

# **Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés 2019-2022**

Elemzés a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2019. Május 17.

**OGResearch**

Antal Judit – Köber Csaba

## Vezetői összefoglaló

Elemzésünk a költségvetési hiány és az államadósság rövidtávú, 2019-2022 időszakra vonatkozó előrejelzését tartalmazza Magyarország 2019-es Konvergencia Programjában felvázolt intézkedések és a makrogazdasági folyamatok fényében.

Magyarország gazdasági teljesítménye rendkívül kedvezően alakult az elmúlt negyedévekben. A reálnövekedés rendre meghaladta az elemző várakozásokat és 2018-ban 4,9 százalékra gyorsult. A kibocsátás növekvő ütemű bővülése a korábban rendkívül kedvező globális folyamatok markáns romlása ellenére folytatódott és az előzetes adatok szerint 2019 első negyedévében a reálnövekedés 5,3 százalékot tett ki.

A gyors reálgazdasági növekedés tartósan támogató fiskális és monetáris politika, valamint bőséges uniós transzferbeáramlás mellett következett be. 2018-ban a költségvetés erőteljesen hozzájárult a kereslet élénkítéséhez: folytatódott a szociális hozzájárulási adó mérséklése, az ÁFA kulcsok célzott csökkentése, valamint tovább emelkedtek a családi adókedvezmények. Kiadási oldalon az életpálya modell folytatása, az állami beruházások növelése, valamint az otthonteremtési program kiterjesztése erősítette a pozitív, 0,8 százalékra becsült fiskális impulzust. A monetáris politika laza maradt: az inflációs nyomás emelkedése ellenére a jegybank csak finomhangolta a monetáris politikai eszköztárát, de alapvető célja változatlanul az alacsony kamatszint fenntartása és a magánszektor hitelhez való hozzájutásának könnyítése.

A keresletösztönző gazdaságpolitikával összhangban a kibocsátás az elmúlt években az egyensúlyi, azaz potenciális szintje fölé emelkedett. A gazdaság túlfűtöttségére utalnak a magas kapacitás-kihasználtsági mutatók, a historikus mélypontra csökkenő munkanélküliség, illetve ezt valószínűsíti az inflációs alaphatók közelmúltban tapasztalható emelkedő pályája. A potenciális növekedés ütemét az elemzés által lefedett időszakra 3,5 százalékra becsüljük. Ez az érték elmarad a Konvergencia Program feltevésétől, más intézmények előrejelzéséhez képest azonban igen optimistának számít.

2019-ben a külső konjunktúra további lassulására számítunk. Ennek ellenére a gazdaságpolitika prioritásaival összhangban a belső kereslet élénk maradhat. Az uniós forrásbevonás, a nagy külföldi beruházási projektek és a lakásépítési boom egyaránt támogathatják a gyors beruházás-bővülést. A gyors bérkiáramlás, az alacsony munkanélküliség és az általánosan optimista fogyasztói hangulat mellett a fogyasztás is erőteljes marad. Így a nettó export csökkenése ellenére a GDP éves szinten 4,6 százalékkal növekedhet.

2020-tól azonban a reálnövekedés érdemi lassulását vetítjük előre, amiben az uniós források elapadása mellett a kapacitáskorlátok elérése, és a mozgósítható munkaerőpiaci tartalékok kimerülése játszik meghatározó szerepet. Emellett a gazdaságpolitikai mozgástér is szűkül: az inflációs nyomás erősödésével a jegybank idővel szigorításra kényszerül, miközben várakozásaink szerint a hosszabb távú fenntarthatósági kockázatokat felismerve a költségvetési politika már rövid távon irányt válthat és az elkövetkező években enyhén szűkítheti a keresletet.

A költségvetési intézkedések és alapfolyamatok feltételezett enyhe hiánycsökkentő hatása mellett a kamatkidadások kismértékben tovább mérséklődnek. 2019-ben emellett a hiányt csökkenti az adóbevételek ciklikus okokból történő emelkedése. 2020-tól azonban a kibocsátási rés záródása már a költségvetési hiány növekedése irányába hat. Így a hiány fokozatosan emelkedő pályára állhat és 2022-ben elérheti a GDP 2,3 százalékát. Előrejelzésünk szerint ugyanakkor a feltételezett fokozatos megszorításoknak köszönhetően a költségvetés hiánya tartósan a GDP 3 százaléka alatt maradhat.

Előrejelzésünk alappályája eltér a Konvergencia Programétól. Az eltérés jelentős részben a teljes időhorizonton lassabb potenciális növekedésre és a gazdaság kiinduló ciklikus pozíciójának eltérő megítélésére vezethető vissza. Előrejelzésünk 3,5 százalékos potenciális növekedési ütemmel számol, míg a Program szerint a 2018-ban 3,7 százalékos egyensúlyi bővülés 2020-ra 4 százalék fölé gyorsul. A Program szerint a magyar gazdaság a teljes horizonton közel zárt ciklikus pozícióban van, és a kibocsátási rés stabil és enyhén pozitív. Modell alapú előrejelzésünk szerint ezzel szemben 2019-ben a kibocsátási rés megközelítheti a potenciális GDP 3 százalékát, majd fokozatosan záródik. A fentiek következtében 2019 után alacsonyabb növekedésre és gyorsabb áremelkedésre számítunk, mint a Program.

A költségvetési hiányra vonatkozó előrejelzésünk 2019-20-ban nem tér el érdemben a Konvergencia program prognózisától: mindkét évben kismértékben cél alatti ESA hiányt valószínűsítünk. 2021-22-re azonban számottevően magasabb és emelkedő hiányt vetítünk előre, ami a kibocsátási rés előrejelzett záródásához köthető. Az alacsonyabb GDP növekedés, valamint a magasabb hiánypálya eredőjeként előrejelzésünk államadósság pályája is magasabb a Konvergencia Programban előrejelzettnél. A Program 2022-re az adósságráta 11,5 százalékos csökkenését vetíti előre, azaz 60 százalék alá csökkenő adósságrátát vár. Előrejelzésünk szerint az adósságráta több mint 7,5 százalékponttal csökkenhet és a GDP 63 százaléka körül alakulhat.

