

Makrogazdasági elemzés és előrejelzés a Költségvetési Tanács részére

2019. május

© Századvég Gazdaságkutató Zrt.

A tanulmány a Költségvetési Tanács megbízásából készült.

A jelentést Regős Gábor makrogazdasági üzletágvezető szerkesztette.

A jelentés egyes részeit készítette: Horváth Diána, Horváth Gergely, Isépy Tamás, Molnár Dániel, Posgay István és Regős Gábor.

Az előrejelzéshez felhasznált adatbázis március 7-én zárult le.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	3
Nemzetközi Környezet	11
<i>Lassú a német gazdaság növekedése.....</i>	<i>11</i>
<i>Lassított a Fed a szigorítása ütemén.....</i>	<i>15</i>
<i>Továbbra is elmarad az infláció az EKB 2 százalékos céljától</i>	<i>17</i>
<i>Az év elején erősödtek a világ vezetői tőzsdéi.....</i>	<i>20</i>
<i>A laza fiskális politika eredményeként jelentősen emelkedhet az államadóság az USA-ban és Kínában</i>	<i>25</i>
<i>A különadók ellenére is emelkedhet a román költségvetési hiány</i>	<i>29</i>
A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és rövid távú kilátásai	31
<i>Felülmúlta a várakozásokat a magyar gazdaság növekedése.....</i>	<i>31</i>
Közel 5 százalékkal nőtt a magyar gazdaság 2018-ban.....	31
Tovább emelkedett a foglalkoztatás és csökkent a munkanélküliség	36
Gyorsult az infláció Magyarországon	39
Változtatott a kamatfolyosón és új programot vezet be az MNB.....	41
Erősödő euró/forint árfolyam, 19 százalékos devizaarány az államadóságon belül	43
Folytatódhat a magyar gazdaság növekedése	50
<i>Feltevéseink alakulása.....</i>	<i>50</i>
<i>A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés</i>	<i>54</i>
2019-ben 1,7 százalék lehet a költségvetési deficit	63
Bevételek.....	64
Kiadások	66
Kamategyenleg	68
Egyenleg és államadóság	68
2020–2022. évi költségvetés	69
A 2020–2022-es költségvetést befolyásoló intézkedések	69
A 2020-as költségvetési előrejelzés	72

A 2021–2022-es költségvetési előrejelzés	74
A Kormány, az Európai Bizottság, az MNB és a Századvég Gazdaságkutató Zrt. előrejelzéseinek összevetése.....	76
Kockázati forgatókönyvek	82
<i>Első alternatív pálya: lazább monetáris politika</i>	<i>82</i>
<i>Második alternatív pálya: miniválság</i>	<i>86</i>
Táblázatok.....	91

Vezetői összefoglaló

Megállt az eurózóna és az Európai Unió lassulása az első negyedévben. Előbbi 1,2, míg utóbbi 1,5 százalékkal nőtt, amely megegyezik az előző negyedéves ütemmel. Az Unió nagy gazdaságai közül egyedül az Egyesült Királyság növekedése tudott érdemben gyorsulni. A gazdasági hangulatindexek és az Európai Bizottság is jelentős lassulást vetít előre az idei évre vonatkozóan az eurózónában. Ezzel szemben az USA gazdasága az elemzői várakozásokat jelentősen felülmúlva, 3,2 százalékkal nőtt az első negyedévben. A növekedés kiegyensúlyozott volt a nettó export, a fogyasztás és a beruházások is érdemben hozzá tudtak járulni.

Az Európai Unióban és az USA-ban is lassult a foglalkoztatás növekedési üteme az első negyedévben, azonban míg előbbi esetében ezt a gazdasági növekedés befolyásolta, utóbbi esetében a kormányzat ideiglenes leállításának volt szerepe benne. Ezzel együtt is az Európai Unióban márciusban 6,4 százalékra, míg az USA-ban 3,8 százalékra mérséklődött a munkanélküliek részaránya.

2020-ra halasztotta az EKB az első kamatemelésének várható időpontját, elsősorban a romló növekedési kilátások és így a lassabb inflációs folyamatok eredményeként. Ehhez hasonlóan a Federal Reserve döntéshozói is lazább hangnemre váltottak, a döntéshozók többsége az idei évre nem vár kamatemelést, illetve csökkentették az eszközállomány leépítésének az ütemét is. A régiós jegybankok közül a csak a Cseh Nemzeti Bank emelte irányadó rátáját, azonban a lengyel és a román jegybank is a cél fölé emelkedő inflációval számol az elkövetkező időszakban.

Emelkedett a kőolaj világpiacon az első negyedévben: a januári 46,54 dollárról március végéig 60 dollár fölé emelkedett a benchmarkként használt Crude kőolaj hordónkénti ára. Ennek eredményeként az USA-ban a januári 1,6 százalékos infláció ugyan februárban még 1,5 százalékra csökkent, azonban márciusban 1,9 százalékra emelkedett. Utóbbi adathoz elsősorban az élelmiszerárak 2,1 százalékos növekedése járult hozzá. Az Európai Unióban ellenben a januári 1,5 százalékos infláció februárban és márciusban 1,6 százalékra emelkedett. Az inflációs folyamatokban az energiaárak játszottak fontos szerepet, a termékcsoporthoz tartozó árak emelkedése a vizsgált időszakban 2,4 százalékról 4,6 százalékra gyorsult.

A világ vezető devizái közül a svájci frank, a jen és a font árfolyama a 2019 január eleje és április vége közötti időszakot tekintve gyengült a dollárhoz képest, míg a jüan és az euró erősödött. Ugyanezen időszak kezdete és vége között a világ legfontosabb tőzsdéi mind erősödtek, a DAX 14,4, a DJI 13,3, az FTSE 8,6, a Shanghai Composite 22,7, a STOXX 13,9, a Nikkei 225 papírjai pedig 13,8 százalékos emelkedést értek el.

Tartósan laza maradhat a fiskális politika Kínában és az Egyesült Államokban, amelynek köszönhetően a világ két legnagyobb gazdaságában jelentősen emelkedhet az államadósság

a következő években az IMF előrejelzése szerint. Ezzel szemben az eurózónában részben a német költségvetésben megjelenő többlet eredményeként stabilan a GDP 1 százaléka alatt maradhat a költségvetési hiány, így az államadósság tovább mérséklődhet a következő években. A visegrádi országok közül Csehországban és Szlovákiában többletes lehet a költségvetés a következő években, míg Lengyelországban 3 százalék fölé emelkedhet a hiánymutató értéke, így az IMF előbbi két gazdaságban csökkenő, míg utóbbi esetében emelkedő adósságpályával számol a következő években. Különadókat vezetett be a román kormányzat az emelkedő hiány finanszírozására, azonban az idei költségvetésben bejelentett intézkedések (bér- és nyugdíjemelések) finanszírozása a lassuló gazdasági növekedés mellett sem megoldott, amelynek eredményeként a költségvetési hiány átlépheti a maastrichti 3 százalékos küszöböt.

2018 negyedik negyedévében a magyar gazdaság 5,1 százalékkal növekedett az egy évvel korábbi szintjéhez képest a nyers és 4,9 százalékkal a szezonális és naptárhatásoktól megtisztított adatok szerint. A 2018-as év egészében a GDP-bővülés üteme 4,9 százalék volt. Termelési oldalról minden ágazat pozitívan járult hozzá a GDP növekedéséhez, a legjelentősebben a szolgáltatások 2,3 százalékponttal. A szolgáltatások hozzáadott értéke 3,9 százalékkal nőtt egy év alatt, amelyen belül kiemelkedett a kereskedelem, gépjárműjavítás, szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás (7,9 százalék), az információ, kommunikáció (7,3 százalék), valamint a szakmai, tudományos tevékenység (5,3 százalék) növekedése. A mezőgazdaság hozzáadott értéke 8,3 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, így 0,3 százalékponttal segítette a bővülést. Az ipar növekedése 4,1 százalék, míg a feldolgozóiparé 4,3 százalék volt, amellyel mindkét ágazat 0,8 százalékponttal segítette a GDP emelkedését. Az építőipar a negyedév során 20,4 százalékkal nőtt, amellyel 0,9 százalékponttal húzta a GDP növekedését. A bővülés az uniós forrásoknak, az állami és vállalkozói beruházások növekedésének, valamint a lakásépítési kedv folyamatos növekedésének volt köszönhető. A lakásépítések emelkedését nagyban segítette a lakásépítés áfakulcsának 5 százalékra való csökkentése, valamint a CSOK jelenléte.

Felhasználási oldalról a negyedik negyedévben a háztartások tényleges fogyasztása 4,3 százalékkal, a fogyasztási kiadások pedig 5,0 százalékkal bővültek, ezzel rendre 2,5 és 2,4 százalékponttal segítve a bruttó hazai termék növekedését. A bruttó állóeszköz-felhalmozás 17,2 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban, amellyel 4,1 százalékponttal járult hozzá a GDP bővüléséhez. A fogyasztás emelkedését a családok növekvő jövedelme és a rekordalacsony munkanélküliség tette lehetővé. 2018 utolsó negyedévében az export volumene 5,6 százalékkal, míg az importé 8,2 százalékkal bővült, így a külkereskedelmi mérleg összességében $-1,7$ százalékponttal lassította a gazdaság növekedését. A szolgáltatások külkereskedelmének a bővüléséhez való hozzájárulása $-0,3$, míg az áruké $-1,4$ százalékpont volt a negyedév során. A negyedik negyedévben a külkereskedelmi egyenleg 509 milliárd forintot jelzett, amely az előző év azonos időszakában mérttől 163 milliárd forinttal maradt el. A háztartások aggregát bizalmi indexe a szezonálisan kiigazított értékek

alapján továbbra is negatív értéket vett fel (-5,1 indexpontot). A mutató mind a megelőző negyedévhez, mind 2017 utolsó negyedévéhez képest romlott.

Tovább emelkedett 2018 utolsó három hónapjában a foglalkoztatottak száma. A negyedéves alapon 11, míg éves alapon 37 ezer fős bővülés eredményeként a foglalkoztatottak szezonálisan kiigazított száma 4 millió 478 ezer főre emelkedett. Ebben közrejátszott, hogy két negyedév stagnálását követően ismét emelkedett az aktivitás, valamint hogy újabb mélypontra, 169 ezer főre csökkent a munkanélküliek száma. Tovább folytatódott a munkaerőpiac szerkezeti átalakulása Magyarországon: növekedett az elsődleges munkaerőpiacon dolgozók száma, míg a közszférában és a Start munkaprogramokban dolgozóké mérséklődött. Emellett kedvező tendencia, hogy a vállalkozások a túlórák kivül az atipikus foglalkoztatási formák bevezetésével is igyekeznek orvosolni a munkaerőhiány problémáját. 2018 egészében 11,3 százalékkal nőtt az átlagos nettó kereset, amely reálértelemben 8,3 százalékos növekedést jelent. A dinamikus béremelkedés oka egyrészt a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, a vállalatok erőteljes munkaerő-kereslete, valamint a közszférát érintő bérrendezések, míg a fedezetet a szociális hozzájárulási adó csökkentése, a 3 százalékot közelítő infláció és az 5 százalékot elérő növekedés jelentette.

2019 első negyedévében tovább folytatódott az árak emelkedése a magyar gazdaságban. A hazai infláció januárban 2,7, februárban 3,1, míg márciusban 3,7 százalék volt. 2019 első negyedévében az infláció 3,2 százalékot tett ki. Az olaj árának növekedését a Kőolaj-exportáló Országok Szövetségének (OPEC) tagországainak csökkentett kitermelése, valamint az iráni szankciók, illetve a növekvő globális kereslet befolyásolta. Az árak növekedését hajtotta a jövedékiadó-emelések következtében 10,0 százalékkal emelkedő dohánytermékek ára, valamint az élelmiszereknél mért 4,9 százalékos áremelkedés is. 2019 első negyedévében a tojás átlagos ára 18,3 százalékkal, a tejé pedig 8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A tojás árának csökkenése elsősorban a kiemelkedően magas bázisidőszaki adatoknak volt köszönhető. Jelentősen csökkent az ára továbbá a cukornak (-6,9 százalékkal), valamint a televízióknak (-7,5 százalék), illetve a friss hazai és déligyümölcsnek (-3,2 százalék). Az élelmiszereken belül jelentősen nőtt az ára a burgonyának (74,9 százalékkal) és a friss zöldségnek (36,7 százalékkal). A jegybank inflációs alapmutatói közül a nyers, szezonálisan kiigazított maginflációs mutató 2019 januárjában 3,2, februárban 3,5, márciusban pedig 3,8 százalékon alakult, az indirekt adóktól szűrt maginfláció pedig 3,0, 3,2, illetve 3,5 százalékot ért el az év első három hónapjában.

Az alapkamaton nem változtatott a Monetáris Tanács ellenben az egynapos betéti kamatot emelte a jegybank a márciusi ülésén, amely azonban így is negatív, -0,05 százalék maradt. Ezen felül csökkentette a gazdaságban lévő likviditást és bejelentette kötvényvásárlási programjának elindítását. Ez utóbbi kettős célt szolgál: javítani a jegybanki transzmissziós mechanizmus működését és diverzifikálni a vállalatok forrászerzési lehetőségeit. Matolcsy György azonban hangsúlyozta a márciusi kamatdöntés követően sajtótájékoztatóján, hogy a

meghozott döntések nem jelentenek kamatemelési ciklust, ezt követően a monetáris politika irányát a negyedéves inflációs jelentések figyelembevételével határozzák majd meg.

Az elmúlt időszakban 2019. február 15-én az S&P, február 22-én pedig a Fitch nemzetközi hitelminősítők nyilatkoztak, és mindkettő a korábbi BBB– pozitív kilátásúról BBB stabil kilátásúra emelte a magyar államadósság besorolását, azaz felminősítette a magyar államadósságot. E lépés több indokát is megemlítette a két hitelminősítő: a magas növekedési kilátásokat, a külső sérülékenység csökkenését és a stabilabb bankrendszert.

Kedvező környezetben tudja az Államadósság Kezelő Központ megújítani az államadósságot, az elmúlt három havi aukciókon jelentős túlereslet volt az állampapírok iránt, azonban a hozamgörbe némiképp meredekebbé vált, amely a kamatemelési várakozások fokozódását jelenti. Ezzel együtt is tovább csökkent az államadósság devizaaránya, március végén már csak 18,3 százalékot tett ki, ellenben a külföldi befektetők részaránya a forint állampapírokon belül kis mértékben, egy év alatt 1 százalékponttal 18,7 százalékra emelkedett.

Magyarország továbbra is megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, hiszen a rövid lejáratú devizatartozás szintjénél jelentősen magasabb (1,6-szeres) a jegybanki devizatartalékok szintje. Év eleje óta 1,1 százalékkal gyengült a forint az euróval szemben elsősorban az MNB laza monetáris politikájának és kommunikációjának köszönhetően, míg a főbb régiós devizák, a lengyel zloty és a cseh korona kismértékben erősödött.

2018-ban a magyar gazdaság növekedése kiemelkedő volt, éves átlagban 4,9 százalékot tett ki. A gazdasági bővülés a teljes előrejelzési horizonton eléri várakozásaink szerint a 3 százalékot, ugyanakkor a 2018-asnál lassabb lesz, részben azért, mert visszatér a potenciális szint közelébe, részben pedig azért, mert a külső környezet kedvezőtlenebbé válik. 2019-re ennek megfelelően 3,9 százalékos, míg 2020-ban 3,5 százalékos növekedésre számítunk. 2021-ben a magyar gazdaság teljesítménye reál értelemben 3,0 százalékkal, míg 2022-ben 3,4 százalékkal növekedhet. A dinamikus, az inflációt érdemben meghaladó bérnövekedés következtében továbbra is a fogyasztás bővülésére számítunk, ez a teljes előrejelzési horizonton a növekedés egyik fő motorja lesz. Becslésünk szerint a háztartások fogyasztási kiadása 2019-ben 4,7 százalékkal, míg 2020-ban 5,0 százalékkal növekedhet. Itt figyelembe vettük a családvédelmi akcióterv fogyasztáskereső hatását is. Tekintettel arra, hogy a reálbérek növekedése bár a teljes előrejelzési horizonton érdemi marad, de mérséklődik és arra, hogy a háztartások az utóbbi években a korábban elmaradt vásárlásaikat pótolják, 2021-re és 2022-re a korábbinál mérsékeltebb, bár így is jelentős, 3,5, illetve 3,6 százalékos fogyasztásbővülésre számítunk.

A kibocsátási rés becslésünk szerint 2018-ban a GDP 2,4 százaléka volt. Ez 2022-ig fokozatosan bezárul: 2019-ben 1,9, 2020-ban 1,1, 2021-ben pedig 0,6 százalékot tehet ki.

A beruházások bővülése is folytatódhat: 2019-ben 9,8 százalékos, 2020-ban 3,9 százalékos, 2021-ben 3,5 százalékos, 2022-ben pedig 3,1 százalékos volumennövekedésre számítunk. Ezzel a bruttó állóeszköz-felhalmozás is hozzá tud járulni a növekedéshez. A beruházások 2020-as lassabb bővülését az uniós források tetőzése okozza, illetve az új lakások kedvezményes áfakulcsa is fokozatosan kifut majd. Tekintettel azonban a vállalati beruházások szintjére, az uniós források ciklikussága ellenére sem számítunk a 2016-oshoz hasonló mértékű visszaesésre. Az elmúlt időszakban számos nagyberuházást jelentettek be. Szintén támogathatják a beruházások bővülését a kormányzat programjai, mint például a Modern Városok, a Magyar Falvak és az Egészséges Budapest programok. A kedvezményes áfakulcs 2019 után már csak azokra a lakásokra vonatkozik, amelyek 2018 októberének végéig rendelkeztek jogerős építési engedéllyel. Az új építésű lakások kedvezményes áfakulcsát célszerű lehet a továbbiakban is fenntartani, kivéve azonban a befektetési célú lakásépítést a körből.

Az export növekedésére idén még várhatóan elmaradhat az importétól, 2020-tól azonban ez prognózisunk szerint megváltozik, így a külkereskedelmi egyenleg alakulása az előrejelzési horizont elején nem, a végén azonban hozzá tud járulni a gazdasági növekedéshez. Az export bővülését kisebb részben a külső kereslet növekedése, nagyobb részben pedig a kapacitásnövelő beruházások segíthetik. Az export volumene így 2019-ben 5,7, 2020-ban 5,3, 2021-ben 5,6, 2022-ben pedig 5,0 százalékkal bővíthet. Az import volumennövekedése eközben 6,1, 5,2, 4,1, illetve 4,3 százalékot tehet ki. A behozatal bővülésében az export növekedésén kívül nagy szerepe van a belső kereslet (fogyasztás, beruházás) bővülésének is.

A folyó fizetési mérleg egyenlege a külkereskedelmi mérleg egyenlegének romlása miatt 2018-ban a GDP 0,5 százalékára csökkent. Az egyenleg várhatóan a teljes előrejelzési horizonton pozitív marad és a külkereskedelmi egyenleg nagymértékben befolyásolja majd. Ezen kívül azonban figyelembe kell venni azt is, hogy a gazdasági növekedés nyomán a külföldi tulajdonú vállalatok profitja is nő, amely nyomán a folyó fizetési mérleg egyenlege csökken. Ezek eredőjeként a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlege 2019-ben 0,3, 2020-ban 0,6, 2021-ben 1,3, 2022-ben pedig 1,9 százalék lehet. A nettó finanszírozási képesség alakulásában fontos szerepe van annak is, hogy az uniós források milyen ütemben érnek be. Így a nettó finanszírozási képesség GDP-arányos értéke 2019-ben 3,1, 2020-ban 3,3, 2021-ben 3,9, 2022-ben pedig 2,9 százalék lehet.

A GDP növekedésével kapcsolatos kockázatok közül a következőket tartjuk fontosnak kiemelni:

- A külső kereslet alakulása: itt kiemelten is kockázatot jelent a német gazdaság gyenge teljesítménye, melyről még nem látni, hogy tartós vagy átmeneti, illetve a Brexit sorsa, amelyről elemzésünk készítésének pillanatában még nincs végleges döntés.
- A mezőgazdaság teljesítményét nagyban befolyásolja az időjárás, így ez a GDP alakulása szempontjából is kockázat.

- Előrejelzésünk elkészítésekor számoltunk versenyképességi intézkedések bevezetésével, így ezek egy részének megvalósulása szükséges a gazdasági növekedés biztosításához, esetleges elmaradásuk negatív kockázatot jelent.
- A vártnál magasabb olajár gyorsabb, míg alacsonyabb olajár lassabb növekedést eredményezhet.
- Az uniós források mértéke az új költségvetési ciklusban: bár ez alapvetően csak az előrejelzési horizont végét érinti, kockázatot jelent, hogy hazánkban milyen volumenű forrás áll majd rendelkezésére, és hogy azok felhasználása mikortól kezdődhet meg.

Idén a foglalkoztatottak száma elérheti a 4,5 millió főt, amely elsősorban a kedvezőtlen demográfiai folyamatok eredményeként lassabb ütemben, de a következő években is tovább emelkedhet. Tovább folytatódhat a munkaerőpiac szerkezeti átalakulása: a versenyszektor munkaerőkereslete továbbra is erőteljes maradhat, míg a foglalkoztatás bővülését lassíthatja a közszféra és a közfoglalkoztatás csökkenése, amely azonban kedvező tendenciát jelent. A munkanélküliek száma idén 157 ezer főre, majd jövőre 144 ezer főre csökkenhet, amely rendre 3,4, illetve 3,1 százalékos rátát jelent, majd 2020 után a mutató értéke 3,0 százalékon stabilizálódhat. A munkanélküliek körében is elsősorban az átmeneti munkanélküliség lehet a meghatározó, azonban az elhelyezkedés megkönnyítéséhez és a versenyképesség javításához szükség van a különböző képzési programokra. A bruttó átlagkereset idén 10,3 százalékkal, míg jövőre 9,6 százalékkal emelkedhet, elsősorban a munkaerőhiány eredményeként, de ezt támogatja a 4 százalék körüli növekedés, a 3 százalék feletti infláció és a szociális hozzájárulási adó csökkentése is. A 9 százalék körüli béremelkedés a következő években is fennmaradhat, azonban ehhez jelentős hatékonyságjavulásra van szükség a vállalatok részéről. A lassabb béremelkedés és a magasabb infláció miatt lassulhat a reálbér emelkedésének az üteme, azonban ez továbbra is bőven 5 százalék felett maradhat (idén 6,8, jövőre 6,3) amely jelentős mértékben javítja a bérből élő háztartások jövedelmi helyzetét.

Az infláció az elmúlt időszakban meglehetősen volatilis alakult, márciusra 3,7 százalékgig emelkedett. Prognózisunk szerint a pénzromlás mértéke a teljes előrejelzési horizonton a jegybank célja körül, éves átlagban kismértékben afölött alakulhat. Az infláció idén 3,2, jövőre 3,1, 2021-ben és 2022-ben pedig egyaránt 3,2 százalék lehet. Rövid távon az inflációt felfelé hajtja a forint korábbinál gyengébb árfolyama, az élénk belső kereslet és a bérek erőteljes növekedése. Fékezi azonban az áremelkedést a tartósan alacsony külső inflációs környezet. A maginfláció szintje 2019-ben 3,6, 2020-ban 3,1 százalék lehet. Fontos viszont hangsúlyozni, hogy a becsült inflációs pálya szoros összefüggésben áll a várt monetáris kondíciókkal, így azok teljesülése szükséges az inflációs mutatók várt szintjének eléréséhez, valamint hogy az infláció alakulásában nagy szerepe van az olajárak, illetve ezen keresztül az üzemanyagárak alakulásának. Hosszabb távon az infláció fékeződése irányában hathat a kibocsátási rés záródása.

A Magyar Nemzeti Bank monetáris tanácsa márciusi ülésén bár változatlanul hagyta az alapkamatot, de döntött szigorító lépésekről. A jegybank tájékoztatása szerint a további lépések a beérkező adatok függvényében történnek, szem előtt tartva a jegybank inflációs célját, illetve figyelembe véve az infláció növekedését eredményező belső, és az azt fékező külső folyamatokat. Ez alapján a júniusi ülésen az alapkamat továbbra is változatlan maradhat, de a swapállomány kismértékű csökkentése és az overnight betéti kamat (vagy esetleg a hitelkamat) kismértékű emelése megtörténhet. A kamatemelési nyomás azonban várhatóan nem az Európai Központi Bank irányából érkezik, hanem az infláció növekedése miatt válik szükségessé. Az alapkamat emelésére prognózisunk szerint legkorábban az év második felében kerülhet sor. Így azt várjuk, hogy az alapkamat 2019 végén 1,05 százalék, 2020 végén 1,5 százalék, 2021 végén 2,0 százalék, 2022 végén pedig 2,2 százalék lehet. Ez tehát azt jelenti, hogy a monetáris politika a teljes előrejelzési horizonton laza marad még akkor is, ha a korábbinál szigorúbb lesz.

A költségvetés tekintetében a kormányzati tervekben szereplő, a GDP 1,8 százalékát kitevő deficit alatti, 1,7 százalékos hiánnyal számol intézetünk 2019-re. Ez egyet jelent azzal is, hogy az idei év lehet zsinórban a nyolcadik, amikor országunk teljesíteni tudja a 3 százalék alatti költségvetési deficit célt. A GDP-arányos bruttó államadósság tekintetében 67,5 százalékos szintet várunk. A becsült értékek és a tényleges teljesülés közötti különbség alakulására – a költségvetési hiány alakulásán keresztül – az európai uniós források beérkezésének a mértéke, valamint a Kormány demográfiát és versenyképességet érintő intézkedései jelentenek kockázatot.

Kivetítésünk alapján 2020-ban a kormányzati szektor ESA-egyenlege a GDP arányában – 1,3 százalékon teljesülhet szemben a 2019. évi konvergencia programban szereplő – 1,5 százalékos értékkel. Az államadósság maastrichti kritériumok alapján kalkulált hiánya 2020-ban a GDP 64,2 százalékát éri majd el, ami a 2019-re becsült 67,5 százalékhoz képest 3,2 százalékpontos csökkenést jelent. A becsült hiányra és államadósságra vonatkozó értékeket felhasználva a középtávú makroökonómiai modellünkben 2021-re várhatóan a költségvetés ESA-hiánya 1,7 százalékon, az államadósság pedig 62,0 százalékon teljesülhet, 2022-re pedig rendre 1,7 és 59,9 százalékot tehet ki a két mutató.

Elemzésünkben összevetettük az Európai Bizottság, a Magyar Nemzeti Bank, a Kormány (Pénzügyminisztérium), illetve a Századvég Gazdaságkutató aktuális előrejelzéseit. Míg a Magyar Nemzeti Bank és a Századvég Gazdaságkutató előrejelzése márciusban, a Pénzügyminisztériumé pedig áprilisban jelent meg, addig az Európai Bizottságé májusban. Az egyes előrejelzések közötti eltérések tehát nagyrészt az előrejelző modellek és a külső feltevések eltéréséből adódhatnak, illetve lehetséges, hogy a Pénzügyminisztérium már olyan intézkedéseket is beépített az előrejelzésébe, amelyek még nem publikusak. Az egyes előrejelzések legfontosabb megállapításai azonosak, eltérés csupán a konkrét értékekben található. 2019-re mind a négy prognózis 4 százalék körüli gazdasági növekedést vár, míg

2020-ra csak a Pénzügyminisztérium ennyire optimista, a másik három prognózis 2,8–3,5 százalékos növekedést valószínűsít. Mind a négy prognózis megegyezik abban, hogy a bérek növekedése nyomán érdemben tud tovább bővülni a fogyasztás, és így továbbra is a gazdasági növekedés húzóereje lesz. Szintén megegyeznek az előrejelzések abban, hogy a beruházások alakulása is segíti majd a növekedést, ám itt a növekedés mértékét tekintve vannak eltérések. 2019-re mind a négy előrejelzés azt várja, hogy az import növekedése erőteljesebb lesz, mint az exporté, ám a mértékben vannak eltérések. 2020-ra csupán a Századvég és az MNB prognózisa számol azzal, hogy az export növekedésének volumene nagyobb lesz, mint az importé. Az infláció az egyes előrejelzések szerint idén 2,7 és 3,2 százalék között, míg jövőre 2,8 és 3,2 százalék között alakulhat. A munkanélküliségi ráta a tavalyi 3,7 százalékról idén 3,3–3,6 százalékra, jövőre 2,9–3,5 százalékra csökken. A várakozások szerint a költségvetési deficit idén és jövőre is a GDP 3 százaléka alatt marad, az államadósság rátája pedig tovább csökken.

A Századvég Gazdaságkutató Zrt. által felállított makroprognózis alappályáját számos pozitív és negatív kockázat övezi. A következőkben ezért bemutatunk két alternatív forgatókönyvet. Az első alternatív pálya mentén azt tesszük fel, hogy a jegybank az alappályán vártnál lazább monetáris kondíciókat alkalmaz, és az alapkamatot csak 2021-től kezdi emelni, de a nemkonvencionális szigorítás üteme is mérsékeltebb lesz az alappályán vártnál. Ez egyrészt gyengébb forintárfolyamot eredményez, ami részben segíti az exportot, részben azonban az inflációt növeli. Másrészt a lazább monetáris politika a kamatok tartósan alacsonyan tartásán keresztül serkenti a beruházásokat. Ugyanakkor a magasabb infláció a reáljövedelmek csökkenését eredményezi, így a fogyasztás növekedését is lassítja. Arra számítunk ugyanakkor, hogy a lazább monetáris politika az inflációs folyamatok nyomán 2021-től gyorsabban szigorodik, ami a gazdasági növekedést lassítja. Így az első alternatív pályán 2019-re 4,1, 2020-ra 3,8, 2021-re 2,4, 2022-re pedig 3,1 százalékos gazdasági növekedést várunk. Eközben az infláció a négy évben rendre 3,5, 4,2, 4,0, illetve 3,6 százalékot tehet ki. A GDP-arányos államadósság ugyanakkor az előrejelzési horizont végére az alappályán vártnál némileg erősebben, 59,9 helyett 59,2 százalékra mérséklődik.

A második alternatív pályán egy miniválságot mutatunk be, amely rövid ideig tart és messze nem olyan súlyos, mint a 2008-as. Azzal a feltételezéssel élünk, hogy a külső kereslet 2019-ben és 2020-ban alig növekszik, 2021-ben azonban az alappályán vártnál erőteljesebben nő a korábbi alacsonyabb növekedések korrekciójaként. Így 2019-ben 2,0, 2020-ban 2,1, 2021-ben 4,3, 2022-ben pedig 3,7 százalékos gazdasági bővülésre számítunk az alappályá mentén. Ezzel az egyes években az infláció az alappályán vártnál alacsonyabb lesz, rendre 2,9, 1,6, 2,1, illetve 2,4 százalék. Tekintettel a magasabb költségvetési hiányra, illetve a nominális GDP alacsonyabb szintjére, a GDP arányos államadósság becslésünk szerint 2022-re az alternatív pályán 59,9 helyett csak 63,7 százalékra mérséklődik.

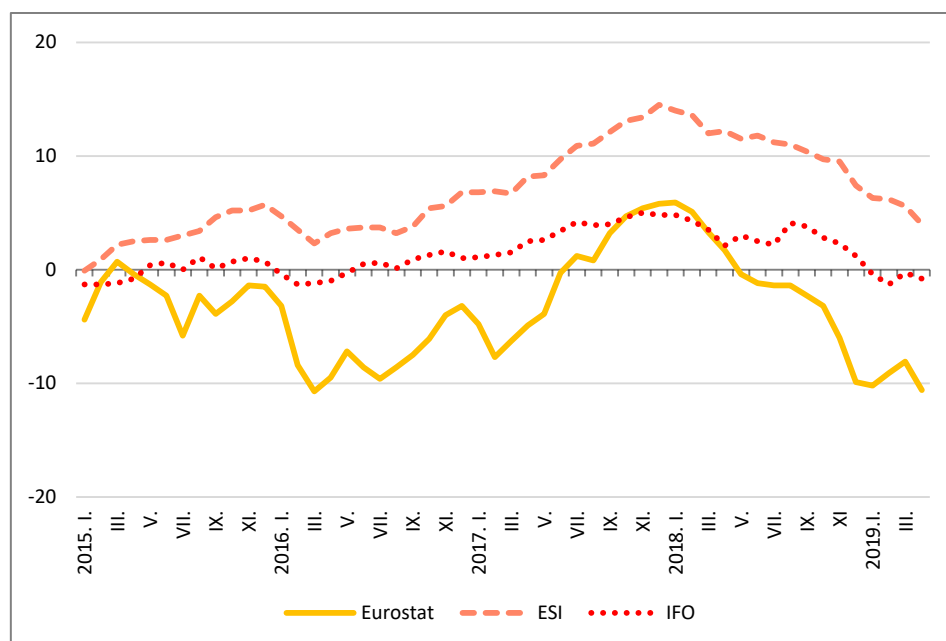
Nemzetközi Környezet

Lassú a német gazdaság növekedése

Az első negyedévben az Európai Unió GDP-je éves alapon 1,5 százalékkal, míg az eurózónáé 1,2 százalékkal nőtt, amely ütem megegyezik a tavalyi utolsó negyedévessel. Ezzel szemben a negyedéves növekedésben 0,2 százalékpontos gyorsulás történt rendre 0,5, illetve 0,4 százalékra a szezonálisan és naptárhatástól kiigazított adatok alapján. Az első becslés keretében 20 tagország szolgáltatott adatot, ezek közül a leggyorsabb ütemben éves alapon a magyar gazdaság nőtt 5,2 százalékkal, majd a román 5,1 százalékkal és a lengyel 4,6 százalékkal. Mindhárom gazdaság esetében ez gyorsulást jelent az utolsó negyedéves növekedési adathoz viszonyítva. A többi visegrádi ország közül Szlovákia 3,9 százalékkal, míg Csehország 2,5 százalékkal nőtt éves alapon, mindkét adat 0,1 százalékpontos lassulás az előző negyedévi adathoz viszonyítva. Az Unió nagyobb gazdaságai közül a német éves alapon 0,7 százalékkal nőtt, amely 0,1 százalékpontos gyorsulást jelent, míg az olasz gazdaság az előző negyedéves stagnálás után minimális mértékben 0,1 százalékkal nőtt. A francia gazdaság GDP-je éves alapon 1,1 százalékkal, az utolsó negyedévesnél kismértékben gyorsabban bővült, míg az Egyesült Királyságban a Brexit körüli bizonytalanság ellenére is 1,8 százalékos növekedést mértek, amely 0,4 százalékponttal gyorsabb a negyedik negyedéves adatnál.

Az elmúlt időszakban tovább csökkent az eurózóna hangulatváltozását mérő főbb indexek értéke, vagyis tovább romlott a gazdasági hangulat az euróövezetben, amely alapján még inkább lassulhat az európai gazdaság növekedési üteme. Az euróövezet gazdasághangulat-indexe (ESI) a decemberi 7,4 bázispontról áprilisig 4,0 bázispontra csökkent. Ez éves alapon jelentős, 8,2 bázispontos mérséklődést jelent, azonban a hangulatindex romlása már 2018 elején megkezdődött. Ezzel szemben az Eurostat euróövezeti bizalmi indexe összességében stagnált az elmúlt időszakban a decemberi -9,9 bázispontot áprilisban -10,6 bázispontos indexérték követte. Vagyis ezen index alapján nem romlottak tovább az eurózóna kilátásai. Azonban hangsúlyoznunk kell, hogy egy évvel ezelőtt még pozitív, 1,7 bázispont volt a mutató értéke vagyis jelentős visszaesés történt és immár többségben vannak azok, akik kedvezőtlen véleménnyel rendelkeznek. A német gazdaság üzletihangulat-változását kifejező Ifo-indikátor értéke decemberben még 1,2 bázisponton állt, míg az idei évben átfordult a negatív tartományba, áprilisban -0,8 bázispontra mérték. Ez éves alapon 2,9 bázispontos csökkenést jelent, vagyis az eurózóna gazdasági kilátásaival párhuzamosan annak legnagyobb gazdaságában is tovább romlottak az üzleti várakozások az év első hónapjaiban.

1. ÁBRA: A KÖVETKEZŐ 12 HÓNAP ÁLTALÁNOS GAZDASÁGI HELYZETÉRE ÉS A GAZDASÁGI HANGULATRA VONATKOZÓ BIZALMI INDEXEK



Megjegyzés: az Eurostat- és az ESI-indikátorok az eurózónára, az Ifo mutatója a német gazdaságra vonatkozik. Forrás: Eurostat, Ifo

Tavaszi előrejelzésében jelentősen csökkentette az Európai Unió növekedési kilátását az Európai Bizottság. Az őszi előrejelzésben még 1,9 százalékos bővülést valószínűsített idénre, amelyet jövőre 1,8 százalékos növekedés követett volna, míg a legfrissebb prognózis szerint az EU gazdasága idén csak 1,4 százalékkal bővíthet, amely jövőre is csak 1,6 százalékra gyorsulhat. Az előrejelzés romlásában a kedvezőtlen gazdasági folyamatok játszanak szerepet, amely már 2018 második felétől lassítja a gazdaság bővülését. A Bizottság a kereskedelmi problémákat, a némiképp szigorodó pénzügyi kondíciókat, illetve a magasfokú bizonytalanságot emeli ki, amelyet tovább fokoztak az eurózóna legnagyobb gazdaságának belső problémái elsősorban a gépjárműgyártás ágazatban, valamint a Brexit körüli bizonytalanság. A Bizottság azonban további negatív kockázatokat hangsúlyoz a növekedési kilátásokkal kapcsolatban: elsősorban az USA protekcionista gazdaságpolitikájára és az európai autókra és alkatrészekre kivetendő vám veszélyeire hívják fel a figyelmet, amely mellett a kínai gazdaság lassulását, a megállapodás nélküli Brexitet, a feldolgozóipari lassulás tartóssá válását és az európai parlamenti választás körüli bizonytalanság beruházásokra gyakorolt hatását emelik ki.

Az előrejelzés szerint a német gazdaság az idén fél százalékkal nőhet, amely jelentős, 1,3 százalékpontos csökkenés az őszi prognózishoz képest és jövőre is csak 1,5 százalékra gyorsulhat az Unió legnagyobb gazdaságának növekedési üteme. Franciaország esetében idénre 1,3 százalékos, míg jövőre 1,5 százalékos növekedést vár a jelentés, míg Olaszország esetében az idei 0,1 százalékos bővülést 0,7 százalékos követheti 2020-ban. Ez előbbi gazdaság esetében kismértékben, míg utóbbi esetében jelentősen kisebb, mint az őszi

előrejelzésben foglaltak. Az Egyesült Királyság esetében a Brexit körüli, immár tartóssá váló bizonytalanság ellenére 1,3 százalékos növekedést valószínűsítenek idénre és jövőre is a Bizottság szakértői, amely minimális mértékben még kedvezőbb is az őszi előrejelzéshez viszonyítva. A friss prognózis szerint a visegrádi országok továbbra is jelentősen az uniós átlag felett bővíhetnek. A leglassabb növekedést Csehországban valószínűsítik, ahol az idei 2,6 százalékos bővülést jövőre 2,4 százalékos követheti. Magyarországon 3,7, illetve 2,8, Lengyelországban 4,2, illetve 3,6, míg Szlovákiában 3,8, illetve 3,4 százalékos növekedést valószínűsít a Bizottság 2019-re, illetve 2020-ra. Szlovákia és Csehország esetében ez a korábbinál némiképp lassabb, míg Magyarország és Lengyelország esetében a korábban prognosztizálthoz képest gyorsabb növekedést jelent.

