reagál. A stabil piaci környezet ösztönzi a befektetéseket a feltörekvő országokban, így gyorsul a reálkonvergencia, valamint csökkenti a kockázati prémiumot, ami kedvezőbb finanszírozást biztosít.

6.9. ábra: Fordulat Európában: külső feltevések

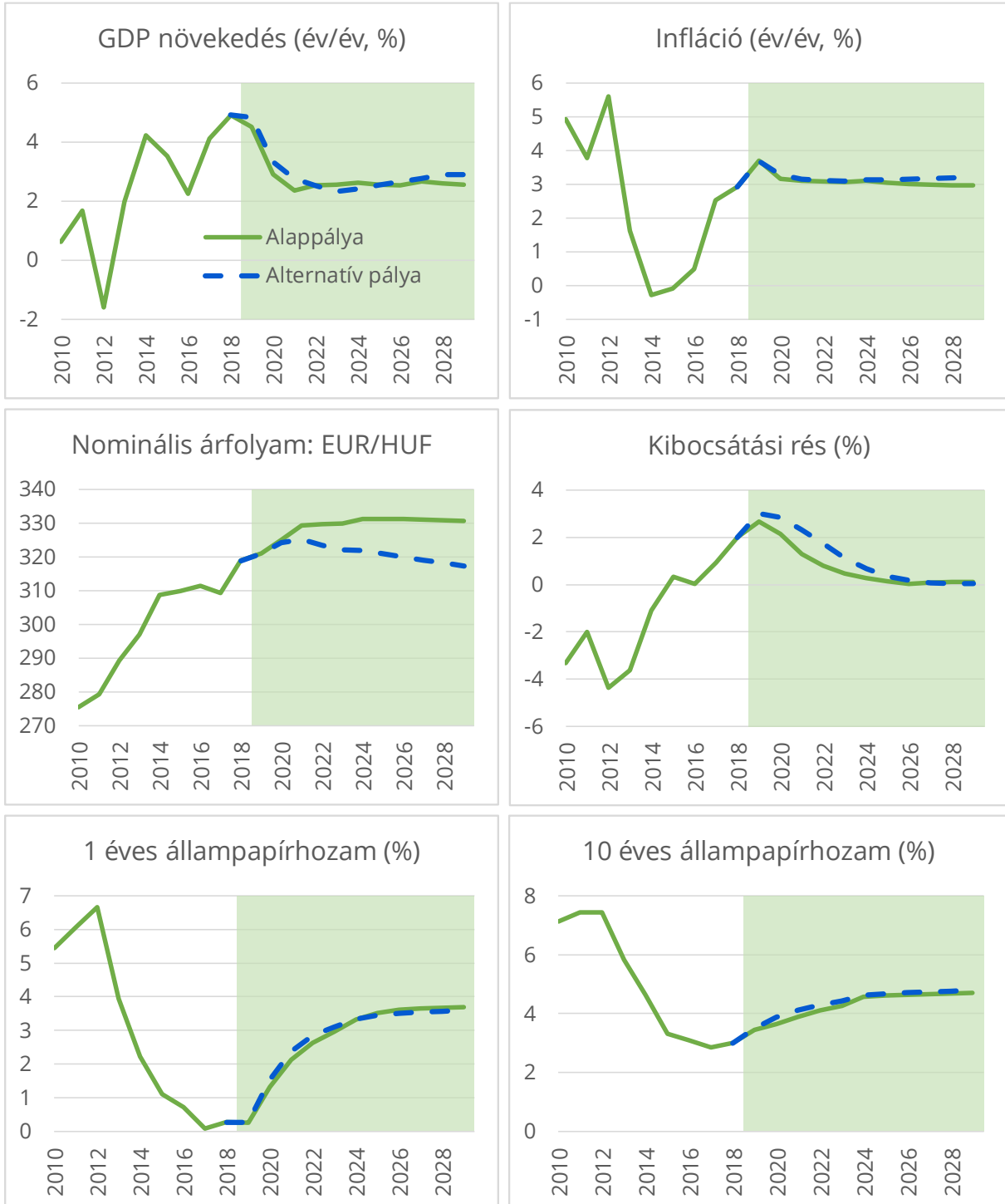


Hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A kedvezőbb külső fundamentumok, valamint az Unió jövőjével kapcsolatos erősödő optimizmus pozitívan hat a hazai potenciális növekedésre és a gazdaság ciklikus pozícióját is javítja. Így a GDP-növekedés a kivetítési időszak döntő részében gyorsabb az alappályában