# Tartalomjegyzék

|  |    |
|--|----|
| Vezetői összefoglaló.....  | 2  |
| 1 Bevezető.....  | 5  |
| 2 Meghatározó hazai trendek.....   | 6  |
| 2.1 Makrogazdasági helyzetkép .....  | 6  |
| 2.1.1 Reálgazdaság .....   | 6  |
| 2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság .....                                   | 7  |
| 2.1.3 Infláció és monetáris politika .....                                     | 10 |
| 2.1.4 Hitelkínálat .....   | 12 |
| 2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete.....  | 13 |
| 2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság .....                    | 15 |
| 2.2.1 Költségvetési hiány.....   | 15 |
| 2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői.....              | 17 |
| 3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk .....                         | 19 |
| 3.1 Meghatározó nemzetközi trendek .....                                       | 19 |
| 3.2 Külső feltevések.....  | 20 |
| 3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok .....                                      | 21 |
| 3.4 Költségvetési folyamatok .....   | 26 |
| 3.5 Államadósság.....  | 30 |
| 4 Előrejelzésünk összehasonlítása a Konvergencia Programmal.....               | 34 |
| 4.1 A makrogazdasági alappálya összehasonlítása a Konvergencia Programmal..... | 34 |
| 4.2 Költségvetési előrejelzés összehasonlítása a Konvergencia Programmal.....  | 35 |
| 5 Felhasznált irodalom.....  | 36 |
| 6 Függelék.....  | 37 |
| 6.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói.....                              | 37 |
| 6.2 A modell bemutatása.....   | 37 |

## 1 Bevezető

Elemzésünk célja a költségvetési hiány és az államadósság rövidtávú, 2019-2022-es horizonton történő előrejelzése, figyelembe véve a Magyarország konvergencia programjában megfogalmazott intézkedéseket.

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

A bevezető után az elemzés 2. fejezetében bemutatjuk a makrogazdasági környezetet, illetve a kiinduló államháztartási helyzetképet. Az államháztartás elemzésekor kitérünk a ciklikusan igazított, a strukturális illetve elsődleges költségvetési egyenleg alakulásának elemzésére, valamint megvizsgáljuk, hogy milyen tényezők felelősek az államadósság változásáért. Ezt követően, a 3. fejezetben részletesen bemutatjuk makrogazdasági előrejelzésünk alappályáját és az ezzel konzisztens költségvetési hiány illetve államadósság pályát. A 4. fejezetben összehasonlítjuk saját előrejelzésünket a Konvergencia Programban szereplő előrejelzéssel mind a makropálya, mind a fiskális pálya tekintetében. Végül a Függelékben röviden bemutatjuk az előrejelzéshez használt modell alapvető tulajdonságait.

## 2 Meghatározó hazai trendek

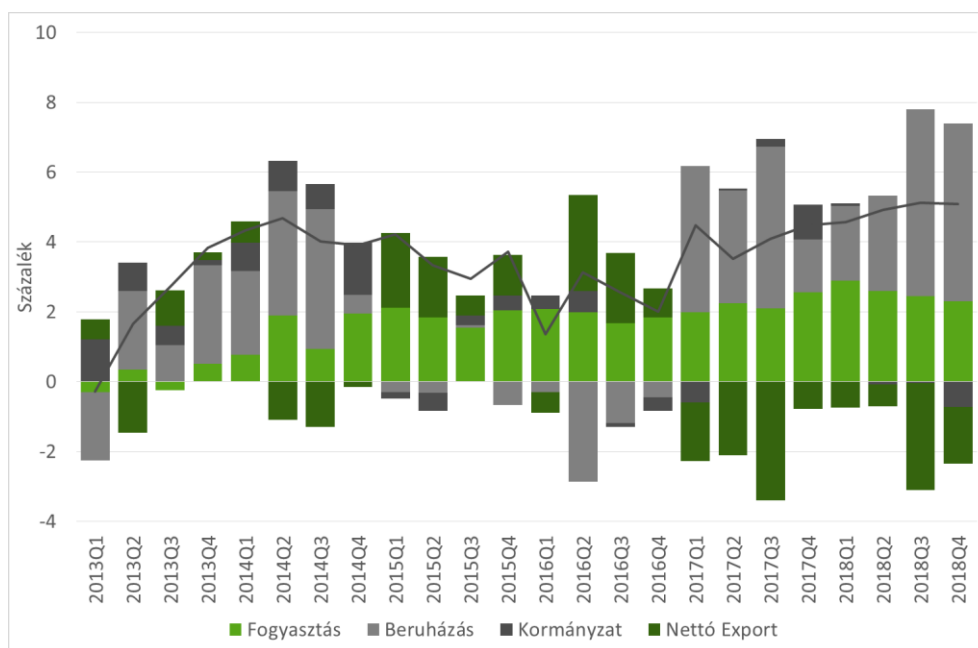
### 2.1 Makrogazdasági helyzetkép

#### 2.1.1 Reálgazdaság

2018-ban tovább gyorsult a magyar gazdaság bővülése. A 2017-ben mért 4,1 százalékos éves reálnövekedés után 2018-ban a bővülés üteme 4,9 százalékot tett ki. A kibocsátás gyorsulása laza fiskális és monetáris politika által fűtött belső keresletbővülés mellett következett be. A külső konjunktúra az év második felétől egyre kedvezőtlenebbé vált, ami az export dinamika lassulásában is tükröződött. A 2019 első negyedévi előzetes adatközlés szerint a reál GDP bővülés üteme tovább gyorsult és éves szinten 5,3 százalékot tett ki.

Termelési oldalról a közel 23 százalékos reálbővülést felmutató építőipar jelentette a növekedés fő motorját, de a 2017-es kedvezőtlen időjárási körülmények után 2018-ban a mezőgazdaság teljesítménye is támogatta a gyors reálbővülést.