Az USA gazdasága a negyedik negyedéves 2,2 százalékos éves növekedés után az idei első negyedévben 3,2 százalékkal bővült, miközben az elemzők csupán 2,1 százalékos növekedést valószínűsítettek. A növekedéshez felhasználási oldalról nézve minden tényező hozzájárult: a fogyasztási kiadások 1,2 százalékkal nőttek és így 0,82 százalékpontot adtak a növekedéshez, a beruházások 5,1 százalékkal bővültek 0,92 százalékpontot adva a növekedéshez. A kormányzati fogyasztás az év eleji leállás ellenére 2,4 százalékkal nőtt, így 0,41 százalékponttal gyorsította a növekedést, míg a nettó export az export 3,7 százalékos növekedése és az import 3,7 százalékos visszaesése révén 1,03 százalékpontot adott a növekedésből.

1. táblázat: Az elmúlt negyedévek GDP-növekedése (szezonálisan kiigazított adatok alapján*, év/év index, százalék)

Ország	2018. II.	2018. III.	2018. IV.	2019. I.
Euróövezet	2,2	1,6	1,2	1,2
Európai Unió	2,2	1,8	1,5	1,5
Ausztria	3,0	2,5	2,1	1,4
Csehország	2,3	2,4	2,6	2,5
Egyesült Királyság	1,4	1,6	1,4	1,8
Franciaország	1,7	1,4	1,0	1,1
Hollandia	3,0	2,4	2,0	1,9
Lengyelország	5,4	5,6	4,5	4,6
Magyarország	4,8	5,3	4,9	5,2
Németország	2,0	1,2	0,6	0,7
Olaszország	1,0	0,5	0,0	0,1
Románia	4,3	3,9	4,0	5,1
Spanyolország	2,6	2,5	2,3	2,4
Szlovákia	4,2	4,3	3,9	3,8
Egyesült Államok	2,9	3,0	3,0	3,2

Forrás: Eurostat

Az Európai Unióban és az USA-ban is lassult a foglalkoztatás növekedési üteme

A gyorsuló gazdasági növekedés ellenére lassult a foglalkoztatás növekedési üteme az első negyedévben az USA-ban. Három hónap alatt összesen 557 ezer új nem mezőgazdasági munkahely jött létre, amely közel 150 ezerrel elmarad az tavalyi utolsó negyedéves és közel 130 ezerrel az egy évvel ezelőtti adattól. A foglalkoztatás elsősorban a szolgáltató szektorban, azon belül is az oktatásban és az egészségügyben emelkedett, míg az építőiparban és a feldolgozóiparban érdemben nem változott a foglalkoztatás. A márciusi adatok alapján az aktivitás már nem tud érdemben emelkedni, az év harmadik hónapjában a munkaerő-részvételi ráta 63,0 százalék volt, amely csupán 0,1 százalékponttal magasabb az egy évvel ezelőtti rátához viszonyítva. Ugyanígy a teljes foglalkoztatást mutatja, hogy a munkanélküliségi ráta sem tud érdemben tovább csökkeni, márciusban a mutató értéke 3,8 százalékon állt, amely 0,2 százalékpontos csökkenés az előző évhez viszonyítva. Az átlagos órabérek az egyre feszebb munkaerőpiac következtében az első negyedévben 3,3 százalékkal nőttek, amely megegyezik az utolsó negyedéves ütemmel és 0,6 százalékponttal meghaladja a tavalyi első negyedéves növekedést. Ez az infláció hatását is figyelembe véve 1,6 százalékos reálbéremelkedést jelent az első negyedévben.

Az Európai Unióban tovább lassult és már csak 1,1 százalékot (a negyedik negyedévben még 1,2 százalék volt) tett ki a foglalkoztatás éves növekedési üteme az első negyedévben, míg az eurózónában 1,3 százalékos bővülést mértek, amely megegyezik az utolsó negyedéves adattal. Negyedéves alapon mindkét gazdaságban 0,3 százalékkal nőtt a foglalkoztatás a szezonálisan kiigazított adatok alapján.

Márciusban az Európai Unióban 6,4, míg az eurózónában 7,7 százalékra csökkent a munkanélküliségi ráta. Előbbi 0,8, míg utóbbi 0,6 százalékpontos csökkenést jelent az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az Európai Unió esetében ez a legalacsonyabb ráta a havi adatközlés 2000 januári kezdete óta, míg az eurózóna esetében a jelenlegi arányszám a 2008 szeptemberi szintnek felel meg. A magas munkanélküliségi rátával rendelkező országok közül Görögországban egy év alatt 2,1 százalékponttal 18,5 százalékra, Spanyolországban 1,9 százalékponttal 14,0 százalékra, míg Olaszországban 0,7 százalékponttal 10,2 százalékra csökkent a munkanélküliek részarány egy év alatt. A nagyobb gazdaságok közül Németországban 0,3 százalékponttal 3,2 százalékra, Franciaországban 0,4 százalékponttal 8,8 százalékra, az Egyesült Királyságban pedig 0,4 százalékponttal 3,8 százalékra mérséklődött a ráta értéke. A legalacsonyabb rátát továbbra is Csehországban mérték (1,9 százalék), őt Németország, Hollandia (3,3 százalék), valamint Magyarország és Lengyelország (egyenként 3,4 százalék) követte.

Az Európai Bizottság tavaszi előrejelzésében a tavalyi 1,3 százalék után idén 0,8 százalékos, majd a következő évben 0,7 százalékos foglalkoztatás-bővülést vár az Európai Unióban.

Ennek eredményeként a munkanélküliségi ráta 2020-ig 6,2 százalékgig csökkenhet. Az egy főre jutó keresetek várhatóan 2,6, illetve 2,8 százalékkal nőhetnek idén és jövőre, amely reálértelemben rendre 1,1 és 1,2 százalékos növekedést jelent. A Bizottság az elemzésben továbbá kiemeli, hogy a válság óta jelentős mértékben nőtt a foglalkoztatás, azonban a munkaórák száma nem követte le ezt a folyamatot, elsősorban a részmunkaidős foglalkoztatás elterjedése miatt. Emellett hangsúlyozzák, hogy a munkaerő-tartalék (az alulfoglalkoztatottak és a dolgozni kívánó inaktívok) folyamatosan mérséklődik a munkanélküliséggel együtt, azonban számuk továbbra is közel 8 millió főt tesz ki, azonban ennek ellenére is tovább emelkedik az üres álláshelyek aránya és a munkaerőt, mint a termelést gátló tényezőt megjelölő cégek aránya egyes országokban.

Az Európai Központi Bank hasonlóan a Bizottságoz a lassabb gazdasági növekedéssel párhuzamban lassuló foglalkoztatásbővülést vár a következő években. A márciusi előrejelzés szerint évente átlagosan 0,6–0,7 százalékkal nőhet a foglalkoztatottak száma 2021-ig, míg decemberben ennél 0,2 százalékponttal gyorsabb növekedésre számítottak évente. Ennek eredményeként a munkanélküliség is a korábban vártnál lassabb ütemben, 2021-ig 7,5 százalékra mérséklődhet. Az előrejelzés szerint továbbá a bérek idén 2,1 százalékkal nőhetnek, amit jövőre 2,4 százalékos, majd 2021-ben 2,6 százalékos növekedés követhet, ez minimális mértékben lassabb növekedés a decemberi előrejelzéshez viszonyítva.

Lassított a Fed a szigorítása ütemén

A várakozásoknak megfelelően nem változtatott irányadó rátáján az Európai Központi Bank az elmúlt időszakban, azonban a márciusi kamatdöntés több szempontból is változást hozott. A közleményben kiemelik, hogy a jelenlegi kamatszint legalább 2019 végéig vagy tovább fennmaradhat, amíg az infláció el nem éri a 2 százalékos jegybanki célt, míg a korábbi közleményekben az előretékintő iránymutatás csak 2019 nyaráig jelezte a változatlan kamatkondíciókat. Emellett a jegybank 2019 szeptemberétől elindítja a harmadik TLTRO-programját (célzott, hosszabb lejáratú refinanszírozási műveletek), ennek keretében a hitelezés ösztönzése érdekében a kereskedelmi bankoknak a jegybankképes hitelállományuk 30 százalékáig az EKB 2 éves futamidővel forrást biztosít. A korábbi programokhoz hasonlóan minél többet hiteleznek majd a kereskedelmi bankok, annál kedvezőbb finanszírozást biztosít az EKB. A programot a jegybank 2021 márciusáig kívánja folytatni. Ezzel szemben az eszközvásárlási programokra vonatkozó jegybanki kommunikáció nem változott, az EKB továbbra is megújítja a lejáró kötvényeket, és ezt a gyakorlatot a kamatemelések megkezdését követően is folytatni tervezik. Emellett friss előrejelzésében az EKB rontott az inflációs várakozásain. A jegybank idén 1,2 százalékos inflációval számol, amelyet jövőre 1,5 százalékos, majd 2021-ben 1,6 százalékos áremelkedés követhet, szemben a decemberi előrejelzésben közölt rendre 1,6, 1,7 és 1,8 százalékos adattal.

A 2018-as 4 kamatemelést követően idén még nem változtatott irányadó rátáján a Federal Reserve Nyílt Piaci Bizottsága (FOMC). A májusi kamatdöntő ülést követően a közleményben a továbbra is erős munkaerőpiacot emelték ki, azonban hangsúlyozták, hogy a háztartások fogyasztása és a vállalati beruházások lassultak az első negyedévben, míg az infláció a 2 százalékos jegybanki cél alá csökkent. Emellett a májusi kamatdöntéssel döntöttek a válság után felhalmozott eszközállomány leépítési üteméről: az állampapírok állományát havonta a korábbi 30 milliárd dollár helyett 15 milliárd dollárral csökkentik, míg a jelzálogalapú értékpapírokét továbbra is 20 milliárd dollárral. A márciusi kamatdöntéshez kapcsolódó dot-plot alapján a döntéshozók többsége (11 fő) nem vár kamatemelést az idei évre vonatkozóan. A Fed a decemberi előrejelzéséhez viszonyítva lassabb növekedést vár legfrissebb előrejelzésében: idénre 2,1 százalékot, jövőre pedig 1,9 százalékot, szemben a decemberi 2,3, illetve 2,0 százalékkal. Az infláció azonban az előrejelzés szerint a 2 százalékos jegybanki cél körül alakulhat a következő években, érdemi eltérésre nem számít a Fed.

Nem emelte irányadó rátáját az elmúlt időszakban a Bank of England, így az továbbra is 0,75 százalékon áll. A májusi inflációs jelentés alapján a pénzromlás üteme az előrejelzési horizont első felében (2020 végéig) kismértékben a 2 százalékos cél alatt maradhat és csak ezt követően érheti el a jegybanki célt. A növekedés ezzel szemben idén 1,5 százalék lehet, amely jövőre 1,6 százalékra, majd rákövetkező évben 2,1 százalékra emelkedik. Ez idén 0,3, jövőre 0,1, míg 2021-ben 0,2 százalékponttal magasabb, mint a februári inflációs jelentésben közölt előrejelzés. A növekedés ellenben jelentős volatilitást mutathat a következő időszakban elsősorban a Brexit körüli bizonytalanság miatt, amely legfőképp a beruházási döntésekre van negatív hatással.

November után május eleji ülésén is emelte irányadó rátáját a Cseh Nemzeti Bank, így az alapkamat már 2,0 százalék Csehországban. A jegybank a lépést azzal indokolta, hogy a belső inflációs nyomás, azon belül is az emelkedő élelmiszerárak miatt az infláció a 2 százalékos cél fölé, azonban a célsávon belülre emelkedhet idén. Azonban az importált infláció csökkenése, a korábbinál lassabb bér- és gazdasági növekedés következtében a jövő év elejére az infláció visszatérhet a jegybanki célhoz. Éves átlagban a legfrissebb inflációs jelentés alapján idén 2,7 százalékkal, míg jövőre 2,1 százalékkal emelkedhetnek az árak Csehországban, míg a GDP a tavalyi 2,9 százalék után idén 2,5, 2020-ban pedig 2,8 százalékkal nőhet.

Továbbra is tartja 1,5 százalékos irányadó rátáját a Lengyel Nemzeti Bank. A márciusi kamatdöntéshez kapcsolódó kommentárban a jegybank kiemeli, hogy habár 2019 elején emelkedtek az olajárak, még mindig nem érezhető inflációs nyomás a gazdaságban. A jegybank emellett valamivel lassabb gazdasági növekedést vár: a tavalyi 5,1 százalékos növekedést idén 4,0 százalékos bővülés követheti, ami 2021-ig fokozatosan 3,5 százalékra lassulhat. A márciusi inflációs jelentés alapján az áremelkedés üteme idén 1,7 százalék lehet,

amelyet jövőre kismértékben az inflációs cél feletti pénzromlás (2,7 százalék) követhet. A jegybank 2,5 százalékos célját ellenben 2021-re érheti el az infláció Lengyelországban.

Májusban sem emelte 2,5 százalékos alapkamatát a Román Nemzeti Bank, annak ellenére sem, hogy a februári 3,83 százalékos infláció márciusban 4,03 százalékra, míg áprilisban 4,11 százalékra emelkedett, miközben a román inflációs célsáv felső határa 3,5 százalék. Az inflációs folyamatokban a gyümölcsök és a zöldségek, az üzemanyagok és a dohánytermékek áremelkedése mellett a maginflációs folyamatok is jelentős szerepet játszottak. A jegybank legfrissebb inflációs jelentése alapján a következő három negyedévben a pénzromlás üteme az inflációs célsáv felső határa fölött maradhat és csak az előrejelzési horizont végén térhet vissza az alá.

Továbbra is elmarad az infláció az EKB 2 százalékos céljától

Az idei év első negyedévében a globális inflációs folyamatokat alapvetően meghatározó világpiaci olaj ára az előző év negyedik negyedévéhez képest folyamatos emelkedést mutatott. A benchmarkként használt Crude kőolaj hordónkénti ára a januári nyitó, 46,54 dolláros árról a negyedév végére 60,14 dollárra emelkedett, mely 29,2 százalékos növekedést jelent. A növekedési trend lelassulni látszik áprilistól kezdődően, a májusi nyitóár mindössze 63,6 dollár volt.

Az olaj iránti kereslettel kapcsolatos várakozások stabilak, a 2018-as napi 1,3 millió hordós szintről 2019-re 1,4 millió hordóra történő emelkedéssel számolnak az elemzők.

A kereslet Kínában, Indiában és az Egyesült Államokban körülbelül napi 1 millió hordóval nőtt a január-februári időszakban. Az OECD keresletének visszaesése folytatódott 2019 első negyedévében, de ez az USA vezetésével majd javulni fog. Emellett az OECD-n kívüli ázsiai országok kereslete is dinamikusabban bővült az első negyedév során. Márciusban csökkent a globális olajkínálat, köszönhetően a venezuelai termelés drasztikus visszaesésének (és az ellene hozott szankcióknak), illetve az OPEC+ csökkentett kitermelésének, míg az OPEC-en kívüli termelés idén várhatóan napi 1,7 millió hordóval bővül, szemben a tavalyi év napi 2,8 millió hordós értékével. A szaúdi kibocsátás kétéves mélypontot ért el az első negyedévben, mindezek mellett pedig az Irán elleni szankciók hatékonyabb betartása is szűkítette a kínálatot, de a bizonytalan líbiai helyzet is negatív hatással volt. Tehát a kínálat szűkülése, illetve az ezzel párhuzamosan meginduló keresletbővülés hajtotta fel az olajárakat 2019 első negyedévében.

Változókéony képet mutatott az infláció az USA-ban az első negyedévben. A szezonálisan kiigazított havi inflációs szint januárban 0,0 százalék, februárban 0,2 százalék, míg márciusban 0,4 százalék volt. Éves viszonylatban a szezonális kiigazítás nélküli fogyasztóiár-index (CPI-U) a januári 1,6 százalék után februárban 1,5 százalékra csökkent, márciusban pedig már 1,9 százalékot tett ki. 12 hónapot tekintve a márciusi 1,5 százalékos növekedésen

belül minden összetevő ára nőtt februárhoz képest, kivéve az energiaárakat, melyek 0,4 százalékos csökkenést mutattak. Az élelmiszerárak viszont 2,1 százalékos növekedést produkáltak, mely 2015 áprilisa óta a legmagasabb érték.

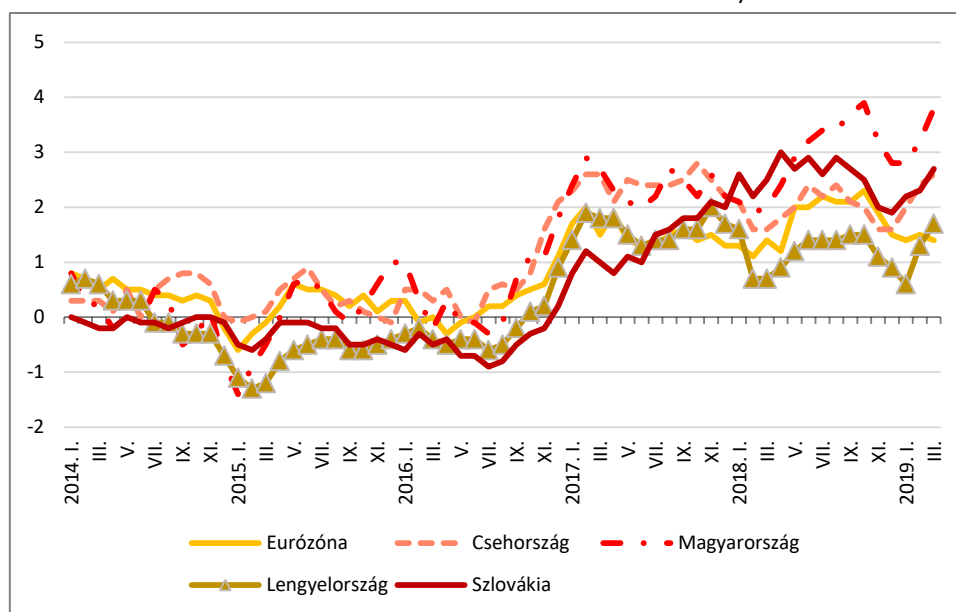
Az áremelkedés az EU és az eurózóna esetében az első negyedévben stagnáló tendenciát mutatott. Az EU egészében és az eurózónában a januári 1,5, illetve 1,4 százalékos infláció februárra egységesen 0,1 százalékponttal emelkedett 1,6, illetve 1,5 százalékra. Márciusban az Európai Unióban 1,6 százalékon stagnált az infláció, míg az eurózónát tekintve 1,4 százalékra csökkent.

Az energiaárak fontos szerepet játszanak az infláció alakulásában, az EU egészét tekintve az energiaárak januárban 2,4 százalékos, februárban 3,2 százalékos, márciusban pedig 4,6 százalékos éves növekedést mutattak. Ugyanezen periódusban az eurózóna országai esetében az energiaárak a januári 2,7 százalék után februárban 3,6, míg márciusban 5,3 százalékos növekedést mutattak. Ezen kívül átlag felett emelkedett még a szolgáltatások, az alkoholos és nem alkoholos italok, valamint a dohányárak ára is.

A maginfláció éves szinten az EU-ban januárban és februárban 1,4, míg márciusban 1,3 százalékot tett ki. Az eurózóna esetében valamivel alacsonyabb adatokról beszélhetünk, a januári és februári 1,2 százalékos értékeket követően márciusban 1,0 százalék volt a maginfláció.

Az eurózónán belül tagországokra lebontva lényeges eltérések adódnak az első negyedéves adatok alapján. Hollandiában a januári 2 százalékos értéket követően márciusban már 2,9 százalék volt az infláció, Szlovákiában pedig 2,2 százalékot követően márciusra már 2,7 százalékot mutatott. Ezzel ellentétes volt a tendencia Észtországban, ahol januárban még 2,7 százalékos inflációt mértek, míg márciusban már csak 2,2 százalékot, miközben februárban az EKB 2 százalékos célja alatt, 1,9 százalékon állt a mutató.

2. ÁBRA: AZ EURÓÖVEZET ÉS A V4 HARMONIZÁLT FOGYASZTÓIÁR-INDEXE (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: Eurostat

A visegrádi országokban az első negyedévben növekvő tendenciát láthattunk az infláció vonatkozásában. Csehország esetében a januárban mért 2,0 százalékos szintet követően februárra már 2,4 százalékos mértéket mértek, márciusban pedig tovább nőtt 2,6 százalékra a mutató értéke. Csehországban éves szinten elsősorban az energiaárak emelkedése játszott fontos szerepet az infláció növekedésében, ez januárban 3,7 százalékos, februárban 4,3 százalékos, márciusban pedig 5,9 százalékos mértékű volt. Az energiaárak mellett az alkoholos italok, valamint a dohányárak és a szolgáltatások ára is átlag feletti mértékben emelkedett az első negyedév során. Az élelmiszerárak alakulásának ellenben minimális fékező hatása volt, ugyanis januárban még csökkent is a termékcsoporthoz tartozó árak, februárban és márciusban pedig átlag alatti növekedést mutatott.

Lengyelországban a januári 0,6 százalékos szintről februárra 1,3 százalékra emelkedett az infláció, míg márciusban már 1,7 százalék volt. Éves szinten az energiaárak emelkedése is szerepet játszott az infláció növekedésében, januárban 0,7, februárban 1,2, márciusban pedig 1,9 százalékos emelkedést mértek. Az energiaárak mellett a szolgáltatások, élelmiszerek, illetve az alkoholos italok árának emelkedése játszott nagy szerepet az infláció mértékének növekedésében.

Szlovákiában is emelkedett az infláció szintje, januárban 2,2, februárban 2,3, márciusban pedig már 2,7 százalékos mértéket mértek. A vizsgált időszakban Szlovákiában is az energiaárak voltak az infláció fő mozgatórugói, januárban 4,2 százalékos, februárban 4,9 százalékos, decemberben pedig 5,5 százalékos árnyelkedés történt. Az élelmiszerárak februárban, illetve márciusban átlag felett nőttek, míg az alkoholmentes termékek árának változása visszafogta az inflációt.

Az eurózónára vonatkozó őszi előrejelzésében szereplő 1,8 százalékos inflációs szintet az Európai Bizottság 2019-re 1,4 százalékra mérsékelte, 2020-ra pedig ezeknél az országoknál 1,5 százalékos pénzromlást vár. Az EU egésze szintjén ezek az értékek várakozásaik szerint az említett években 1,6, illetve 1,8 százalékot tesznek majd ki.

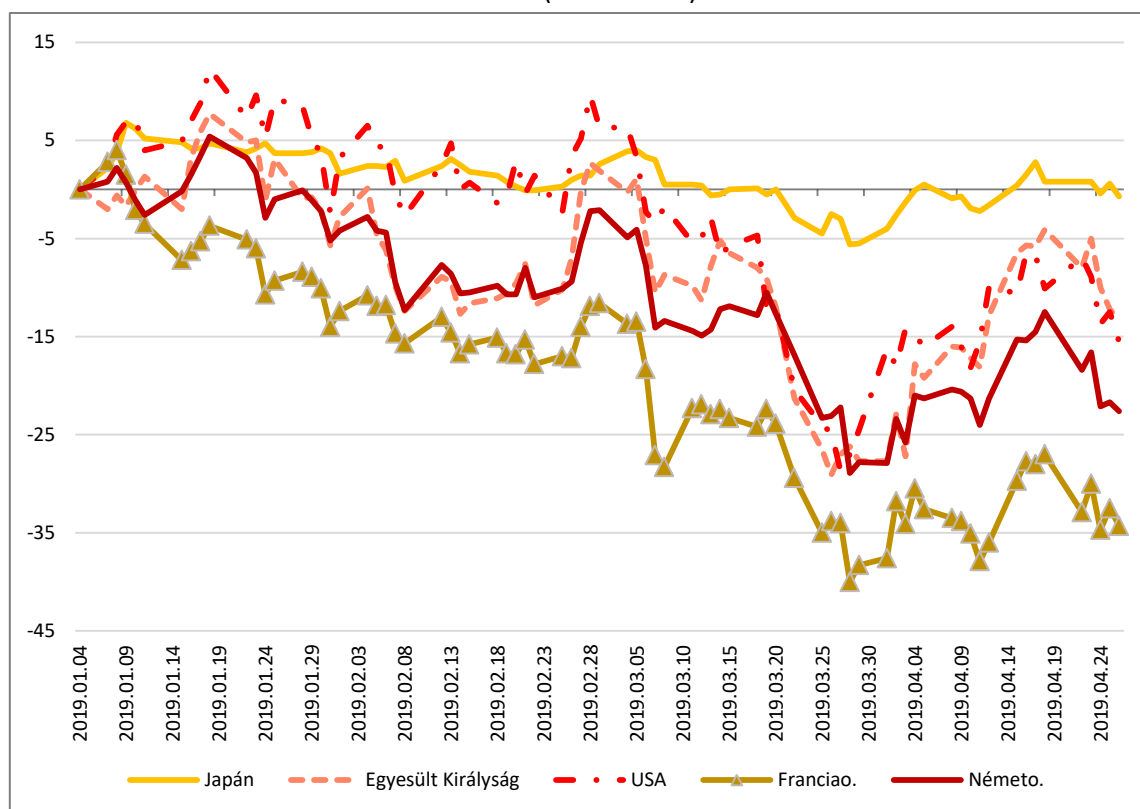
Az év elején erősödtek a világ vezetői tőzsdéi

Az Európai Központi Bank negyedik negyedéves hitelezési körképe alapján folytatódott a hitelezési feltételek enyhülése, a bankok továbbra is támogatják a gazdasági növekedést, és a hitelkereslet minden kategóriában nőtt. A bankok közötti erősödő verseny és az alacsonyabbnak ítélt kockázatok voltak azon legfontosabb tényezők, amelyek hozzájárultak a hitelezési feltételek enyhítéséhez a vállalkozások és a lakáscélú hitelek vonatkozásában. Eközben a bankok pénzeszközei és mérlegkorlátai nagyjából semleges hatást gyakoroltak a fogyasztási hitelek és a háztartásoknak nyújtott egyéb hitelek esetében a hitelezési normákra.

Miközben a bankok általános hitelezési feltételei tovább enyhültek, az átlagos hitelkamat marzs általában kisebb mértékben csökkent, mint az előző negyedévekben. Bár a kockázatosabb hitelek árrése általában szélesedett, ez kevésbé vonatkozott a lakossági hitelekre, a háztartásoknak nyújtott hitelek és egyéb hitelekre, amelyeknél nagyjából változatlan maradt a marzs nagysága. Az elutasított hitelkérelmek aránya minden hiteltípusnál nőtt.

A hitelek iránti nettó kereslet tovább növekedett, de a bankok a következő három hónapban mérséklődést várnak. A vállalatoknak nyújtott hitelek iránti nettó kereslet 2018 negyedik negyedévében tovább emelkedett (a nettó százalékos arány 9 százalék, a harmadik negyedéves 12 százalék után), ez nagyjából megfelel a bankok előző körképben megfogalmazott elvárásainak. A bankok a nettó kereslet további bővülésével számolnak, 2019 első negyedévére 3 százalékot várnak. A lakáscélú hitelek esetében is tovább emelkedett a nettó hitelkereslet (2018 harmadik negyedévében 12 százalékkal, a negyedikben 5 százalékkal), továbbá a háztartásoknak nyújtott fogyasztási és egyéb hitelek is tovább bővültek (8 százalékkal 2018 utolsó negyedévében, az előző negyedéves 22 százalék után). 2019 első negyedévére a bankok a lakáscélú hitelek nettó keresletének 7 százalékos, a háztartásoknak nyújtott fogyasztási és egyéb hitelek 12 százalékos növekedését várják.

3. ÁBRA: A TÍZÉVES ÁLLAMPAPÍRPIACI HOZAMOK ALAKULÁSA 2019. JAN. 4-HEZ KÉPEST
(BÁZISPONT)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-szerkesztés

Az előző negyedévhez képest hasonló volatilitás jellemezte a 10 éves állampapírhozamokat a világ vezető gazdaságaiban, alapvetően csökkenési tendencia volt látható a vizsgált időszak kezdete és vége között mindegyik ország vonatkozásában.

A 10 éves amerikai államkötvények hozamainak alakulása tekintetében két periódus különíthető el. Március végéig kisebb kilengésekkel tarkítva alapvetően csökkenő trend érvényesült – a januári nyitó és a márciusi mélypont különbsége 35 bázispontot tett ki-, majd áprilisban az emelkedés vált jellemzővé – a mélyponthoz képest a záró érték 13,2 bázisponttal lett magasabb. A vizsgált periódus egészét tekintve a záró árfolyam 15,5 bázisponttal maradt el a nyitótól, a maximális és minimális hozamszint közötti eltérés 41 bázispontot ért el, ami 17,3 százalékos mértékű kilengést jelentett.

A japán hozamszint az év kezdetén pár napig emelkedéssel indult és a pozitív tartományba is belépett. Január 9 után csökkenő trendre váltott az árfolyam és ez – eltekintve egy március eleji kiugrástól – március végéig tartott. Április hónapban a hozamok végig a negatív tartományban maradtak és a teljes vizsgált periódust tekintve a záró érték mindössze 1 bázisponttal maradt el a nyitótól. A maximális érték 12,4 bázisponttal volt a minimum felett, ez 133 százalékos kilengést jelentett.

Az előzőekben vázolt folyamatokban továbbra is kiemelkedő szerepe van annak, hogy a jegybank a következő két évben 1,8 százalékos inflációval számol, és megerősítették, hogy a

tízéves japán államkötvény hozamát zéró szint körül tartják. A jegybank folytatja a 2013 áprilisában meghirdetett eszközvásárlási programot, évi 80 000 milliárd jenes keretösszeg (mintegy 200 000 milliárd forint) áll rendelkezésére. A pénzügyi eszközök, elsősorban államkötvények vásárlására fordított pénztől a jegybank azt reméli, hogy elindítja az árak emelkedését.

Március utolsó hetéig a brit hozamszintet – elég erős kilengések kíséretében – csökkenő trend jellemezte, majd hozamemelkedés vált dominánssá és ez április közepéig volt megfigyelhető, amikortól újra a csökkenő trend vált meghatározóvá. A kilengések során a hozamok maximális és minimális szintjei közötti különbség 36,8 bázispontot tett ki, ami mintegy 37 százalékos ingadozási mértéknek felel meg. A záró hozam értéke 13,4 bázisponttal volt alacsonyabb a nyitóénál.

Franciaországnál a 10 éves állampapír hozamok tekintetében a vizsgált időszakban – erős volatilitásokkal kísérve – csökkenő trendet mutattak. Az induló hozamszint mintegy 34 bázisponttal haladta meg a záró szintet. A kilengések alapján a hozamok maximális és minimális mértéke közötti különbség 34 bázispontot tett ki, ami 97 százalékos kilengésnek felel meg. Az egyértelmű csökkenő trend mellett a hozamok alakulása arra vezetett, hogy a hozamok a vizsgált időszak végére nominálisan majdnem megfelelőztek.

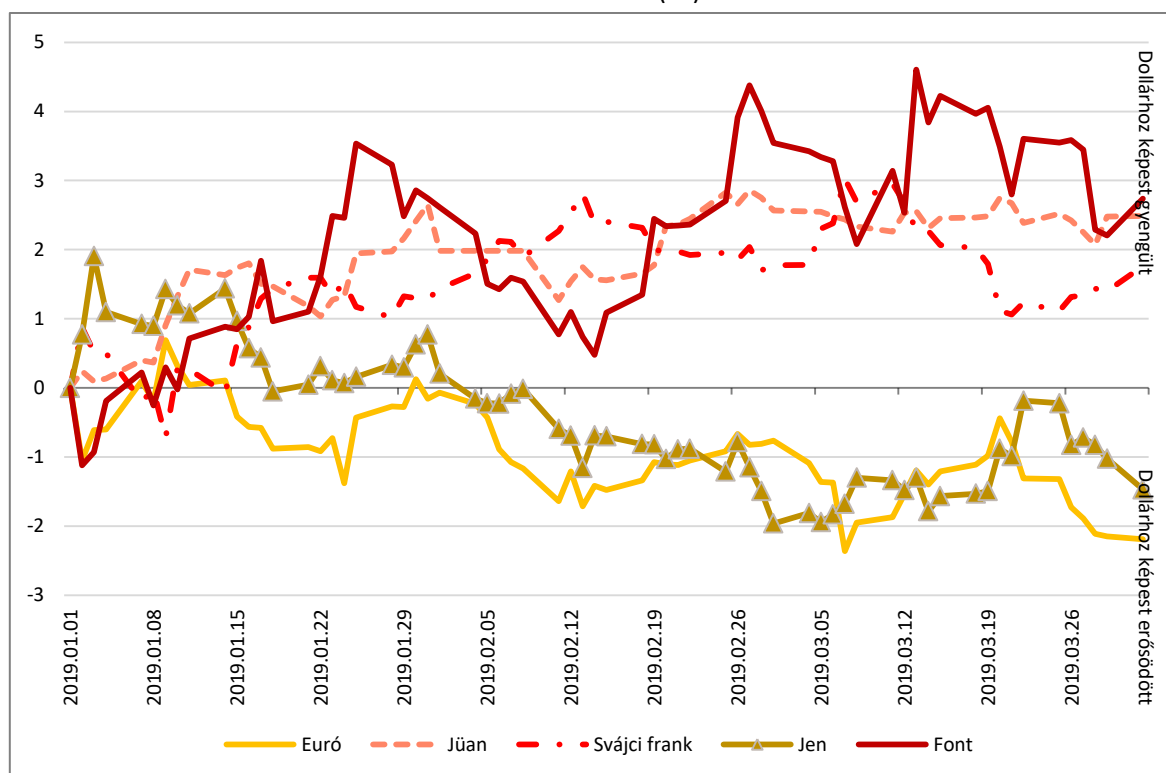
Németország vonatkozásában a hozamgörbe alakulása március végéig a franciához hasonló, csökkenő képet mutat. Március 22-től idén először a negatív tartományba kerültek a hozamok. A március végétől elindult emelkedés hatására április közepére a pozitív tartományba léptek át a hozamok, de április második felétől a növekedési trend csökkenőre váltott. Mindez oda vezetett, hogy a vizsgált időszak végére a záró érték 22,6 bázisponttal volt a nyitó alatt és már a negatív tartományban zárt. A hozamgörbe legnagyobb és legkisebb értéke közötti különbség 23 bázispont volt, ami 1 256 százalékos változás.

A világ vezető devizái közül a svájci frank, a jen és a font árfolyama a 2019 január eleje és április vége közötti időszakot tekintve gyengült a dollárhoz képest, míg a jüan és az euró erősödött.

Az év első két hetében észlelhető erősödés után a svájci frank a vizsgált időszak végéig – kisebb-nagyobb ingadozások mellett – gyengülő tendenciát mutatott. Egészében a záró érték 3,8 százalékkal maradt a nyitó alatt. Mindez ugyanakkor jelentős volatilitás mellett zajlott le, a legnagyobb és a legkisebb árfolyamérték közötti különbség 4,7 százalékot tett ki, ami a vizsgált devizák között a font után a legmagasabb.

A vizsgált időszakban a font esetében – ingadozásokkal tarkított – gyengülési tendencia volt látható. Az időszak egészében a font majd 2,2 százalékkal ért kevesebbet a dollárral szemben. A font maximális és minimális árfolyama közötti különbség 5,8 százalékos kilengést jelentett a dollárhoz képest.

4. ÁBRA: A DOLLÁR FŐBB DEVIZÁKKAL SZEMBENI ÁRFOLYAMVÁLTOZÁSA 2019. JAN. 1-HEZ KÉPEST (%)



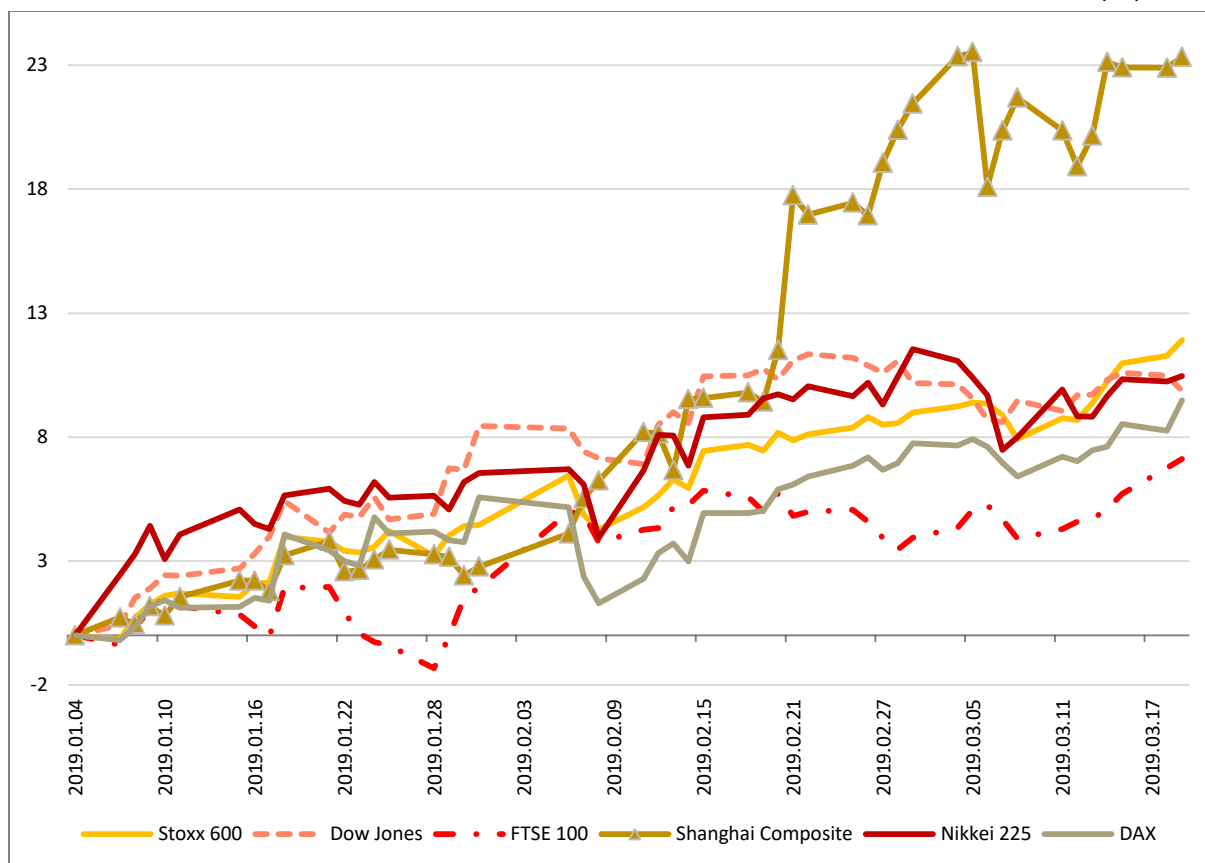
Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

A jűan árfolyamát alapvetően az erősödés jellemezte a vizsgált időszakban, folyamatosan a dollárral szembeni erősebb tartományban tartózkodott az árfolyam, és a záró érték alapján a deviza 2,1 százalékos erősödést mutatott a dollárhoz képest a vizsgált időszakban. A kilengések amplitúdója a vizsgált időszakban a jűan esetében 2,9 százalékot jelentett.