vártnál. Mivel a kibocsátási rés csak kis mértékben emelkedik, az inflációs pálya nem változik számottevően (6.10. ábra). A gyorsabb reálkonvergenciának és az alacsonyabb kockázati prémiumnak köszönhetően az árfolyam szint ugyanakkor erősebb az alappályában előrejelzettnél. A hozamok alakulását két hatás dominálja: az

alacsonyabb kockázati prémium és a keresletbővülés miatt elkerülhetetlen monetáris szigorítás. Az ellentétes hatások eredményeként a hozamok nem változnak érdemben.

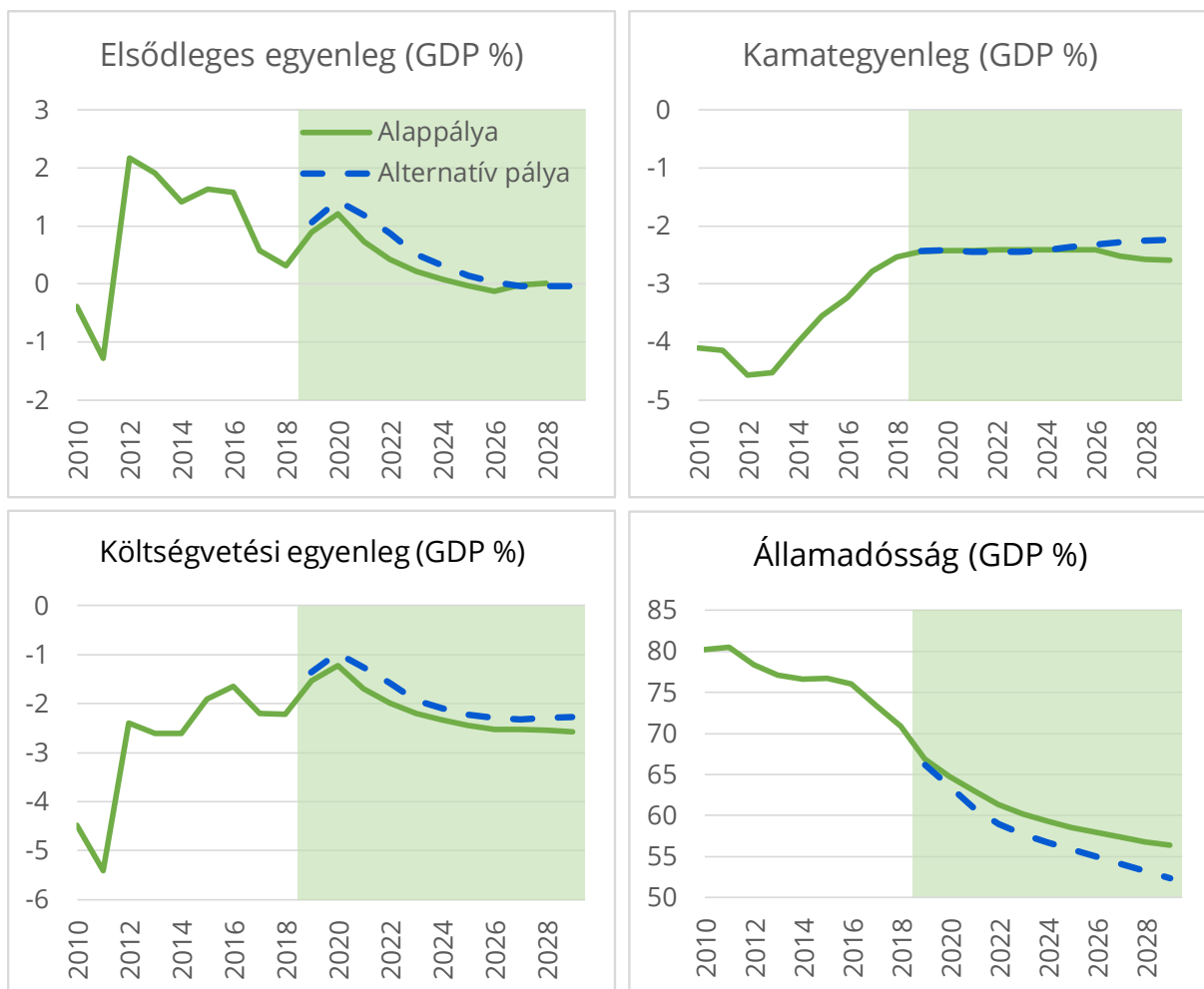
6.10. ábra: Fordulat Európában: főbb hazai makrogazdasági változók