1. ábra: Éves reál GDP növekedés (százalék)



Forrás: KSH, OGR számítás

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

A felhasználási oldalon 2017-hez hasonlóan a gyors belföldi felhasználás bővülés játszott a meghatározó szerepet. A beruházások reálnövekedése 17,2 százalékot tette ki, ami közel megegyezett az 2017-es értékkel. A rendkívül gyors bővülést az EU források gyors lehívása, a

kormányzati beruházások, a fellendülő lakáspiac és a beruházást ösztönző intézkedések támogatták. A magas kapacitáskihasználtság ugyancsak szerepet játszott a beruházási aktivitásban, bár a feldolgozóipari beruházások reálnövekedési üteme visszafogottabban alakult, és éves szinten 6,3 százalékot tett ki. A beruházások élénküléséhez a vállalatok mellett a lakosság és az állam is hozzájárult. A növekvő jövedelemmel és a gazdaságpolitikai ösztönzőkkel (CSOK, kedvezményes lakásépítési ÁFA) párhuzamosan folytatódott a lakásépítések bővülése. Az uniós költségvetési ciklussal összefüggésben 2018-ban is jelentős volt az EU-transzferbevételek, ami az állami beruházások dinamikus bővülésében is tükröződött. Az államháztartás beruházási kiadásai nominális értelemben közel 40 százalékkal emelkedtek 2017-képest és a GDP 5,8 százalékát tették ki.

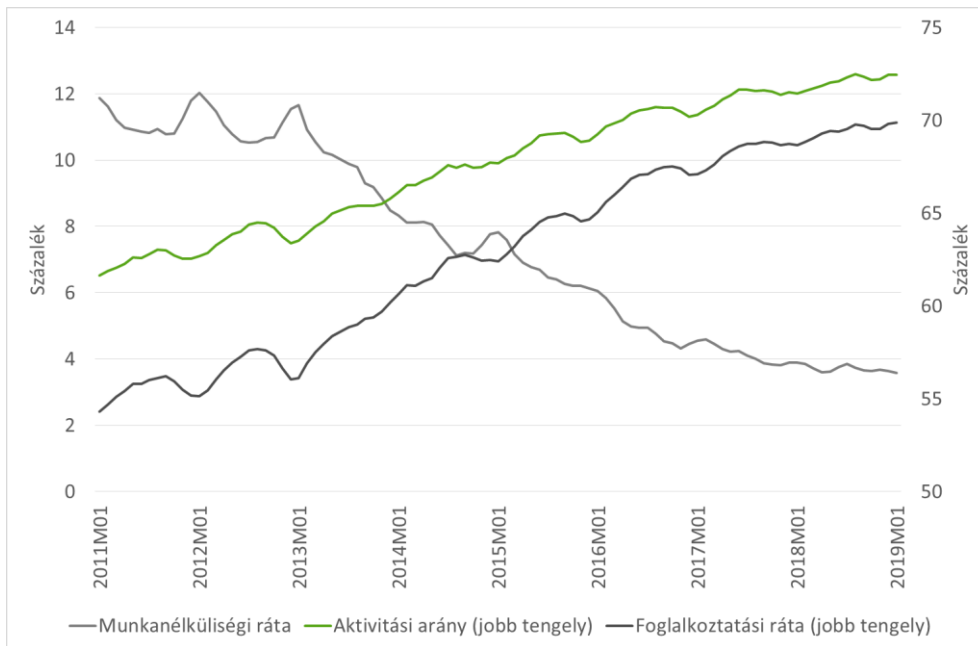
A gyors reálbérnövekedés, a növekvő foglalkoztatottság, a kormányzati intézkedések (támogatott hitelprogramok, családtámogatási csomag, etc.), valamint a fogyasztói optimizmus általános javulása egyaránt a fogyasztás növekedése irányába hatottak. A fogyasztás éves reálnövekedési üteme, mintegy fél százalékponttal, 4,6 százalékra gyorsult.

A külső kereslet mérséklődése mellett az export az év második felében lassabb ütemben bővült és éves szinten a 2017-eshez hasonló, 4,7 százalékos reálnövekedést mutatott. A belföldi felhasználás gyors növekedése a fogyasztás és a beruházás magas importvonzata miatt növelte az importkeresletet. Így a nettó export többlete az elmúlt 2 évben fokozatosan csökkent és 2018-ban is negatívan járult hozzá a GDP bővüléséhez.

### **2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság**

A pozitív reálgazdasági folyamatok mellett tovább csökkent a munkanélküliség és növekedett a munkaerőpiac feszessége. 2019 márciusára a munkanélküliségi ráta 3,6 százalékra csökkent, miközben az 18-64 korcsoport aktivitási és a foglalkoztatottsági rátája enyhén tovább emelkedett és rendre 72,5 illetve 69,9 százalékot tett ki (1. ábra). Folytatódott a közfoglalkoztatottak számának csökkenése: 2017 decemberéhez képest több mint 37 ezer fővel, 113 ezer főre csökkent a közfoglalkoztatottak száma. A közfoglalkoztatottakkal korrigált munkanélküliségi ráta 2018-ban 6,2 százalék volt, amely 0,4 százalékponttal alacsonyabb az EU-átlagnál (4. ábra).