A jen dollárhoz viszonyított árfolyamát – kisebb kilengésekkel – a vizsgált időszakban folyamatos gyengülés jellemezte. A deviza árfolyama a nyitó árfolyamhoz képest szinte állandóan a gyengülési tartományban tartózkodott, és mintegy 1,6 százalékos gyengüléssel zárta az időszakot. Az árfolyammozgás következtében a legnagyobb és legkisebb árfolyam érték közötti különbség, jelentős volatilitás mellett 4,2 százalékot tett ki.

Az euró árfolyamát a dollárhoz képest a vizsgált időszak egészét tekintve – jelentős kilengésekkel kísért – erősödés jellemezte. A nyitó és a záró érték közötti különbség 2,2 százalékos volt. Az euró maximális és minimális árfolyama közötti különbség 3,7 százalékos kilengést jelentett a dollárhoz képest.

5. ÁBRA: A FONTOSABB TŐZSDEINDEXEK ALAKULÁSA 2019. JAN. 4-HEZ KÉPEST (%)



Forrás: Thomson Reuters, Századvég-számítás

Az áttekintett időszakban az általunk vizsgált vezető tőzsdék mindegyikét – bár eléő mértékű - emelkedő trend jellemezte.

Az idei év eleje és április vége között a vizsgált tőzsdék közül a japán (Nikkei 225) tőzsdeindex alakulását – kisebb ingadozásokkal kísért - emelkedő trend jellemezte, a záró árfolyam 2 697 ponttal, vagyis 13,8 százalékkal múlta felül a nyitót. Az említett periódusban a maximális és minimális index érték közötti különbség 2 746 pontot tett ki, ami 14 százaléknak felel meg.

A japánhoz hasonlóan a kínai tőzsdeindex is dominánsan emelkedő trendet mutatott a vizsgált időszakban. Az említett tőzsde a nyitó értékhez képest 572 ponttal, 22,7 százalékkal magasabb értéken zárt. Amint az ábrán is szembetűnő, ez a növekedés messze meghaladja a többi vizsgált ország tőzsdéjének emelkedését. Az említett időszak legnagyobb részét jellemző emelkedő tendencia azonban április utolsó napjaiban csökkenésbe ment át, az április 16-i 3 271 pontos maximális értékehez képest a hónap végére 167 pontot esett. Az ingadozások mértéke az év első négy hónapjában jelentős volt, a maximális és a minimális érték közötti különbség 756 pontot tett ki, ami 30 százalékot jelent.

A Stoxx 600 13,9 százalékos, mintegy 47,6 pontos emelkedéssel zárt a vizsgált időszak végén, annak elejéhez képest és végig az emelkedési tendencia volt domináns. A kilengései mértéke

az elemzett időszakban 14,1 százalékos nagyságot mutatott, ami a maximális és minimális érték közötti különbség tekintetében 48,5 pontot jelentett.

A DAX (frankfurti tőzsde) – hasonlóan a korábban tárgyalt tőzsdékhez – növekvő trendet mutatott az év első négy hónapjában. A nyitó értéket 1 547 ponttal, 14,4 százalékkal múlta felül a záró érték. Az alapvetően emelkedő tendenciát kísérte egy-egy viszonylag rövid ideig tartó visszaesés – február első hetében és március második felében –; a maximális és minimális index érték közötti különbség 1 567 pontot tett ki, ami 14,6 százalékos amplitúdót jelentett.

A Dow Jones – amint az előzőekben tárgyalt többi vezető tőzsde – árfolyam emelkedési trenddel volt jellemezhető a vizsgált időszakban, a záró érték 3 110 ponttal, 13,3 százalékkal haladta meg a nyitó értéket. A Dow Jones emelkedő trendjét szintén kísérték kilengések, a legmagasabb és legalacsonyabb index érték közötti különbség 3 223 pontot tett ki, ami 13,8 százalékos amplitúdót jelentett.

Az FTSE 100 mozgása a vizsgált időszakban három periódusra bontható. Január utolsó napjaiig kisebb ingadozások közben csökkenő trendet mutatott, majd április 24-ig alapvetően emelkedő tendencia érvényesült. Ekkortól viszont fordult a trend és április végéig csökkent az index értéke. A vizsgált időszak egészét tekintve a záró árfolyam 8,6 százalékkal, azaz 591 ponttal múlta felül a nyitót. Ez a tőzsde árfolyamindexe mutatta a többihez képest a legkisebb - 11,5 százalékos - volatilitást, a maximális és minimális árfolyamérték közötti különbség 776 pont volt.

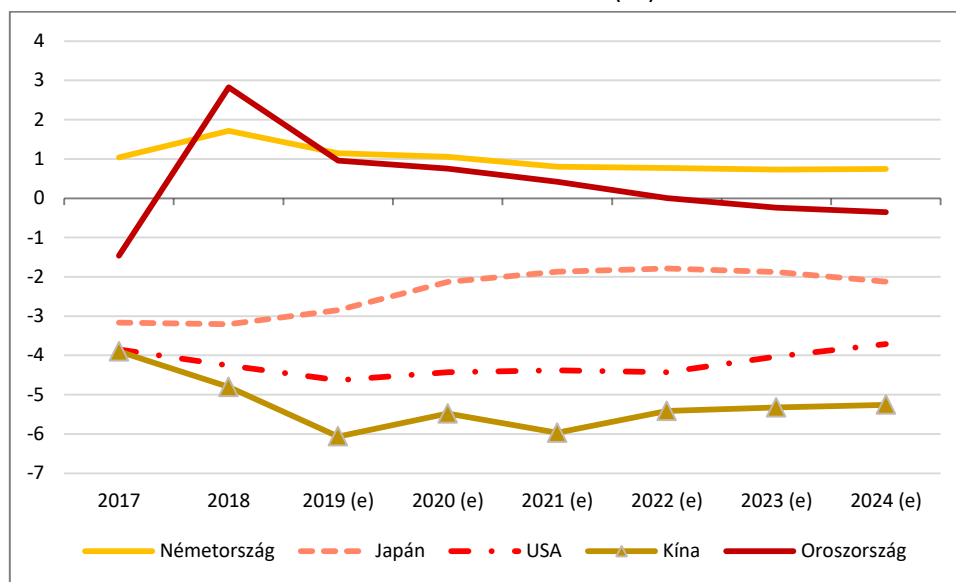
A laza fiskális politika eredményeként jelentősen emelkedhet az államadóság az USA-ban és Kínában

Az IMF áprilisi fiskális jelentése alapján az eurózónában a 2018-as 0,6 százalékról idén 1,0 százalékra emelkedhet, majd jövőre 0,9 százalékra csökkenhet a GDP-arányos költségvetési hiány. A csökkenés oka elsősorban a romló költségvetési fegyelem, a ciklikus hatástól és az egyszeri tényezőktől megtisztított strukturális hiány idén 0,2 százalékponttal 0,9 százalékra, majd jövőre 1,1 százalékra emelkedhet, amely szint várhatóan ezt követően is fennmaradhat. Ennek ellenére az államadóság tovább mérséklődhet a 2018-as 85,0 százalékról idén 83,6 százalékra, majd 2024-ig 75,7 százalékig.

Az euróóza legnagyobb gazdaságai közül Németországban a költségvetés GDP-arányos többlete a tavalyi 1,7 százalékról 1,1 százalékra mérséklődhet, elsősorban a strukturális egyenleg 0,6 százalékpontos romlása okán, amely azonban így is 0,7 százalékos többletet mutathat. A német államadóság a GDP-arányában a kedvező költségvetési folyamatok eredményeként idén 2,9 százalékponttal 56,9 százalékra mérséklődhet, majd a jelenlegi tendenciák fennmaradása esetén 2024-ig egészen 43,7 százalékig eshet vissza. Franciaországban idén a maastrichti 3 százalékos célszint fölé, 3,3 százalékra emelkedhet a

költségvetési hiány, amely azonban jövőre ismét 2,4 százalékra csökkenhet, azonban nem a fiskális fegyelem javulása miatt, mivel az IMF előrejelzése szerint a strukturális hiány a GDP 2,5 százalékán stabilizálódhat. Ezen folyamatok eredményeként a francia államadósság GDP-arányos értéke idén 0,6 százalékponttal 99,2 százalékra emelkedhet és a következő években is csak lassan csökkenhet 2024-ig mindösszesen 3 százalékponttal. Olaszországban a tavalyi 2,1 százalékos költségvetési hiányt idén 2,7 százalékos hiány követheti, amely 2020-ban 3,4 százalékra emelkedik a hozzáadottérték-adó emelés elmaradása nyomán, így az államadósság is tovább emelkedhet a következő két évben 2,0 százalékponttal 134,1 százalékra, majd 2024-ig 138,5 százalékra. Az Egyesült Királyságban tovább folytatódhat a költségvetési konszolidáció: a költségvetési hiány idén 1,3 százalékra mérséklődhet, majd 2024-ig 0,6 százalékig, így az államadósság a tavalyi 86,9 százalékról idén 85,7 százalékra, majd a következő 5 év során 80,3 százalékra eshet.

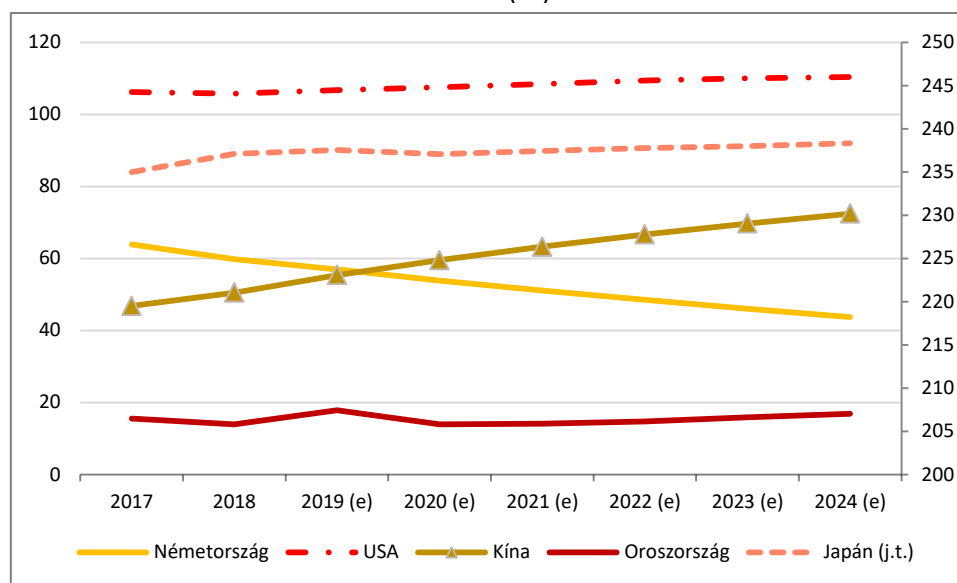
6. ÁBRA: A KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEG ALAKULÁSA A GDP SZÁZALÉKÁBAN A VILÁG LEGNAGYOBB GAZDASÁGAIBAN (%)



Forrás: IMF Fiscal Monitor April 2019

Japánban a költségvetési hiány a GDP-arányában a tavalyi 3,2 százalékról idén 2,8 százalékra, majd 2020-ban 2,1 százalékra csökkenhet elsősorban az idén októberben bekövetkező fogyasztási adó emelés eredményeként. Ezt követően a Valutaalap előrejelzése szerint 2022-ig a hiánymutató értéke $-1,8$ százalékig mérséklődhet, majd ezt követően 2024-ig ismét 2,1 százalékra emelkedhet. Az államadósság ezzel együtt várhatóan érdemben nem változik a szigetországban a GDP 237 százaléka körül stabilizálódhat a mutató értéke. Oroszországban a tavalyi 1,5 százalékos GDP-arányos költségvetési hiány idén 2,8 százalékos többletbe fordulhat, azonban a többlet 2022-ig fokozatosan eltűnhet, 2024-re már 0,4 százalékos hiány prognosztizál az IMF elsősorban az olajár várható alakulása következtében. Az államadósság ezzel együtt is a GDP 15 százaléka körül alakulhat az orosz gazdaságban.

7. ÁBRA: A GDP-ARÁNYOS ÁLLAMADÓSSÁG ALAKULÁSA A VILÁG LEGNAGYOBB GAZDASÁGAIBAN (%)

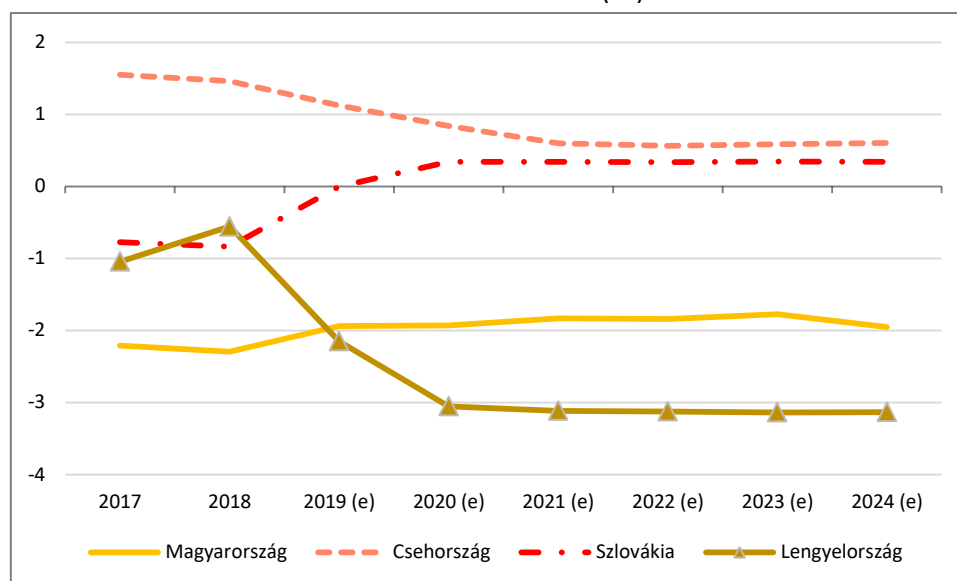


Forrás: IMF Fiscal Monitor April 2019

Kína esetén az IMF jelentős költségvetési lazítással számol az idei évtől kezdve: a személyi jövedelemadó reformja és a gazdasági lassulás ellen bevezetett egyéb intézkedések eredményeként a költségvetési hiány idén a GDP 6,0 százaléka fölé emelkedhet és a következő években is csak kismértékben csökkenhet. Ennek eredményeként az államadósság gyors ütemben a 2018-as 50,5 százalékról 2024-ig 72,4 százalékig emelkedhet Kínában. Hasonló költségvetési pályát vetít előre a Valutaalap az USA-ra vonatkozóan: a költségvetési hiány az idén a tavalyi 4,3 százalékról 4,6 százalékra emelkedhet a 2017 végén elfogadott adóreform és a 2018 februárjában elfogadott költségvetési törvény alapján, azonban ezt követően lassan csökkenhet, 2024-ig a GDP 3,7 százalékára. Ennek ellenére az államadósság növekvő pályán maradhat a tavalyi 105,8 százalékról idén 106,7 százalékra emelkedhet a GDP-arányos mutató, majd a következő 5 évben további 3,6 százalékpontos növekedést valószínűsít az IMF.

A visegrádi országok közül Csehországban a költségvetés többlete a 2018-as 1,5 százalékról idén 1,1 százalékra, majd jövőre 0,8 százalékra csökkenhet, majd 2024-ig 0,6 százalék körül alakulhat. A szufficit csökkenésének az oka a romló költségvetési fegyelem, azonban az államadósság így is a tavalyi 33,0 százalékról idén 31,6 százalékra, majd 2024-ig egészen 25,1 százalékig csökkenhet. Szlovákiában a tavalyi 0,8 százalékos GDP-arányos hiány után idén egyensúlyban lehet a költségvetési egyenleg, míg a következő években a GDP 0,3 százalékát kismértékben meghaladó többlet alakulhat ki legfőképp a javuló költségvetési fegyelem eredményeképp, de a gazdaság ciklikus pozíciója is elősegítheti ezt. A szufficités költségvetés eredményeként a szlovák államadósság GDP-arányos értéke a 2018-as 48,8 százalékról 2024-ig több mint 10 százalékponttal csökkenhet.

8. ÁBRA: A KÖLTSÉGVETÉSI EGYENLEG ALAKULÁSA A GDP SZÁZALÉKÁBAN A VISEGRÁDI ORSZÁGOKBAN (%)

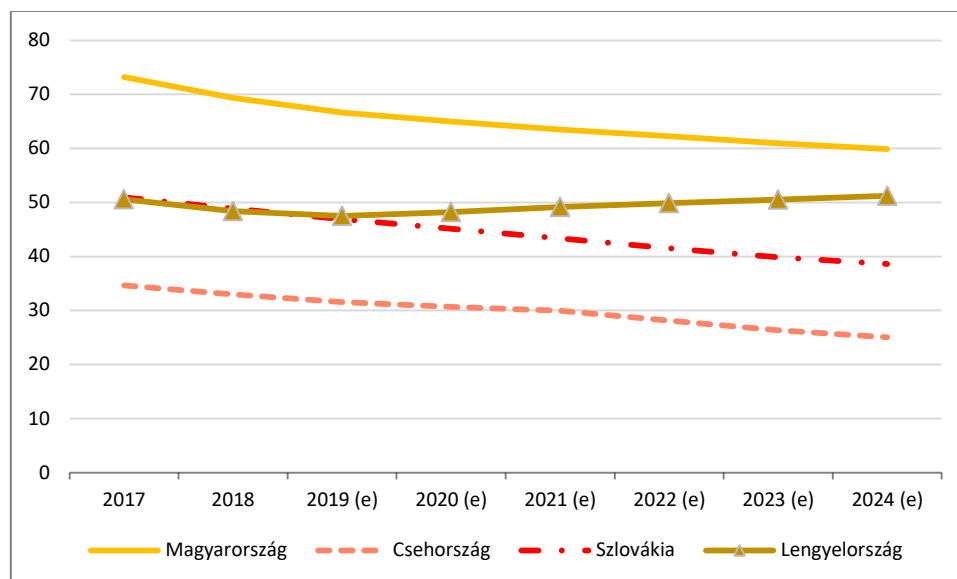


Forrás: IMF Fiscal Monitor April 2019

Lengyelországban a tavalyi 0,6 százalékról idén 2,2 százalékra emelkedhet a költségvetés hiány, majd 2020-tól átlépheti a 3 százalékos maastrichti kritériumot legfőképpen a romló költségvetési fegyelem eredményeképpen. Az államadósság csökkenése ennek következtében megállhat Lengyelországban, a tavalyi 48,4 százalékos GDP-arányos ráta idén még 47,5 százalékra mérséklődhet, azonban ezt követően 2024-ig 51,2 százalékig emelkedhet. Magyarország esetében a Valutaalap idénre 1,9 százalékos költségvetési hiányt prognosztizál, amely szint a következő években is fennmaradhat, azonban ennek oka a gazdaság ciklikus pozíciójának változásában keresendő, mivel a strukturális hiány az előrejelzés szerint a tavalyi 2,9 százalékról 2,0 százalékig csökkenhet 2024-ig. Ezzel együtt is jelentős adósságcsökkenést vetít előre az IMF, az áprilisi előrejelzésük szerint a magyar államadósság 2024-re a maastrichti 60 százalékos küszöbérték alá eshet.

Hasonló költségvetési pályát jelez előre az Európai Központi Bank az eurózónára vonatkozóan. A költségvetési hiány a tavalyi 0,5 százalék után idén 1,0 százalékra emelkedhet, és a következő években is e szint körül alakulhat. Hasonlóan az IMF-hez az EKB a költségvetési fegyelem lazulását jelzi előre, a ciklikus hatásoktól és az egyszeri tényezőktől tisztított strukturális hiány idén a tavalyi 0,4 százalékról 0,8 százalékra emelkedhet, és a következő két év során további 0,4 százalékponttal, 1,2 százalékig nőhet. Vagyis a 2018-ban összességében semleges hatású fiskális politika 2019-től lazítóvá válhat. Ennek eredményeként lassabb adósságkonszolidáció valósulhat meg az eurózónában: a tavalyi 85,0 százalékról 2021-ig 81,1 százalékra csökkenhet az államadósság GDP-arányos értéke.

9. ÁBRA: A GDP-ARÁNYOS ÁLLAMADÓSSÁG ALAKULÁSA A VISEGRÁDI ORSZÁGOKBAN (%)



Forrás: IMF Fiscal Monitor April 2019

A különadók ellenére is emelkedhet a román költségvetési hiány

A román költségvetés bevételei 2018-ban 17,2 százalékkal nőttek, és 295,1 milliárd lejen teljesültek, ezzel szemben a kiadások 16,8 százalékkal, 322,4 milliárd lejre nőttek. Ennek eredményeként a költségvetési hiány 27,3 milliárd lej volt. Ez több mint 3 milliárd lejjel haladja meg az előző évi hiányt, és a GDP 2,88 százalékát tette ki, amely kismértékben elmarad a 2018 elején tervezett 2,97 százalékos hiánytól, azonban így is az egyik legmagasabb az Európai Unióban. A Kormány azonban az idei évre is jelentős költségvetési intézkedéseket irányzott előre: folytatódó béremelések az állami szférában, nyugdíjmelés, a szociális kiadások növelése, állami beruházások. Ezek finanszírozásához és a maastrichti hiánycél betartásához azonban különböző intézkedésekre van szükség.

Ebből kifolyólag 2018. december 21-én a román kormányzat bejelentette, hogy „kapzsági illetéket” vetnek ki azokra a pénzintézetekre, amelyek 2 százalékot meghaladó bankközi hitelkamatlábát alkalmaznak. Az illeték mértéke a bank aktíváinak a 0,1–0,3 százaléka között alakul annak függvényében, hogy a bank által alkalmazott kamatok milyen mértékben haladják meg a 2 százalékot. További különadót vetettek ki az energetikai és a távközlési cégekre. Ennek mértéke az előbbi csoportban az üzleti forgalom 2 százaléka, míg utóbbi csoport esetében a 3 százaléka. További intézkedés volt, hogy a lakossági földgáz- és villamosenergia-árakat három évre, 2022-ig befagyasztották. Az intézkedés jelentős pánikot okozott a tőzsdén, december 18–19-án 11,9 százalékkal esett a BÉT, a román tőzsdeindex értéke, emellett bankárok és a Román Nemzeti Bank is élesen kritizálta. A lépések kedvezőtlenül hatottak az árfolyamra is, január végéig a lej történelmi mélypontra gyengült az euróval szemben. Az árfolyamra ezenfelül kedvezőtlenül hatott, hogy a költségvetést még nem fogadták el, valamint, hogy a folyó fizetési mérleg hiánya folyamatosan emelkedik

Romániában. Előrejelzések szerint az ikerdeficit értéke (a folyó fizetési mérleg hiányának és az államháztartás hiányának összege) 2019-re elérheti a GDP 8 százalékát, míg 2015-ben, a jelenlegi kormány hatalomra jutását megelőzően még csak 2 százalék volt.

A 2018 végén bejelentett további adóváltoztatások közül kiemelendő még, hogy a kormányzat 2,5 százalékról 1 százalékra csökkentette a magánnyugdíjalapok által visszatartható kezelési költséget, valamint megszüntette azt a szabályt, hogy a nyugdíjjárulék egy részét (a bruttó bér 3,75 százalékát) egy magánnyugdíjalaphoz kell irányítani, a befizetők dönthetnek amellet is, hogy a járulék teljes összege az állami nyugdíjpénztárhoz jusson. Ezen intézkedések alapján a kormányzat már azzal számol, hogy az állami nyugdíjalap többlettel fog zárni az idei évben.

Ezt követően meglehetősen későn, február 15-én fogadta el a román parlament két háza a 2019-es költségvetést. A hiányt eredetileg 2,55 százalékra tervezték, azonban a kormánypárt elfogadta a családi pótlék közel 80 százalékos (150 lejre) emelésére vonatkozó ellenzéki javaslatot, amelynek eredményeként a hiánycél 2,76 százalékra emelkedett. Fontos kiemelni, hogy 2019-ben Romániában elnökválasztást tartanak, amelynek keretében a kormánypárt célja az ellenzéki Klaus Johannis leváltása, aki az utóbbi időszakban minden létező eszközzel igyekezett akadályozni a kormány munkáját.

A költségvetés legnagyobb kockázatát a növekedési előrejelzés jelenti: hasonlóan a tavalyi költségvetéshez a kormány 5,5 százalékos GDP-növekedéssel számol, azonban 2018-ban csak 4,1 százalékkal nőtt a román GDP, míg az idei évre az Európai Bizottság csupán 3,8 százalékos bővülést prognosztizál. A költségvetési törvényben azzal számolnak, hogy az államadósság GDP-arányos értéke 34,5 százalékról 34,9 százalékra emelkedhet, azonban ha a vártnál lassabb ütemben növekszik a gazdaság, akkor az államadósság is magasabb lehet. Viorica Dancila miniszterelnök a kormány optimizmusát azzal magyarázta, hogy a költségvetésben 50 milliárd lej (3 400 milliárd forint) értékű közberuházásokra irányoztak elő forrásokat, ami a növekedés alapját képezi majd. Ez az összeg 15,4 milliárd lejjel (kb. 1 000 milliárd forint) magasabb a 2018-ra előirányzott keretnél. A költségvetésben ezenfelül benne vannak a korábban bejelentett béremelések a közszférában, valamint a nyugdíjak 15 százalékos emelése szeptembertől. Emellett az idei költségvetésben 6 milliárd lejjel (410 milliárd forint) emelték az egészségügyre, illetve 9,8 milliárd lejjel (670 milliárd forint) az oktatásra jutó forrásokat is. Jelentősen, 7 milliárd lejjel (480 milliárd forint) nő a helyi és a megyei önkormányzatok költségvetése, miután az idei évtől kezdődően a személyi jövedelemadó teljes egészében az ő kezükben marad. Ellenben a titkosszolgálatok költségvetését csökkentették, és emiatt Klaus Johannis államfő bírálta is a kormánypártot.

A magyar gazdaság jelenlegi helyzete és rövid távú kilátásai

Felülmúlta a várakozásokat a magyar gazdaság növekedése

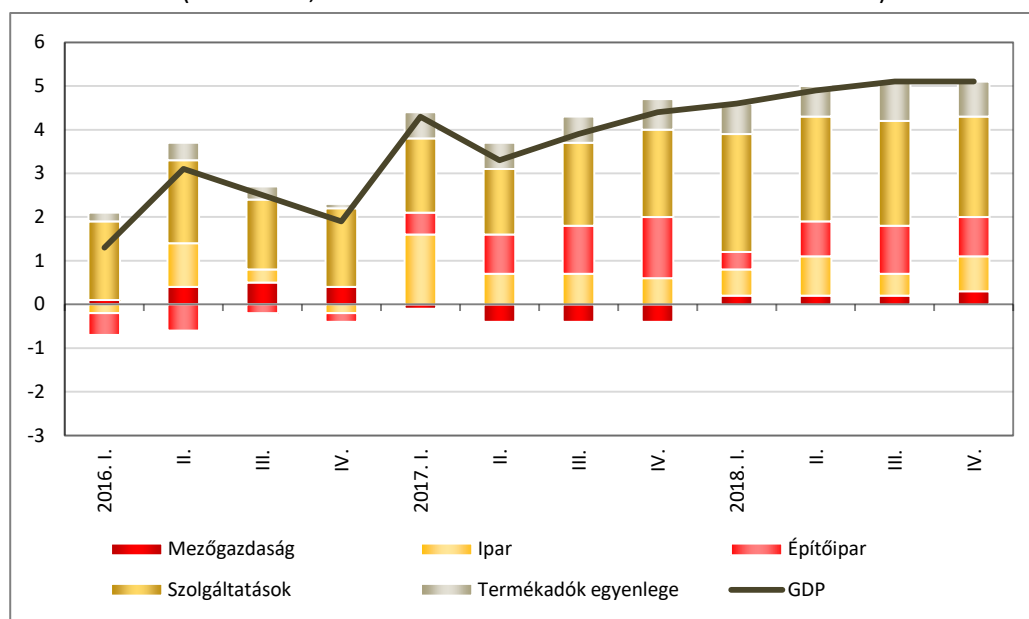
Közel 5 százalékkal nőtt a magyar gazdaság 2018-ban

2018 negyedik negyedében a magyar gazdaság bruttó hazai terméke a nyers adatok alapján 5,1 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi szintet. A szezonálisan és naptárhatástól megtisztított adatok szerint a hazai GDP növekedési üteme 4,9 százalékot mutatott az előző év azonos időszakához és 1,0 százalékot az előző negyedévhez képest. 2018-ban a bruttó hazai termék növekedése 4,9 százalékos volt az egy évvel korábbi adatokhoz viszonyítva. Az EU28 2018 negyedik negyedében átlagosan 1,4 százalékos GDP növekedést ért el a szezonálisan kiigazított adatok szerint. Magyarország negyedéves növekedését csupán a lettországi 5,6 százalékos bővülés múlta felül. A visegrádi négyek közül Lengyelország GDP-je 4,6 százalékkal, Szlovákiáé 4,0 százalékkal, míg Csehországé 2,8 százalékkal bővült a negyedik negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva.

A GDP termelési oldalán a negyedik negyedévben valamennyi nemzetgazdasági ág hozzájárult a bővüléshez, a legnagyobb mértékben a szolgáltatások 2,3 százalékponttal, ami az ágazat hozzáadott értékének 3,9 százalékos növekedéséből fakadt. A mezőgazdaság 2018 utolsó negyedében 0,3 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedési üteméhez, hozzáadott értéke 8,3 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi szintet.

Az ipar hozzáadott értéke 4,1 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi értékét, amellyel a GDP növekedéséhez 0,8 százalékponttal járult hozzá. Az iparon belül a feldolgozóipar hozzáadott értéke 4,3 százalékkal nőtt 2017 negyedik negyedévéhez viszonyítva, GDP-hez való hozzájárulása ugyancsak 0,8 százalékpont volt. Az ipari termelés alágai szerint az ipar bővüléséhez a legnagyobb mértékben a bányászat, kőfejtés (a három hónap átlagában 46,0 százalék), a gumi, műanyag és nemfém ásványi termék gyártásának (13,6 százalék), a számítógép, elektronikai, optikai termék gyártásának (12,7 százalék), valamint a villamos berendezés gyártásának (10,5 százalék) volumennövekedése járult hozzá. Ellenben tompította az ipar bővülését a gyógyszergyártás (-4,0 százalék), a textil, ruházat, bőr és bőrtermék gyártása (-4,9 százalék) vagy éppen a vegyi anyag termék gyártásának (-2,5 százalék) volumencsökkenése. A jelentősebb súlyú ágazatok közül a számítógépgyártás 12,7 százalékos volumennövekedése mellett az élelmiszeripar teljesítménye 4,4 százalékkal, a járműgyártásé 5,5 százalékkal bővült, azonban a gép, gépi berendezés gyártásáé (-3,4 százalékkal) csökkent a negyedik negyedévben.

10. ÁBRA: AZ EGYES ÁGAZATOK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP NÖVEKEDÉSÉHEZ
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: KSH

Az építőipar hozzáadott értéke 20,4 százalékkal nőtt egy év alatt, amellyel 0,9 százalékponttal segítette a GDP növekedését. A bővülést részben az állami beruházások, illetve az uniós források, részben pedig a vállalkozások növekvő beruházásai, illetve a lakásépítések emelkedő száma indukált. Ez utóbbit nagyban segítette a lakásépítések áfakulcsának 5 százalékon tartása, illetve a családi otthonteremtési kedvezmény (CSOK) is. Az építőipar termelési értéke 2018 negyedik negyedévében 21,2 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. Az épületek esetében a negyedéves bővülés 16,3 százalék, míg az egyéb építményeknél 28,0 százalék volt. Azonban a volumennövekedés mellett az építőipar termelőiár-indexei is növekedtek, az épületek esetében 13,2 százalékkal, az egyéb építmények tekintetében pedig 8,0 százalékkal az előző év azonos időszakához viszonyítva. A negyedik negyedévben a kiadott lakásépítési engedélyek száma 2017 negyedik negyedévéhez viszonyítva mintegy 5,0 százalékkal növekedett, míg az épített lakások száma 16,5 százalékkal bővült. Ezen belül a vállalkozások által épített lakások száma 36,5 százalékkal nőtt, ellenben a természetes személyek által építettek száma 2,8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. 2018 egészében az épített lakások száma 22,9 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi szintet. Az építőipar szerződésállománya december végén 9,7 százalékkal maradt el az egy évvel korábbitól, ami az új szerződések decemberi (-71,9 százalékos) csökkenésének volt köszönhető.

A szolgáltató ágazatok hozzáadott értékének éves alapú bővülése 3,9 százalék volt, amelyen belül kiemelkedett a kereskedelem, gépjárműjavítás, szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás (7,9 százalék) és az információ, kommunikáció (7,3 százalék) volumennövekedése. A szakmai, tudományos tevékenység hozzáadott értéke 5,3 százalékkal, az ingatlanügyeké

4,8 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A szolgáltatásokon belül csökkent a közigazgatás, védelem, oktatás, egészségügyi ellátás hozzáadott értéke (–0,3 százalék), illetve az átlagosnál lassabban bővült a pénzügyi, biztosítási tevékenység (2,0 százalék) és a művészet, szabadidő, egyéb szolgáltatás (2,5 százalék) ágazatok teljesítménye. A pénzügyi, biztosítási tevékenység növekedését leginkább a pénzügyi közvetítési szolgáltatások közvetetten mért díjának (FISIM) a növekedése eredményezte, valamint az, hogy emelkedett a háztartások és a nem pénzügyi vállalatok hitel- és betétállományának a mértéke.

A GDP felhasználási oldalán 2018 negyedik negyedévében a háztartások tényleges fogyasztása 4,3 százalékkal haladta meg az egy évvel korábban mért értékét, amellyel 2,5 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A háztartások fogyasztási kiadása a negyedév során 5,0 százalékkal nőtt, amelynek oka, hogy a bérek fokozatos emelkedésének és a foglalkoztatás bővülésének következtében jelentősen megnőtt a háztartások rendelkezésre álló jövedelme. Ezzel a háztartások fogyasztási kiadása 2,4 százalékponttal járult hozzá a gazdasági növekedéshez. A bruttó állóeszköz-felhalmozás 17,2 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban, amellyel 4,1 százalékponttal segítette a GDP bővülését. A növekedés jelentős részben a 2014–2020-as uniós költségvetési ciklus forrásaiból finanszírozott fejlesztéseknek, a vállalkozások kapacitásnövelésének, valamint a lakás- és egyéb ingatlanberuházások növekedésének volt köszönhető.

A negyedév során a közösségi fogyasztás volumene 7,0 százalékkal csökkent, ez 0,7 százalékponttal lassította a gazdaság bővülését. Éves szinten a közösségi fogyasztás volumene 2,1 százalékkal mérséklődött. A végső fogyasztás a negyedik negyedévben 2,6 százalékkal nőtt, így hozzájárulása a GDP-hez 1,8 százalékpont volt. A belföldi felhasználás 7,2 százalékkal, míg a bruttó felhalmozás 20,7 százalékkal nőtt egy év alatt, így az előbbi 6,8, míg az utóbbi 5,0 százalékponttal járult hozzá a GDP növekedéséhez.

A negyedik negyedévben a beruházások volumenindexe 16,9 százalékkal meghaladta az egy évvel korábbi értékét, és a legtöbb ágazatban növekedni tudott. A növekedés elsősorban a lakó- és infrastrukturális fejlesztésekhez volt köthető. A legjelentősebb beruházási volumenindex-növekedés a bányászat, kőfejtésnél valósult meg (55,2 százalék), ám ez jelentős részben a bázisidőszaki alacsony adattal, illetve a kőolaj- és földgázkitermeléshez köthető kutatási tevékenységekkel volt magyarázható. A beruházások nagymértékben nőttek a szállítás, raktározás (44,0 százalék), az egészségügy (45,9 százalék), a feldolgozóipar (18,5 százalék), az ingatlanügyek (21,0 százalék) vagy éppen a mezőgazdaság területén (10,8 százalék). A szállítás növekedése a közútfelújításoknak, illetve az autópálya-, kerékpárút- és vasútépítéseknek volt köszönhető, míg az egészségügy területén a fekvőbeteg-ellátáshoz kötődött a legtöbb fejlesztés. A szálláshely-beruházás volumene 16,5 százalékkal nőtt egy év alatt, amelyben a szállodaépítések, illetve -felújítások játszottak szerepet.

A feldolgozóipar növekedése a kapacitásbővülésnek volt köszönhető. Ellenben csökkent a beruházások volumene a művészet (–19,3 százalék), a közigazgatás (–3,1 százalék), a kereskedelem, gépjárműjavítás (–9,5 százalék) és az építőipar (–1,2 százalék) területén az előző év azonos időszakához viszonyítva. A kereskedelmi beruházásokat leszámítva valamennyi ágazat területén főképp a magas bázisidőszaki adat okozta a csökkenést. A kereskedelem, gépjárműjavítás területén pedig elsősorban az élelmiszer-kiskereskedelemmel foglalkozó vállalkozások maradtak el a bázisidőszaki beruházási volumenüktől. A beruházások több mint fele a legalább 50 főt foglalkoztató vállalkozásokhoz kötődik, ahol a fejlesztési volumen 10,1 százalékkal nőtt, míg a költségvetési szervek esetében a növekedés 15,1 százalék volt a negyedik negyedévben.

2018 utolsó negyedévében az export volumene 5,6 százalékkal, míg az importé 8,2 százalékkal bővült. Az áruforgalomban a kivitel bővülése 6,6 százalék, a szolgáltatásoknál 2,0 százalék volt, míg az import esetében a két mutató rendre 8,8, illetve 5,4 százalékot mutatott. A gazdaság növekedését a külkereskedelmi egyenleg alakulása összességében –1,7 százalékponttal lassította. Ezen belül a szolgáltatások külkereskedelmének hozzájárulása a növekedéshez –0,3 százalékpont, míg az áruké –1,4 százalékpont volt. A negyedik negyedévben a külkereskedelmi egyenleg 509 milliárd forintot tett ki, és az előző év azonos időszakában mérténél 163 milliárd forinttal volt kevesebb, ami 24,3 százalékos mérséklődés. A külkereskedelmi egyenlegen belül az áruk egyenlege –56 milliárd forintot jelzett 2018 negyedik negyedévében, és az év egészében –156 milliárd forintot tett ki az előző év azonos időszakához viszonyítva.