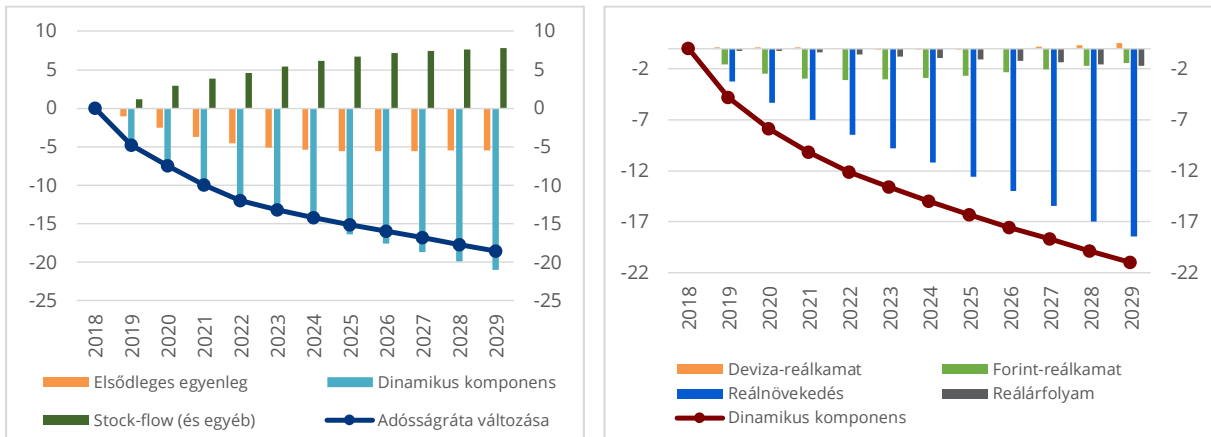
Költségvetési folyamatok

Ebben a scenárióban az alappályánál kedvezőbb költségvetési egyenleg a kedvezőbb növekedési pálya és az alacsonyabb kamatkidadások együttes eredménye. A hiány így a teljes horizonton a GDP 0,2-0,4 százalékával alacsonyabb. Az államadósság dinamikusan csökken és az időszak végén a GDP 4 százalékával kisebb az alappályában kivetítetténél. Ez egyrészt az alacsonyabb kamatlábakon keresztül megjelenő csökkenő finanszírozási költségekből ered, másrészt az erősebb árfolyam és a gyorsabb gazdasági növekedés hatását tükrözi (6.11 ábra). A kumulált adósságráta-csökkenés az előrejelzési horizonton így meghaladja a 18 százalékot, így 2029-re az adósságráta 52 százalék közelébe csökkenhet (6.12 ábra).

6.11 ábra: Fordulat Európában: költségvetési mutatók



6.12 ábra: Fordulat Európában: adósság mutatók (2018-tól kumulált GDP-arányos változások, %)



7. Következtetések

A magyar GDP-arányos államadósság 2011 óta csökkenő pályára állt, és az akkori 81 százalékos csúcstól 2018 végére 71 százalék alá süllyedt. Ezt a válságot megelőző időszakhoz képest lényegesen kiegyensúlyozottabb költségvetési politika, illetve a gazdaság fehéritése irányába tett sikeres lépések mellett főként a 2014-től fellendülő növekedés tette lehetővé. Rövidtávon a dinamikus növekedés fennmaradására számítunk, ami tovább segítheti az adósságráták gyors kinövését. Középtávon azonban, az uniós források mérséklődésével és a kapacitáskorlátok elérésével a növekedés számottevően lassulhat, ami a költségvetési mutatókban is érzékelteti hatását.