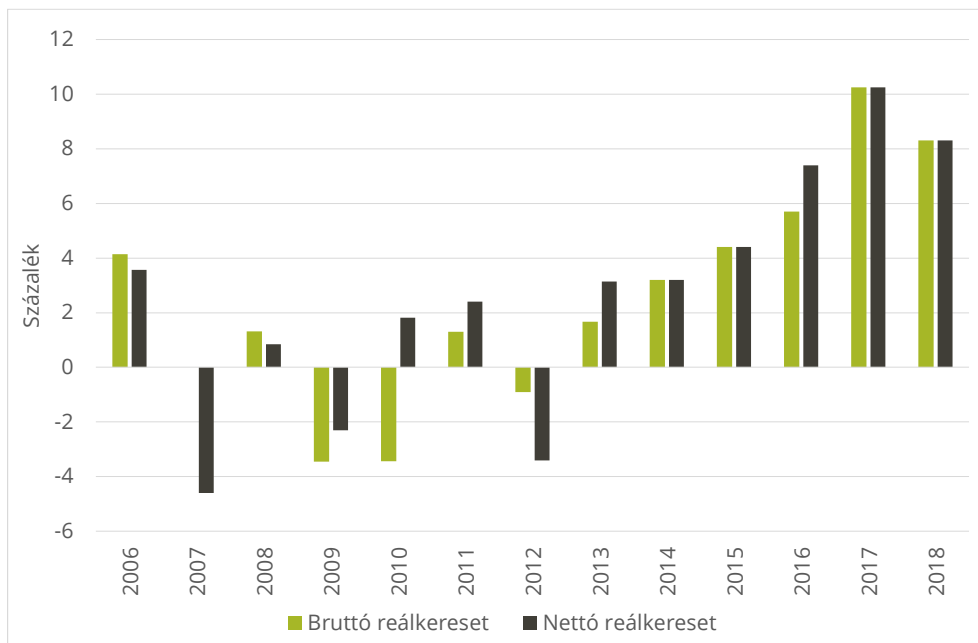
2. ábra: Munkaerő piaci mutatók (%)



Forrás: KSH

A tovább feszesedő munkaerőpiacon ismét jelentős mértékben emelkedtek a bérek: a reálbérnövekedés 8 százalékot tett ki, ami ugyan lassulást jelent a 2017-es 10 százalékos értékhez képest, de meghaladja a termelékenység-növekedés ütemét (3. ábra). A gyors bérdinamikában két tényező játszott szerepet. Egyrészt a minimálbér és a garantált bérminimum 8,2 és 12,1 százalékkal emelkedett a kormány és a vállalatok közötti hatéves bérmegállapodásnak megfelelően. Másrészt a feszesedő munkapiac mellett növekedett a bérnyomás.

3. ábra: Egy keresőre jutó reálkereset éves növekedése (százalék)