A negyedik negyedévben a külkereskedelmi termékek forgalmában az élelmiszerek, italok, dohánytermékek exportjának volumene 2,3 százalékkal, míg importja 3,7 százalékkal nőtt. A nyersanyagok esetében a kivitel 3,7 százalékkal csökkent, ellenben a behozatal 1,1 százalékkal emelkedett. Az energiahordozók exportja 1,7 százalékkal, importja pedig 5,5 százalékkal mérséklődött. A feldolgozott termékek exportja 3,4 százalékkal, importja 6,3 százalékkal bővült, míg a gépeknél és szállítóeszközöknél a növekedés 5,4, illetve 8,8 százalék volt.

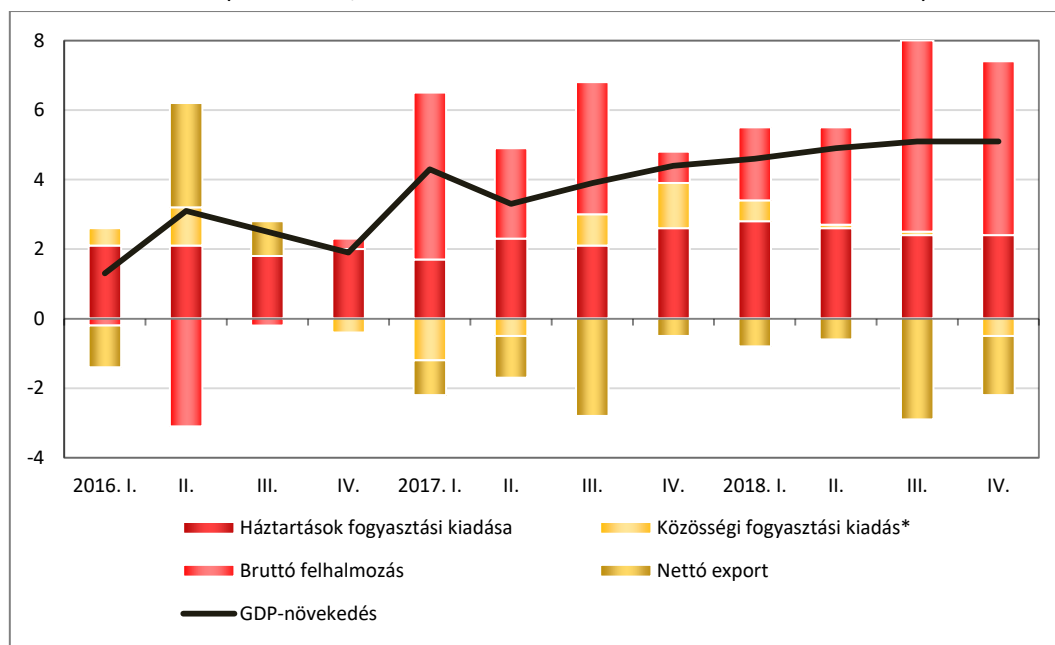
A szolgáltatások külkereskedelmi forgalmának folyó áras statisztikai alapján az export növekedése éves összehasonlításban 5,0 százalékot, az importé pedig 2,1 százalékot tett ki. A bér munka exportjának értéke 1,0 százalékkal csökkent, míg az importjának értéke 25,5 százalékkal volt magasabb, mint egy évvel korábban. A turizmus tekintetében a hazánkba érkező külföldiek 10,2 százalékkal költöttek többet, mint egy évvel korábban, míg a külföldre utazó magyarok kiadásai 13,6 százalékkal bővültek. A szállítási szolgáltatások exportja 7,4 százalékkal bővült, amelyen belül kiemelkedő a légi szállítás 15,8 százalékos exportnövekedése. Importoldalon a szállítási szolgáltatásoknál 9,5 százalékos növekményt mértek, amelyet elsősorban a vasút szolgáltatások 13,5 százalékos növekedése okozott, míg a belvízi szállítás importja 36 százalékkal csökkent.

Az üzleti szolgáltatások exportja 1,1 százalékkal növekedett, míg importja 0,5 százalékkal mérséklődött. A szolgáltatáscsoport forgalmának legnagyobb részét adó egyéb üzleti szolgáltatások exportja lényegében nem változott, importja ellenben 7,1 százalékkal nőtt az egy évvel korábbi sinthez képest. Az üzletviteli tanácsadás és PR-szolgáltatások bevétele 5,9, kiadása pedig 5,6 százalékkal nőtt. A K+F szolgáltatások forgalma exportoldalon 10,0, az import esetében pedig 23,0 százalékkal mérséklődött.

Az egyéb, máshová nem sorolt üzleti, szakmai szolgáltatások exportja 0,4 százalékkal mérséklődött, importja ellenben 8,7 százalékkal növekedett 2017 negyedik negyedéhez viszonyítva. A számviteli, könyvelési, könyvvizsgálói és adótanácsadói szolgáltatások kiadása 20,0 százalékkal emelkedett, bevétele 6,9 százalékkal csökkent. A számítástechnikai és információs szolgáltatásokból származó bevétel 5,9 százalékkal bővült, a kiadások 3,2 százalékkal csökkentek. Az építészeti, mérnöki, tudományos és egyéb műszaki szolgáltatásokból származó bevétel 13,5, az ezekhez kapcsolódó kiadás pedig 7,7 százalékkal emelkedett. A szellemi tulajdon használatáért kapott díjak összege 11,2 százalékkal nőtt, a fizetetteké 12,8 százalékkal csökkent. A kulturális szolgáltatások bevétele és kiadása is mérséklődött, előbbi 11,3, míg utóbbi 14,0 százalékkal.

A külkereskedelmi termékek forgalmában az exportárak 3,8 százalékkal, míg az importárak 4,3 százalékkal emelkedtek éves összevetésben.

11. ÁBRA: A FELHASZNÁLÁSI TÉTELEK HOZZÁJÁRULÁSA A GDP-NÖVEKEDÉSHEZ
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



* Tartalmazza a természetbeni társadalmi juttatást, függetlenül annak forrásától. Forrás: KSH

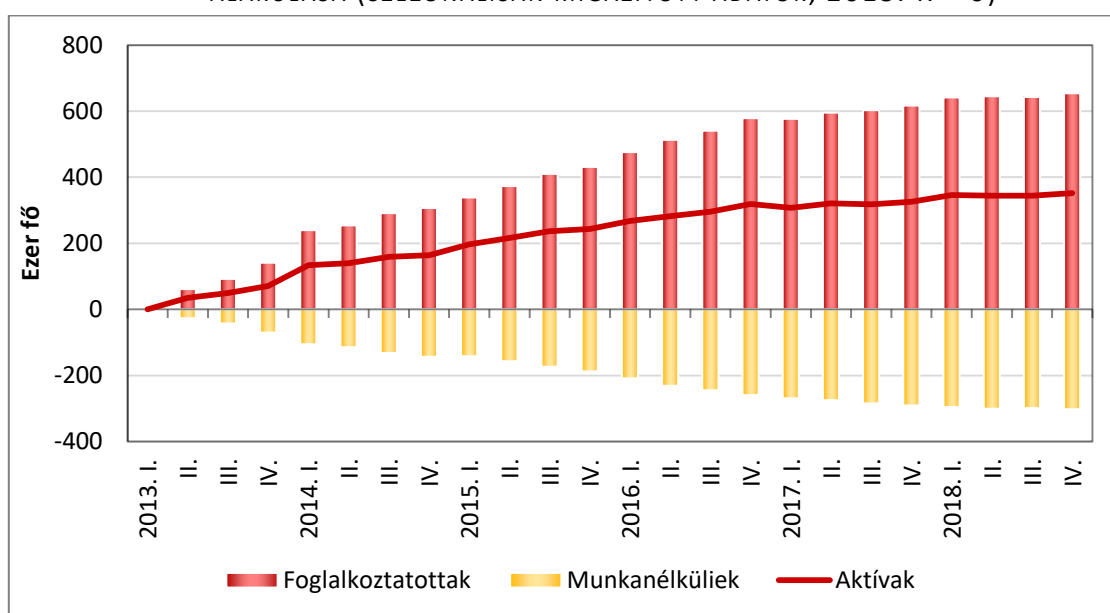
Az Eurostat üzleti és fogyasztói felmérése szerint a háztartások aggregált bizalmi indexe a szezonálisan kiigazított értékek alapján továbbra is negatív értéket vett fel a negyedév átlagában, -5,1 indexpontot. A mutató mind a megelőző negyedévhez, mind

2017 utolsó negyedévéhez képest romlott, előbbihez viszonyítva 2,3, míg utóbbihoz 1,7 indexponttal. A megtakarításokkal kapcsolatban a vélekedés továbbra is negatív maradt (-35,0 indexpont), azonban 8,3 indexponttal javult 2017 negyedik negyedévének átlagához viszonyítva. A munkanélküliség várakozása átlagosan 0,7, a pénzügyi helyzeté 1,0 indexponton alakult, előbbi így 1,6 indexponttal, míg utóbbi 0,5 indexponttal javult egy év alatt. Azonban az átlagos gazdasági várakozás a negyedév átlagában -6,4 indexponton állt, a 2017 negyedik negyedévében mért 0,2 indexpont után.

Tovább emelkedett a foglalkoztatás és csökkent a munkanélküliség

A harmadik negyedéves visszaesést követően a tavalyi utolsó negyedévben ismét emelkedett a foglalkoztatottak száma, a szezonálisan kiigazított adatok alapján 11 ezerrel, 4 millió 478 ezer főre. Ez éves alapon több mint 37 ezer fős növekedés, amelynek eredményeként a foglalkoztatási ráta 60,3 százalékra emelkedett a 15–74 éves korosztályban. A foglalkoztatásbővülés forrását részben az aktivitás növekedése jelentette. Az aktívak szezonálisan kiigazított száma egy negyedév alatt 8 ezer fővel nőtt, így az utolsó negyedévben már a 15–74 éves korosztálynak 62,6 százaléka megjelent a munkaerőpiacon, míg 2010 végén ugyanez az arány csupán 54,9 százalék volt. Ez azonban még mindig elmarad az európai uniós átlagtól (65,1 százalék), vagyis van még további tér az aktivitás növelésére. Korcsoportra lebontva az uniótól vett lemaradásunk a 15–24 éves korosztályhoz, illetve az idősebbekhez, az 50 év feletiekhez köthető. Az előbbi korcsoport foglalkoztatásának kiemelt ösztönzése azonban nem feltétlenül célszerű, esetükben a képzettség megszerzésének a támogatása lehet a gazdaságpolitika kiemelt célja. Míg utóbbi korcsoport munkaerőpiacra lépésének ösztönzésével részben orvosolható lehet a munkaerőhiány.

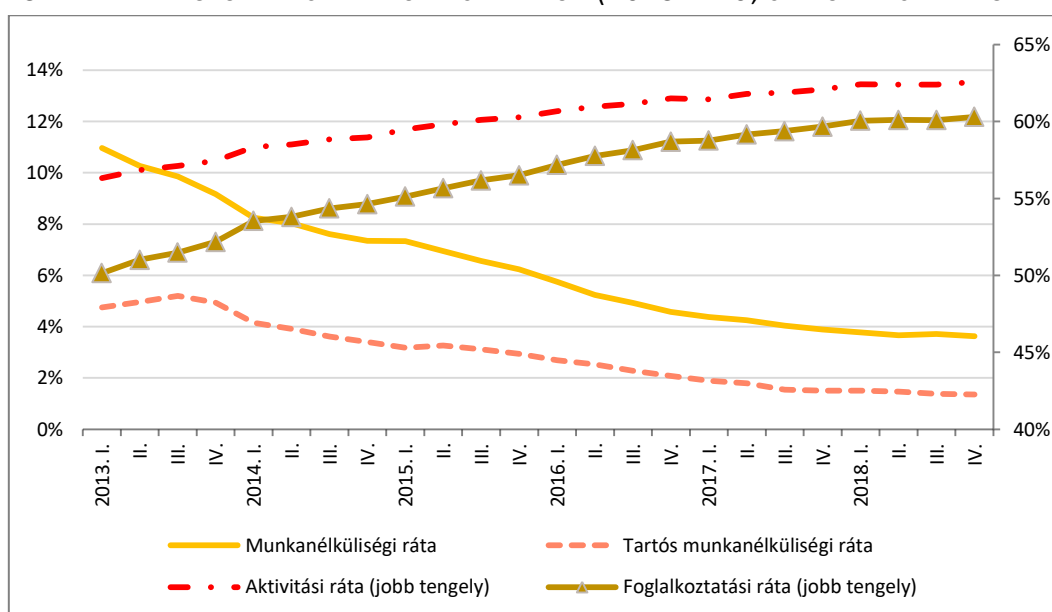
12. ÁBRA: AZ AKTIVITÁS, A FOGLALKOZTATOTTSÁG ÉS A MUNKANÉLKÜLISÉG NEGYEDÉVES ALAKULÁSA (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTOTT ADATOK, 2013. I. = 0)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A foglalkoztatási adatokhoz hasonlóan az intézményi statisztikák is élénkülő munkaerő-keresletről árulkodnak a tavalyi utolsó negyedévben. Az alkalmazottak szezonálisan kiigazított száma egy negyedév alatt 16 ezerrel, 3 millió 138 ezer főre emelkedett. Ezen belül is a legalább 5 főt foglalkoztató vállalkozások körében 22 ezer fős létszámbővülés valósult meg, míg a közszféra állományi létszáma 6 ezer fővel csökkent. Az előző negyedévhez viszonyítva ellenben érdemben nem változott a közfoglalkoztatottak száma, továbbra is közel 114 ezren dolgoztak a Start munkaprogramok keretében, azonban éves szinten így is több mint 38 ezer fős létszámcsökkenés történt. Vagyis 2018 végén tovább folytatódott a munkaerőpiaci átalakulás, tovább nőtt az elsődleges munkaerőpiacon foglalkoztatottak száma, míg a nem piaci alapon foglalkoztatottaké mérséklődött. Az alkalmazotti létszámot meghaladó ütemben, 4,3 százalékkal nőtt éves alapon 2018 negyedik negyedévben a ledolgozott munkaórák száma. Azonban, ha figyelembe vesszük, hogy 2018 végén, amíg a részmunkaidőben ledolgozott munkaórák száma 8,4 százalékkal nőtt, addig a teljes munkaidőben ledolgozott órák száma csak 4,0 százalékkal emelkedett, akkor elmondható, hogy a cégek a túlóra mellett nyitottak az atipikus foglalkoztatási formák alkalmazására is a munkaerőhiány enyhítése érdekében.

13. ÁBRA: A LEGFŐBB MUNKAERŐPIACI ADATOK (2013. I.=0, SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



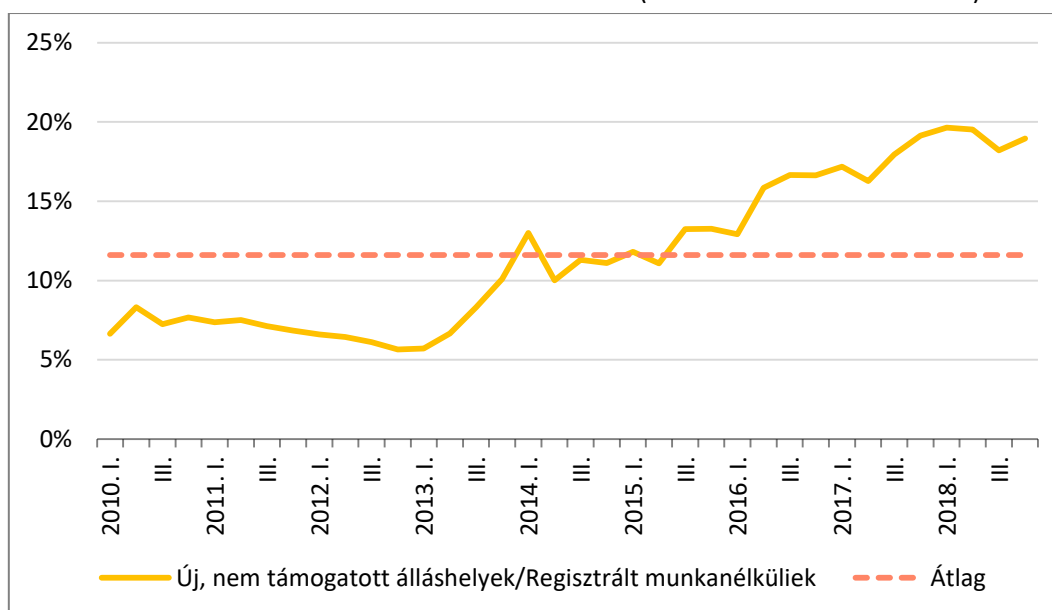
Forrás: KSH, Századvég-számítás

A foglalkoztatottak számának növekedésével párhuzamosan tovább csökkent a munkanélküliek száma. A szezonálisan kiigazított adatok alapján 2018 utolsó negyedévében már csak 169 ezren nem rendelkeztek álláshellyel az aktívak közül. Ez negyedéves alapon 3, míg éves alapon 11 ezer fős csökkenést jelent. Habár a legalább egy éve munkanélküliek részaránya 37,3 százalékos mélypontján stagnált, számuk ezerrel, 63 ezer főre csökkent az év utolsó három hónapjában. A munkanélküliségi ráta ezzel együtt is új történelmi mélypontra, 3,6 százalékra csökkent a negyedév során a szezonálisan kiigazított adatok alapján. Ennél

alacsonyabb rátát az Európai Unióban csak Csehországban (2,1 százalék), Németországban (3,3 százalék) és Lengyelországban (3,5 százalék) mértek 2018 végén.

Az álláskeresők szezonálisan kiigazított száma az utolsó negyedév során 8 ezerrel, 250 ezer főre csökkent a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat adatai alapján. Ez éves szinten 15 ezer fős mérséklődés. Ezzel együtt a bejelentett új, nem támogatott álláshelyek száma negyedéves alapon nőtt, míg éves alapon csökkent, amelynek eredményeként a munkaerőpiac feszességét jelző Beveridge-görbe értéke két negyedév csökkenést követően ismét emelkedett. A betöltetlen üres álláshelyek száma ezzel együtt is kismértékben csökkent a tavalyi év végén, azonban így is 72 ezer volt az NFSZ regiszterében.

14. ÁBRA: A MUNKAERŐPIAC FESZESSÉGE (SZEZONÁLISAN KIIGAZÍTVA)



Forrás: Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Századvég-számítás

2018 utolsó negyedévében 10,1 százalékkal nőtt a nemzetgazdasági bruttó átlagkereset, amely így 347 389 forint volt. A bérek az előző negyedévhez hasonlóan a versenyszférában emelkedtek gyorsabb ütemben, átlagosan 10,4 százalékkal, míg a költségvetési szférában 8,6 százalékos bérnövekedést mért a KSH. A továbbra is 10 százalék feletti bérnövekedésben a minimálbér és a garantált bérminimum 8, illetve 12 százalékos emelése, az élénk munkaerő-kereslet, valamint a költségvetési szféra egyes részeit és az állami vállalatokat érintő bérrendezések játszottak közre. A növekvő bérterhek kigazdálkodását a 3 százalékot meghaladó infláció, az 5 százalékos gazdasági növekedés, valamint a szociális hozzájárulási adó 2,5 százalékpontos csökkentése tette lehetővé. Az átlagos nettó kereset a bruttó keresettel megegyező mértékben, 10,1 százalékkal nőtt az utolsó negyedévben, és 231 ezer forintot tett ki. Ez a 3,2 százalékos infláció hatását figyelembe véve 6,7 százalékos reálbér-emelkedés. 2018 egészében 11,3 százalékkal, 219 400 forintra emelkedett, míg a családi adókedvezményeket is figyelembe véve az átlagos nettó kereset 228 000 forint volt.

Tavaly a 2,8 százalékos infláció hatásával korrigálva a nettó reálkereset a gazdasági növekedés ütemét jóval meghaladó ütemben, 8,3 százalékkal nőtt.

Gyorsult az infláció Magyarországon

2019 első negyedében a fogyasztói árak átlagosan 3,2 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Januárban 2,7, februárban 3,1, míg márciusban 3,7 százalékot ért el az infláció.

Jelentős mértékben hatott az inflációra a szeszes italok, dohánytermékek 7,3 százalékos átlagos áremelkedése, amelyen belül a dohánytermékek ára átlagosan 10,0 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához viszonyítva, ami a jövedékiadó-emelésnek köszönhető. 2019 első negyedében a tojás átlagos ára 18,3 százalékkal, a tejé pedig 8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A tojás árának csökkenése elsősorban a kiemelkedően magas bázisidőszaki adatoknak volt köszönhető: a tojás ára tavaly a 2017-es fipronilbotrány és a madárinfluenza miatt emelkedett meg Európa-szerte. 2019 első negyedében jelentősen csökkent az ára továbbá a cukornak (–6,9 százalékkal), valamint a televízióknak (–7,5 százalék), illetve a friss hazai és déligyümölcsnek (–3,2 százalék).

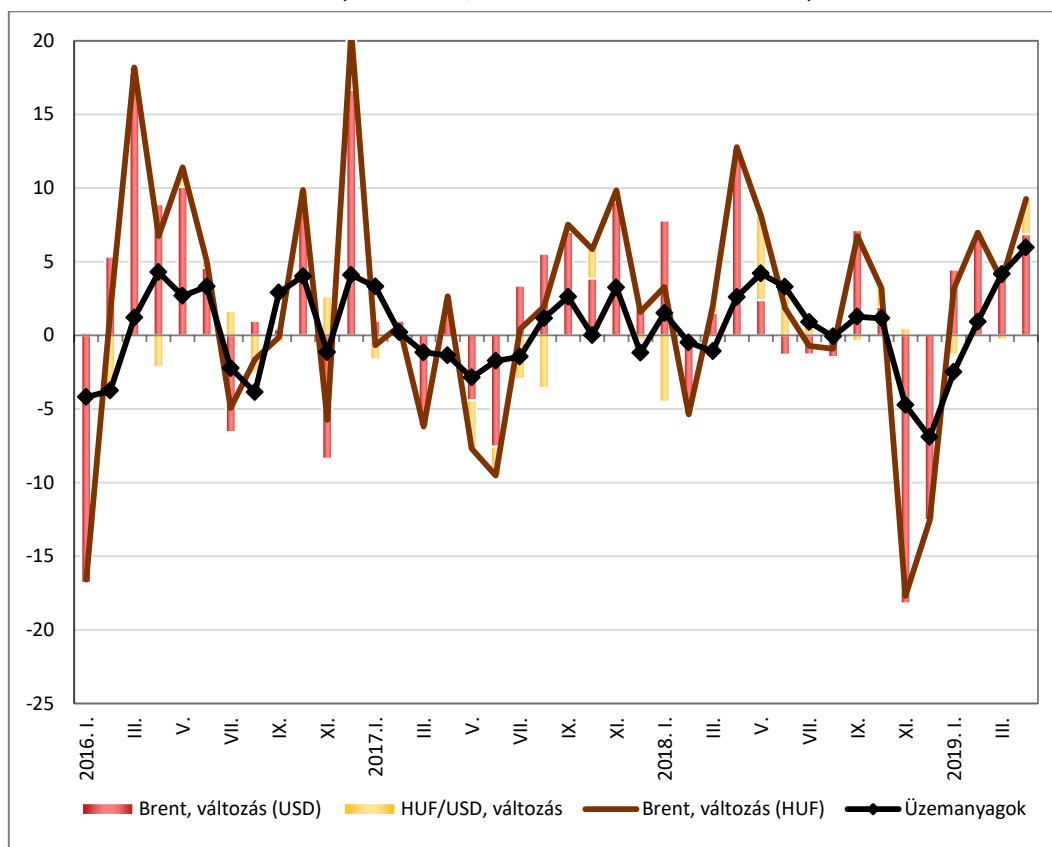
Az élelmiszerek átlagos ára 4,9 százalékkal növekedett, melyhez elsősorban a burgonya 74,9 és a friss zöldség 36,7 százalékos átlagos áremelkedése járult hozzá. A háztartási energia ára átlagosan 1,2 százalékkal, míg a tartós fogyasztási cikkeké 0,8 százalékkal növekedett az első negyedévben. A háztartási energia árnövekedéséhez legjelentősebben a tűzifa 8,0, a szén 7,8 és a palackos gáz 12,7 százalékos drágulása járult hozzá. A tartós fogyasztási cikkek esetében az inflációt felfelé húzta az új személygépjárművek 7,4 százalékos áremelkedése, ellenben visszahúzta a használtak 6,6 százalékos árcsökkenése.

A szolgáltatások ára átlagosan 2,8 százalékkal növekedett 2019 első negyedében, amelyen belül a taxi-szolgáltatás 11,8, a lakásjavítás, -karbantartás 12,0, a belföldi üdülés 7,0, a külföldi üdülési szolgáltatás 5,7, a lakbér 7,5, a sport-, múzeumi belépők 4,5 százalékkal kerültek többre, mint egy évvel korábban. Fékezte azonban a szolgáltatások átlagos inflációját a telefonon, interneten kívül a színházjegyek 0,5 százalékos, a tankönyvek 2,1, illetve a kép-, hang- és adathordozók 3,7 százalékos árcsökkenése. Az infláció mértéke a vizsgált negyedévben a Magyar Nemzeti Bank által kitűzött 2–4 százalékos célsávon belül alakult, azonban a 3 százalékos középtávú inflációs célt a magyar gazdaság februárban és márciusban is meghaladta.

A jegybank inflációs alapmutatói közül a nyers, szezonálisan kiigazított maginflációs mutató 2019 januárjában 3,2, februárban 3,5, márciusban pedig 3,8 százalékon alakult, az indirekt adóktól szűrt maginfláció pedig 3,0, 3,2, illetve 3,5 százalékot ért el az év első három hónapjában. A keresletérzékeny infláció januárban 3,0 százalékon állt, februárban 3,2, márciusban pedig 3,4 százalékra növekedett. A ritkán változó árú termékek inflációja januárban 3,3, februárban és márciusban pedig 3,6 százalékon alakult.

A maginfláción kívüli tételek ára 2019 első negyedében átlagosan 2,4 százalékkal növekedett. Ez főképp a nyers élelmiszerek árának 5,3 százalékos növekedéséből fakadt. A mezőgazdasági termelők árak 8,0 százalékkal növekedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Ehhez jelentősen hozzájárult a burgonya 90,6, a zöldség 46,2, valamint a gabonafélék 14,5 százalékos áremelkedése, ellenben visszafogta a gyümölcsök (–19,6 százalék) és az élőállatok (–3,9 százalékos) árcsökkenése.

15. ÁBRA: AZ ÜZEMANYAGOK ÁRÁNAK VÁLTOZÁSA ÉS AZ AZT MEGHATÁROZÓ TÉNYEZŐK (SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ HÓNAP BÁZISÁN)



Forrás: Thomson Reuters, KSH, MNB, Századvég-számítás

Az üzemanyagok ára éves alapon átlagosan 0,3 százalékkal csökkent az első negyedévben, azonban az utóbbi időszakban havi alapon már növekedés figyelhető meg. Ennek oka a kőolaj árának emelkedése és a forint árfolyamának gyengülése a dollárral szemben. A Brent olaj dollárban mért havi átlagára a decemberi 56,7 dollárról áprilisig 71,6 dollárra emelkedett, miközben a forint dollárhoz viszonyított árfolyama 283,7-ről 279,4-ig erősödött márciusig, majd áprilisban jelentős mértékben a 285,7-es szintre gyengült. Össességében így a maginfláción kívüli tételek ebben a negyedévben is az infláció növekedésének irányába hatottak.

Változtatott a kamatfolyosón és új programot vezet be az MNB

A magyar jegybank idei ülésein sem változtatott az alapkamat értékén, így az továbbra is 0,9 százalékon áll. A márciusi ülésén azonban módosított a kamatfolyosón, a kereskedelmi bankokkal kötött egynapos betét kamatát $-0,15$ százalékról $-0,05$ százalékra emelte, míg az egynapos hitelkamatot változatlanul 0,9 százalékon hagyta. A jegybank a lépést azzal indokolta, hogy az MNB elérte az inflációs célját és az árstabilitás fenntartása érdekében szükség van a kondíciók szigorítására. Ezen felül a második negyedévre megcélzott átlagos kiszorítandó likviditást 100 milliárd forinttal 300-500 milliárd forintra mérsékelte, amely a jegybanki swapeszközök állományát határozza meg. A 3 hónapos betét nullára csökkentését követően a jegybank két eszközt alkalmaz rövid hozamok befolyásolására. Ezek az FX-swapok (forintlikviditást biztosító devizacsere-ügyletek) mennyiségének alakítása és a kamatfolyosó módosítása. Az 1-től 12 hónapig terjedő futamidejű FX-swapok tendereinek, mennyiségeinek módosításával, továbbá a kamatfolyosó felső szélének visszaépítésével az MNB hatást gyakorol a rövid hozamokra.

A kamatdöntés mellett az MNB bejelentette új programját a Növekedési Kötvényprogramot (NKP). Ennek célja a vállalati kötvények vásárlásán keresztül a vállalati finanszírozás diverzifikációja és így a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának a növelése. A lépés nem meglepő abból a szempontból, hogy a jegybank szakértői már hosszú ideje hangsúlyozzák, hogy szükség van egy likvid és hatékonyan működő hazai vállalati kötvénypiacra. A program keretében július 1-jétől 300 milliárd forint értékben vásárolnak nem-pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvényeket. Fontos kitétel azonban, hogy az így megjelenő többletlikviditást a jegybank az alapkamaton kamatozó preferenciális betéttel semlegesíti. A program mintájául az Európai Központi Bank vállalatikötvény-vásárlási programja szolgált (CSPP). Ennek keretében az eurózóna jegybankja 2016 júliusa és 2018 decembere között 178 milliárd euró értékben vásárolt vállalati kötvényeket.

Matolcsy György jegybankelnök a kamatdöntést követő sajtótájékoztatóján jelezte, hogy nem kamatemelési ciklus megkezdéséről van szó, ezt követően a negyedéves inflációs jelentés alapján határoznak majd a monetáris politika irányáról. Továbbá hangsúlyozta, hogy amíg Magyarországon a bővülő belső kereslet felfelé hajtja az árakat, addig az eurózónában még mindig az alacsony, az EKB célját el nem érő inflációval küzdenek.

Továbbá a jegybank 2019 januárjától alkalmazza az NHP fix vállalati konstrukciót, amelyben azonban a jegybank kommunikációja szerint nem a bankrendszerben meglévő likviditás bővítése a cél, hanem a meglévő kkv-hitelek szerkezetének megváltoztatása. A jegybank ugyanis szeretné, hogy a lakossági piaci szereplők mellett a nagyvállalatoknál sebezhetőbb kkv-k is védve legyenek a kamatkockázattal szemben. Precízebben fogalmazva a felvett hitelek kamatperiódusa minél hosszabb legyen, és ezáltal a kis- és középvállalatoknak se legyen a növekvő kamatok miatt magasabb a forrásköltsége. Az MNB 0 százalékos kamattal mellett biztosít majd a hitelintézeteknek refinanszírozási forrást, amelyet azok maximum 2,5

százalékos kamatmarzs mellett hitelezhetnek tovább kkv-knak új beruházások forintalapú finanszírozására.

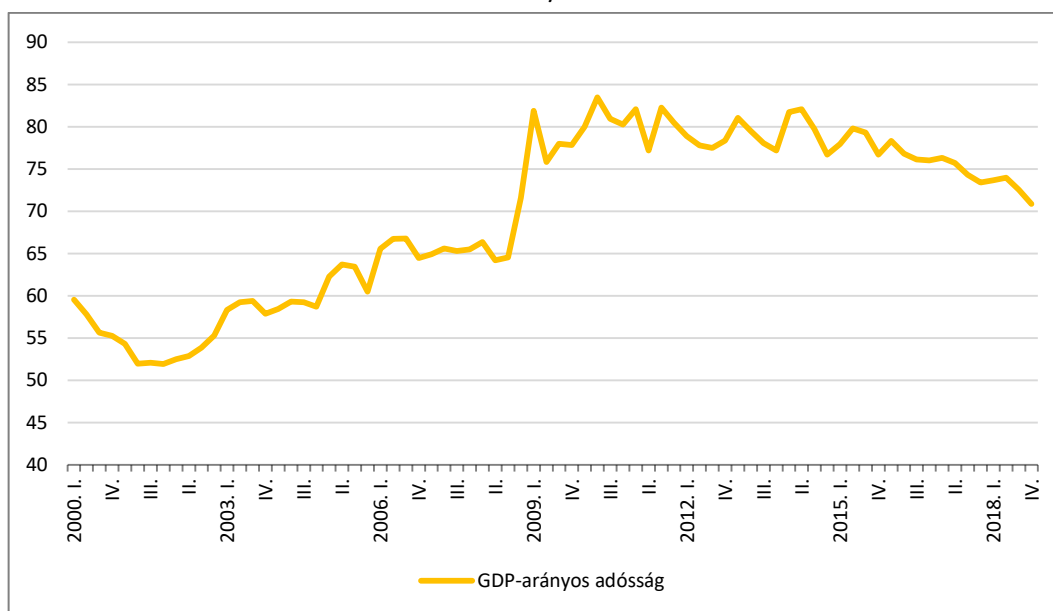
Az NHP fix az NHP korábbi szakaszainál célzottabbnak tekinthető, ami alapvetően az alábbi három fő jellemzőben mutatkozik meg (ezek közül az első kettő releváns a hitelfelvevő kkv-k szempontjából):

- csak 3 évnél hosszabb futamidejű hitelek nyújthatók;
- csak beruházási célra nyújthatók hitelek;
- a program likviditási szempontból semleges, mert az NHP fix keretében folyósított hitelvolumenből fakadó többletlikviditást preferenciális betétlen keresztül lekötötte a jegybank.

Erősödő euró/forint árfolyam, 19 százalékos devizaarány az államadósságon belül

Az államháztartás központi alrendszerének bruttó adóssága az idei év első negyedévének végén 29 038 milliárd forintot tett ki. Ez a decemberi adathoz viszonyítva 350 milliárd forintos növekedést jelent. A növekedésben az ÁKK tájékoztatása szerint a legnagyobb szerepe a kedvező piaci környezetben megvalósult nettó forintkibocsátásnak volt. Ez önmagában 732,2 milliárd forinttal növelte az állomány értékét, amelynek a célja a nettó devizatörlesztés mellett a költségvetés éves hiányának a fedezete volt. A maastrichti adósságráta értéke 2018 végén 70,8 százalék volt, amely éves szinten jelentős 2,6 százalékpontos mérséklődést jelent.

16. ÁBRA: A BRUTTÓ ADÓSSÁG/GDP NEGYEDÉVES ALAKULÁSA

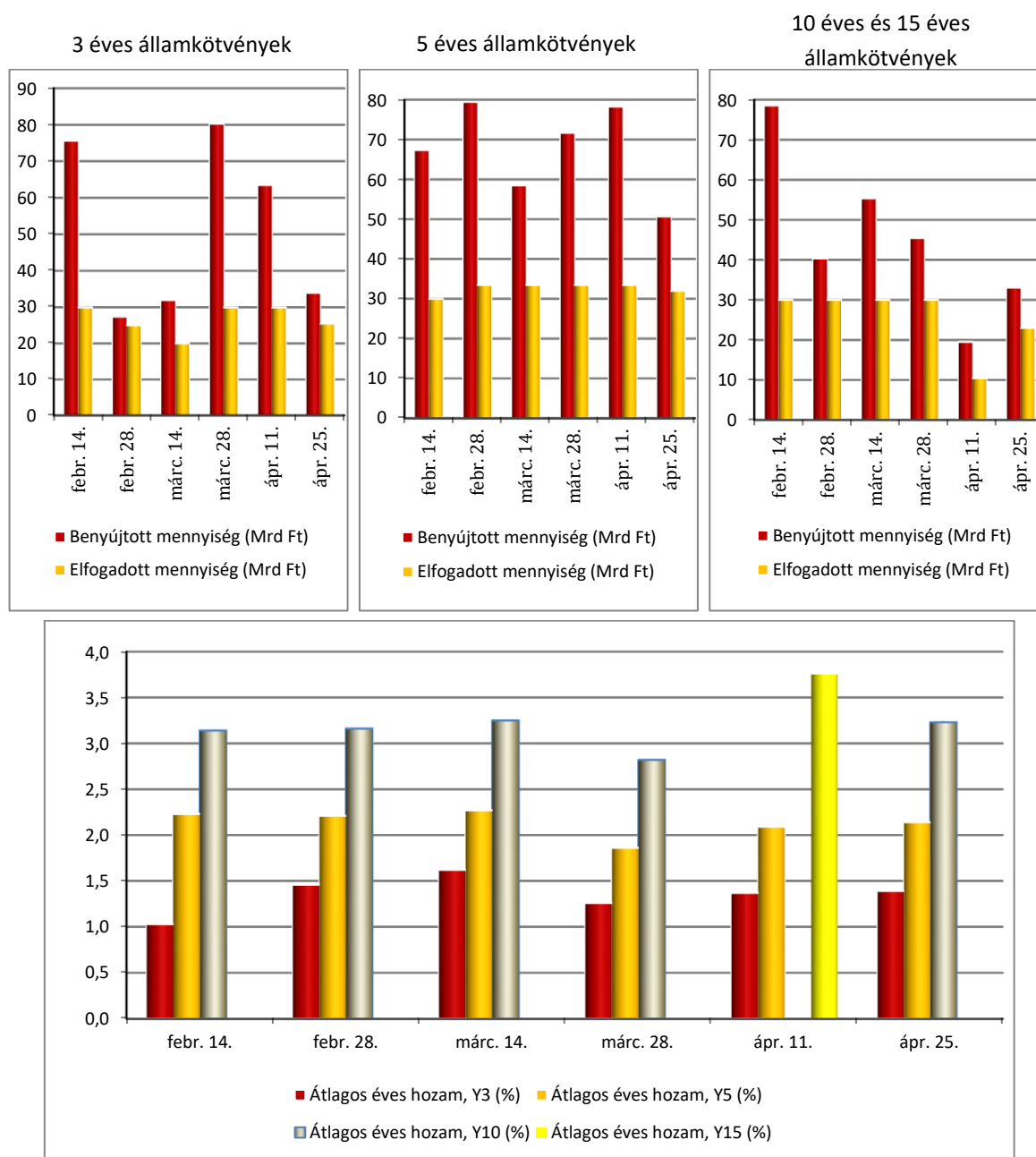


Forrás: Eurostat, MNB

Az elmúlt időszakban 2019. február 15-én az S&P, február 22-én pedig a Fitch nemzetközi hitelminősítők nyilatkoztak, és mindkettő a korábbi BBB– pozitív kilátásúról BBB stabil kilátására emelte a magyar államadósság besorolását, azaz felminősítette a magyar államadósságot. E lépés több indokát is megemlíttette a két hitelminősítő: a magas növekedési kilátásokat, a külső sérülékenység csökkenését és a stabilabb bankrendszert. Így a magyar államadósság a befektetésre javasolt kategóriában, annak második fokán található. A három nagy nemzetközi hitelminősítőből tehát e kettőnél (az S&P-nél és a Fitchnél) már egy kategóriával magasabban szerepel, mint a Moody'snál, ahol stabil kilátással szerepel a magyar államadósság besorolása, amely intézet a legutóbbi, május 3-ai időpontban nem vizsgálta hazánk besorolást. A továbbiakban 2019-ben a S&P és a Fitch is augusztus 16-án, míg a Moody's október 25-én tartja Magyarország adósmínősítésének felülvizsgálatát.