Az államadósság csökkenése fontos szerepet játszott az ország sérülékenységének mérséklésében, amit támogattak az adósság finanszírozási szerkezetének átalakítását célzó intézkedések is. Az államadósság devizaaránya jelentősen, a 2011-es 50 százalékos értékről 2018 végére 20 százalékig csökkent és számottevően nőtt a hazai befektetők által tartott állampapír állomány. Az elmúlt egy évben a külföldi befektetők állampapírok részaránya ugyan ismét emelkedett, az arány még mindig érdemben elmarad a válságot megelőzően jellemző szinttől.

A fenti kedvező fejlemények ellenére Magyarország bruttó államadósság szintje a hasonló fejlettségű régiós országokhoz képest még mindig magas, ami az ország nyitottsága, valamint nemzetközi pénz- és tőkepiacokba való beágyazottsága mellett abba az irányba hat, hogy a magyar gazdaság teljesítménye és az államháztartás helyzete továbbra is igen érzékeny a külső fejleményekre. Elemzésünkben az alappálya mellett három alternatív forgatókönyvet vizsgáltunk. Ezek mind olyan nemzetközi pénzügyi, illetve reálgazdasági feltételezéseket jelenítenek meg, amelyek az alappályánkhöz képest kisebb valószínűségűek, de nem tekinthetők szélsőséges, válságszerű eseményeknek.

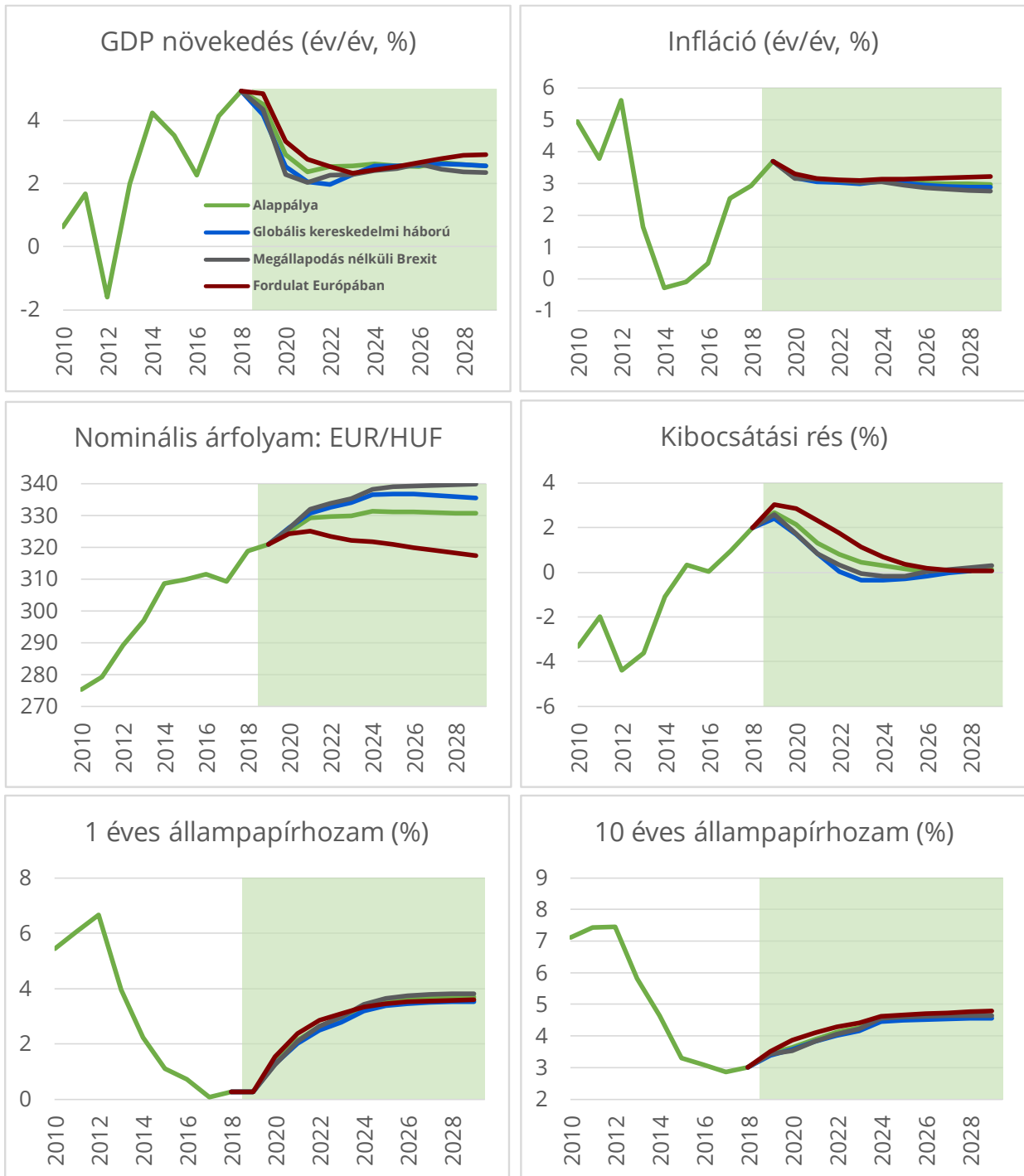
Az *első forgatókönyvben* a megállapodás nélküli brexit illetve az EU hosszabb távú jövőjével kapcsolatos szkepticizmus erősödésének következményeit elemezzük. Ebben a scenárióban mind az euroövezetben, mind hazánkban tartósan alacsonyabb növekedésre és a kockázati prémium emelkedésére számítunk. A prémium emelkedés következtében a nominális árfolyam pálya gyengébb, a kamatok pedig hosszabb távon enyhén magasabbak. A költségvetési hiány így kedvezőtlenebbül alakul és tartósan a GDP 3 százaléka körüli szinten ragadhat. Az államadósság pedig a 10 éves horizonton összességében csökken ugyan, de az adósság mérséklődése érdemben lassul.