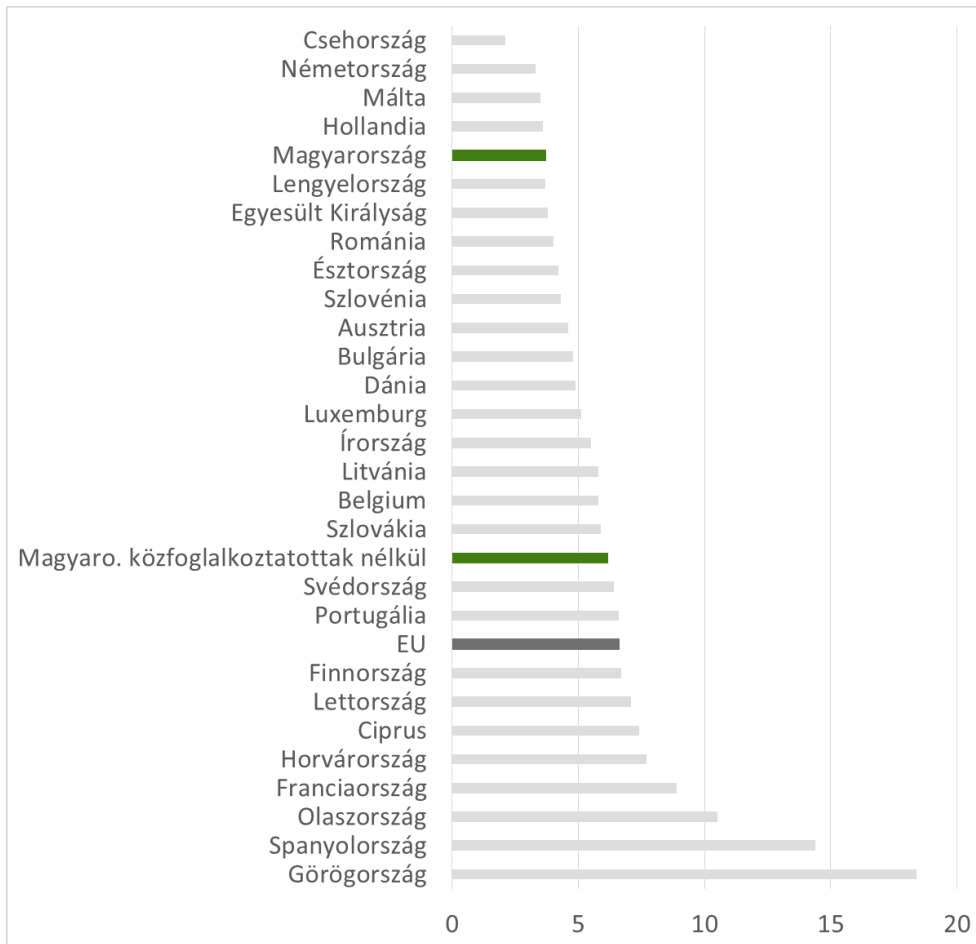


Forrás: KSH



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

**4. ábra: Munkanélküliségi ráta az Európai Unióban (százalék, 2018 év végi adatok)**



Forrás: Eurostat, KSH, OGR számítás

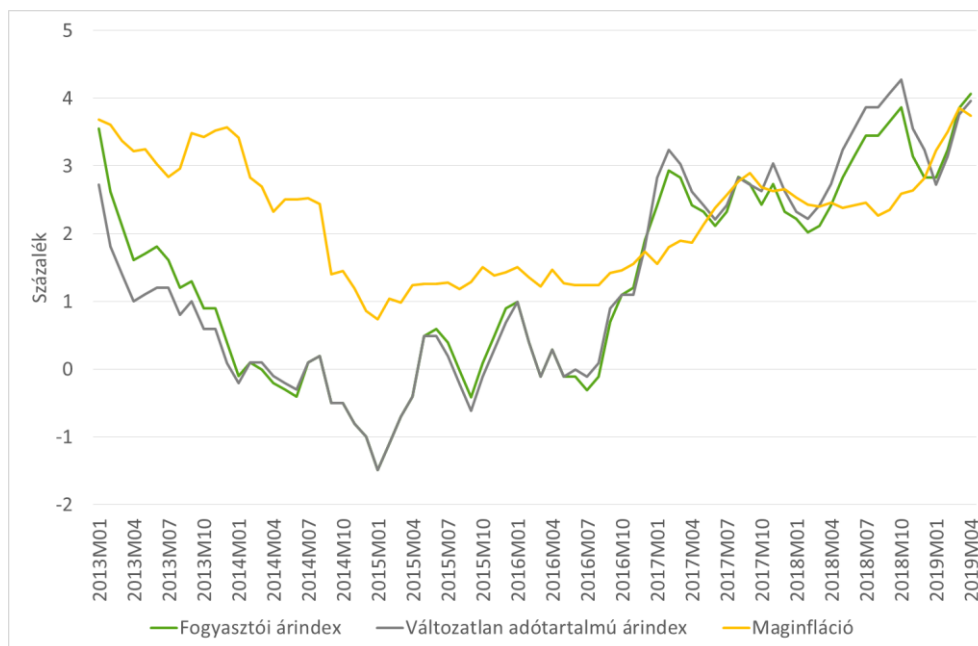
A munkaerőhiányt a növekedés szűk keresztmetszeteként megjelölő vállalatok aránya tovább emelkedett (10. ábra). A termelő vállalatok több mint 85 százaléka jelentette, hogy a munkaerő a növekedés egyik fő korlátja.

A foglalkoztatottság növekedése és a ledolgozott munkaórák bővülése az elmúlt években meghatározó forrása volt a gazdasági növekedésnek. A tartalékok azonban már kimerülőben vannak, ami a foglalkoztatottság növekedésének lassulásában is tükröződik. Noha a munkanélküliség historikusan alacsony (2. ábra), a közmunkaprogram további leépítése, a megváltozott munkaképességűek, illetve más veszélyeztetett csoportok munkába állítása, valamint a bérfelzárkózás kivándorlási folyamatot lassító hatása rövidtávon teret adhat még további bővülésre.

### 2.1.3 Infláció és monetáris politika

2019 áprilisában a fogyasztói árindex éves szinten 3,9 százalékkal növekedett (5. ábra). Ezzel az infláció a megközelítette a jegybank 3 százalék +/-1 százalékpontos tolerancia sávjának felső szélét. Az inflációs ráta ingadozása mellett az MNB által használt és az inflációs alapfolyamatok megítélésére jobban alkalmas alternatív inflációs mutatók (adószűrt maginfláció, keresletérzékeny áruk inflációja illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) 2018 közepe óta emelkedő inflációs dinamikát jeleznek.

5. ábra: Éves inflációs mutatók (százalék)



Memo: Szezonálisan igazított adatokból számolva.

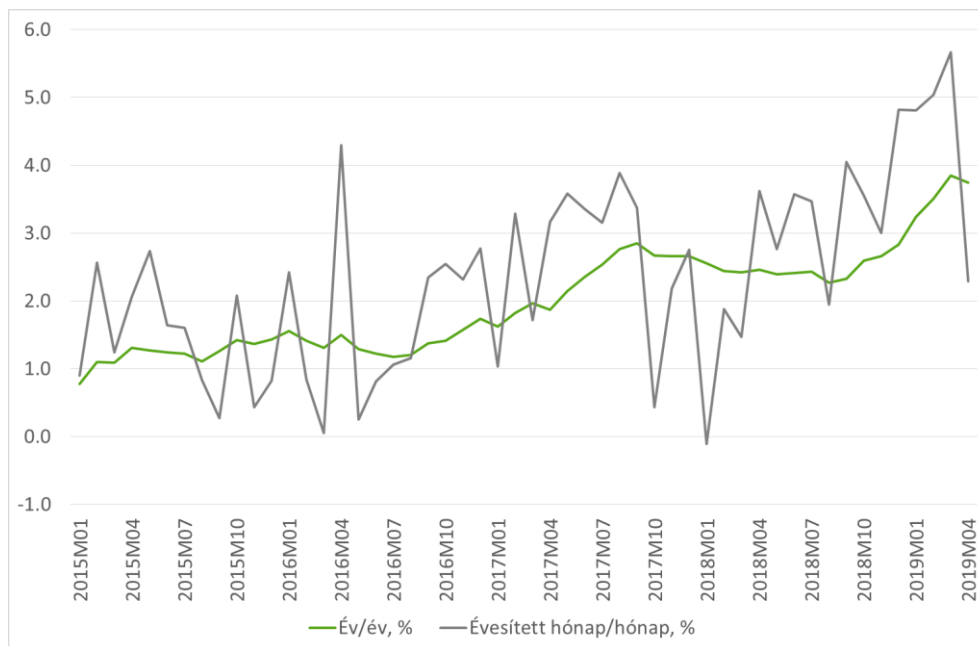
Forrás: KSH

Az infláció elmúlt hónapokban bekövetkezett emelkedésében meghatározó szerepet játszott az energiaárak, illetve az élelmiszerek árainak emelkedése, valamint az indirektadó változtatások is<sup>1</sup>. A fogyasztói kosár változékonyabb elemeit kiszűrve számított maginfláció hónapok óta tartó emelkedése azonban azt jelzi, hogy az inflációs nyomás erősödött a gazdaságban.

A maginfláció 2019 áprilisban éves szinten nem emelkedett tovább és 3,8 százalékot tett ki. Az évesített havi növekedés, amely jobban megragadja az aktuális inflációs folyamatokat rendkívül változékonyan alakult az elmúlt hónapokban. Míg a 2019 áprilisi adat korrekcióra utal, az azt megelőző hónapokban a rövidbázisú maginfláció markáns gyorsulást mutatott (6. ábra).