Az állampapírpiazi aukciókon kialakult hozamok az éven belüli futamidőkre (diszkontkincstárjegyek) és az éven túli határidőkre (államkötvények) is változékonyan alakultak. A három hónapos diszkontkincstárjegyet aukciókon február eleje és április vége között 294 milliárd forint értékben értékesített az ÁKK, az átlagos hozam 0,0 és 0,03 százalék között ingadozott. 12 hónapos diszkontkincstárjegyből ezzel szemben 180 milliárd forintot adott el az aukciók keretében az ÁKK miközben az átlagos hozam 0,2 százalékról 0,38 százalékra emelkedett. A nem kompetitív értékesítés keretében további 90, illetve 150 milliárd forint forrást vont be a piacról az államadósság kezelője. Az államkötvények közül 3 éves lejáratú állampapírt aukció keretében 160,5 milliárd forint értékben adott el az ÁKK miközben az átlagos hozam 36 bázisponttal 1,39 százalékra emelkedett. Az aukciók felében az államadósság kezelő élt a maximális 50 százalékos emeléssel a meghirdetett mennyiséghez képest. 5 éves állampapírból 196 milliárd forintot értékesített az ÁKK az aukció keretében, az átlagos hozam 2,23 százalékról 2,14 százalékra csökkent, azzal együtt is, hogy mind a 6 aukció során a meghirdetettnél magasabb összeget fogadott el az adósságkezelő. 10 éves állampapírból 143 milliárd forintot vettek meg az aukciók keretében az elsődleges forgalmazók, miközben az átlagos hozam 3,14 százalékról 3,23 százalékra emelkedett, azonban hasonlóan az 5 éves állampapírokhoz minden aukció keretében az eredetileg meghirdetettnél többet fogadott el az ÁKK és csak az április végi aukció esetében nem élt a maximális 50 százalékos emelési lehetőséggel. A vizsgált időszakban az államadósság kezelő mindösszesen egyszer, április 11-én értékesített 15 éves (a lejáratát tekintve 19 éves) állampapírt. Ekkor 15,0 milliárd forintot vitt a piacra, azonban az elsődleges forgalmazók által ajánlott 19,5 milliárd forintból csak 10,5 milliárd forintot fogadott el, míg az átlaghozam 3,75 százalék lett. A nemkompetitív értékesítés keretében az ÁKK 3 éves papírból további 142,5 milliárd forint, 5 éves papírból 52 milliárd forint, 10 éves állampapírból 143 milliárd forint, míg 15 éves állampapírból 10,5 milliárd forint értékben adott el a befektetőknek. A megelőző három hónaphoz képest jelentősen nőtt a kibocsátott mennyiség minden futamidő mellett, amely alapján az a következtetés vonható le, hogy az ÁKK az év elején igyekszik felpörgetni a kibocsátást, amely egy esetleges turbulens időszakra nézve kedvező az államadósság finanszírozása szempontjából.

17. ÁBRA: AZ ÁLLAMKÖTVÉNY-AUKCIÓK MENNYISÉGI ÉS HOZAMADATAI



Forrás: ÁKK Zrt.¹

A másodlagos állampapírpiacra a hozamok a jegybanki önfinanszírozási program folytatásaként értelmezhető lépéseknek (korábban a kötelező tartalékráta csökkentése és a 3 hónapos jegybanki betét limitjének fokozatos csökkentése, végül 75 milliárdnál a csökkentés leállítása után a 2018. szeptemberi monetáris tanácsi döntés értelmében az eszközt 2018. év végén kivezették) köszönhetően a rövid lejáratoknál továbbra is nagyon alacsonyak. A diszkontkincstárjegyek közül a három hónapos hozam csökkent a vizsgált periódus elejét és végét tekintve: a február eleji 0,08 százalékos hozam április végére/május

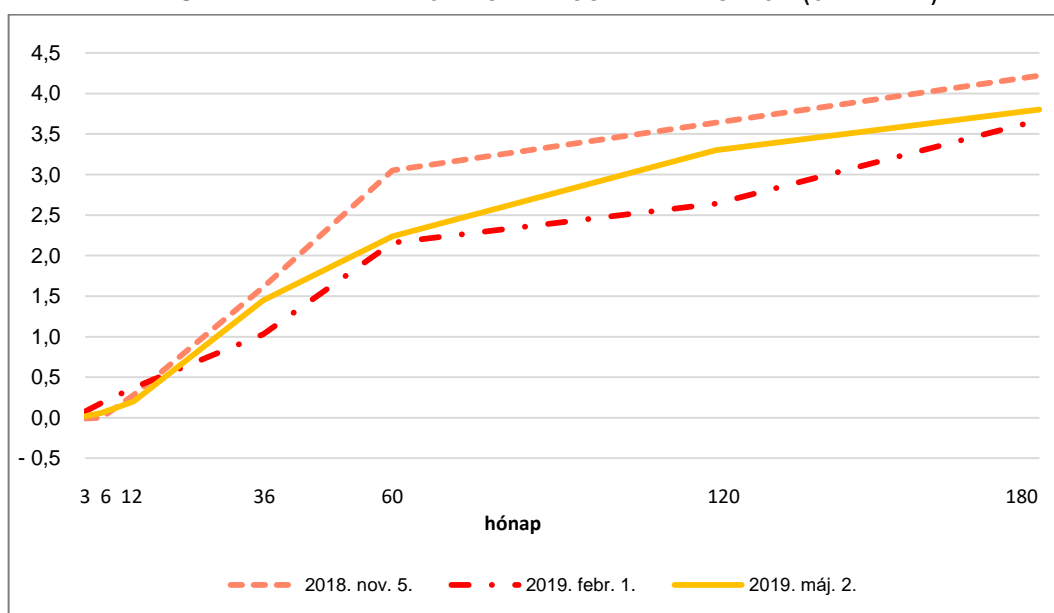
¹10 éves államkötvényből 2019. április 11-én nem volt aukció. 15 éves kötvényből viszont csak ezen a napon volt aukció a vizsgált időszakban.

elejére 0,03 százalékra csökkent a másodpiacon. Ehhez hasonlóan a 12 hónapos futamidő esetén a február eleji 0,37 százalékos hozam májusig 0,2 százalékra mérséklődött. Ezzel szemben a három éves hozam 1,03 százalékról 1,45 százalékra, az 5 éves 2,16 százalékról 2,24 százalékra, a 10 éves pedig 2,64 százalékról 3,3 százalékra emelkedett. A 3 és a 10 éves állampapírok esetében a hozamemelkedésben közrejátszott, hogy a vizsgált periódusban változott a referencia állampapír, amelynek köszönhetően jelentősen, a 3 éves instrumentum esetén több mint egy évvel, míg a 10 éves esetében közel 3 évvel hosszabbodott a hátralévő futamidő, amely így magasabb kamatot eredményezett.

Ennek ellenére is elmondható, hogy február óta a hozamgörbe meredekebbé vált, a rövid oldal lejjebb, míg a hosszú oldal feljebb tolódott. Vagyis a piacon nőttek az MNB kamatemelésével kapcsolatos várakozások. A hazai állampapírpiacon jelentős mértékű a külföldiek állományának növekedése. November és február között a külföldiek forint állampapír-állománya 90 milliárd forinttal 4 323 milliárd forintra emelkedett, míg éves szinten 538 milliárd forinttal emelkedett az állomány. Mivel a forint államadósság ennél lassabb ütemben emelkedett a két periódusban, a külföldiek részaránya érdemben emelkedett: februárban 18,7 százalékot tett ki, 1 százalékponttal többet mint az előző év azonos időszakában.

A határidős kamatmegállapodások (FRA) piacán a bankok 0,57 százalékon kötnek üzleteket május elején (a január elejei 0,73 százalék után), azaz a jelenlegi, a jegybanki alapkamatnál alacsonyabb kamat mellett üzletelnek a 9 hónap múlva induló, 3 hónapos futamidejű lejáratra. Ez azt jelentheti, hogy a bankok a jövőben a 3 hónapos BUBOR (BUdapest InterBank Offered Rate) magasabb szintre emelkedését feltételezik a május eleji 0,16 százalékról, azonban az emelkedés mértéke a korábban vártnál kisebb lehet.

18. ÁBRA: A REFERENCIAHOZAM-GÖRBE VÁLTOZÁSA (SZÁZALÉK)



Forrás: ÁKK Zrt.

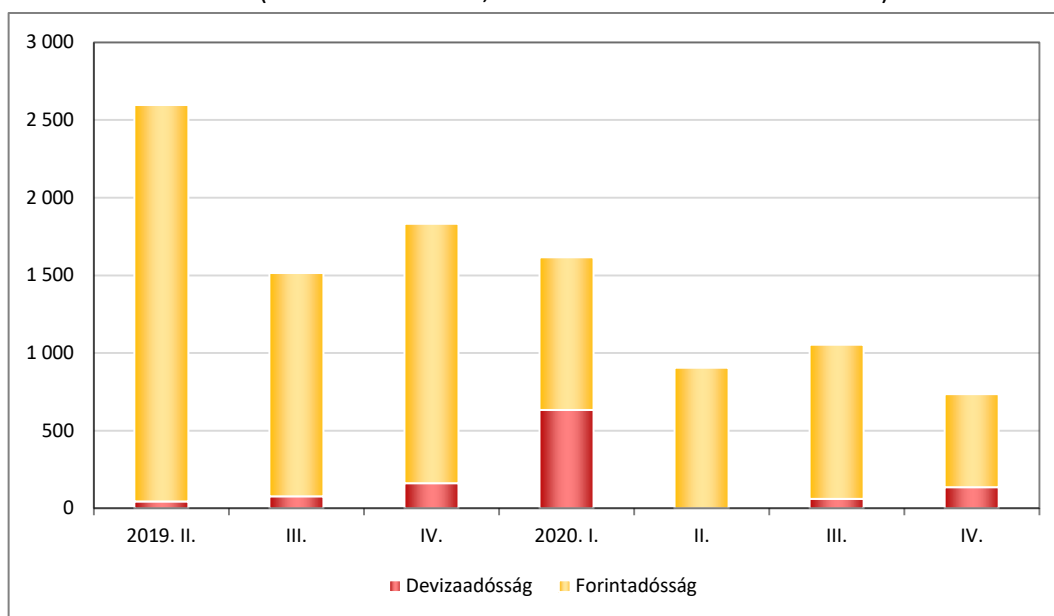
Az ÁKK 2018. és 2019. évi finanszírozási terveiben a legelső kitüntetett célja az államadósság GDP-arányos mértékének további csökkentése. Továbbá a külső sérülékenységek mérséklése érdekében az adósságkezelő folyamatosan törekszik eszközei népszerűsítésére a hazai befektetők és kiemelten a lakosság körében. 2018. év végére így a kifejezetten a lakosságnak szánt forint állampapírok állománya 7641 milliárd forinttal emelkedett. 2017. év végén ez az összeg még közel 840 milliárd forinttal alacsonyabb (6802,9 milliárd forint) volt úgy, hogy a nonprofit intézményeket és az önkormányzatokat kiszorították a lakossági állampapírok vásárlói köréből². A kereslet növekedése a lakossági állampapírok iránt alapvetően az ÁKK július végi, 50 bázispontos kamatemelésének és a háztartások növekvő rendelkezésre álló jövedelmének köszönhető. A lakossági állampapírok részesedése ezzel meghaladta a 26 százalékot³ a teljes államadósságon belül.

A magyar államadósság devizaaránya kismértékben csökkent, hiszen a 2018. végi 20,0 százalék után 2019 márciusának végén 18,3 százalékot tett ki. Ez az arány megfelel a 2018. évi finanszírozási tervben meghatározott 15–25 százalékos és a 2019. évi 10–20 százalékos sávellőírásnak. A cél az, hogy a devizaarány tovább mérséklődjön (ezt honorálják egyrészt az egyes hitelminősítők, és az árfolyamkockázat is kisebb az alacsonyabb devizaarány mellett), amelyet az ÁKK a devizalejáratok jellemzően forintpiacról történő megújításával szeretne elérni. Az elmúlt időszakban 2019. január 11-én lejárt egy 1 milliárd eurós devizakötvény, amelyből a december végi adatok alapján már csak 811 millió euró volt a piacon. A 7 év 8 hónap futamidejű kötvény 6 százalékos kamatozású volt. Emellett március végén lejárt egy 4 százalékos kamatozású 1 milliárd dollár értékű dollárkötvény is, amelynek azonban csak kicsivel több mint a fele volt még a piacon a korábbi visszavásárlásoknak köszönhetően.

²A magas kamatozású lakossági papírok közül az egyévesnél hosszabb lejáratúakhoz már 2018. január óta, míg a rövidebbekhez április óta nem férnek hozzá az önkormányzatok.

³ Az ÁKK adatai szerint. Az MNB ennél alacsonyabbat mér (20 százalék körüli szintet), amikor az értékpapír tulajdonosi statisztikáit közli.

19. ÁBRA: A KÖZPONTI KÖLTSÉGVETÉS ADÓSSÁGÁNAK LEJÁRATI SZERKEZETE
(MILLIÁRD FORINT, 2019. MÁRCIUS VÉGI ÁLLAPOT)



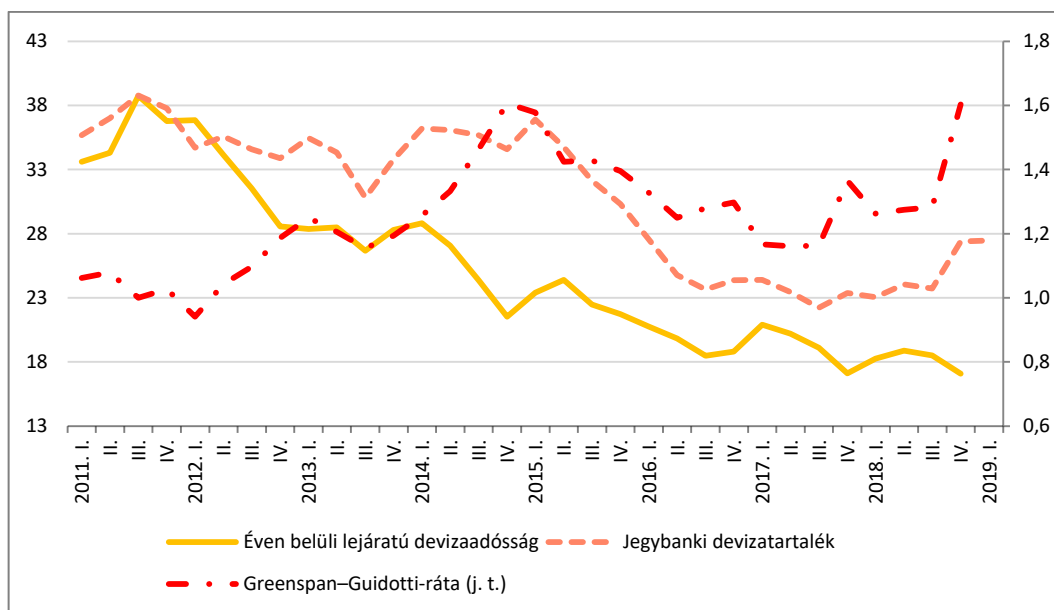
Forrás: ÁKK Zrt.

A központi költségvetés adósságának lejáratí szerkezetét vizsgálva fontos kiemelni, hogy nagyobb devizaösszeg 2020 I. negyedévében jár le, az idei harmadik és negyedik negyedévben elsősorban belföldi devizakötvények járnak le, valamint egy 3 éves 2016-ban kibocsátott, 6,25 százalékos júan kötvény. Habár a külső sérülékenység jelentősen csökkent az elmúlt években, és az államadósság devizaaránya 18,3 százalékra zsugorodott idén márciusig, a jelentősebb árfolyamkockázat miatt (EUR/HUF) nagyobb mértékben módosulhat a lejáró összeg forint ellenértéke.

Az ország pénzügyi stabilitását hivatott erősíteni a jegybanki devizatartalékok megfelelő szintje, ennek mérésére szolgál a válság óta alkalmazott Greenspan–Guidotti-szabály, amely a jegybanki devizatartalékokat viszonyítja az ország rövid (éven belüli) lejáratú külföldi adósságának szintjéhez. Az éven belüli devizakötelezettségekről 2018 utolsó negyedévére vonatkozóan áll rendelkezésre adat. Ez alapján Magyarország továbbra is megfelel a Greenspan–Guidotti-szabálynak, azaz a jegybanki devizatartalékai jelentősen meghaladják az éven belüli devizakötelezettségek értékét. Az elmúlt időszakban a rövid lejáratú külföldi adósság érdemben már nem tudott tovább csökkenni, az utolsó negyedévben 17,1 milliárd eurót tett ki, amely ugyan megegyezik a 2017 végi adattal, azonban kevesebb mint a fele a 2011 végi szintnek. Mindeközben a devizatartalék értéke 2018 negyedik negyedévében 27,4 milliárd eurót tett ki, amely több mint 4 milliárd euróval meghaladja a megelőző év azonos időszakának adatát. Az emelkedés egyrészt az aranytartalékok közel 1 milliárd eurós növekményével és az EU-s források megérkezésével magyarázható. Az ennek eredményeként kialakuló, 1,6-os Greenspan–Guidotti-ráta 2014 vége óta a legmagasabb. Ezek alapján megállapítható, hogy a jegybanknak továbbra is van mozgástere a

devizatartalékokat illetően, ami az időnként turbulensebb devizapiaci környezet miatt kedvező a magyar gazdaságra stabilitására nézve.

20. ÁBRA: JEGYBANKI DEVIZATARTALÉK (MILLIÁRD EURÓ), KÜLSŐ ADÓSSÁG (MILLIÁRD EURÓ), A GREENSPAN–GUIDOTTI-RÁTA ALAKULÁSA



Forrás: MNB, Századvég-számítás

Vegyesen alakult a forint árfolyama az év első 4 hónapjában. Az euróhoz viszonyított jegyzés az évet a 321,1-es szinten kezdte, majd ezt követően fokozatosan erősödött, március közepén már 313 alatt is járt a jegyzés. A márciusi kamatdöntést követően azonban ismét gyengülni kezdett a forint az euróval szemben május elején már 324,6 forintot adtak egy euróért, így május eleje és január eleje között a hazai deviza 1,1 százalékkal gyengült az euróval szemben. A lengyel zlotyi február közepéig gyengült az euróval szemben, majd ezt követően erősödésnek indult, így a deviza értéke a vizsgált periódusban 0,3 százalékkal erősödött. Hasonló mértékben erősödött a cseh korona is az euróval szemben január eleje és május eleje között, azonban a volatilitása sokkal kisebb volt.

Folytatódhat a magyar gazdaság növekedése

Feltevéseink alakulása

2018 negyedik negyedévében az Európai Unió gazdasági növekedése a vártnál jóval kedvezőtlenebbül alakult: a nyers adatok szerint az éves alapú bővülés 1,5 százalék volt, míg a kiigazított adatok 1,4 százalékos növekedést mutattak. Ezzel összességében az éves növekedés 2,0 százalékot tett ki. A negyedik negyedévben az unió több nagy gazdasága is gyengén teljesített: a német bővülés a nyers adatok szerint 0,9, míg a szezonálisan kiigazított adatok szerint 0,6 százalék volt. Szintén 0,9 százalék volt a bővülés üteme Franciaországban úgy a nyers, mint a szezonálisan kiigazított adatok szerint. Olaszországban a nyers adatok alapján a bővülés 0,5 százalék volt, míg a kiigazított adatok szerint nem változott a déli gazdaság teljesítménye egy év alatt.

A német gazdaság gyenge teljesítménye különösen veszélyes a magyar gazdaság szempontjából, hiszen Németország továbbra is hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnere. A termékek esetében Németország részesedése 2018-ban a magyar exportból 27,3 százalék, míg a szolgáltatásoknál 17,7 százalék volt. A kedvezőtlen harmadik és negyedik negyedéves folyamatok alapján várakozásaink szerint 2019-ben a német gazdaság bővülése mérsékelt, akár 1 százalék alatti is lehet. Fontos azonban felhívni a figyelmet arra, hogy még nem látható, hogy a gyengébb teljesítmény mennyire tulajdonítható egyedi (például a WLTP-szabvány bevezetése okozta nehézségek a járműgyártásban), illetve mennyire tartós tényezőknek.

Az Egyesült Királyság kapcsán a Brexit közeledését érdemes kiemelni, már ha egyáltalán közeledik az időpont. A szigetország növekedése a negyedik negyedévben a nyers adatok szerint 0,6, míg a kiigazított adatok szerint 1,3 százalék volt. Várakozásaink alapján az Egyesült Királyság növekedése idén kismértékben 1 százalék felett alakulhat. Érdemes azonban megjegyezni, hogy a Brexit folyamata elemzésünk elkészítésének időpontjában továbbra is bizonytalan, így ez kockázati tényezőként megjelenik.

Amint a fentiekben láttuk, az unió nagyobb gazdaságai közül több esetében – így Olaszország esetén is – gyengén sikerült a negyedik negyedév. Ennek megfelelően arra számítunk, hogy az olasz gazdaság bővülése idén 1 százalék körül alakulhat. Bár az olasz és az uniós vezetők közötti viták az elmúlt időszakban kevésbé voltak jelentősek, az olasz kormány gazdasági intézkedéseinek blokkolása továbbra is kockázatot jelent a növekedés szempontjából.

Franciaország esetében 1,5 százalékos bővülésre számítunk 2019-ben. Itt azonban a költségvetési helyzet alakulása jelent kockázatot, hiszen a kiadásnövelések nyomán 3 százalék felett várható hiány miatt Párizs a kiadások lefaragására kényszerülhet. Spanyolországban a növekedés a negyedik negyedévben a nyers adatok szerint 2,5, a

kiigazított adatok szerint 2,4 százalék volt. 2019-re 2 százalékot kismértékben meghaladó bővülést várunk a dél-európai gazdaság esetében.

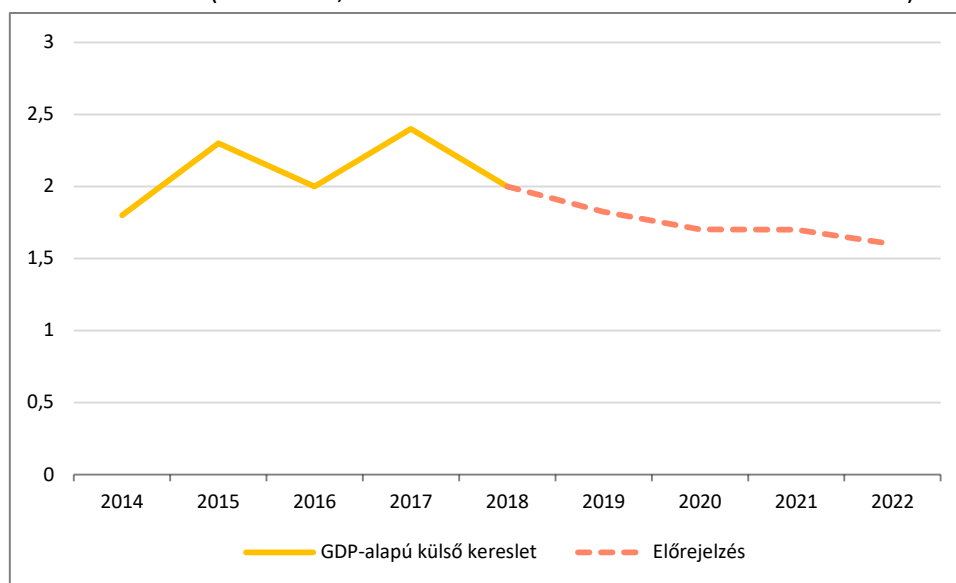
A korábbi években sokszor beszéltünk a görög gazdaság teljesítményének alakulásáról. A negyedik negyedévben Görögország teljesítménye 1,6 százalékkal nőtt a szezonálisan kiigazított adatok alapján. Várakozásunk szerint a görög gazdaság 2019-ben is a tavalyihoz hasonlóan, 2 százalék körül bővíhet.

Várhatóan 2019-ben is a 2004 után csatlakozott tagországok jelenthetik az uniós növekedés motorját. A visegrádi országok közül 2018-ban a legnagyobb növekedést Lengyelország érte el, 5,1 százalékot. Az utolsó negyedévben azonban ennél lassabb, 4,6 százalék volt a bővülése úgy a nyers, mint a szezonálisan kiigazított adatok szerint. 2019-re ez alapján 4 százalék körüli növekedést várunk a lengyel gazdaságban. Ennél lassabban, mindössze 3,0 százalékkal nőtt a cseh gazdaság tavaly. A negyedik negyedévben a cseh gazdaság bővülése a nyers adatok szerint 3,2, míg a szezonálisan kiigazított adatok szerint 2,8 százalék volt. Így idénre is 3 százalék körüli bővülést várunk. A szlovák gazdaság bővülése a negyedik negyedévben a nyers adatok szerint 3,6, míg a kiigazított adatok szerint 4,0 százalék volt, éves szinten pedig 4,1 százalékot tett ki. Ez alapján idén 4 százalékot kismértékben meghaladó bővülést várunk. Szintén 4 százalék körül alakulhat idén Románia növekedése.

Röviden kitérünk az unión kívüli legfontosabb külkereskedelmi partnereinkre is. Az Egyesült Államok növekedése a negyedik negyedévben 2,6 százalékot tett ki. 2019-ben 2,5 százalékos bővülésre számítunk, amelyet Trump adócsökkentési politikája továbbra is segíthet. Kínában a növekedés várhatóan lassul, ám ennek ellenére is jelentős marad, a 6 és 6,5 százalék közötti sávban tartózkodhat. Dinamikus lehet a szerb gazdaság bővülése: várakozásaink szerint a GDP növekedése elérheti a 3,5 százalékot. Ennél lassabb, kismértékben 3 százalék alatti lehet a bővülés Ukrajnában. Svájc és Oroszország gazdasági növekedése pedig 2 százalék körüli lehet.

Összességében tehát a külső keresletre vonatkozó előrejelzésünket lefelé korigáltuk, és így annak 1,8 százalékos bővülésével számolunk.

21. ÁBRA: A GDP-ALAPÚ MAGYAR KÜLSŐ KERESLET NÖVEKEDÉSE
(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: Századvég-számítás

Prognózisunk szerint a külső kereslet növekedése 2020-ban is a 2019-eshez hasonlóan alakulhat, attól csak kismértékben maradhat el, 1,7 százalékot tehet ki. Ez tehát azt jelenti, hogy egyelőre nem számítunk a 2008-ashoz hasonló mértékű válságra, csupán a növekedés lassulására.

Várakozásunk alapján a német gazdaság bővülése 2020-ban sem lesz erőteljes, 1,5 százalék körül alakulhat. Az Egyesült Királyság növekedését a kilépéssel kapcsolatos szokásos kérdőjelek övezik. Számításaink során kicsivel 1 százalék feletti növekedéssel kalkuláltunk. Olaszországban a bővülés ennél kismértékben magasabb lehet, az 1,0 és 1,5 százalék közötti sávban alakulhat. Ennél erőteljesebb, 1,5 százalék körüli lehet a francia gazdaság növekedése. Spanyolországban a bővülés 2,0 százalékot tehet ki.

A közép-európai országok növekedése várakozásaink szerint jövőre is meghaladja az uniós átlagot. Lengyelország és Szlovákia gazdasági bővülése meghaladhatja a 3 százalékot, miközben a cseh növekedés 2,5 százalék körül alakulhat. A román gazdaság növekedése 2020-ban, a 2019-eshez hasonlóan, 3,5 és 4 százalék között alakulhat.

Az unión kívüli fontosabb külkereskedelmi partnereink esetében a gazdasági növekedés 2020-ban a 2019-eshez hasonlóan alakulhat. Az Egyesült Államok bővülése kismértékben 2 százalék felett lehet, miközben Kína gazdasági bővülése továbbra is meghaladhatja a 6 százalékot. Oroszország és Svájc gazdasága 2020-ban is 1,7–1,8 százalék körül növekedhet, miközben az ukrán növekedés elérheti a 3, a szerb pedig a 4 százalékot.

2021-re és 2022-re a külső kereslet esetében a 2020-ashoz hasonló bővülést várunk. Hangsúlyozni kell azonban, hogy minél távolabb kerülünk a jelentőtől, annál nehezebb az egyes tényezők előrejelzése.

A külső keresletet érintő kockázatok közül a következőket tartjuk a leglényegesebbnek:

- A Brexit alakulása: prognózisunk készítésének időpontjában nem látható, hogy a Brexit milyen formában és mikor történik meg, illetve, hogy egyáltalán megtörténik-e.
- A német gazdaság gyengélkedése: Az elmúlt két negyedévben a német gazdaság gyengén teljesített. Kérdés, hogy ez tartós marad-e, vagy csupán átmeneti jelenségről beszélhetünk.
- Külkereskedelmi háború: az elmúlt hónapokban változatosan alakultak a külkereskedelmi háború fejleményei. Volt, amikor úgy tűnt, hogy megbékélnak a felek, de többször előkerült az Európából az USA-ba szállított autók vámtételének megemlése is.
- A sérülékenyebb gazdaságú országok (pl. Törökország, Olaszország) helyzetének alakulása. Kérdés, hogy a következő időszakban történik-e olyan esemény, amely turbulenciát okoz a pénzpiacokon.
- Egy globális világgazdasági válság kirobbanása. Egy világgazdasági válság kirobbanásának idejét nem lehet pontosan előrejelezni. Biztos azonban, hogy ilyen lesz, csak az a kérdés, hogy 1, 2, 5, 10, 20 vagy 50 év múlva.

Várakozásaink szerint a magyar jegybank inflációs célja a teljes előrejelzési horizonton 3 százalékos marad. Az Európai Központi Bank pedig irányadó rátáját 2019-ben még nem módosítja, 2020-ban azonban 2 lépésben, 0,25-0,25 százalékponttal emeli azt. Ezt 2021-ben és 2022-ben további kismértékű emelés követheti, azonban az alapkamat szintje várakozásaink szerint így is alacsony marad. A monetáris politika alakulását azonban nagyban befolyásolja, hogy élénkül-e a várt mértékben az infláció, amelyet nagyban befolyásol majd az általános gazdasági helyzet alakulása.

A Brent típusú kőolaj európai FOB-jegyzésének azonnali (spot) piaci ára folyamatos emelkedés mellett már a 85 dolláros hordónkénti szintet is meghaladta 2018. október elejére, ami négyéves árcsúcsot jelentett. Ezután az energiahordozó ára 2018. december végére 50 dollárra esett vissza, amely szint körül ingadozott 2016 közepe és 2017 szeptembere között. A drasztikus árcsökkenés annak köszönhető, hogy az USA történelmi szintre emelte a kitermelését, emellett az olajkitermelő szövetségeseit is a kitermelés növelésére kérte. Március közepére az olajár emelkedni kezdett, és 65 dollár körüli szinthez ért.

Az OPEC és a vele együttműködő országok december elején döntöttek arról, hogy olajtermelésüket összesen napi 1,2 millió hordóval vágják vissza, amihez az OPEC 800 ezer, a társult országok pedig 400 ezer hordóval járulnak hozzá. A döntés szerint azonban az intézkedés elvileg csak 2019 elejétől lépett volna életbe, vagyis az olajkartell gyakorlatilag már decemberben teljesítette későbbtől esedékes vállalását. A kitermelés visszafogásával az olajtermelő országok egy része az olaj árának további drasztikus esését igyekezett megakadályozni. Az elmúlt időszakban az olaj áremelkedésének oka a kínálati oldalról nézve

a termelés visszafogása, míg keresleti oldalon az USA–kínai kereskedelmi kapcsolatokban bekövetkező enyhülés volt.

Az OPEC-országok energiaügyi miniszterei április 17–18-án üléseznek Bécsben, és értékelik a kitermeléscsökkentési megállapodás teljesülését, eredményeit, majd 2019 júniusában határozhatnak a kitermelési politika folytatásáról.

A Reuters a jövőbeli olajár-várakozásokról iparági szereplők (olajcégek, elemzők, bankárok és spekulánsok) megkérdezésével elemzést készített. A kutatás eredménye alapján 2019-ben és 2020-ban is 65 dolláros átlagos Brent-ár várható, de 2023-ig is csak a 65–70 dollár közötti sávban mozoghat a nyersanyag világpiaci ára. A megkérdezettek közül alig várt valaki 100 dollár feletti árat, és 2023-ra is a legtöbben 60 és 80 dollár közötti árra voksoltak.

2. táblázat: A Brent típusú kőolaj árának várható alakulása a határidős árak alapján

	Brent-ár (USD/hordó)
2018	71,8
2019	64,9
2020	64,7
2021	66,6
2022	68,6

Forrás: Reuters, Századvég-számítás

A főbb makrogazdasági változókra vonatkozó előrejelzés

A magyar gazdaság teljesítménye 2018-ban jelentősen meghaladta az elemzői várakozásokat, és így az év egészét tekintve 4,9 százalékot tett ki. Történt ez annak ellenére, hogy a külső kereslet kedvezőtlenül alakult, az év egészét tekintve 2,0 százalékot tett ki, mely az előző évinél 0,4 százalékponttal alacsonyabb. Jelentősen lassult a legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, Németország bővülése is, a IV. negyedévben már csak mindösszesen 0,6 százalékot tett ki. A magyar export volumene 2018-ban 4,7 százalékkal, míg behozatala a belső kereslet erőteljes bővülése miatt 7,1 százalékkal bővült. A külkereskedelmi egyenlegen belül ugyanakkor egyre nagyobb szerep jut a szolgáltatásoknak: az áruk exportja 4,3, míg a szolgáltatásoké 6,3 százalékkal nőtt 2018-ban. Ezzel szemben az import oldalon az áruk volumene 7,3, míg a szolgáltatásoké 5,9 százalékkal nőtt. Így tavaly az egyenleg teljes egészében a szolgáltatások külkereskedelméből származott (2 461 milliárd forint), miközben az áruk egyenlege passzívumot (450 milliárd forint) mutatott.

Figyelembe véve a hazánkban véghez vitt és folyamatban lévő kapacitásnövelő beruházásokat, valamint a külső kereslet alakulását, 2019-ben az export 5,7 százalékos

bővülésére számítunk. Eközben a belső kereslet dinamikus bővülése és az export növekedése nyomán az import volumene 6,1 százalékkal emelkedhet. Így arra számítunk, hogy a nettó export 2019-ben sem tud hozzájárulni a GDP növekedéséhez, a külkereskedelmi mérleg értéke várhatóan tovább csökken.

2020-ban ez megváltozhat: jövőre az export volumenbővülése várakozásaink szerint kismértékben meghaladhatja az importét: az előbbi 5,3, míg az utóbbi 5,2 százalékos lehet. Az export bővülését segíthetik a jelentős volumenben végrehajtott beruházások, melyek a későbbiekben a termelés volumenét, illetve hatékonyságát növelik.

2021-ben szintén a kivitel bővülése lehet dinamikusabb a beruházások folyamatosan magas szintjének eredményeként. Így az export volumene 5,6, míg az importé 4,1 százalékkal bővülhet. Hasonló folyamatok jellemezhetik 2022-t is, amikor is a kivitel 5,0, a behozatal pedig 4,3 százalékkal lehet magasabb, mint egy évvel korábban.

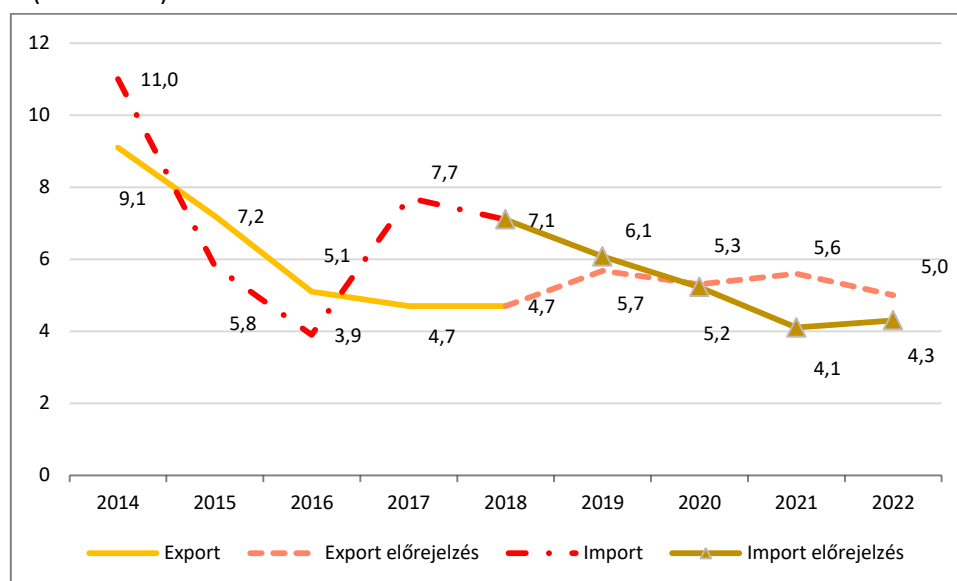
A külső kereslet alakulása ugyanakkor egyre nagyobb kockázat a gazdasági növekedés szempontjából. Nem lehet tudni, hogy a német gazdaság immáron második negyedéve tartó lassulása átmenetinek bizonyul vagy tartós marad. Amennyiben az utóbbiról van szó, az a magyar növekedési kilátásokat is ronthatja. Szintén kockázatot jelent a Brexit alakulása, amelynek kapcsán az elmúlt két évben sem sikerült érdemi előrelépést elérni. Elemzésünk készítésének időpontjában még nem tudjuk, hogy a Brexit éppen aktuális, október végi időpontjáig megvalósul-e és ha igen, milyen formában, ha pedig nem, akkor pedig csak átmenetileg vagy véglegesen halasztják el azt. A külső kockázati tényezők között továbbra is szerepel a vámháború kérdése, melynek kapcsán az utóbbi időszakban meglehetősen vegyes hírek érkeztek. Ki kell még emelni a problémákkal küzdő gazdaságok (például Olaszország, Törökország) pénzügyi kialakuló esetleges turbulenciákat, illetve azok magyar gazdaságra gyakorolt hatását.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2018-ban 0,5 százalékra csökkent, amelyhez az import exporténál erőteljesebb növekedése járult hozzá. Várakozásaink szerint a folyó fizetési mérleg egyenlege a teljes előrejelzési horizonton pozitív marad, és az export importénál gyorsabb növekedése nyomán a vizsgált időszak végén növekedni is tud. A gazdasági növekedéssel párhuzamosan ugyanakkor folytatódhat a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának külföldre áramlása is, amely a folyó fizetési mérleg egyenlegét kedvezőtlenül befolyásolja. Ennek megfelelően becslésünk szerint a folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlege 2019-ben 0,3 százalékra csökkenhet, ezt követően emelkedésnek indul és 2020-ban 0,6, 2021-ben 1,3, 2022-ben pedig 1,9 százalékot tehet ki.