A *második scenárióban* az USA által indított kereskedelmi háború tovább mélyülésének hatását mutattuk be, amely az első forgatókönyvvel összehasonlítva enyhébb és átmenti növekedési veszteséget okoz. Ebben a forgatókönyvben a költségvetés elsődleges

egyenlegének átmeneti romlása mellett a kamatkiadások enyhén emelkednek az alappályához képest. Az adósságcsökkenés ebben a forgatókönyvben is lassabb, mint az alappályában, de üteme közel változatlan.

Végül a *harmadik forgatókönyvben* egy gyors, elsősorban strukturális reformokhoz köthető európai gazdasági fordulat hatásait vizsgáltuk. A scenárióban vázolt gyorsabb euroövezeti növekedés illetve az unió hosszabb távú jövőjének pozitívabb piaci megítélése hosszútávon is kedvezőbb hazai növekedési kilátásokat és a kockázati prémium mérséklését eredményezi. Így a költségvetési hiány tartósan alacsonyabb lehet az alappályában jelzethnél és az adósságráta gyorsabban, tíz év alatt a GDP-arányában több mint 18 százalékkal csökkenhet.

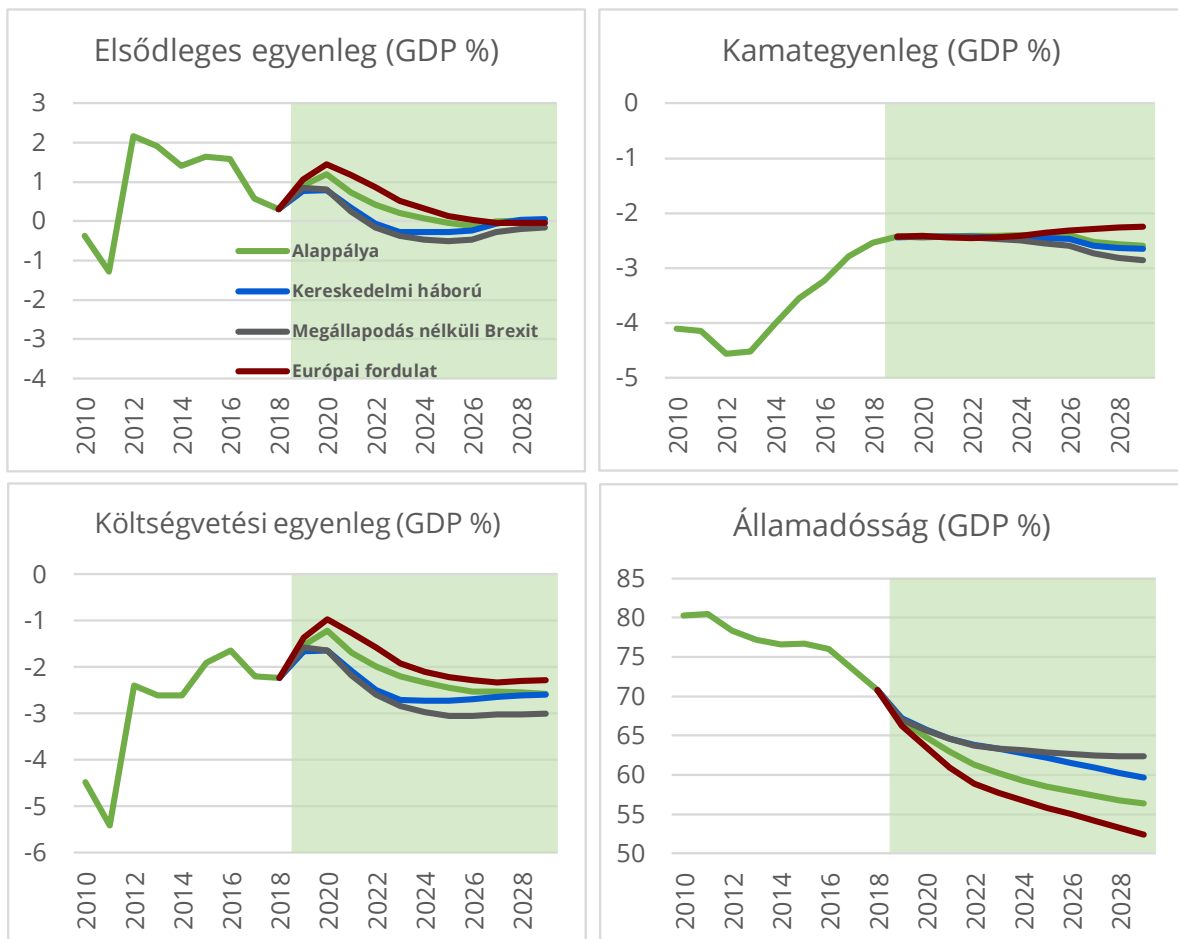
7.1. ábra: az alternatív pályák összehasonlítása: hazai makrováltozók