<sup>1</sup>Bár a tej áfájának 18 százalékról 5 százalékára csökkenése, valamint a kis összegű utalások tranzakciós illetékének megszüntetése megjelent az árakban, azonban ezt bőven ellensúlyozza a dohánytermékek jövedéki adójának uniós szinthez történő közelítése, illetve a népegészségügyi termékadó emelkedése.

6. ábra: Szezonálisan igazított maginfláció (százalék)



Forrás: KSH

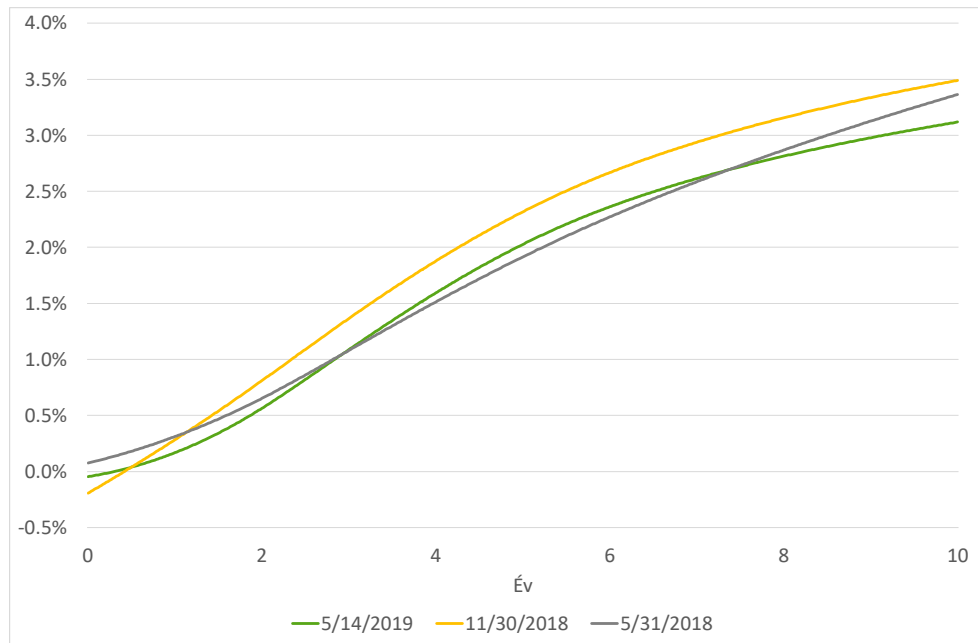
A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2019 márciusi inflációs jelentésében a 3 százalékos célértéket enyhén meghaladó inflációt prognosztizált. Az elmúlt hónapokban emelkedő inflációs nyomás, valamint a célértéket meghaladó inflációs előrejelzés ellenére a jegybank csak finomhangolta a monetáris politikai eszköztárát és nem változtatott érdemben a laza monetáris kondíciókon. A jegybanki alapkamat továbbra is a 2016 májusában elért 0,9 százalékos szinten áll. A Monetáris Tanács 2019 márciusában 10 bázisponttal növelte a jegybanki egynapos betéti eszköz kamatlábát, a marginális betéti kamatláb emelés ugyanakkor nem hatott érdemben a legrövidebb lejáratú kamatokra. A rövid bankközi hozamok továbbra is a jegybanki alapkamat alatt, a korábban megszokott sávban ingadoztak.

A jegybank több intézkedést jelentetett be a nem konvencionális eszköztár átalakítására vonatkozóan. Egyrészt 2018 szeptemberében döntött a monetáris politikai célú kamatswap eszköz és jelzáloglevél-vásárlási program kivezetéséről. 2019 elejétől pedig lendületesen csökkentette a forintlikviditás nyújtó deviza swapok állományát. Másrészt a vállalati hitelpiac támogatása érdekében a jegybank 2019 elején elindította a Növekedési Hitelprogram Fixkonstrukciót<sup>2</sup>, amit 2019 júliustól kiegészít a Növekedési Kötvényprogrammal (NKP). Az NKP célja hazai vállalati szektor finanszírozási szerkezetének diverzifikálása, a hitel típusú források mellett a kötvény finanszírozás szerepének növelését. A jegybank a program keretében a nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott jó minőségű kötvényeket vásárol.

<sup>2</sup> A fix kamatozású, hosszú lejáratú vállalati beruházási hitelezés támogatása érdekében a az MNB 0 százalékos kamattal mellett biztosítja a hitelintézeteknek refinanszírozási forrást, amelyet azok maximum 2,5 százalékos kamattal mellett hitelezhetnek tovább kkv-knak. A program likviditási szempontból semleges, mert az NHP fix keretében folyósított hitelvolumenből fakadó többletlikviditás alapkamaton sterilizálásra kerül.

Emellett az eszköztár egyszerűsítése érdekében az MNB megszüntette a 3 hónapos betéti konstrukciót. Előretekintve a jegybanki irányadó eszköz szerepét átveszi a kötelező tartalék és a jegybank további két eszközzel, a forintlikviditást nyújtó swapállománnyal és a kamatfolyosóval kívánja befolyásolni a monetáris kondíciókat.