Ehhez hasonlóan alakul a nettó finanszírozási képesség is, azonban itt az uniós források beérkezésének időpontja bizonytalanságot jelent. A mutató GDP-arányos értéke 2018-ban 3,3 százalékot tett ki, ez várakozásaink szerint 2019-ben 3,1 százalékra mérséklődhet, majd 2020-ban ismét 3,3 százalékot tehet ki. Ezt követően a külkereskedelmi egyenleg javulása

miatt 3,9 százalékra emelkedik, 2022-re azonban 2,9 százalékra csökkenhet az uniós források beérkezésének ciklikussága miatt.

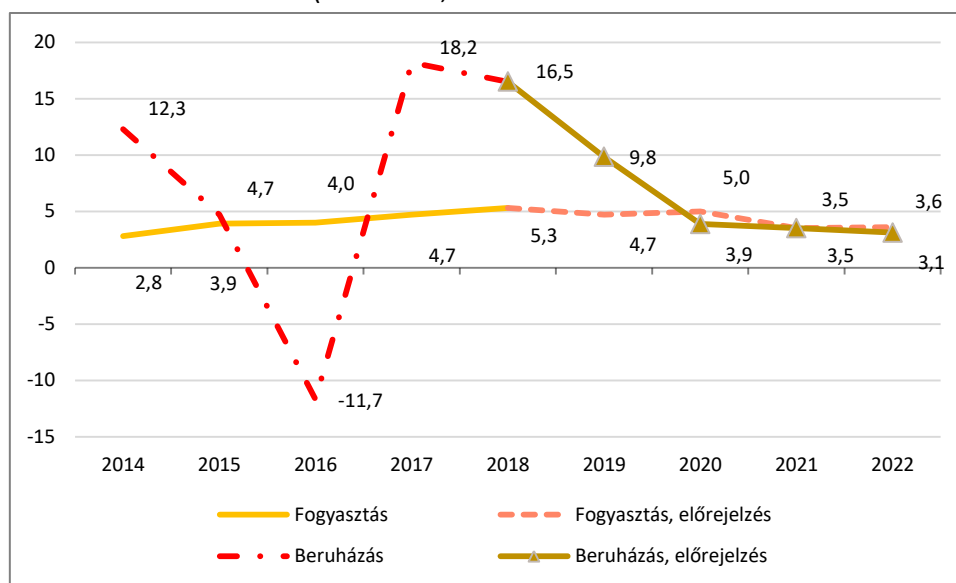
22. ÁBRA: AZ EXPORT ÉS AZ IMPORT VOLUMENÉNEK NÖVEKEDÉSE AZ ELŐZŐ ÉVHEZ KÉPEST (SZÁZALÉK)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A háztartások fogyasztási kiadásainak bővülése 2018-ban erőteljes volt, 5,3 százalékot tett ki. Tekintettel arra, hogy prognózisunk szerint a reálbérek növekedése továbbra is dinamikus marad, azzal számolunk, hogy a fogyasztás is érdemben fog bővülni a teljes előrejelzési horizonton. 2019-ben ennek megfelelően a háztartások fogyasztási kiadása 4,7, 2020-ban 5,0, 2021-ben 3,5, 2022-ben pedig 3,6 százalékkal haladhatja meg az egy évvel korábbit. Ennek kapcsán fontos hangsúlyozni, hogy a fogyasztás elmúlt években tapasztalt bővülése egyelőre nem járt együtt a háztartások túlzott eladósodásával, azonban törekedni kell arra, hogy ez hosszabb távon is így maradjon. Bár a minimálbér és a garantált bérminimum emelkedése az előző évekhez képest kevésbé dinamikus, ugyanakkor látható, hogy a nagyvállalatok jellemzően ennél nagyobb mértékben emelik dolgozóik bérét, így a fogyasztás bővülése 2019-ben és 2020-ban is erőteljes marad. 2021-ben és 2022-ben a magas bázis, a szerény mértékben lassuló bérnövekedés és a válság nyomán elhalasztott tartós fogyasztási cikk vásárlások bepótlása nyomán már kisebb mértékben, 3,5 százalékkal bővülhet a fogyasztás volumene. A fogyasztás 2020-ra várt, a 2019-esnél dinamikusabb bővülését a családvédelmi akcióterv magyarázza, mely várhatóan részben a magyar termékek és szolgáltatások (például lakásépítés, lakásfelújítás) iránti keresletet, részben pedig az import termékek és szolgáltatások (például autók) iránti keresletet serkenti.

23. ÁBRA: A HÁZTARTÁSOK FOGYASZTÁSI KIADÁSÁRA ÉS A BERUHÁZÁSOKRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK(SZÁZALÉK, AZ ELŐZŐ ÉV AZONOS IDŐSZAKÁNAK BÁZISÁN)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A beruházások volumene 2018-ban is dinamikus, 16,5 százalékkal bővült. Az erőteljes bővülés várhatóan idén is fennmarad, azonban mértéke 2020-tól lassul. A beruházások dinamikáját egy-egy nagyobb beruházás megjelenése, a beruházások csúszása, illetve az uniós források felhasználásának üteme miatt ugyanakkor nehéz előrejelzni. A beruházások bővülését több tényező segíti: az uniós források növekvő felhasználása, a lakásépítések számának növekedése, a vállalkozások növekvő beruházásai, valamint az állami forrásokból való beruházások bővülése. A magas bázisra és az uniós források tetőzésére való tekintettel azonban 2020-tól már lassabb növekedési dinamikára számítunk. Az uniós források ciklikussága a vállalati beruházások nyomán várakozásaink szerint nem okoz majd akkora visszaesést, mint 2016-ban történt. Érdeemes azonban kiemelni, hogy a beruházások pályája kapcsán az előrejelzési horizont végén kockázatot jelent az, hogy az új költségvetési ciklusban mekkora volumenű forrás áll majd Magyarország rendelkezésére és hogy azt milyen tempóban sikerül felhasználni. E tényezők figyelembe vételével a beruházások növekedési volumene 2019-ben 9,8, 2020-ban 3,9, 2021-ben 3,5, 2022-ben pedig 3,1 százalék lehet.

A kormányzati kiadások volumene 2018-ban 2,1 százalékkal mérséklődött. Prognózisunk alapján a kormányzat vásárlásainak mértéke a 2019 és 2022 közötti időszakban mérsékelten bővíthet: 2019-ben és 2020-ban 0,5–0,5 százalékkal, 2021-ben 0,9, 2022-ben pedig 1,4 százalékkal.

A GDP növekedése a teljes előrejelzési horizonton elérheti a 3 százalékot alappályánk alapján: 2019-ben 3,9, 2020-ban 3,5, 2021-ben 3,0, 2022-ben pedig 3,4 százalékot tehet ki. Hosszabb távon természetesen még nem látjuk előre sem a világgazdasági környezet

alakulását, sem a gazdaságpolitikai intézkedéseket. Egy ennél dinamikusabb, tartósan 4 százalékos körüli fenntartható bővüléshez szükség van a világgazdasági kondíciók kedvezőbbé válására.

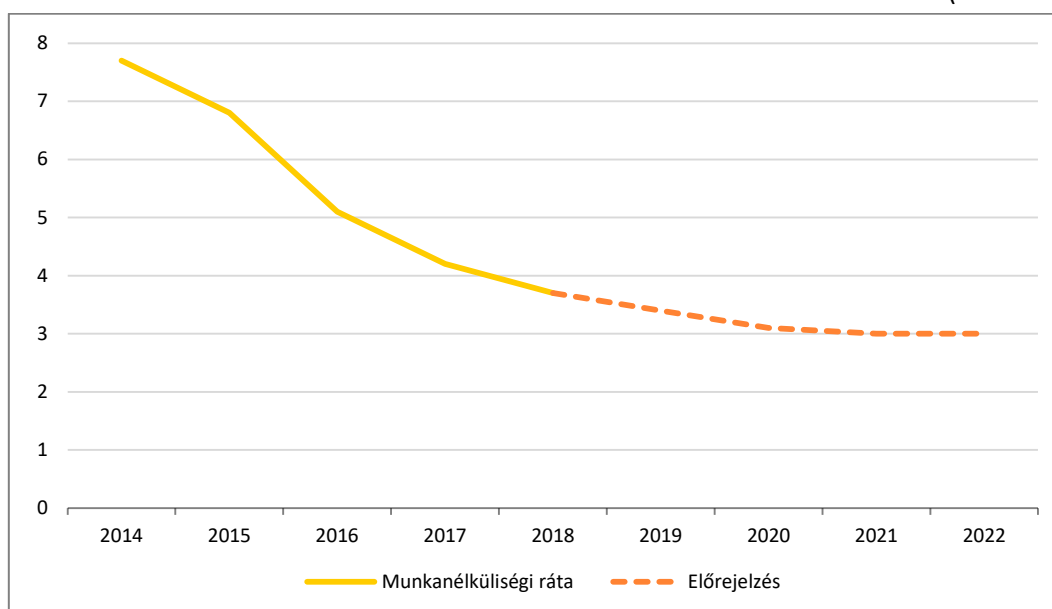
A legfontosabb kockázati tényezőnek tehát a külső kereslet alakulását látjuk. Ennek legfontosabb elmeit az előző fejezetben áttekintettük. Ezen kívül a következőket látjuk legfontosabbnak a rövid- és középtávú gazdasági növekedés szempontjából:

- A mezőgazdaság teljesítményének időjárás-függőségét időről időre hangsúlyozzuk elemzéseinkben. Kedvezőtlen időjárás esetén az átlagosnál gyengébb termés várható, ami a GDP-adatokon is nyomot hagy.
- Előrejelzésünk elkészítésekor számoltunk versenyképességi intézkedések bevezetésével, így ezek egy részének megvalósulása szükséges a gazdasági növekedés biztosításához. A versenyképesség dinamikusabb erősítése ugyanakkor az alappályán jelzettnél nagyobb növekedést is eredményezhet.
- Az olajár alakulása: az elmúlt években az olaj ára tág határok között ingadozott. Ez a magyar infláció értékét is jelentősen befolyásolta és befolyásolja, ezen keresztül pedig a gazdaság reálváltozóira is hat.
- A valutaárfolyam alakulása: az elmúlt időszakban a forint árfolyama a tavalyi gyengülés után erősödni kezdett, majd a monetáris tanács márciusi ülését követően ismét gyengült. Tekintettel arra, hogy a 325 körüli árfolyam alulértékeltnek tekinthető, ezért a forint erősödése mindenképpen üdvözlendő lenne. Bár elméletileg az árfolyam gyengülése erősíti az exportot, és ezen keresztül GDP-serkentő hatása van, ez az adatokon nem látszott. Kockázatot jelenthet azonban egy tartós gyengülés, amely a gazdaság reálváltozóira lehet kedvezőtlen hatással.
- Az uniós források alakulása: a tagállamok vezetői még nem tudtak megállapodni a 2021-27-es költségvetési ciklus forrásairól. Kérdés tehát, hogy Magyarország mennyi forrással gazdálkodhat az új költségvetési időszakban, illetve hogy azok felhasználását mikor tudja elkezdni.

Várakozásaink szerint az idei évben a foglalkoztatottak száma éves átlagban elérheti a 4,5 millió főt, ez kicsit több mint 30 ezer fős létszámbővülés. A foglalkoztatottak számának növekedése 2020-ban is tovább folytatódhat, azonban a némiképp lassuló gazdasági növekedés és a korlátozott munkaerő-kínálat miatt csak lassabb, 25 ezer fős bővülésre számítunk. 2020 után tovább lassulhat a foglalkoztatás bővülésének üteme, elsősorban a kedvezőtlen demográfiai folyamatok következtében, annak ellenére is, hogy Csehországhoz viszonyítva a 15-64 éves korosztályban még mindig 4,7 százalékpontos lemaradásban vagyunk az aktivitási ráta terén (71,9, illetve 76,6 százalék 2018-ban). Várakozásaink szerint tovább folytatódik majd a hazai munkaerőpiac átalakulása, így a következő években is elsősorban a versenyszektor lesz majd a foglalkoztatásbővülés motorja. Előrejelzésünk szerint idén átlagosan 1,3, míg jövőre közel 0,9 százalékkal nőhet a versenyszektor

foglalkoztatása, amely az előrejelzési horizont végén a lassuló gazdasági növekedés eredményeképp tovább mérséklődhet. Ezzel szemben az állami szférában kismértékű mérséklődésre számítunk a foglalkoztatottak számát illetően. Ennek oka elsősorban a közszféra létszámleépítése, amely azonban makroszinten nem gyakorol jelentős hatást a munkaerőpiacra, mivel a jelenlegi munkaerő-hiányos környezetben az állás nélkül maradók könnyen el tudnak helyezkedni a versenyszférában. Ezen felül a közfoglalkoztatottak számának alakulása gyakorol hatást a nemzetgazdasági foglalkoztatásra. A Start munkaprogramokban dolgozók száma előrejelzésünk szerint tovább csökken: idén 20, míg jövőre 15 ezer fővel, majd ezt követően 80 ezer fő környékén stabilizálódhat a létszámuk. A résztvevőket a programokból való kilépésre elsősorban a közfoglalkoztatotti bér és a minimálbér közötti olló emelkedése ösztönzi, valamint a vállalatok továbbra is magas munkaerő-kereslete segíti.

24. ÁBRA: MUNKANÉLKÜLISÉGI RÁTÁRA VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK (SZÁZALÉK)



Forrás: Századvég-számítás

A munkanélküliek száma előrejelzésünk szerint tovább csökken majd, azonban ennek üteme fokozatosan lassulhat. Várakozásaink szerint idén az aktívak közül 157 ezren, míg jövőre 144 ezren nem rendelkeznek majd álláshellyel. Ez idén 3,4, míg 2020-ban 3,1 százalékos munkanélküliségi rátát jelent, és várhatóan továbbra is az egyik legalacsonyabb érték lesz az Európai Unióban. 2020 után azonban megállhat a munkanélküliségi ráta csökkenése, a mutató értéke várakozásaink szerint 3 százalék környékén stabilizálódhat. A munkanélküliek körében elsősorban inkább az átmeneti vagy súrlódásos munkanélküliség lesz jellemző, nem pedig a tartós, mivel a munkaerőhiány miatt a vállalkozások csökkentik a felvételi követelményeket, így olyan állástalanok is munkához juthatnak, akik korábban nem tudtak elhelyezkedni. A versenyképesség növeléséhez és a gazdasági növekedés fenntartásához

azonban továbbra is szükség van a munkaerő-állomány és leginkább a munkanélküliek, valamint a közfoglalkoztatottak folyamatos képzésére az elhelyezkedés elősegítéséhez.

A bérek a tavalyi 11,3 százalékos növekedést követően várakozásaink szerint idén 10,2 százalékkal emelkedhetnek, amelyet jövőre 9,6 százalékos béremelkedés követhet. Előrejelzésünk szerint a dinamikus 9 százalék körüli bérnövekedés 2020 után is fennmaradhat, azonban ehhez a vállalkozások részéről jelentős hatékonyságjavulásra van szükség, amelyet elsősorban a beruházások révén érhetnek el. A bérfolyamatokra kedvezően hat a minimálbér és a garantált bérminimum emelése, mindkét kategóriában idén és jövőre is 8-8 százalékos emelés valósul meg. A minimálbér azonban egyre kisebb szerepet játszik a bérfolyamatokban, mivel a munkaerőhiány miatt a vállalatok a munkavállalók megtartása érdekében kénytelenek a törvényileg előírtnál nagyobb mértékben emelni a béreket, amelyre az elmúlt időszakban többször is láttunk példát. A vállalatok béremelését a 3 százalék körüli infláció, a 4 százalékot közelítő GDP-növekedés, valamint a július elsejétől 2 százalékponttal, 17,5 százalékra csökkenő szociális hozzájárulási adó segíti. Kedvező hatást gyakorolnak még a bérfolyamatokra a közszférát (egészségügyi dolgozók, közalkalmazottak) érintő béremelések is. A reálbérek előrejelzésünk szerint a tavalyi 8,3 százalékos növekedést követően az emelkedő infláció következtében idén 6,8, míg jövőre 6,3 százalékkal emelkedhetnek. A reálbérek 5 százalék feletti éves növekedése 2020 után is fennmaradhat, amely így jelentősen javíthatja majd a bérből élő háztartások helyzetét.

Az infláció az elmúlt időszakban vegyesen alakult. Az októberi 3,1 százalékos érték után decemberben és januárban 2,7 százalékot tett ki, majd februárban 3,1 százalékra emelkedett. Ezt márciusban további jelentős emelkedés követte: a mutató 3,7 százalékgig növekedett. Az infláció ingadozását nagyban befolyásolja az olaj árának alakulása, ugyanakkor az inflációs alapfolyamatok is emelkedést mutattak. A maginflációs mutató az októberi 2,6 százalékos szintről márciusra 3,8 százalékra emelkedett. Ehhez vélhetően hozzájárult a forint tavaly nyári gyengülése, illetve a gazdaságban jelen levő erőteljes bérnyomás. E tényezőket figyelembe véve készítettük el inflációs prognózisunkat. Így 2019-ben 3,2 százalékos, 2020-ban 3,1 százalékos, 2021-2022-ben pedig egyaránt 3,2 százalékos inflációt valószínűsítünk, vagyis éves átlagban a pénzromlás üteme az MNB célja körül alakulhat. 2019-ben az infláción belül meghatározó lesz a maginfláció növekedése, mely 3,6 százalékot tehet ki, 2020-ra azonban 3,1 százalékra csökkenhet.

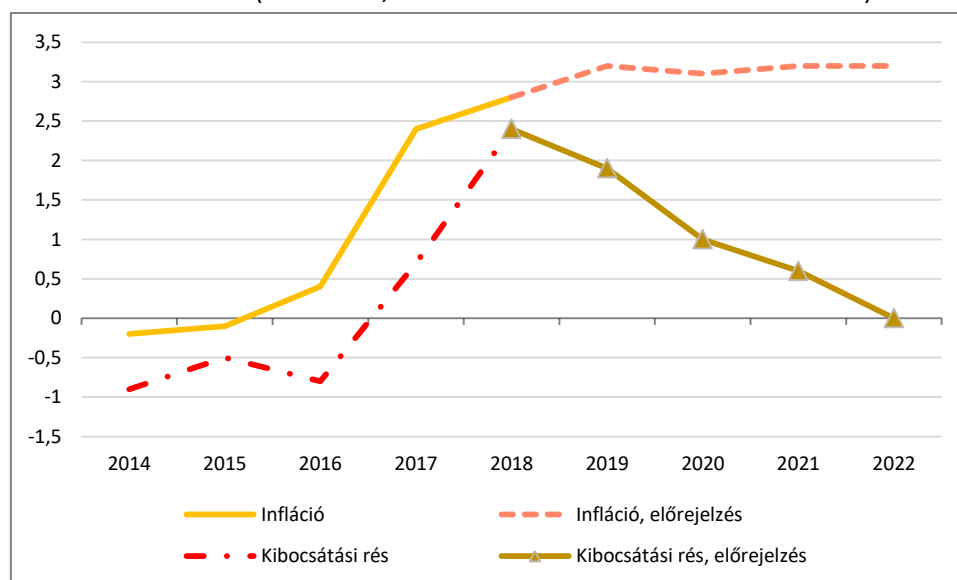
A becsült inflációs pálya kapcsán azonban fontos hangsúlyoznunk a monetáris politikai feltevéseink szerepét: amennyiben ettől eltérő kamatpálya valósul meg, az természetesen befolyásolja az árak emelkedésének ütemét is.

Az inflációval kapcsolatos legfontosabb kockázati tényezőknek a következőket tartjuk:

- A béremelkedés hatása: a dinamikus bérnövekedés a hazai tulajdonú kkv-kat árai emelésére kényszeríthetik, és ez megjelenhet a fogyasztói árakban is, például az alapvető élelmiszerek esetében.

- Az eurózóna inflációjának alakulása: tekintettel a magyar gazdaság nyitottságára, a külső infláció alakulása is nagyban befolyásolja a fogyasztói árakat, bár az e csatorna jelentette kockázatokat jelenleg mérsékeltnek látjuk.
- Az olajárak alakulása a magyar inflációs mutatót jelentősen befolyásolja, amint azt az elmúlt időszakban is láttuk. Az elmúlt néhány negyedév során a határidős olajárak alig tértek el az aktuális szinttől, vagyis előrejelző képességük mérsékelt volt, így az előrejelzés ennek kapcsán az átlagosnál nagyobb bizonytalanságot tartalmaz.
- A forint árfolyamának alakulása: az elmúlt időszakban a forint erősödni tudott, majd a monetáris tanács márciusi ülése után ismét gyengült, így jelenleg alulértékelt. Az árfolyam változása – különösen is az esetleges további gyengülés – az infláció pályájára is hat.

25. ÁBRA: AZ INFLÁCIÓRA ÉS A KIBOCSÁTÁSI RÉSRÉ VONATKOZÓ ELŐREJELZÉSÜNK
(SZÁZALÉK, A KIBOCSÁTÁSI RÉS A GDP SZÁZALÉKA)



Forrás: KSH, Századvég-számítás

A kibocsátási rész becslésünk szerint 2018-ban GDP-arányosan 2,4 százalék volt. Várakozásaink szerint a gazdaság potenciálist lényegesen meghaladó növekedése fokozatosan mérséklődik és a kibocsátási rész 2022-re bezárul, addig azonban folyamatosan pozitív, de egyre kisebb lesz. A gazdaság túlfűtöttségének mérséklése hozzájárulhat az inflációs folyamatok kordában tartásához, ehhez azonban szükség van a monetáris politika további kismértékű szigorodására is. Ez azonban nem jelent szigorú monetáris politikát, csak az eddig ultralaza monetáris kondícióktól való távolodást jelent.

A Magyar Nemzeti Bank monetáris tanácsa márciusi ülésén bár változatlanul hagyta az alapkamatot, de szigorító lépésekről döntött. A kamatdöntést követő sajtótájékoztatón a jegybank vezetése kifejtette, hogy további lépések a beérkező adatok függvényében történnek meg szem előtt tartva a jegybank inflációs célját. Ezt azzal indokolták, hogy a külső

inflációs folyamatok az infláció csökkenése, míg a belső kereslet magas szintje annak emelkedése irányába hat és e két tényező együttes hatását a külső folyamatok bizonytalansága miatt nehéz előre látni. Úgy tűnik azonban, hogy rövid távon a belső folyamatok lesznek erősebbek. Ez alapján a júniusi ülésen az alapkamat továbbra is változatlan maradhat, de a swapállomány kismértékű csökkentése és az overnight betéti kamat (vagy esetleg a hitelkamat) kismértékű emelése megtörténhet. Korábbi várakozásainkkal szemben az Európai Központi Bank 2019-ben várhatóan nem emel kamatot, így a Magyar Nemzeti Bank részére a kamatemelési nyomás nem elsősorban pénzüpiaci oldalról érkezik, hanem a magyar inflációs mutatók romlása miatt.

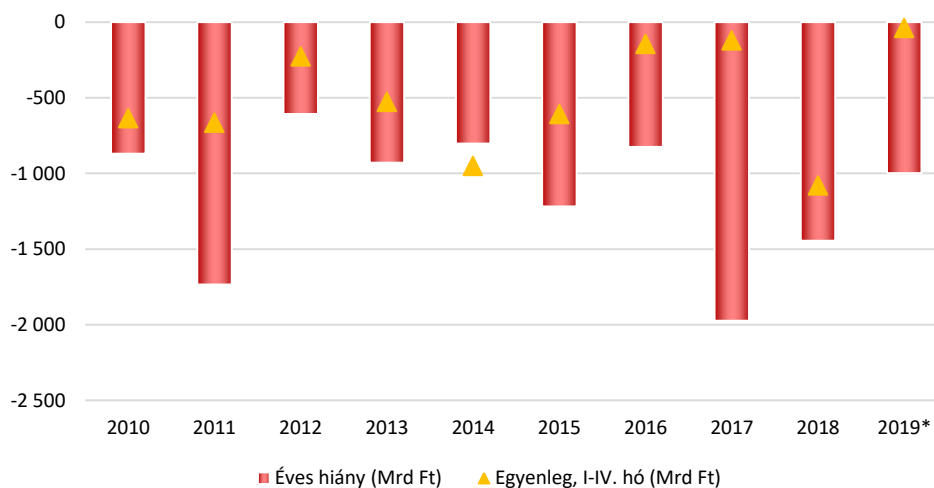
Az alapkamat emelésére prognózisunk szerint legkorábban az év második felében kerülhet sor. Így azt várjuk, hogy az alapkamat 2019 végén 1,05 százalék, 2020 végén 1,5 százalék, 2021 végén 2,0 százalék, 2022 végén pedig 2,2 százalék lehet. Ez tehát azt jelenti, hogy a monetáris politika a teljes előrejelzési horizonton laza marad még akkor is, ha a korábbinál szigorúbb lesz.

2019-ben 1,7 százalék lehet a költségvetési deficit

Az idei év áprilisának végéig az államháztartás központi alrendszerének halmozott hiánya 39,0 milliárd forintot tett ki. Január és április között a központi költségvetés 80,7 milliárd forintos hiánnyal, az elkülönített állami pénzalapok 33,1, míg a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 8,6 milliárd forintos többlettel zárt.

A bevételek tekintetében az év első négy hónapjában általános forgalmi adóból 349,3 milliárd forinttal (31,6 százalékkal), jövedéki adóból 36,5 milliárd forinttal (11,9 százalékkal), személyi jövedelemadóból pedig 55,5 milliárd forinttal (7,9 százalékkal) több folyt be, mint a megelőző év azonos időszakában. Emelkedett továbbá a szociális hozzájárulási adóból és a nyugdíj-, egészségbiztosítási és munkaerőpiaci járulékokból származó bevétel is, amely tételsor 160,9 milliárd forinttal (9,5 százalékkal) haladta meg a megelőző évi azonos időszaki teljesülést. A költségvetésbe 305,9 milliárd forint uniós bevétel érkezett, míg az ezen projektekhez köthető kiadások 489,3 milliárd forintot tettek ki. A költségvetés jelentős mértékben támogatja a hazai forrásokból többek között a Modern Városok Program fejlesztéseit, valamint az egyes vállalati kapacitásbővítő és munkahelyteremtő nagyberuházásokat.

26. ÁBRA: A KÖZPONTI ALRENDSZER ELSŐ NÉGYHAVI EGYENLEGÉNEK ALAKULÁSA 2010 ÉS 2019 KÖZÖTT



Megjegyzés: A 2019-es éves hiány tervezett érték, míg az azt megelőző években a tényleges teljesülés adatai láthatóak.

Forrás: Pénzügyminisztérium, MÁK

A fejezet következő részében a rendelkezésre álló adatok segítségével részletesen is áttekintjük a költségvetés tételeinek az eddigi teljesülését és azt az előző év azonos időszakának eredményeivel is összehasonlítjuk. A 2019. év egészére vonatkozó költségvetési előrejelzésünket az eddigi teljesülések áttekintésével párhuzamosan tesszük, az azonosított

(pozitív és/vagy negatív) kockázatokat és azok becsült mértékét részletesen taglaljuk. Tekintve, hogy az első három havi adatokból még nem lehet az év egészére vonatkozó következtetéseket levonni, ráadásul az elmúlt évekhez hasonlóan a kiadások és a bevételek teljesülésének időben eltérő eloszlása miatt a hiány pályájának lefutása idén sem időarányos, éves prognózisunkat a 2018. évi tényadatokra, valamint az aktualizált makrogazdasági előrejelzésünkre építve készítettük.

Bevételek

A központi alrendszer márciusi halmozott bevétele 4 958,5 milliárd forint volt, amely 14,8 százalékkal (640,8 milliárd forinttal) haladta meg az előző év első három havi teljesülésének értékét. A bevételek növekedése mögött a központi költségvetésbe, az elkülönített állami pénzalapokba és a társadalombiztosítási alapokba beérkező nagyobb összegek állnak.

A központi költségvetés január–márciusi időszakának halmozott bevételeinek összege 3 397,4 milliárd forintot tett ki, amely 21,1 százalékkal (591,8 milliárd forinttal) haladta meg a 2017 első három hónapjában befolyt bevételek összegét. A gazdálkodószervezetek befizetései a bázisév azonos időszakához viszonyítva 18,7 százalékkal (46,3 milliárd forinttal) felülteljesültek, amely jelentős részben a társasági adóból származó bevételek 13,5 milliárd forinttal magasabb teljesülésének köszönhető. Ezt az eltérést a magasabb adóelőleg-kötelezettségek okozták, amelyet csak részben ellensúlyozott a 2018. évi adóelőleg-kiegészítést érintő rendelkezések 2019 januárjára történő áthúzódása miatti megemelkedett kiutalás. A 2017 elején életbe lépett, egységesen 9 százalékra csökkentett társasági adókulcs mellett a kedvező gazdasági folyamatok adóbevétel-generáló hatásait is figyelembe véve kivetítésünk alapján **11,7 milliárd forint nagyságú pozitív kockázatot azonosítunk a társasági adóbevételek esetében a 2019. évi előirányzat értékéhez képest.**

Jelentős mértékben emelkedett továbbá az egyéb központosított bevételek összege is, amely 15,6 százalékkal (17,7 milliárd forinttal) haladta meg az előző év azonos időszaki teljesülését. Ehhez érdemben hozzájárult az elektronikus útdíjakból származó bevételek 46,6 milliárd forintra való emelkedése, ami 14,3 százalékkal (5,8 milliárd forinttal) magasabb, mint 2018. január–márciusban. Az egyéb központosított bevételek megfigyelt tendenciája alapján elfogadtuk a 2019-re vonatkozó előirányzatban foglalt értéket.

A reklámadó idei előirányzatának összegét 15,1 milliárd forintban határozták meg, amelyből az év első három hónapjában mindössze 578 millió forint folyt be az államkasszába. Az eddigi tendenciát figyelembe véve a 2018-ban megfigyelt eredményekhez hasonlóan **idén is alulteljesülésre számítunk az előirányzathoz képest: megközelítőleg 1,8 milliárd forinttal kevesebb bevétel keletkezhet ezen tételsoron.**

A kisadózók tételes adója soron beérkező összegek márciusig 33,0 százalékkal (9,7 milliárd forinttal), a kisvállalati adóból származó bevételek pedig 75,0 százalékkal

(5,8 milliárd forinttal) teljesültek magasabban, mint az előző év azonos időszakában. A kisadózók tételes adója tekintetében elfogadtuk az előirányzatban foglalt értéket, **a kisvállalati adó esetében azonban prognózisunk 4,9 milliárd forintos negatív kockázatot jelez.**

A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek a 2019. január–márciusi eredmények alapján 33,7 százalékkal (352,1 milliárd forinttal) haladták meg 2018 azonos időszakának teljesülését. Az általános forgalmi adóból származó bevételek összege 41,7 százalékkal (305,4 milliárd forinttal), a jövedéki adóból befolyt összegek pedig 12,9 százalékkal (28,1 milliárd forinttal) alakultak magasabban, mint az előző év azonos időszakában. A fogyasztás (és így a hozzá kapcsolódó adóbevételek) növekedésének alapját a háztartások számára rendelkezésre álló jövedelem dinamikus bővülése adja, amelyben meghatározó szerepet játszottak a 2016-ban megkötött hatéves adó- és bérmegállapodás keretében végrehajtott intézkedések. Magyarázza továbbá az áfabevételek emelkedését az áfa-visszatérítések csökkenése is, amelynek háttérében az adózói minősítéshez köthető kiutalási határidők 2018. év eleji módosulása áll. Mérsékelte ellenben az áfabevételeket a kedvezményes, 5 százalékos áfakulcs alkalmazásával épült lakóingatlanok után visszaigényelt áfa. A minimálbér és a garantált bérminimum ismételt (8–8 százalékos) emelésének, a közszférában megkezdett életpályamodellek, valamint a célzott ágazati béremelések eredményeképp idén is tovább bővült a háztartások rendelkezésre álló jövedelme. 2019-ben is folytatódott az alapvető élelmiszerek áfakulcsának csökkentése: 18 százalékról 5 százalékra csökkent az ESL és UHT tej áfája. Emelkedett ellenben a népegészségügyi termékadó, valamint kibővült az érintett termékek köre is: a jelenleg adóköteles termékek adóterhelése közel 20 százalékkal nőtt, továbbá adókötelessé vált a pálinka is. Ehhez az adónemhez köthető változás még, hogy az egészségmegőrző program költségét már nem lehet levonni az adóból. A fogyasztáshoz kapcsolt adóbevételek idei előirányzatának összege 1,8 százalékkal haladja meg a 2018-as előirányzat értékét. Figyelembe véve az előző évi tényadatokat és az eddigi teljesüléseket, valamint a kedvező gazdasági folyamatokat előrejelzésünkben **a várt bevételekhez képest 43,1 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítunk.**

A lakosság befizetései 2019 márciusának végéig 8,8 százalékkal (51,6 milliárd forinttal) magasabb értéken teljesültek az előző év azonos időszakának eredményéhez képest, ami a személyi jövedelemadó bevételek 7,7 százalékos (41,2 milliárd forintos) növekedésének köszönhető. A költségvetési politikában továbbra is érvényesül a gyermeket nevelő családok támogatása:

- a kétgyermekes családok esetében idén 20 000 forintra emelkedik a havonta gyermekenként igénybe vehető családi adókedvezmény, továbbá folytatódik a családok lakáshoz jutását és lakáskörülményeik javítását segítő otthonteremtési program;

- 2019-ben útjára indul a Családvédelmi Akcióterv, amelynek négy fő, 2019-re vonatkozó intézkedése a Babaváró támogatás nyújtása, a nagycsaládosok autóvásárlásának támogatása, a családi otthonteremtési kedvezményhez (CSOK) kapcsolódó hitelek kibővítése és az ingatlanfedezetű jelzáloghitelek mérséklése;
- bevezették a nagyszülői gyedet, amelynek mértékét a nagyszülő jövedelme határozza majd meg, azonban az igénybevétel feltétele, hogy a szülők jogosultak legyenek a gyedre.

A kedvező munkaerőpiaci folyamatok (rekordalacsony munkanélküliség, növekvő bruttó bérek) **mellett a lakosság befizetéseinél az előirányzat értékét alulbecsültnek tartjuk és 55,3 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítunk.**

Kiadások

A központi alrendszer március végéig számított, halmozott kiadásainak összege 5 100,5 milliárd forint értékben teljesült, amely 1,7 százalékkal (89,2 milliárd forinttal) maradt el az előző év azonos időszak kiadásainak az összegétől. Ennek hátterében főleg a központi költségvetés, azon belül is a költségvetési szervek és fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásaihoz tartozó tételek mérséklődése állt.

A költségvetési szervek kiadásai 4,1 százalékkal (151,4 százalékkal) maradtak el a tavaly márciusi halmozott értéktől. Az intézmények teljesítéséből a személyi juttatásokra, szociális hozzájárulási adóra, a munkaadókat terhelő járulékokra fordított összeg 37,7 milliárd forinttal haladta meg az előző év azonos időszak értékét.

Az egyéb szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok kiadásai 2,3 százalékkal (16,2 milliárd forinttal) teljesültek alul a 2018. január–március közötti időszak teljesüléséhez képest. Ezen belül többek között 89,8 milliárd forint kifizetés történt normatív finanszírozásra (köznevelési célú humánszolgáltatás és működési támogatás, nem állami felsőoktatási intézmények támogatása, hit- és erkölcsoktatás, tankönyvtámogatás, köznevelési szerződések, szociális célú humánszolgáltatások támogatása), 77,1 milliárd forint kifizetése a Modern Városok Program keretében megvalósuló fejlesztésekre, 40,5 milliárd forint kifizetése a közúthálózat fenntartására és működtetésére, valamint 29,7 milliárd forint kifizetése az autópálya rendelkezésre állási díjára.

Az uniós programok kiadásai 2019 első három hónapjában jelentős mértékben, 47,2 százalékkal (307,4 milliárd forinttal) maradtak el az előző év azonos időszak teljesülésétől.

A költségvetési előrejelzés gyakorlata szerint, míg a bevételeknél – leginkább adóbevételek esetében – alapozhatjuk az előrejelzésünket az idősoros adatokra, addig a kiadási oldal esetében ez egyáltalán nem igaz. A kiadások között is elkülöníthetünk jól kalkulálható, rendszeresen felmerülő kiadásokat, amelyeknek kiszámítható pályájuk van, és nehezen előre jelezhető – többnyire egyszeri vagy egyéb döntésektől függő, gyakorta változó – tételeket.

Éppen ezért a kiadási oldalon számszerűsített kockázatokat az átláthatóság érdekében nem a címsorokhoz kapcsolva, hanem külön-külön mutatjuk be.

2018 októberében a Kormány döntött a lakástakarék-pénztárak állami támogatásának felszámolásáról. Ennek hatására roham indult a lakástakarék-pénztáraknál, mivel a kivezetési határidőt megelőzően kötött szerződésekre továbbra is járt a befizetésarányos 30 százalékos, maximum 72 ezer forintos állami támogatás. A roham az idei költségvetésnek **8,0 milliárd forint többletkiadást jelent majd a tervezetthez képest.**

2018 októberében bejelentette a Kormány a nővérek béremelését, amelyből 8 százalék idén valósul meg. **Ez az előzetes becslések alapján 14,1 milliárd forint többletkiadást jelent majd az államnak.**

2019 februárjában beharangozták a családvédelmi akciót, amelynek legfőbb elemei a fiatal házaspárok életkezdési támogatása, a CSOK kibővítése, a jelzáloghitel-tartozások elengedése, a négy gyermeket szülő nők szja-mentessége, a nagycsaládosok autóvásárlási programja, a bölcsődei férőhelyek számának növelése, valamint a nagyszülői gyed bevezetése. A fenti program esetében az idei évre **75,0 milliárd forint többletkiadást valószínűsítünk.**

A közfoglalkoztatásra (Start munkaprogramra) költött kiadások 2019. évi előirányzata 180 milliárd forint, az előző évi keret 80,0 százaléka. **A javuló munkaerőpiaci feltételek, valamint a kormányzat által bevezetett ösztönzők, támogatások révén a közfoglalkoztatásból nagyobb számú, elsődleges munkaerőpiacra történő átlépésre számítva a kiadásokban 33,3 milliárd forint értékű megtakarítást azonosítunk az előirányzat értékéhez képest.**

A kutatóintézetünk előrejelzéséhez alkalmazott modell eltér a költségvetés tervezéséhez használttól, ennél fogva **10,1 milliárd forinttal magasabb nyugdíjkiadást, illetve 20,0 milliárd forintos további költségvetési terhet prognosztizálunk a várható nyugdíjprémium-kifizetés kapcsán.**

A kormányzat a váratlan negatív gazdasági és társadalmi folyamatok hatásainak enyhítésére tartalékot képez a költségvetésben, és ez az éves előirányzatban költségként jelenik meg. Az idei évre előirányzott tartalékokból még semmit nem költött a Kormány. Az egyes tételek (rendkívüli kormányzati intézkedések, céltartalék és országvédelmi alap) alakulásával kapcsolatban azzal a feltételezéssel élünk, hogy a Magyar Falu Program 150,0 milliárd forintos kiadását a rendkívüli kormányzati intézkedések sorról fedezik, míg a céltartalék és az országvédelmi alap előirányzatban foglalt értékének háromnegyedét használják fel. Idéntől egy új tételsor is megjelent a költségvetésben, a Beruházás Előkészítési Alap, amelyet feltevésünk szerint teljes egészében elkölt a Kormány az idei évben. Ennek a folyamatnak a végeredményeként összesen **64,1 milliárd forint megtakarítást prognosztizálunk a kiadási oldalon.**

Kamategyenleg

A kamatbevételek az év első három hónapjában 56,2 milliárd forintos szintet értek el, a kamatkiadások pedig 162,9 milliárd forintot tettek ki, így a nettó kamatkiadás összességében 106,7 milliárd forinton állt. A január–márciusi kamategyenleg 14,2 milliárd forinttal lett magasabb az elmúlt év azonos időszakához viszonyítva, ami a kamatfizetések éven belüli eltérő lefutásával magyarázható.