Összességében mind az alappálya, mind a három vizsgált – nem válságszerű – scenárió az adósságráta csökkenését vetíti előre, ami az elmúlt évek következtetéseivel összhangban a folyamat robusztusságára utal (7.2. ábra). Az adósság csökkenés az alappályában a korábban vártnál enyhén gyorsabban megy végbe, ami az elmúlt negyedévek kiugró növekedési teljesítménye mellett a gazdaság fehéredése által okozott, várakozásaink szerint tartós „megtakarításnak” köszönhető. Az alappályában, illetve a

pozitív forgatókönyvben 2029-re az államadósság ráta a GDP 56, illetve 50 százaléka körüli szintre mérséklődhet. Ezzel szemben a kereskedelmi háború elmélyülése valamint a megállapodás nélküli brexit esetén a külső kereslet csökkenése a lassabb GDP növekedésen keresztül, a kockázati prémium emelkedése pedig a kamatköltségek növekedésén keresztül emeli a költségvetés hiányát és lassítja az adósságráta csökkenését. Megállapodás nélküli brexit esetén a költségvetési hiány tartósan a maastrichti küszöbérték, azaz a GDP 3 százaléka fölé emelkedhet és az adósságcsökkenés 2022 után megtorpan. Így az államadósság ráta 2029-ben is 60 százalék fölött alakulhat. A kereskedelmi háború tovább mélyülése kivetítésünk szerint csak átmenetileg csökkenti a növekedést, illetve emeli meg a költségvetési hiányt az alappályához képest. Ennek ellenére az adósság kinövése lassabb, mint az alappályában, így az adósságráta ebben a forgatókönyvben sem csökken 60 százalék alá.