**7. ábra: Zérókupon hozamgörbe**



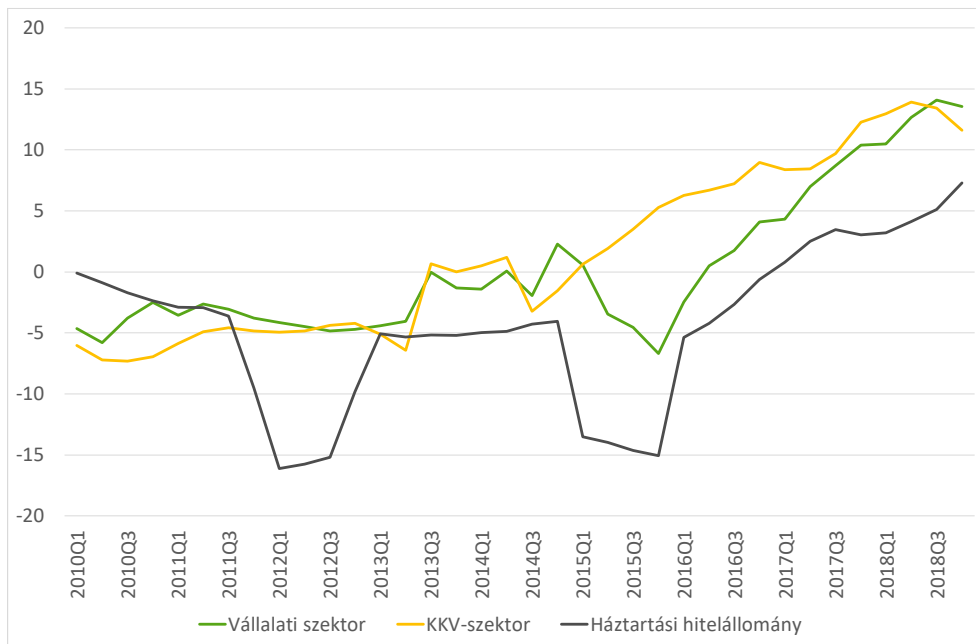
*Forrás: Államadósság Kezelő Központ*

Az emelkedő inflációs nyomás hatására a hozamgörbe 2018 második félévében meredekebbé vált. A kamatemelési várakozásokat hűtőjegybanki kommunikáció illetve a globális gazdasági kilátások romlása és a fejlett országokban a kamatemelések ezzel összefüggésben történő elhalasztása és kiárazása a hozamgörbét lejjebb tolta (7. ábra).

#### **2.1.4 Hitelkínálat**

A vállalati és ezen belül a kis- és közép vállalatok (kkv) hitelállománya dinamikus, 10 százalékos feletti bővülést mutatott az elmúlt negyedévekben. (8. ábra). A vállalatok nettó hitelfelvétele mintegy kétharmad részben forintban történt. Az év második felére a lakossági hitelállomány bővülése is 5 százalékos fölé emelkedett. A lakossági hitelállomány bővülésében meghatározó szerepe volt a lakáshiteleknek: ebben a szegmensben a hitelfelvétel több mint 30 százalékkal emelkedett 2017-hez képest. Emellett a személyi kölcsönök esetében is jelentős bővülés volt érzékelhető: a hitelfelvétel közel 50 százalékkal nőtt a megelőző évhez képest. A jegybanki szabályozás és ösztönzők hatására hitelfelvételen belül jelentősen emelkedett a fix kamatozású, hosszú lejáratú kölcsönök szerepe.

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

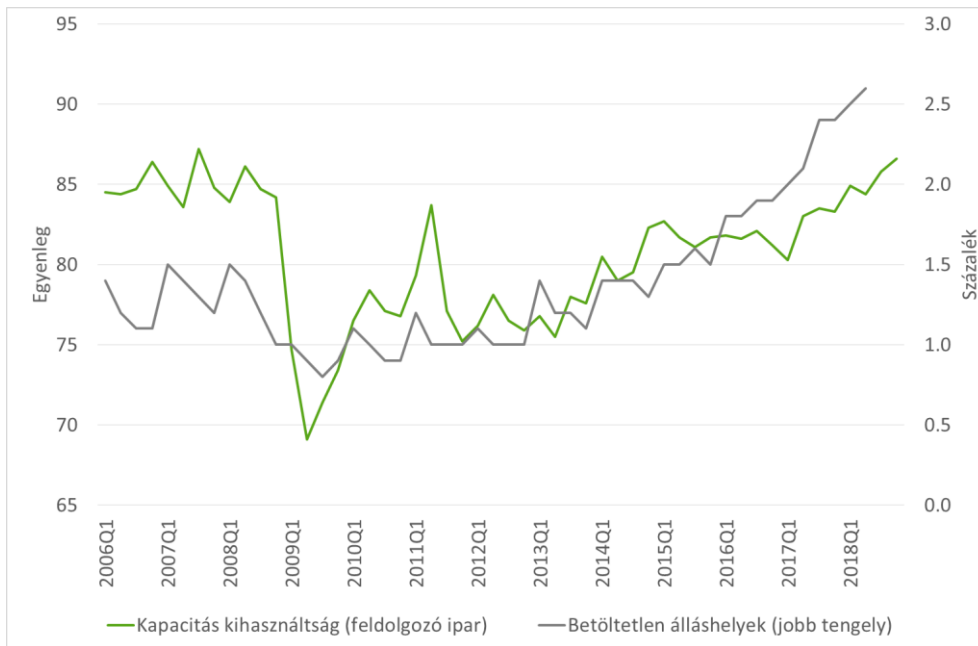


Forrás: MNB

### 2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete

Az elmúlt negyedévekben elemzésünk szerint a kibocsátás jelentős mértékben meghaladta a potenciális szintjét, azaz a kibocsátási rés pozitív és 2016 óta tartóan növekvő tendenciát mutat. A gazdaság túlfűtöttségére, azaz a termelő kapacitások korlátjainak elérésére számos tényező utal. Egyrészt a kapacitáskihasználtság mutató (9.ábra) 85 százalék fölé emelkedett és a vállalatok tőkeállományának historikusan is magas, utoljára a válság előtti fellendülés időszakában látott kihasználtságát mutatja. Noha az elmúlt évben a beruházások élénkülésével számos kapacitásbővítő projekt indult meg, a mutató folyamatosan emelkedik. Másrészt a munkaerő kapacitáskorlátait jelzi, hogy a hazai ipari vállalatok magas és növekvő arányban tartják a munkaerőhiányt a növekedés szűk keresztmetszetének (10. ábra). Ezt a képet erősíti az alacsony munkanélküliségi ráta is (3. ábra).