A 2019 márciusában benyújtott törvényjavaslat értelmében június 1-jétől eltörölnék az állampapírok után fizetendő kamatadókat. **A törvény elfogadása hatására számításaink szerint 13 milliárd forint bevételtől esne el az állam.**

Az államadósság forint–deviza arányából és a fix–változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vette intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így **2019-re 11,9 milliárd forinttal magasabb kamatkiadást várunk**, mint ami az előirányzatban szerepel.

Egyenleg és államadósság

A 2019. évi költségvetésben szereplő bevételi és kiadási előirányzatok vizsgálata után prognózisunk a költségvetési törvényben előirányzott 1,8 százalékos GDP-arányos deficittől 0,1 százalékponttal kedvezőbb, 1,7 százalékos hiányt tartalmaz.

3. Táblázat: A 2019-es költségvetést övező kockázatok (eltérés az egyenlegtől)

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában (%)
Gazdálkodói befizetések	–5,4	–0,01%
Fogyasztási adók	43,1	0,1%
Lakossági befizetések	55,3	0,12%
Költségvetési szervek és szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok	170,4	0,38%
Egyéb bevételek	11,4	0,03%
Bevételi oldali kockázatok	274,8	0,62%
Lakástakarék roham	8,0	0,02%
Családvédelmi Akcióterv	75,0	0,17%
Nővérek béremelése	14,1	0,03%
Start-munkaprogram	–33,3	–0,07%
Nyugellátások	10,1	0,02%
Nyugdíjprémium	5,0	0,01%
Kamatadó eltörlése	13,0	0,03%
Tartalékok felhasználása	–64,1	–0,14%
Kiadási oldali kockázatok	27,8	0,07%
Nettó kamatkiadások	11,9	0,03%

Központi alrendszer egyenlege	235,1	0,52%
Önkormányzati alrendszer egyenlege	0	0,0%
ESA-híd	-189,9	-0,42%
Összesen	45,2	0,1%

Forrás: Századvég-számítás.

A Magyarország 2019. évi központi költségvetéséről szóló 2018. évi L. törvény legfontosabb sarokszámai a következők:

- az államháztartás központi alrendszerének bevételi főösszegét 19 580,4;
- kiadási főösszegét 20 578,8 milliárd forintban;
- hiányát 998,4 millió forintban határozta meg.

Intézetünk előrejelzése szerint a 2019. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a költségvetési hiányra, a KESZ állomány 2018. december 31-i szintjével kalkulálva, valamint az Eximbank adósságát is beleszámítva – a 2018. évi 70,8 százalékos szintről 2019 végére a GDP 67,5 százalékára csökkenhet. Az Alaptörvényben meghatározott adósságszabály, illetve a stabilitási törvényben szereplő hiánykritérium teljesítése mellett az államháztartás várhatóan az adósságrátára vonatkozó európai uniós költségvetési szabályokat is teljesíteni tudja. Az EU adósságszabálya előírja, hogy az adott tagállam maastrichti adóssága nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát, vagy amennyiben mégis meghaladja, akkor az adósság mértékét az ún. egyhuzados szabálynak megfelelően csökkenteni kell. Ennek számítására az Európai Bizottság háromféle módszert is alkalmaz (előretekintő, visszatekintő és ciklikus), amelyek közül elég az egyik módszer szerint teljesülnie az elfogadáshoz. Az elmúlt évek tényadatai és a 2019-re, illetve 2020-ra vonatkozó becslésünk alapján úgy a visszatekintő módszer szerint, mint az előretekintővel számolva teljesül az adósságszabály. A becsült értékek és a tényleges teljesülés közötti különbség alakulására – a költségvetési hiány alakulásán keresztül – az európai uniós források beérkezésének mértéke jelent kockázatot.

2020–2022. évi költségvetés

Bár a 2020-as költségvetési terv még nem áll rendelkezésünkre, azonban az államháztartás mérlegére készült hosszú távú előrejelzés (2018–2022), valamint a kormányzat kommunikációja és intézkedései alapján bizonyos kockázatok azonosíthatóak. Jelen alfejezetben ezek ismertetésére törekszünk.

A 2020–2022-es költségvetést befolyásoló intézkedések

A Pénzügyminisztérium idei konvergencia programjában a 2020–2023. évi államháztartási folyamatokra vonatkozó előrejelzés során nem feltételeztek új intézkedéseket, hanem a már meghozott döntések tovagyűrűző hatásait figyelembe véve végezték a számításokat. Az

eredmények alapján a kormányzat 2020-ra 4,0, 2021-re 4,1, míg 2022-re 4,2 százalékos GDP növekedést valószínűsít. A fenti három évre rendre 1,5, 1,2 és 0,5 százalékos ESA-hiányt vár a kormány. Az előző években kitűzött gazdaság- és társadalom-politikai prioritások további érvényesülése érdekében a meghirdetett támogatások közül néhányban az alábbi változások fognak bekövetkezni 2020–2022 során:

Tovább bővülő családtámogatások

A kormányzat 2010-ben prioritásként kitűzött, családokat támogató gazdaságpolitikája tovább folytatódik. A 2019-ben induló Családvédelmi Akcióterv keretein belül 2020-tól kezdődően a négy vagy több gyermeket nevelő anyák nyugdíjba vonulásukig mentesülnek a személyi jövedelemadó megfizetése alól, továbbá a még nem nyugdíjas korú nagyszülők is jogosulttá válnak a gyed-re. A 2019 júliusától igényelhető Babaváró támogatás, valamint a Falusi CSOK felfutása is erre az időszakra várható. Előbbi esetében legfeljebb 10 millió forint, kamatmentes kölcsönhöz juthatnak azok a párok, akiknél a feleség 18–40 év közötti. A hitel az első gyermek születésekor kamatmentessé válik, továbbá a törlesztést három évre felfüggesztik. A második gyerek esetében is újabb 3 évre felfüggesztik a visszafizetést, valamint a még fennálló tartozás 30 százalékát elengedik. A harmadik gyermek születését követően pedig a fennálló tartozást teljes mértékben elengedik. A Falusi CSOK keretében pedig lehetőség nyílik használt lakások vásárlására, ugyanakkora összegben, mint az új építésű ingatlanok esetén: kétgyermekeseknél 10, háromgyermekeseknél pedig 15 millió forint értékben jutnak hitelhez a lakásvásárlók. Az Akcióterv keretében kérvényezhető a jelzáloghitelek elengedése is: a második gyermek érkezésekor 1, a harmadiknál 4, minden további esetében pedig 1–1 millió forint írható jóvá. Autóvásárlási programot is hirdettek 2019-re a nagycsaládosoknak, melynek keretében a 3 gyereket nevelő vagy 3. gyereket váró párok 2,5 millió forint támogatást kapnak legalább 7 személyes gépjármű megvásárlásához. Ezen felül a tervek szerint 2022-ig 70 ezer férőhellyel kibővítik a bölcsődei férőhelyek számát, a szükséges és megfelelő képzettségű szakembereket pedig biztosítják.

Az idegennyelv-tanulás népszerűsítése

A kormányzat a fiatalok idegennyelv-oktatását elősegítendő idegennyelv-oktatási stratégiát hirdetett, melynek keretein belül a 9. és 11. évfolyamba járó középiskolások a 2020/21-es tanévtől kezdődően kéthetes külföldi intenzív nyelvtanuláson vehetnek részt.

Folytatódó életpályamodellek

Az eddig elindított pedagógus, rendvédelmi életpályamodellek folytatásán, valamint a jelentős egészségügyi béremeléseken túl 2019-ben azon kormánytisztviselőknél is bevezetésre kerül az életpályamodell, akiknél ez még korábban nem történt meg. Ezek pedig kihatnak a 2020–2021-es költségvetésekre.

Csökkenő adóterhek

A Versenyszféra és a Kormány Állandó Konzultációs Fórumán megkötött hatéves bérmegállapodásnak megfelelően 2020-tól kezdődően összesen 3 alkalommal fog csökkenni a szociális hozzájárulási adó mértéke. A csökkenés mértéke minden esetben 2 százalékpont azon naptári negyedévet követő második negyedév első napjától, amikor a versenyszférában a bruttó átlagkereset és a fogyasztói árindex szezonálisan kiigazított, adott naptári negyedévre átlagolt értékeiből számolt reálkereseti mutató legalább 6 százalékkal emelkedik a megelőző csökkentést megalapozó negyedévhez képest.

Versenyképességi Program

A Kormány a családok támogatása mellett kiemelt figyelmet fordít a versenyképesség növelésére is, melynek elérésére Versenyképességi Programot hirdet. Az ennek keretében megvalósuló, a 2020–2022-es költségvetéseket érintő intézkedések között szerepel a vállalati hozzáadott érték növelését segítő kkv-stratégia kidolgozása és az adó adminisztráció mérséklése. Ez utóbbi keretében digitalizálják az adóbevallásokat és várhatóan 2021-től már a Nemzeti Adó- és Vámhivatal készíti a vállalkozások bevallását is. A program részét képezi továbbá a népegészségügyi intézkedések foganatosítása, a háziorvos ellátás fejlesztése, a valós költségek finanszírozását biztosító módszerek bevezetése és alkalmazása, illetve a költséghatékony ellátási formák támogatása. Az oktatás terén egyre nagyobb hangsúlyt helyeznek majd a munkáltatói igényekre és az esélyegyenlőség megteremtésére, továbbá kibővítik az idegen nyelvi és kéttannyelvű képzések körét is. Sor kerül a versenyképes vállalati környezetet támogató oktatási formák, úgymint szakképzés, duális képzés és egyetemi tudásközpontok továbbfejlesztésére is, valamint új, mobilitást segítő infrastrukturális fejlesztéseket eszközölnék majd.

Minimálbér- és garantált bérminimum emelés

A teljes munkaidőben foglalkoztatott munkavállaló részére megállapított minimálbér a teljes munkaidő teljesítése esetén 2019. január 1-jétől havibér alkalmazása esetén 149 ezer forint. A legalább középfokú iskolai végzettséget, illetve középfokú szakképzettséget igénylő munkakörben foglalkoztatott munkavállaló garantált bérminimuma a teljes munkaidő teljesítése esetén 2019. január 1-jétől havibér alkalmazása esetén 195 ezer forint. 2020-ban – a 2018 végén kötött kétéves megállapodás értelmében – szintén 8–8 százalékkal emelkedik majd a minimálbér és a garantált bérminimum összege, amelyek így rendre 161, valamint 210,6 ezer forintot tesznek majd ki 2020. január 1-jétől. 2020-tól a Versenyszféra és a Kormány Állandó Konzultációs Fóruma a hatéves bérmegállapodás értelmében évenként folytat majd egyeztetést a minimálbér és a garantált bérminimum felülvizsgálatáról, így a minimálbéremelés mértéke 2021–2022 vonatkozásában még nem ismert, ami nagyban tudja majd befolyásolni az általunk felvázolt makropálya és költségvetési pálya alakulását.

Nyugdíjprémium

Az 1997. évi LXXXI. törvény a társadalombiztosítási nyugellátásról alapján, amennyiben a GDP növekedés meghaladja a 3,5 százalékot, a nyugdíjasok nyugdíjprémiumban részesülnek. A konvergencia programban közölt előrejelzés alapján 2020 és 2022 között minden évben várható nyugdíjprémium kifizetése.

A 2020-as költségvetési előrejelzés

Előrejelzésünket a 2018. évi költségvetés tényezői, a 2019. évi költségvetési törvény, a 2018–2022-re vonatkozó hosszú távú államháztartási mérlegre vonatkozó előrejelzés, valamint a 2019-es konvergencia program segítségével készítettük el.

Bevételek

A gazdálkodószervezetek befizetései előrejelzésünk alapján 3,3 milliárd forinttal maradhatnak el a Pénzügyminisztérium által készített, 2018–2022-es periódusra vonatkozó előrejelzés értékétől. Ezt főleg az egyszerűsített vállalkozói adó kivezetésének eredménye, amelyet utoljára 2018. december 20-án lehetett igényelni, de hozzájárul a kisvállalati adóból származó bevétel mérséklődése is. Akik nem igényelték a megadott határidőig az evát, azok a kisvállalati adó és a kisadózók tételes adója közül választhatnak a továbbiakban. A kisvállalati adó értékhatárát érintő változások miatt azonban várakozásunk szerint jobban csökken az ebből származó bevétel, mint ahogy az áttérés emeli azt, így 2020-ban ez a tételsor is a gazdálkodószervezetek befizetései mérséklése irányába hat.

A fogyasztáshoz kapcsolt adók tekintetében 55,0 milliárd forint nagyságú, pozitív kockázatot azonosítottunk, amelynek hátterében a jövedéki adó emelése végett növekvő adóbevétel, valamint a kedvező gazdasági folyamatok és a növekvő reálbérek eredményeképp emelkedő kereslet generálta áfabevétel húzódik meg.

A lakossági befizetések esetében is magasabb bevételre számítunk, mint a Pénzügyminisztérium által közölt becslés: összesen 94,7 milliárd forinttal keletkezik több bevétele az államnak. Ezt jelentős részben a személyi jövedelemadóból származó befizetések magasabb teljesülése magyarázza.

Az állampapírok után fizetendő kamatadó eltörlésének eredményeként 2020-ban is alacsonyabb bevételt prognosztizálunk a hosszú távú előrejelzéshez viszonyítva. Az intézkedés nyomán kamatadóból 14,3 milliárd forinttal kevesebb bevétel származhat a következő évben.

Kiadások

A lakástakarék-roham hatása 2020-ra is átgyűrűzik, noha mértéke csökken. Összességében véve a 2018 végén megkötött szerződések 7,9 milliárd forinttal magasabb kiadást eredményeznek az államháztartásnak jövőre.

A Családvédelmi Akcióterv megvalósítására 2020-ra 100,0 milliárd forintot irányzott elő a kormányzat, ami szintén kiadásnövekedés a Pénzügyminisztérium által közölt becsléshez képest.

2020-ban is folytatódik a nővérek bérének emelése: első lépésben januárban 14, majd azt követően novemberben 20 százalékkal nő. Ez a becslések alapján 79,4 milliárd forint többletkiadást jelent.

A kormányzat a váratlan negatív gazdasági és társadalmi folyamatok hatásainak enyhítésére tartalékot képez a költségvetésben, ami az éves előirányzatban költségként jelenik meg. Az egyes tételek (rendkívüli kormányzati intézkedések, céltartalék és országvédelmi alap) alakulásával kapcsolatban azzal a feltételezéssel élünk, hogy a becslésben foglalt értéküknek a háromnegyedét használják fel jövőre, míg a 2019-től megjelenő Beruházás Előkészítő Alap esetében változatlan keretösszeggel (20,0 milliárd forint) és éven belüli teljes felhasználással számoltunk. Ennek a folyamatnak a végeredményeként összesen 81,2 milliárd forint megtakarítást prognosztizálunk a kiadási oldalon.

Kamattegyenleg

Az államadósság forint–deviza arányából és a fix–változó arányból készített becslésünk mellett figyelembe vette intézetünk a megújuló kötvényeket és a teljes hátralévő futamidőt, így 2020-ra 28,8 milliárd forinttal magasabb kamatkiadást várunk, mint ami az előirányzatban szerepel.

Egyenleg és államadósság

A 2020. évi költségvetési előrejelzésben szereplő bevételi és kiadási tervszámok vizsgálata után prognózisunk az előirányzott 1,5 százalékos GDP-arányos deficittől 0,2 százalékponttal kedvezőbb, 1,3 százalékos hiányt tartalmaz.

4. táblázat: A 2020. évi irányszámoktól vett eltérés a GDP százalékában

Kockázat	Mrd Ft	A GDP arányában
Gazdálkodói befizetések	-3,3	-0,01%
Fogyasztási adók	55,0	0,11%
Lakossági befizetések	94,7	0,19%
Egyéb bevételek	11,3	0,02%
Bevételi oldali kockázatok	157,7	0,31%
Lakástakarék-pénztárak	7,9	0,02%
Családvédelmi akcióterv	100,0	0,21%
Nővérek béremelése	79,4	0,16%
Nyugellátások	10,4	0,02%
Nyugdíjprémium	25,0	0,05%
Kamatadó eltörlése	14,3	0,03%
Start munkaprogram	-16,1	-0,03%

Tartalékok felhasználása	-81,2	-0,17%
Kiadási oldali kockázatok	139,7	0,29%
Nettó kamatkiadások	28,8	0,06%
Központi alrendszer egyenlege	-10,8	-0,04%
Önkormányzati alrendszer egyenlege	0	0%
ESA-híd	0	0%
Összesen	-10,8	-0,04%

Forrás: Századvég-számítás.

Intézetünk előrejelzése szerint a becült 2019. év végi árfolyamon számolt bruttó konszolidált államadósság – tekintettel a nominális GDP-re és a költségvetési hiányra vonatkozó prognózisunkra – 2020 végére a GDP 64,2 százalékára csökkenhet. Az Alaptörvényben meghatározott adósságszabály, valamint a stabilitási törvényben szereplő hiánykritérium teljesítése mellett az államháztartás várhatóan az adósságrátára vonatkozó európai uniós költségvetési szabályokat is teljesíteni tudja. Az EU adósságszabálya előírja, hogy az adott tagállam maastrichti adóssága nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát, vagy amennyiben mégis meghaladja, akkor az adósság mértékét az ún. egyhuzados szabálynak megfelelően csökkenteni kell. Ennek számítására az Európai Bizottság háromféle módszert is alkalmaz (előretekintő, visszatekintő és ciklikus), amelyek közül elég az egyik módszer szerint teljesülnie az elfogadáshoz. A 2020-ra vonatkozó becslésünk alapján úgy a visszatekintő módszer szerint, mint az előretekintővel számolva teljesül az adósságszabály.

A fenti hiányra és államadósságra vonatkozó prognózist jelentős mértékű bizonytalanság jellemzi, a pontosabb becslés nagyban függ a jövő évi költségvetési törvénytől és a Kormány demográfiát, illetve versenyképességet érintő intézkedéseitől.

A 2021–2022-es költségvetési előrejelzés

Bevételek

A gazdálkodószervezetek befizetései tekintetében – figyelembe véve a korábbi évek dinamikáját – 2021-ben 1,8, míg 2022-ben 0,5 milliárd forinttal alacsonyabb bevételeket valószínűsítünk, mint a kormányzat hosszú távú előrejelzése. Ez főleg az egyszerűsített vállalkozói adó kivezetésének, valamint a kisvállalati adót érintő intézkedések tovagyrúzó hatása.

A fogyasztáshoz kapcsolt adókból származó bevételeket mindkét év vonatkozásában alulbecsültnek tartjuk: 2021-ben 14,9, 2022-ben pedig 12,2 milliárd forint pozitív kockázatot azonosítunk. Ennek hátterében a jövedéki adó emelése eredményeképp növekvő adóbevétel, valamint a kedvező gazdasági folyamatok és a növekvő reálbérek következtében emelkedő kereslet generálta áfabevétel húzódik meg.

A lakossági befizetések esetében is magasabb bevételre számítunk hosszú távon. 2021-re 102,5 milliárd forinttal több bevételt várunk, míg 2022-re 110,6 milliárd forinttal. Ezt szinte egészében a személyi jövedelemadóból származó befizetések magasabb teljesülése magyarázza.

Kiadások

A Falusi CSOK kibővítésének, valamint a 2018-as lakástakarék-roham eredményeképp a lakásépítési támogatások kapcsán 2021-ben 8,0, 2022-ben pedig 8,4 milliárd forint többletkiadással számolunk.

2021–2022-ben tovább folytatódik a Családvédelmi Akcióterv megvalósítása, amely a Magyar Nemzeti Bank becslése alapján mindkét évben a GDP 0,04 százalékának megfelelő költségvetési kiadást jelent. Ennélfogva 2021-ben 200,5, 2022-ben pedig 207,3 milliárd forintot fordíthat erre a programra az állam.

2021-ben is folytatódik a nővérek bérének emelése, ennek mértéke azonban még nem ismert. Amennyiben 2022-re megvalósul a 72 százalékos béremelkedés 2018-hoz viszonyítva, úgy becslésünk szerint 81,9 milliárd forint kiadást jelent az intézkedés az államkasszának.

A kormányzat a váratlan negatív gazdasági és társadalmi folyamatok hatásainak enyhítésére tartalékot képez a költségvetésben, ami az éves előirányzatban költségként jelenik meg. Az egyes tételek (rendkívüli kormányzati intézkedések, céltartalék és országvédelmi alap) alakulásával kapcsolatban azzal a feltételezéssel élünk, hogy a becslésben foglalt értéküknek a háromnegyedét használják fel jövőre, míg a 2019-től megjelenő Beruházás Előkészítő Alap esetében változatlan keretösszeggel (20,0 milliárd forint) és éven belüli teljes felhasználással számoltunk. Ennek a folyamatnak a végeredményeként 2021-ben összesen 196,1, 2022-ben pedig 178,6 milliárd forint megtakarítást prognosztizálunk a kiadási oldalon.

Egyenleg és államadósság

A 2021–2022. évi hosszú távú előrejelzésben szereplő bevételi és kiadási tervszámok vizsgálata után prognózisunk 2021-re az előirányzott 1,2 százalékos GDP-arányos deficittől 0,5 százalékponttal magasabb, 1,7 százalékos hiányt tartalmaz. 2022 vonatkozásában a hosszú távú előrejelzésben a GDP 0,5 százalékának megfelelő hiányt vár a kormányzat, ehhez képest becslésünk 1,2 százalékponttal kedvezőtlenebb, 1,7 százalékos hiányt vár.

Intézetünk fiskális modellje alapján 2021 végére 62,0 százalékra csökkenhet a GDP-arányos államadósság, majd 2022-ben tovább mérséklődik, egészen a GDP 59,9 százalékáig, vagyis 2022-re teljesíthetjük az EU adósság szabályának előírását.

A fenti hiányra és államadósságra vonatkozó prognózist jelentős mértékű bizonytalanság jellemzi, a pontosabb becslés nagyban függ a jövő évi költségvetési törvénytől, a Kormány demográfiától, illetve versenyképességet érintő intézkedéseitől, valamint a gazdasági folyamatok alakulásától.

A Kormány, az Európai Bizottság, az MNB és a Századvég Gazdaságkutató Zrt. előrejelzéseinek összevetése

A fejezet célja, hogy összhangban az államháztartásról szóló 2011. évi CXCV. törvény 13/B §-ában, valamint a 368/2011. (XII. 31.) kormányrendelet 18/A §-ában foglaltakkal, megvizsgáljuk a különböző intézmények (Kormány, MNB, Európai Bizottság, Századvég Gazdaságkutató Zrt.) előrejelzéseit és elemezzük az eltérések főbb okait.

Az egyes előrejelzések összevetése előtt érdemes áttekintenünk, hogy a különböző intézmények mikor publikálták azokat, hiszen ez meghatározza azt, hogy mely gazdaságpolitikai intézkedésekkel számoltak, illetve meddig tudták figyelembe venni a makrogazdasági adatokat. A felhasznált előrejelzésekben közös, hogy mindegyik a 2018. évi GDP adat megjelenése után készült, tehát azt már tartalmazza. Elemzésünkhöz tehát a következő előrejelzéseket használtuk fel:

1. Az Európai Bizottság 2019. tavaszi előrejelzése, melyet a bizottság május 7-én publikált;
2. A Pénzügyminisztérium 2019-es konvergencia programja, amely 2019. április 30-án jelent meg;
3. A Magyar Nemzeti Bank március 26-án publikált Inflációs jelentése;
4. A Századvég Gazdaságkutató már ismertetett előrejelzése, mely március 20-án jelent meg, az előrejelzéshez felhasznált adatbázist pedig március 7-én zártuk le. Mivel jelen elemzésünk elkészítésekor a részletes I. negyedéves GDP adatok még nem állnak rendelkezésre, így a modell újrafuttatása az I. negyedéves adatokkal még nem lehetséges;

Az előrejelzések számszerű összevetése előtt érdemes röviden összefoglalni az egyes előrejelzések főbb megállapításait a hazánkat jellemző makrogazdasági folyamatok tekintetében.

Az Európai Bizottság elemzése szerint a gazdasági növekedés 2019-től lassulni fog, mivel a fogyasztás további bővülése kapacitáskorlátba ütközik. A beruházások tekintetében is mérséklődésre számítanak a következő években, amelynek hátterében az építőipar magasabb szinten történő stabilizálódása húzódik meg. Ellenben az állami beruházások 2019-ben érik el a csúcukat, összhangban a választási ciklussal és az uniós források fokozódó lehívásával. Az előrejelzés szerint az export növekedése visszafogott marad, köszönhetően a legfőbb exportpiacok lassú növekedésének. Ezzel szemben az import növekedését az élénk belső kereslet támogatja majd, amelynek eredményeképp a folyó fizetési mérleg 2019-ben és 2020-ban is hiányt mutat majd. A munkaerőpiac tekintetében csak mérsékelt növekedésre számítanak, tekintettel a csökkenő munkaerő-tartalékra. Az

előrejelzés kockázatai között kiemelik, hogy a feszes munkaerőpiac bér- és fogyasztásnövekedést eredményezhet.

A Pénzügyminisztérium által összeállított Konvergencia Program szerint a növekedés szerkezete 2019-ben is hasonló lehet, mint 2018-ban: a fogyasztás idén is dinamikusabban bővíthet, de a beruházások emelkedése is kétszámjegyű maradhat. A nettó export növekedési hozzájárulása bár az idén is negatív lehet, de a tavalyinál kedvezőbben alakulhat. Az előrejelzés szerint a tartósan 4 százalékos körüli növekedést a fogyasztói bizalom javulása, a már folyamatban lévő nagyberuházások exportnövelő hatása, valamint a szociális hozzájárulási adó további mérséklése indokolja. Az elemzés szerint emellett fiskális ösztönzők is segítik a növekedést, mint a bejelentett kormányzati intézkedések – Program a versenyképesebb Magyarországért, Családvédelmi Akcióterv –, az uniós források felfutása, illetve a célzott áfacskökkentések.

A Magyar Nemzeti Bank Inflation Report-jában az Európai Bizottsághoz hasonlóan arra számít, hogy a magyar gazdaság élénkülése 2019-től lassulni fog. Rövidtávon a növekedésben továbbra is jelentős szerepe lesz a fogyasztás és a beruházás emelkedésének. A hazai export a külkereskedelmi partnerek mérsékelt növekedésének, valamint a német járműipar visszafogott teljesítményének eredményeképp várhatóan lassabban nő majd, amelyet részben ellensúlyoz a kiépülő új exportkapacitások és a dinamikusabban bővíülő szolgáltatás-export következtében javuló exportpiaci részesedés. A prognózis szerint rövidtávon az infláció változó marad, de továbbra is az inflációs cél körül alakul. A folyó fizetési mérleg aktívuma átmenetileg ugyan mérséklődik majd, de 2020-tól ismét emelkedni fog. Az előrejelzés készítői az államadósság további csökkenésével számolnak. A jelentés ugyanakkor hangsúlyozza, hogy a hiány mérséklődése következtében 2019-ben a költségvetési politika szűkíti a keresletet, azt követően pedig semleges lesz a hatása.

A következőkben számszerűleg tekintjük át a kiválasztott négy intézmény előrejelzését 2019-re és 2020-ra vonatkozóan. Minden esetben áttekintjük a főbb makrogazdasági mutatók alakulását, mint a GDP, a fogyasztás, a beruházás, az export és az import, az infláció, a munkanélküliségi ráta, valamint a költségvetési egyenleg és államadósság alakulása.

A 2019-re prognosztizált növekedésre vonatkozó előrejelzések tekintetében nincs nagy eltérés a négy intézmény között: a legkisebb növekedést az Európai Bizottság előrejelzése tartalmazza (3,7 százalékos), míg a legoptimistább a Pénzügyminisztérium, ahol 4,0 százalékos növekedéssel számolnak. A növekedést minden előrejelzés szerint a belső kereslet növekedése húzza. Jelentősebb eltérés mutatkozik ugyanakkor a kibocsátási rés tekintetében. A Pénzügyminisztérium 0,3 százalékos, a Századvég Gazdaságkutató 1,9 százalékos, míg az Európai Bizottság 3,3 százalékos kibocsátási részt jósol 2019-re. A Magyar Nemzeti Bank a kibocsátási résre vonatkozó előrejelzését nem közli.

A fogyasztás emelkedését a különböző előrejelzések szerint a bérek növekedése vezérli. A fogyasztás növekedésével kapcsolatban a Magyar Nemzeti Bank 3,7 százalékos előrejelzése a

legpesszimistább, míg az Európai Bizottság 4,9 százalékos prognózisa a legoptimistább. A Századvég Gazdaságkutató és a Pénzügyminisztérium előrejelzése csak kismértékben tér el egymástól: az előbbi 4,7 százalékos, míg az utóbbi 4,6 százalékos fogyasztásbővülést valószínűsít 2019-re.

A beruházások tekintetében bár élénk vállalati beruházásokkal számolnak, mégis a legpesszimistább előrejelzést a Magyar Nemzeti Bank adta, amely 9,7 százalékos növekedéssel számol. Ezzel szemben a legoptimistább az Európai Bizottság 10,4 százalékos prognózisa. A Pénzügyminisztérium 10,3 százalékos, a Századvég Gazdaságkutató pedig 9,8 százalékos bővüléssel számol a beruházások kapcsán.

Az export bővülése tekintetében a legnagyobb növekedést a Századvég Gazdaságkutató várja. Esetükben a prognosztizált bővülés mértéke 5,7 százalék. A Magyar Nemzeti Bank előrejelzése ezzel szemben 5,6 százalékos, a Pénzügyminisztériumé 5,1 százalékos, míg az Európai Bizottságé 4,6 százalékos növekedést tartalmaz. Az export emelkedését természetesen érdemes összevetni az importéval. Az import tekintetében az Európai Bizottság előrejelzése tartalmazza a legmagasabb értéket (6,8 százalékot). Az MNB előrejelzése szerint az import növekedése 6,6 százalékos lehet, míg a Pénzügyminisztérium szerint 6,5 százalékos. Ezzel szemben a Századvég Gazdaságkutató mindössze 6,1 százalékos importbővülést valószínűsít az idei év egészére. Ez tehát azt jelenti, hogy az egyes intézmények között az export és az import növekedése közötti differenciában meglehetősen nagy eltérések vannak. Az Európai Bizottságnál az import emelkedése 2,2 százalékponttal haladja meg az exportét, a Pénzügyminisztériumnál 1,4 százalékponttal, az MNB-nél 1,0 százalékponttal, míg a Századvég Gazdaságkutatónál 0,4 százalékponttal. Ez természetesen kapcsolódik a beruházások növekedésének eltérő volumenéhez. Érdemes megjegyezni, hogy az év első három hónapjában a termékforgalom egyenlege mérséklődött az előző év azonos időszakához képest.

Az egyes intézmények inflációs előrejelzései között csak csekély eltérések figyelhetők meg. A Pénzügyminisztérium csupán 2,7 százalékos inflációt vár 2019-re, míg az MNB 3,1 százalékosat, az Európai Bizottság és a Századvég Gazdaságkutató pedig egyaránt 3,2 százalékosat.

Alig található eltérés a munkanélküliségi ráták tekintetében is. A 2018-as 3,7 százalékos munkanélküliségi ráta után az MNB 3,6 százalékos, az Európai Bizottság 3,5 százalékos, a Századvég Gazdaságkutató 3,4 százalékos, míg a Pénzügyminisztérium 3,3 százalékos rátát prognosztizálnak.

A költségvetési deficit 2018-ban a GDP 2,2 százaléka volt. A kormányzat 2019-re az előző évinél restriktívebb költségvetést tervezett, így az egyes előrejelzések is ennél kisebb hiánnyal számolnak. A hiány tekintetében az Európai Bizottság előrejelzése megegyezik a Kormányzatéval, a Századvég Gazdaságkutató minimálisan optimistább (1,7 százalékos). A Magyar Nemzeti Bank a 2019-es hiányt a GDP 1,5–1,6 százaléka közé várja.

Mind a négy intézmény véleménye megegyezik abban, hogy a GDP-arányos államadósság 2019-ben is mérséklődik majd. A csökkenés mértékében azonban már jelentős eltérések vannak. Míg 2018 végén a GDP-arányos államadósság az Eximbank adósságát is figyelembe véve 70,8 százalék volt, addig az Európai Bizottság – a Pénzügyminisztérium előrejelzését elfogadva – 69,2 százalékos, az MNB 68,4 százalékos, a Századvég pedig 67,5 százalékos hiányt vár. Tekintettel arra, hogy az egyes intézmények makrogazdasági pályái között jelentős eltérés nincs, ezért a különbség leginkább az ESA-egyenlegben meg nem jelenő tételekre, mint például az uniós források megelőlegezésére, az eltérő árfolyam értékekre, valamint az S/f-re, a KESZ-re és az MNB devizabetétre vonatkozó várakozások eltéréseiből fakad.

5. táblázat: A főbb makrogazdasági és államháztartási mutatókra vonatkozó előrejelzések (2019)

	2019			
	Európai Bizottság	Kormány	MNB	Századvég
GDP-növekedés (% , év/év)	3,7	4,0	3,8	3,9
Infláció (% , év/év)	3,2	2,7	3,1	3,2
Munkanélküliségi ráta (%)	3,5	3,3	3,6	3,4
Költségvetési egyenleg (GDP %-ában)	-1,8	-1,8	(-1,5)-(-1,6)	-1,7
Bruttó államadósság (GDP %-ában)	69,2	69,2	68,4	67,5

Forrás: European Economic Forecast Spring 2019, Pénzügyminisztérium, MNB, Századvég-számítás.

A 2020-ra vonatkozó előrejelzés tekintetében már nagyobb eltérés van az egyes intézmények előrejelzései között. A GDP vonatkozásában a Pénzügyminisztérium tekinthető a legoptimistábbnak 4,0 százalékos növekedési prognózisával, míg az Európai Bizottság a legpesszimistább 2,8 százalékos növekedési előrejelzéssel. A Századvég Gazdaságkutató 3,5 százalékos GDP bővülést vár, míg a Magyar Nemzeti Bank előrejelzésében 3,2 százalékos növekedés szerepel. Ehhez hasonlóan jelentős különbségek vannak a kibocsátási rés tekintetében is. A Pénzügyminisztérium becslése szerint a kibocsátási rés nagysága jövőre is elhanyagolható lesz, 0,2 százalék. Ezzel szemben a Századvég Gazdaságkutató előrejelzésében 1,1 százalékos, az Európai Bizottságéban pedig 2,5 százalékos kibocsátási rés szerepel. Érdemes hozzátenni, hogy minden intézmény a saját maga számára hozzáférhető információk szerint készíti előrejelzését, így a többitől jelentősen eltérő előrejelzés esetében lehetséges, hogy az NGM olyan intézkedések hatásait is beépítette előrejelzésébe, amelyek nem publikusak. Előfordulhat azonban az is, hogy ez még nem történt meg és csupán a jelenlegi helyzet megítélésében optimistább a kormányzat előrejelzése, mint a másik három intézményé.

A Pénzügyminisztérium és a Bizottság is a fogyasztási kiadások növekedésének mérséklődésével számol, azonban a négy prognózis megegyezik a tekintetben, hogy a háztartások fogyasztási kiadásainak növekedése 2020-ban is a gazdasági növekedés

húzóereje lesz. A fogyasztás tekintetében a legoptimistább a Századvég Gazdaságkutató előrejelzése, mely 5,0 százalékos bővüléssel számol. Ezt követi a Pénzügyminisztérium 4,7 százalékos növekedéssel. Az Európai Bizottság a fogyasztás 3,8 százalékos bővülésével számol, miközben e változó tekintetében a legpesszimistább a Magyar Nemzeti Bank, ahol a szakértők 3,2 százalékos növekedést valószínűsítene.

Szintén eltérő pályák rajzolódnak ki a beruházás tekintetében: a legoptimistább ebben az esetben is a Századvég Gazdaságkutató, amelynek előrejelzése 3,9 százalékos bővülést vár. Ettől alig marad el a Pénzügyminisztérium 3,8 százalékos előrejelzése. A Magyar Nemzeti Bank 2,7 százalékos beruházásbővüléssel számol 2020-ra vonatkozóan, míg az Európai Bizottság előrejelzése a legpesszimistább e tekintetben a 2,4 százalékos prognózisával. A beruházások növekedésének mérséklődése háttérben a magas bázis, valamint a 2014–2020-as uniós ciklus lezárása miatt visszaeső források húzódnak meg.

Az export volumenindexének alakulását tekintve a Századvég Gazdaságkutatót leszámítva a vizsgálatba bevont intézmények egyaránt növekedést várnak. Az MNB 6,3 százalékos, a Századvég 5,3 százalékos, a Pénzügyminisztérium 5,2 százalékos, míg a Bizottság 4,8 százalékos bővülést vár. Az export és a belső kereslet alakulása meghatározza az import alakulását, így az import esetében is eltérések tapasztalhatók az egyes prognózisok között. Az import volumenének növekedését 2020-ban a Magyar Nemzeti Bank 5,9 százalékra, a Pénzügyminisztérium 5,4 százalékra, a Századvég Gazdaságkutató 5,2 százalékra, míg az Európai Bizottság 5,1 százalékra becsli. Ez tehát azt jelenti, hogy a Bizottság előrejelzésében az import növekedése 0,3 százalékponttal haladja meg az exportét, a Pénzügyminisztérium esetében pedig 0,2 százalékponttal. Ellenben a Századvég előrejelzésében az export növekedése 0,1 százalékponttal nagyobb az importénál, míg az MNB tekintetében 0,4 százalékponttal. Tehát ez utóbbi kettő intézmény szerint a nettó export jövőre hozzá tud járulni a növekedéshez.