7.2. ábra: az alternatív pályák összehasonlítása: költségvetési mutatók



8. Felhasznált irodalom

- Amiti, M., J. Redding S., Weinstein, D., 2019. The Impact of the 2018 Trade War on U.S. Prices and Welfare, NBER Working Paper No. 25672, <https://www.nber.org/papers/w25672>
- András, B., Cseh, A., Reppa, Z., 2017. Áttekintés a világgazdaság középtávú folyamatairól a magyar gazdaságra (növekedésre), államháztartásra gyakorolt hatásairól, Budapest: OGRResearch.
- Antal, J., András, B. & Cseh, A., 2016. *A Magyarországot érő nemzetközi gazdasági és pénzügyi hatások és azok makrogazdasági és államháztartási következményei a 2016-2021-es időszakban*, Budapest: OGRResearch
- Antal, J., Iker, Á., Molnár, Gy., 2018. Áttekintés a világgazdaság középtávú folyamatairól és azok magyar gazdaságra, államháztartásra gyakorolt hatásairól, Budapest, OGRResearch,
- Bollen, J. & Rojas-Romagosa, H., 2018. Trade Wars: Economic impacts of US tariff increases and retaliations - An international perspective, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.
- European Commission (2018): European Economic Forecast, Spring 2019 (https://ec.europa.eu/info/publications/european-economic-forecast-spring-2019_en)
- Horváth, Á., András, B. & Szabó, B., 2015. Áttekintés a világgazdaság középtávú folyamatairól és a magyar gazdaságra (növekedésre, államháztartásra) gyakorolt hatásáról, Budapest: OGRResearch.
- International Monetary Fund (2018): World Economic Outlook, 2019 April (<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/03/28/world-economic-outlook-april-2019>)
- Magyarország Kormánya (2019): Magyarország Konvergencia Programja 2019 – 2023, 2019. április (https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2019-european-semester-convergence-programme-hungary_hu.pdf)
- Magyar Nemzeti Bank (2018): Költségvetési Jelentés, A 2019. évi költségvetési törvényjavaslatelemzése, 2018július (<https://www.mnb.hu/letoltes/koltsegvetesi-jelentes-2018-hun.PDF>)
- Magyar Nemzeti Bank (2019): Inflációs jelentés, 2019 március (<https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-15.pdf>)
- OECD (2019): OECD Economic Surveys Hungary, January 2019 (https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-hungary_19990529)
- 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.

9. Függelék

Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Nominális Kamatláb															
Hazai állampapírhozam: 1 éves	%	0.7	0.1	0.3	0.3	1.3	2.2	2.7	3.0	3.4	3.6	3.7	3.7	3.7	3.8
Külső kamatláb	%	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	0.6	1.3	1.8	2.1	2.5	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
Árfolyam															
Nominális árfolyam	EUR/HUF	311.5	309.3	318.8	321.0	325.0	329.3	329.7	329.9	331.3	331.2	331.2	331.0	330.8	330.7
Reálárfolyam trend	%	1.2	0.7	0.0	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	-1.0
Árak															
Inflációs cél	év/év, %	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Fogyasztói árindex	év/év, %	0.5	2.5	2.9	3.7	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
GDP deflátor	év/év, %	1.0	3.6	3.2	3.2	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.2
GDP															
Reál GDP	év/év, %	2.3	4.1	4.9	4.5	2.9	2.4	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.7	2.6	2.6
Nominális GDP	év/év, %	3.2	8.1	9.7	8.9	6.3	5.6	5.7	5.7	5.8	5.7	5.6	5.7	5.7	5.6
Kibocsátási rés	%	0.0	0.9	2.0	2.7	2.1	1.3	0.8	0.5	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
Fiskális változók															
Költségvetési egyenleg	GDP %	-1.6	-2.2	-2.2	-1.5	-1.2	-1.7	-2.0	-2.2	-2.3	-2.4	-2.5	-2.5	-2.6	-2.6
Elsődleges egyenleg	GDP %	1.6	0.6	0.3	0.9	1.2	0.7	0.4	0.2	0.1	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Nettó kamategyenleg	GDP %	-3.2	-2.8	-2.5	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.5	-2.6	-2.6
Államadósság	GDP %	76.0	73.4	70.8	66.9	64.8	63.0	61.3	60.2	59.3	58.5	57.9	57.3	56.8	56.4