Az infláció tekintetében – az előrejelzés távolságát is figyelembe véve – nincs nagy eltérés a négy prognózis között. A Pénzügyminisztérium 2,8 százalékos, az MNB és a Századvég 3,1 százalékos, míg az Európai Bizottság 3,2 százalékos pénzromlást valószínűsít 2020-ra, tehát éves átlagban mindegyik prognózis szerint a jegybanki cél körül alakul az inflációs ráta.

A GDP-hez hasonlóan szóródnak a munkanélküliségre vonatkozó előrejelzések. E tekintetben is a kormányzat előrejelzése a legoptimistább, amely mindössze 2,9 százalékos munkanélküliséggel számol. Ezzel szemben a másik három prognózis magasabb arányt valószínűsít: a Századvég 3,1 százalékot, míg az MNB és az Európai Bizottság egyaránt 3,5 százalékot. Ez azonban nem jelenti azt, hogy nincs lehetőség a foglalkoztatás további bővítésére, hiszen az inaktívakon belül is lehetnek még tartalékok. A bérek növekedése tekintetében a Pénzügyminisztérium 8,1 százalékos, az MNB 7,2, míg a Századvég 9,6 százalékos növekedést vár.

A GDP-arányos költségvetési deficit tekintetében minden prognózis csökkenést vár 2019-hez képest. A legoptimistább e tekintetben a Századvég Gazdaságkutató, amely 1,3 százalékos hiányt vár. Az MNB prognózisa szerint a GDP-arányos hiány 1,4 és 1,6 százalék között alakulhat, míg a kormányzat 1,5 százalékos, az Európai Bizottság pedig 1,6 százalékos deficitet vár. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy a 2020-as költségvetés az előrejelzés elkészítésekor még nem volt ismert.

Mind a négy előrejelzés a GDP-arányos államadósság dinamikus csökkenésére számít 2020-ban. Ennek megfelelően a Pénzügyminisztérium 3,4 százalékponttal 66,7 százalékra, a Századvég Gazdaságkutató 3,3 százalékponttal 64,2 százalékra, az Európai Bizottság 2,5 százalékponttal 67,7 százalékra csökkenő adósságrátát vár 2020-ra, az MNB pedig 2,3–2,6 százalékpontos csökkenéssel 65,8 és 66,1 százalékra becsüli a 2020-ra várható GDP-arányos államadósság értékét.

6. táblázat: A főbb makrogazdasági és államháztartási mutatókra vonatkozó előrejelzések (2020)

	2020			
	Európai Bizottság	Kormány	MNB	Századvég
GDP-növekedés (% , év/év)	2,8	4,0	3,2	3,5
Infláció (% , év/év)	3,2	2,8	3,1	3,1
Munkanélküliségi ráta (%)	3,5	2,9	3,5	3,1
Költségvetési egyenleg (GDP %-ában)	-1,6	-1,5	(-1,4)–(-1,6)	-1,3
Bruttó államadósság (GDP %-ában)	67,7	66,7	(65,8)–(66,1)	64,2

Forrás: European Economic Forecast Spring 2019, Pénzügyminisztérium, MNB, Századvég-számítás.

Kockázati forgatókönyvek

Első alternatív pálya: lazább monetáris politika

Első alternatív pályánk mentén azt tettük fel, hogy a jegybank nem reagál az infláció emelkedésére, továbbra is fenntartja ultralaza monetáris politikáját és vagy nem szigorít a monetáris kondíciókon vagy csak minimális mértékben teszi azt meg. A monetáris kondíciókat legkönnyebben az alapkamat segítségével lehet kifejezni, bár a monetáris eszköztár átalakulása nyomán ennek szerepe csökkent, azonban az előrejelző modellek továbbra is ezt kezelik a monetáris politika fő paramétereiként. Az alternatív pálya modellezése során tehát azt tettük fel, hogy az alapkamat 2020 végéig változatlan marad. Ez azt az implicit feltételezést vonja magával, hogy a kamatfolyosó alja és teteje is csak kismértékben módosul az előrejelzési horizont végéig.

A 2021-es és 2022-es évben már megengedtük a monetáris politika szigorodását, tekintettel az inflációs folyamatokra. Ez azonban azt is jelenti, hogy a késői reakció miatt ezen a pályán a monetáris politika az alappályán számítotthoz képest nagyobb, illetve gyorsabb szigorításra kényszerül. Így 2021 végén az alapkamat az alappályán számított 2,0 százalék helyett 1,5 százalék lehet, miközben 2022 végére az alappályán becsült 2,2 százalék helyett már 2,6 százalékot tehet ki.

Az egyes becslések közötti eltérés ismertetése előtt érdemes felvázolni, hogy milyen hatást fejthet ki a vázolt alternatív monetáris politika. A hatást a következő három pontban foglalhatjuk össze:

- Az alacsonyabb kamatláb segíti a hitelezést, és ezen keresztül a beruházásokat – itt egyaránt gondolhatunk a vállalati beruházásokra valamint a lakásépítésekre.
- A lazább monetáris politika gyengébb forintárfolyamot és ezen keresztül magasabb inflációt eredményez. A magasabb infláció mérsékli a reáljövedelmeket, így a fogyasztást visszafogja.
- A gyengébb forintárfolyam az exportot segítheti, azaz kismértékben kompenzálhatja a világgazdasági lassulást.

Várakozásaink szerint tehát a forint árfolyama a 320 körüli szintről 2020-ra a 330 körüli szintre gyengül, majd 2021-ben a monetáris szigorítás eredményeként visszaerősödik. Az alternatív pálya elején elmaradó monetáris szigorítás miatt az infláció az alappályán számoltnál magasabb lesz, 2019-ben 3,2 százalék helyett 3,5 százalék, 2020-ban pedig 3,1 százalék helyett 4,2 százalék lehet. Mint korábban láttuk, alternatív pályánkon 2021-től indul a monetáris szigorítás. Ennek megfelelően az inflációs mutató az alternatív pályán 2021-ben nem nő tovább, 4,0 százalékra mérséklődik. Ez a magasabb várakozások miatt 0,8 százalékponttal magasabb az alappályán becsültnél. 2022-re az inflációs mutató

3,6 százalékra mérséklődik az alternatív pályán, ami már csak 0,4 százalékponttal magasabb, mint az alappályán.

A magasabb infláció miatt a háztartások fogyasztási kiadásai kevésbé emelkednek, mint az alappályán. 2019-ben a fogyasztás volumennövekedése így mindössze 0,1 százalékponttal marad el az alappályán becsült 4,7 százaléktól. 2020-ra 3,8, 2021-re 2,4, 2022-re pedig 3,1 százalékos fogyasztásbővülést valószínűsítünk, ami rendre 0,3, 0,7 és 0,2 százalékponttal marad el az alappályán becsülttől. A 2021-es nagyobb visszaesést az magyarázza, hogy a monetáris politika modellünkben jelentősebb szigorítást hajt végre, ami visszafogja a gazdasági teljesítményt.

A beruházások volumene az előrejelzési horizont elején magasabban alakul, mint az alappályán. 2019-ben a növekedés mértéke 9,8 Figyelembe véve a fogyasztás, a beruházás és a külkereskedelem alakulását, az alternatív pálya mentén 2019-ben és 2020-ban magasabb, míg 2021-ben és 2022-ben alacsonyabb GDP-növekedésre számítunk. Ennek megfelelően a gazdaság teljesítménynövekedése 2019-ben az alappályán becsültnél 0,2 százalékponttal magasabb, 4,1 százalék lesz, míg 2020-ban az eredetinel 0,3 százalékponttal erőteljesebb, 3,8 százalék lehet. 2021-ben azonban a gyorsabb szigorítás és a magasabb bázisidőszaki adat miatt 0,6 százalékponttal elmarad az alappályán becsülttől és így 2,4 százalékot tesz ki. 2022-ben a későbbi monetáris szigorítás 0,3 százalékponttal okoz alacsonyabb növekedést, mely így 3,1 százalékot érhet el.

A monetáris stimulus eredményeként a GDP százalékában kifejezett kibocsátási rés 2019-ben és 2020-ban még az alappályán becsültnél is magasabb lesz: 1,9 helyett 2,4 százalék, illetve 1,0 százalék helyett 1,9 százalék. Ezzel szemben a kibocsátási rés tekintetében 2021-ben már nem adódik lényeges eltérés, míg 2022-ben a kibocsátási rés $-0,3$ százalék lehet, ami az alappályán becsültnél 0,3 százalékponttal alacsonyabb.

A munkanélküliségi ráta becslésekor figyelembe vettük a GDP növekedésének alakulását, azonban fontos hangsúlyozni, hogy itt az egyre kisebb mennyiségben rendelkezésre álló (de még rendelkezésre álló!) munkaerő kockázatot jelent. A nagyobb gazdasági növekedés 2019-ben és 2020-ban alacsonyabb munkanélküliségi rátával jár. Várakozásaink szerint azonban a kedvezőbb munkanélküliségi rátát 2021-ben és 2022-ben is sikerül részben megőrizni az alacsonyabb gazdasági növekedés ellenére. Tekintettel azonban a munkaerőpiac feszességére a munkanélküliségi rátában becsült eltérések sehol nem jelentősek. 2019-ben a becsült munkanélküliségi ráta az alappályán számítotttnál 0,1 százalékponttal alacsonyabb, 3,3 százalék, 2020-ban pedig 0,4 százalékponttal marad el az eredetitől, így 2,7 százalékot tesz ki. A két pálya közötti különbség 2021-ben és 2022-ben 0,2 százalékpontra csökken, a becsült munkanélküliségi ráta mindkét évben 2,8 százalékot tesz ki.

A lazább monetáris politika a bruttó keresetek alakulását csak minimális mértékben befolyásolja, tekintettel arra, hogy azt inkább a munkaerőhiány, illetve az adminisztratív bérintézkedések határozzák meg, illetve 2019 vonatkozásában a cégek már döntöttek a

béremelésekről. A béremelések a külföldi piacokra termelő vállalatok egyébként is csak a forint gyengülésének mértékében tudnák jobban növelni a béreket, mint az alappályán, a jellemzően hazai tulajdonú kkv-k esetében azonban ez csak az import költségét növeli, így ők kevesebbet tudnak béremelésre fordítani. Tekintettel azonban arra, hogy az infláció az alappályán számítottnál nagyobb lesz, ezért a reálbérek növekedése mérsékeltebb lesz, különösen 2020-ban és 2021-ben. Így a reálbérek 2019-ben 6,8 helyett 6,5 százalékkal, 2020-ban 6,3 helyett 5,4 százalékkal, 2021-ben 5,8 helyett 5,2 százalékkal növekedhetnek. Ezt az eltérést figyelembe vettük a fogyasztási pálya becslésekor is.

A folyó fizetési mérleg GDP-arányos egyenlege a külkereskedelmi folyamatokkal összhangban az időszak első részében az alappályán vártnál kedvezőtlenebbül, míg a második részében annál kedvezőbben alakulhat. Így az egyenleg 2019-ben 0,3 helyett 0,4 százalék, 2021-ben 1,3 Az ESA-egyenleg csekély mértékű eltérése azt jelenti, hogy a GDP-arányos államadósság pályáját leginkább a gazdasági növekedés befolyásolja majd. Fontos hangsúlyozni, hogy itt nem csak a reál értelemben vett növekedésnek van jelentősége, hanem nagyon is számít a nominális GDP alakulása, tehát a GDP-deflátor értéke is lényeges. Tekintettel arra, hogy az infláció az alternatív pálya mentén az alappályán becsülnél nagyobb, így a GDP-deflátor értéke is magasabban alakul. Ennek megfelelően a GDP-arányos államadósság 2019-ben még csak 0,1 százalékponttal marad el az alappályán számítottól, és így 67,4 százalékra mérséklődik. 2020-ban az eltérés már jelentősebb, 0,8 százalékpont, mely azt jelenti, hogy a ráta 63,4 százalékra csökken. Az eltérés mértéke 2021-re tovább nő, és így 1,0 százalékot tesz ki, azaz az alternatív pálya mentén a GDP-arányos államadósság 61,0 százalékra mérséklődhet. 2022-ben a lassabb növekedés miatt a különbség 0,7 százalékpontra szűkül, azaz az adósságráta 59,2 százalékra mérséklődhet.

7. táblázat: Az első alternatív forgatókönyv melletti makropálya (százalék és százalékpont)

	2019		2020		2021		2022	
	Első alternatív pálya	Eltérés az alappályától	Első alternatív pálya	Eltérés az alappályától	Első alternatív pálya	Eltérés az alappályától	Első alternatív pálya	Eltérés az alappályától
Bruttó hazai termék (volumenindex)	4,1	0,2	3,8	0,3	2,4	-0,6	3,1	-0,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	4,6	-0,1	4,7	-0,3	2,8	-0,7	3,4	-0,2
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	12,2	2,4	5,0	1,1	1,3	-2,2	2,8	-0,3
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	6,1	0,4	5,9	0,6	4,5	-1,1	4,0	-1,0
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	7,0	0,9	5,6	0,4	2,1	-2,0	3,3	-1,0
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	3,6	-0,4	4,0	-0,3	7,1	0,8	8,0	0,7
Fogyasztóiár-index (%)	3,5	0,3	4,2	1,1	4,0	0,8	3,6	0,4
Kibocsátási rés a GDP százalékában	2,4	0,5	1,9	0,8	0,5	-0,1	-0,3	-0,3
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	-0,2	0,9	-0,6	1,5	-0,5	2,6	0,4
Munkanélküliségi ráta (%)	3,3	-0,1	2,7	-0,4	2,8	-0,2	2,8	-0,2
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	10,2	-0,1	9,8	0,2	9,4	0,2	9,0	0,2
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	-0,1	-0,4	0,4	-0,2	1,9	0,6	2,3	0,4
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	2,7	-0,4	3,1	-0,2	4,4	0,5	3,4	0,5
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-1,6	0,1	-1,2	0,1	-1,8	-0,1	-1,9	-0,2
A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)	67,4	-0,1	63,4	-0,8	61,0	-1,0	59,2	-0,7
Az államháztartás elsődleges egyenlege a GDP százalékában	0,5	0,0	0,9	0,1	0,5	-0,1	0,4	-0,1
Az államháztartás strukturális egyenlege a GDP százalékában	-2,4	0,0	-2,2	0,0	-2,0	0,0	-1,7	0,0
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	1,8	0,0	1,7	0,0	1,7	0,0	1,6	0,0
Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)	64,9	0,0	64,7	0,0	66,6	0,0	68,6	0,0
Euróárfolyam (HUF)	327,2	6,9	332,2	11,1	316,0	-0,7	323,3	2,5

Forrás: Századvég-számítás

Második alternatív pálya: miniválság

A második alternatív pálya mentén azt tételezzük fel, hogy az Európai Uniót egy kisebb gazdasági válság éri. A pályán nem határozzuk meg, hogy honnan érkezik a válság, csak azt tesszük fel, hogy a külső kereslet növekedése 2019-ben és 2020-ban érzékelhetően, de nem jelentősen visszaesik. A becsült válság a 2008-asnál sokkal kisebb és gyorsabb lefolyású lesz. Természetesen azt, hogy milyen válság és mikor következhet be, nehéz előre megjósolni, így az alternatív pályán felvázolt scenárió csupán egy lehetőség a végtelen számú közül. A becslés során tehát azt tettük fel, hogy az Európai Unió átlagos gazdasági növekedése 2019-ben és 2020-ban minimálisra csökken.

Nem számítunk azonban arra, hogy 2019-ben vagy 2020-ban az export bővülése teljesen megáll, hiszen egyrészt a becsült válság sem lesz akkora, másrészt pedig a gyártókapacitások elmúlt időszakban végbement bővítése az export növekedését az alternatív pálya mentén is elő tudja segíteni. Így 2019-ben az export 5,7 százalék helyett 2,0 százalékkal, 2020-ban pedig 5,3 százalék helyett 4,0 százalékkal bővíthet. Az alacsonyabb bázisra való tekintettel 2021-ben úgy a külső kereslet, mint ezen keresztül az export az alappályán számítottnál dinamikusabban, 5,6 helyett 6,2 százalékkal bővíthet. 2022-ben arra számítunk, hogy az eltérés már sokkal kisebb lesz, mindössze 0,1 százalékpont. Ezt a külső kereslet növekedésének kisebb mértékű eltérése mellett a beruházások alappályán mértnél csekélyebb növekedése magyarázza a korábbi években.

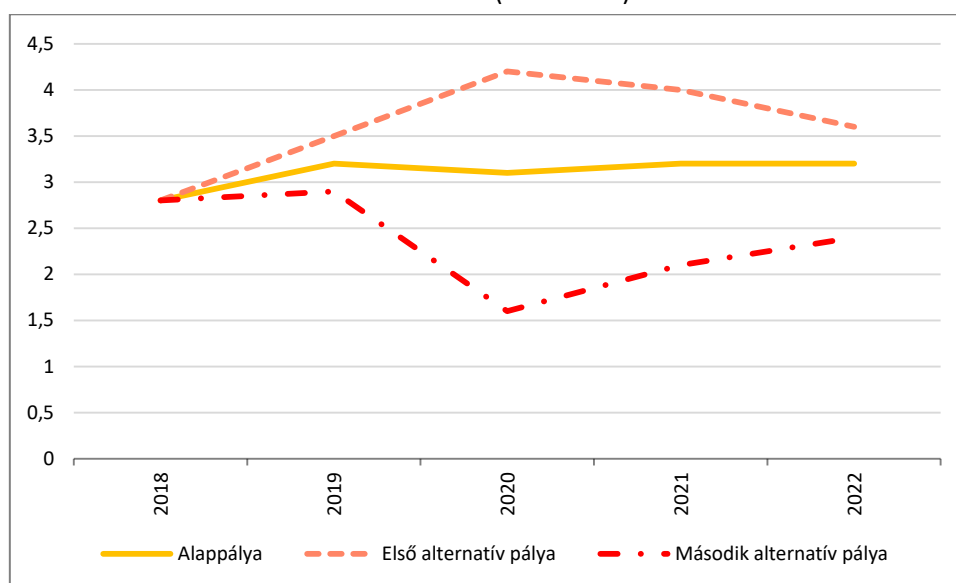
Az exporttal összhangban alakul az import volumenbővülése is, bár azt természetesen a belső kereslet tényezői is befolyásolják. Ennek megfelelően 2019-ben a behozatal volumene jóval lassabban, mindössze 3,2 százalékkal bővíthet az alternatív pálya mentén, ami 2,9 százalékpontos elmaradás az alternatív pályához képest. 2020-ban az eltérés becslésünk szerint már sokkal kisebb lesz, 0,3 százalékpont, amely így 4,9 százalékos bővülést jelent. 2020-ban az export és belső kereslet növekedése 0,5 százalékponttal dinamikusabb, 4,6 százalékos behozatal növekedést eredményez. Ugyanennyivel haladja meg az import eltérése az alappályán számítottat 2022-ben is, ami azt jelenti, hogy az alternatív pályán 4,8 százalékos növekedést becsültünk.

A külső kereslet csökkenése a külkereskedelmi termékforgalom egyenlegére is hatással van. Becslésünk szerint a termékforgalmi egyenleg 2019-ben 4,0 milliárd euró helyett 3,0 milliárd euró, míg 2020-ban 4,3 milliárd euró helyett 2,1 milliárd euró lehet. Az aktívum ugyanakkor 2021-ben és 2022-ben is elmarad az alappályán számítottól: az előbbi esetben 2,3, míg az utóbbiban 2,7 milliárd euróval, így tehát 4,0, illetve 4,6 milliárd eurót tesz ki. A többlet csökkenését az is magyarázza, hogy bár az export dinamikája lassul, a gazdaságban 2019-ben a bérnövekedés már megtörtént, így a fogyasztás üteme kevésbé mérséklődik, aminek importnövelő hatása van.

A külső körülmények romlása a folyó fizetési mérleg egyenlegére is negatív hatással van: a GDP arányos 0,3 százalékos többlet a miniválság nyomán 0,5 százalékos passzívumba fordul 2019-ben, mely passzívum 2020-ban már eléri a GDP 1,1 százalékát, ami 1,7 százalékpontos visszaesést jelent az alappályához képest. Az exportnövekedés ismételt beindulásának köszönhetően 2021-ben és 2022-ben már csökken a deficit, és így GDP arányosan $-0,3$, illetve $-0,1$ százalékot tesz ki. Ehhez hasonlóan alakul a külső finanszírozási képesség is: a mutató értéke 2019-ben a GDP 3,1 százaléka helyett 2,3 százalék lehet, míg 2020-ban 3,3 százalékról 1,7 százalékra, 2021-ben 3,9 százalékról 2,3 százalékra, 2022-ben pedig 2,9 százalékról 0,9 százalékra csökken.

Tekintettel a külső kereslet csökkenésére, a vállalatok nem tudják az eddigi ütemben folytatni a béremeléseket. Ez a hatás azonban várakozásaink szerint leginkább csak 2020-tól jelentkezik, hiszen 2019-ben a béremelésekről már döntés született. Így 2019-re csupán 0,7 százalékponttal kisebb, 9,6 százalékos bérnövekedést várunk, miközben 2020-ban a bérek átlagos emelkedése 3,7 százalék lehet, 5,9 százalékponttal kisebb, mint az alappályán. A béremelkedés 2021-ben 3,7 százalékponttal maradhat el az alappályán becslöttől, és így 5,5 százalékot tehet ki. 2022-ben a bérnövekedés ismét gyorsulhat, és így 7,1 százalékot érhet el, 1,7 százalékponttal kevesebbet, mint az alappályán.

27. ÁBRA: AZ INFLÁCIÓ BECSÜLT ÉRTÉKE AZ ALAPPÁLYÁN ÉS AZ ALTERNATÍV PÁLYÁKON (SZÁZALÉK)



Forrás: Századvég-számítás

A külső kereslet kedvezőtlenebbé válásával a munkanélküliség is növekedhet, bár az emelkedés mértéke becslésünk szerint alacsony lesz, tekintettel a betöltetlen álláshelyek magas számára. Így 2019-re 3,4 százalékos helyett 3,8 százalékos, 2020-ra pedig 3,1 százalékos helyett 3,8 százalékos munkanélküliségi rátát várunk. Az európai gazdaság

talpra állásával párhuzamosan kismértékben tovább csökkenhet a munkanélküliségi ráta értéke, 2021-ben 3,5, 2022-ben pedig 3,3 százalékra.

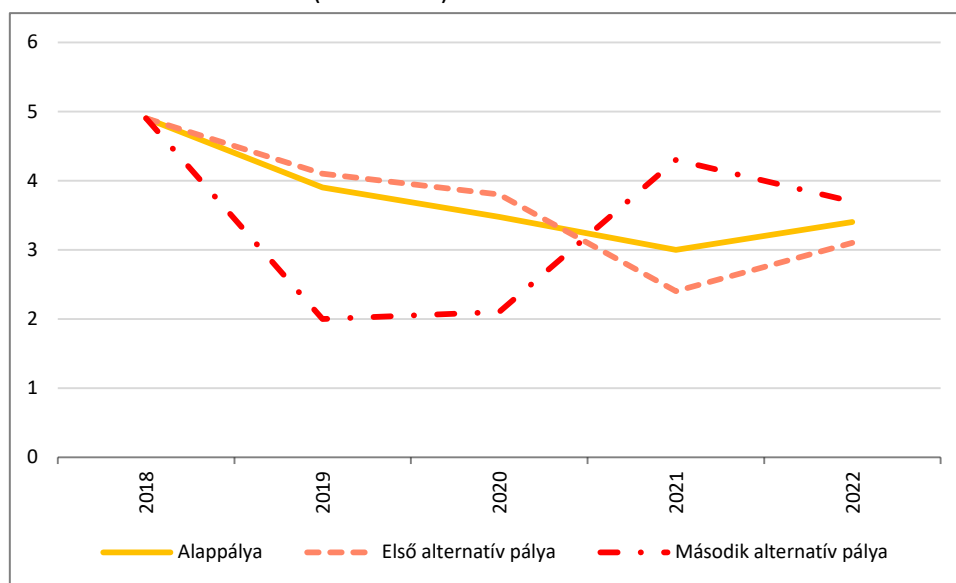
A fogyasztás és a beruházások pályájának bemutatása előtt érdemes röviden áttekinteni az inflációra vonatkozó prognózisunkat, hiszen ez befolyásolja a reálbérek növekedési ütemét. Előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy az olaj ára a kereslet csökkenése miatt az előrejelzési időszak elején az alappályán vártnál alacsonyabban alakul. Így 2019-ben 5, 2020-ban pedig 10 százalékkal lesz alacsonyabb szinten, mint az eredetileg várt, 2021-ben azonban 5, 2022-ben pedig 2 százalékkal lesz magasabb annál, tekintettel arra, hogy a világgazdasági kereslet az alappályán vártnál gyorsabban bővül.

Ennek eredményeként az infláció 2019-ben kismértékben, 0,3 százalékponttal elmarad az alappályán becsülttől, tehát 2,9 százalékot tesz ki. 2020-ban már erőteljesebb lassulás következik be az inflációban, 3,1 A munkaerőpiaci folyamatok kedvezőtlenebbé válása, illetve azon belül is elsősorban a reálbér emelkedésének lassulása a fogyasztás bővülését is mérsékli. A fogyasztásnál a háztartások természetesen figyelembe veszik jövedelmi helyzetük mellett annak várt és múltbeli alakulását is, így a fogyasztás bővülésénél egy viszonylag sima pályát láthatunk. Ennek megfelelően a háztartások fogyasztási kiadása 2019-ben 4,7 helyett 3,3, 2020-ban 5,0 helyett 4,3, 2021-ben 3,5 helyett 4,0, 2022-ben pedig 3,6 helyett 3,9 százalékkal nőhet.

A beruházások pályája a fogyasztáséhoz hasonlóan változik: 2019-ben és 2020-ban a miniválság hatására növekedése elmarad az alappályán becsülttől, míg 2021-ben és 2022-ben meghaladja azt. Ezt a világgazdasági hangulat magyarázza, illetve az, hogy az időszak elején a vállalkozások visszafogják beruházási kiadásait, majd az alacsonyabb bázis később magasabb növekedést tesz lehetővé. Így a bruttó állóeszköz-felhalmozás volumene a négy vizsgált évben rendre 9,8 helyett 7,7, 3,9 helyett 3,0, 3,5 helyett 4,6, illetve 3,1 helyett 4,0 százalékkal növekedhet. A becsült pálya mentén alapvetően azért nem számítunk nagyobb eltérésre, mert az állami beruházások várakozásaink szerint mindkét pálya mentén megvalósulnak.

Az eddigi tényezőket figyelembe véve tehát arra számítunk, hogy a miniválság bekövetkezése esetén a gazdasági növekedés 2019-ben és 2020-ban szignifikánsan elmarad az alappályán becsülttől, majd 2021-ben jelentősen, 2022-ben pedig kismértékben meghaladja azt. Ez a számok nyelvére lefordítva azt jelenti, hogy a gazdasági növekedés 2019-ben 3,9 helyett 2,0, 2020-ban 3,5 helyett 2,1, 2021-ben 3,0 helyett 4,3, 2022-ben pedig 3,4 helyett 3,7 százalék lehet. A negatív exportkeresleti sokk a kibocsátási rés pályáját jelentősen átrajzolja. A mutató értéke 2019-ben 1,9 helyett 0,1, 2020-ban 1,0 helyett -1,2, 2021-ben 0,6 helyett 0,0, 2022-ben pedig 0,0 helyett 0,2 százalék.

28. ÁBRA: A GDP VOLUMENNÖVEKEDÉSÉNEK BECSÜLT ÉRTÉKE AZ ALAPPÁLYÁN ÉS AZ ALTERNATÍV PÁLYÁKON (SZÁZALÉK)



Forrás: Századvég-számítás

A vártnál kedvezőtlenebb növekedési adatok nagyobb költségvetési hiányt eredményeznek, különösen 2020-ban. Fontos azonban hangsúlyozni, hogy az eltérés csupán csekély lesz, figyelembe véve azt, hogy a bérek alakulásában 2019-ben még nincs különbség, és a fogyasztás növekedése is alig lesz kisebb, mint az alappályán, e két tényező pedig nagyban befolyásolja az adóbevételek alakulását. Így az ESA módszertan szerinti GDP-arányos hiány 2019-ben 1,7 helyett 2,0, 2020-ban 1,3 helyett 2,0, 2021-ben 1,7 helyett 1,9, 2022-ben pedig 1,7 helyett 1,6 százalék lehet.

A magasabb hiány, illetve az alacsonyabb nominális GDP magasabb GDP-arányos államadósságot eredményez. Bár a GDP-arányos adósság így is évről évre csökken, de a mérséklődés üteme elmarad az alappályán becsülttől. Ennek megfelelően az államadósság 2019-ben 67,5 helyett 69,3, 2020-ban 64,2 helyett 68,1, 2021-ben 62,0 helyett 65,9, 2022-ben pedig 59,9 helyett 63,7 százalék lehet.

8. táblázat: A második alternatív forgatókönyv melletti makropálya (százalék és százalékpont)

	2019		2020		2021		2022	
	Második alternatív pálya	Eltérés az alappályától	Második alternatív pálya	Eltérés az alappályától	Második alternatív pálya	Eltérés az alappályától	Második alternatív pálya	Eltérés az alappályától
Bruttó hazai termék (volumenindex)	2,0	-1,9	2,1	-1,4	4,3	1,3	3,7	0,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	3,3	-1,4	4,3	-0,7	4,0	0,5	3,9	0,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	7,7	-2,1	3,0	-0,9	4,6	1,1	4,0	0,9
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	2,0	-3,7	4,0	-1,3	6,2	0,6	5,1	0,1
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	3,2	-2,9	4,9	-0,3	4,6	0,5	4,8	0,5
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	3,0	-1,0	2,1	-2,2	4,0	-2,3	4,6	-2,7
Fogyasztóiár-index (%)	2,9	-0,3	1,6	-1,5	2,1	-1,1	2,4	-0,8
Kibocsátási rés a GDP százalékában	0,1	-1,8	-1,2	-2,3	0,0	-0,6	0,2	0,2
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,1	0,0	0,9	-0,6	0,9	-1,1	0,9	-1,3
Munkanélküliségi ráta (%)	3,8	0,5	3,8	0,7	3,5	0,5	3,3	0,3
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	9,6	-0,7	3,7	-5,9	5,5	-3,7	7,1	-1,7
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	-0,5	-0,8	-1,1	-1,7	-0,3	-1,6	-0,1	-2,0
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	2,3	-0,8	1,7	-1,6	2,3	-1,6	0,9	-2,0
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,0	-0,3	-2,0	-0,7	-1,9	-0,2	-1,6	0,1
A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)	69,3	1,8	68,1	3,9	65,9	3,9	63,7	3,8
Az államháztartás elsődleges egyenlege a GDP százalékában	0,2	-0,3	0,2	-0,6	0,3	-0,3	0,5	0,0
Az államháztartás strukturális egyenlege a GDP százalékában	-2,4	0,0	-2,2	0,0	-2,0	0,0	-1,7	0,0
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	0,3	-1,5	0,3	-1,4	2,8	1,1	2,0	0,4
Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)	61,7	-3,2	58,2	-6,5	70,0	3,3	70,0	1,4
Euróárfolyam (HUF)	320,7	0,4	322,8	1,7	319,7	3,0	318,5	-2,3

Forrás: Századvég-számítás

Táblázatok

9. táblázat: Előrejelzés

	2018	2019	2020	2021	2022
Bruttó hazai termék (volumenindex)	4,9	3,9	3,5	3,0	3,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	5,3	4,7	5,0	3,5	3,6
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	16,5	9,8	3,9	3,5	3,1
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	4,7	5,7	5,3	5,6	5,0
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	7,1	6,1	5,2	4,1	4,3
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	5,6	4,0	4,3	6,3	7,3
Fogyasztóiár-index (%)	2,8	3,2	3,1	3,2	3,2
Kibocsátási rés a GDP százalékában	2,4	1,9	1,1	0,6	0,0
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	0,9	1,05	1,5	2,0	2,2
Munkanélküliségi ráta (%)	3,7	3,4	3,1	3,0	3,0
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	11,3	10,3	9,6	9,2	8,8
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	0,5	0,3	0,6	1,3	1,9
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	3,3	3,1	3,3	3,9	2,9
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-2,2	-1,7	-1,3	-1,7	-1,7
A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)	70,8	67,5	64,2	62,0	59,9
Az államháztartás elsődleges egyenlege a GDP százalékában	0,3	0,5	0,8	0,6	0,5
Az államháztartás strukturális egyenlege a GDP százalékában	-2,6	-2,4	-2,2	-2,0	-1,7
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	2,0	1,8	1,7	1,7	1,6
Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)	71,8	64,9	64,7	66,6	68,6
Euróárfolyam (HUF)	318,9	320,3	321,1	316,7	320,8

Forrás: MNB, KSH, Századvég-számítás

10. táblázat: Alternatív forgatókönyvek 2019–2020-ban az alappályához képest

	2019					2020				
	Alappálya	1. alternatív	Eltérés	2. alternatív	Eltérés	Alappálya	1. alternatív	Eltérés	2. alternatív	Eltérés
Bruttó hazai termék (volumenindex)	3,9	4,1	0,2	2	-1,9	3,5	3,8	0,3	2,1	-1,4
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	4,7	4,6	-0,1	3,3	-1,4	5,0	4,7	-0,3	4,3	-0,7
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	9,8	12,2	2,4	7,7	-2,1	3,9	5	1,1	3	-0,9
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	5,7	6,1	0,4	2	-3,7	5,3	5,9	0,6	4	-1,3
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	6,1	7,0	0,9	3,2	-2,9	5,2	5,6	0,4	4,9	-0,3
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	4,0	3,6	-0,4	3	-1,0	4,3	4	-0,3	2,1	-2,2
Fogyasztóiár-index (%)	3,2	3,5	0,3	2,9	-0,3	3,1	4,2	1,1	1,6	-1,5
Kibocsátási rés a GDP százalékában	1,9	2,4	0,5	0,1	-1,8	1,0	1,9	0,9	-1,2	-2,2
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	1,05	0,9	-0,2	1,05	0,0	1,5	0,9	-0,6	0,9	-0,6
Munkanélküliségi ráta (%)	3,4	3,3	-0,1	3,8	0,4	3,1	2,7	-0,4	3,8	0,7
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	10,3	10,2	-0,1	9,6	-0,7	9,6	9,8	0,2	3,7	-5,9
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	0,3	-0,1	-0,4	-0,5	-0,8	0,6	0,4	-0,2	-1,1	-1,7
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	3,1	2,7	-0,4	2,3	-0,8	3,3	3,1	-0,2	1,7	-1,6
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-1,7	-1,6	0,1	-2	-0,3	-1,3	-1,2	0,1	-2	-0,7
A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)	67,5	67,4	-0,1	69,3	1,8	64,2	63,4	-0,8	68,1	3,9
Az államháztartás elsődleges egyenlege a GDP százalékában	0,5	0,5	0,0	0,2	-0,3	0,8	0,9	0,1	0,2	-0,6
Az államháztartás strukturális egyenlege a GDP százalékában	-2,4	-2,4	0,0	-2,4	0,0	-2,2	-2,2	0,0	-2,2	0,0
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	1,8	1,8	0,0	0,3	-1,5	1,7	1,7	0,0	0,3	-1,4
Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)	64,9	64,9	0,0	61,7	-3,2	64,7	64,7	0,0	58,2	-6,5
Euróárfolyam (HUF)	320,3	327,2	6,9	320,7	0,4	321,1	332,2	11,1	322,8	1,7

Forrás: Századvég-számítás

11. táblázat: Alternatív forgatókönyvek 2021-ben és 2022-ben az alappályához képest

	2021					2022				
	Alappálya	1. alternatív	Eltérés	2. alternatív	Eltérés	Alappálya	1. alternatív	Eltérés	2. alternatív	Eltérés
Bruttó hazai termék (volumenindex)	3,0	2,4	-0,6	4,3	1,3	3,4	3,1	-0,3	3,7	0,3
A háztartások fogyasztási kiadása (volumenindex)	3,5	2,8	-0,7	4,0	0,5	3,6	3,4	-0,2	3,9	0,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás (volumenindex)	3,5	1,3	-2,2	4,6	1,1	3,1	2,8	-0,3	4,0	0,9
Kivitel volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	5,6	4,5	-1,1	6,2	0,6	5,0	4,0	-1,0	5,1	0,1
Behozatal volumenindexe (nemzeti számlák alapján)	4,1	2,1	-2,0	4,6	0,5	4,3	3,3	-1,0	4,8	0,5
A külkereskedelmi áruforgalom egyenlege (milliárd euró)	6,3	7,1	0,8	4	-2,3	7,3	8	0,7	4,6	-2,7
Fogyasztóiár-index (%)	3,2	4	0,8	2,1	-1,1	3,2	3,6	0,4	2,4	-0,8
Kibocsátási rés a GDP százalékában	0,6	0,5	-0,1	0,0	-0,6	0,0	-0,3	-0,3	0,2	0,2
A jegybanki alapkamat az időszak végén (%)	2,0	1,5	-0,5	0,9	-1,1	2,2	2,6	0,4	0,9	-1,3
Munkanélküliségi ráta (%)	3,0	2,8	-0,2	3,5	0,5	3,0	2,8	-0,2	3,3	0,3
A bruttó átlagkereset alakulása (%)	9,2	9,4	0,2	5,5	-3,7	8,8	9,0	0,2	7,1	-1,7
A folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP százalékában	1,3	1,9	0,6	-0,3	-1,6	1,9	2,3	0,4	-0,1	-2,0
Külső finanszírozási képesség a GDP százalékában	3,9	4,4	0,5	2,3	-1,6	2,9	3,4	0,5	0,9	-2,0
Az államháztartás ESA-egyenlege a GDP százalékában	-1,7	-1,8	-0,1	-1,9	-0,2	-1,7	-1,9	-0,2	-1,6	0,1
A bruttó államadósság-ráta a GDP százalékában (EDP)	62,0	61	-1,0	65,9	3,9	59,9	59,2	-0,7	63,7	3,8
Az államháztartás elsődleges egyenlege a GDP százalékában	0,6	0,5	-0,1	0,3	-0,3	0,5	0,4	-0,1	0,5	0,0
Az államháztartás strukturális egyenlege a GDP százalékában	-2,0	-2	0,0	-2	0,0	-1,7	-1,7	0,0	-1,7	0,0
GDP-alapon számított külső kereslet (volumenindex)	1,7	1,7	0,0	2,8	1,1	1,6	1,6	0,0	2,0	0,4
Brent típusú olaj hordónkénti ára (USD)	66,6	66,6	0,0	70,0	3,3	68,6	68,6	0,0	70,0	1,4
Euróárfolyam (HUF)	316,7	316	-0,7	319,7	3,0	320,8	323,3	2,5	318,5	-2,3

Forrás: Századvég-számítás