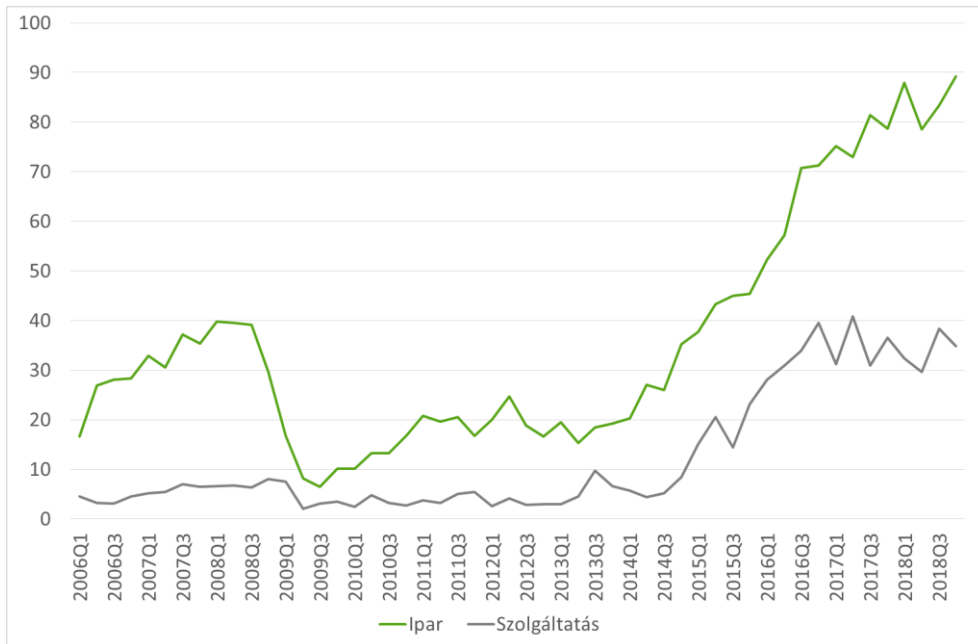
9. ábra: A feldolgozó ipari kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek aránya



Forrás: OECD, Eurostat

A túlfűtöttségre utaló jelek körét gazdagítja az inflációs alapmutatók 2018 közepe óta tartó trendszerű emelkedése is. Egyre inkább úgy tűnik, hogy a vállalatok már nem képesek kigazdálkodni a feszes munkaerőpiac mellett emelkedő bérköltségeket, így áremelésre kényszerülnek.

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



Forrás: Eurostat, OECD

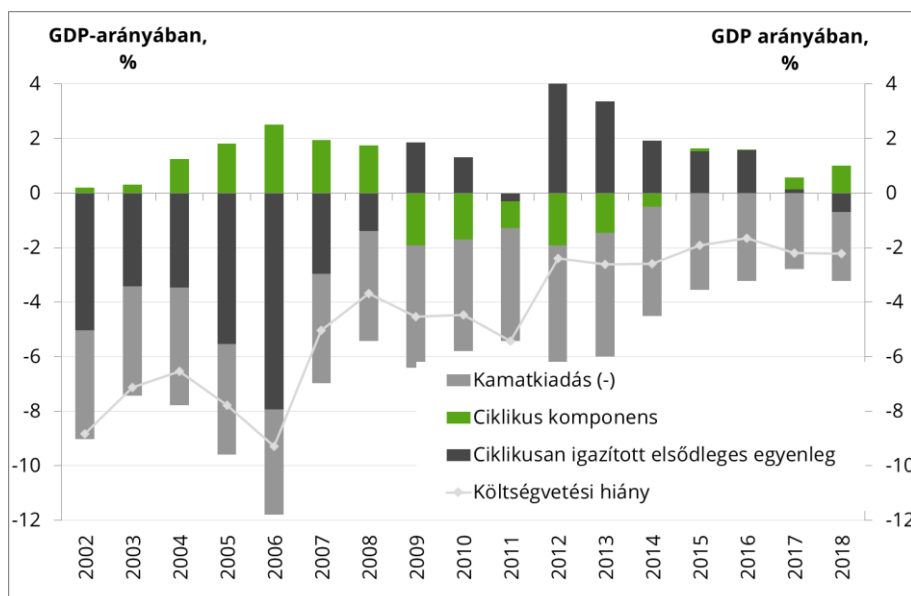
A fentiek alapján strukturális modellünk segítségével a kibocsátási rést 2018-ban potenciális GDP 2 százalékára becsüljük. A kibocsátási rés szintjét leginkább az elmúlt évek tartósan laza monetáris és fiskális politikája növelte. Az exportáló vállalatok költségelőnyének növelésével a becslésünk szerint reálértelemben alulértékelt forint ugyancsak hozzájárul a túlfűtöttséghez.

## 2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság

### 2.2.1 Költségvetési hiány

2018-ban a költségvetés eredményszámlájának (ESA) hiánya 2017-es szinten maradt és a GDP 2,2 százalékát tette ki. A közel változatlan hiánymutató ellentétes folyamatokat takar: 2018-ban, hasonlóan a 2013 óta tapasztaltnak, a kormány számos keresletélénkítő intézkedést vezetett be. Ez a folyamat tükröződött a ciklikusan igazított elsődleges egyenleg romlásában, ami becsléseink szerint 2011 óta először deficittel zárt. Az intézkedések és költségvetési alapfolyamatok a GDP 0,8 százalékanak megfelelő egyenlegrontó hatását két tényező ellensúlyozta (11. ábra). Egyrészt a kibocsátási rés növekedése az adóbevételeken keresztül becsléseink szerint a GDP 0,6 százalékaival mérsékelte a költségvetési hiányt. Másrészt kamatkiadások csökkenése a GDP 0,3 százalékaival javította az ESA számlájának egyenlegét. A kamatkiadások csökkenése az elmúlt évek tendenciájához hasonlóan a tartósan alacsony kamatkörnyezethez illetve az államadósság fokozatos átárazódásához köthető.

11. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGR becslés

A 2018-as költségvetési törvény, illetve a törvény elfogadása óta bejelentett intézkedések további jelentős adócsökkentést és kiadásnövelést céloztak. A 6 éves bérmegállapodással

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

Az évek óta tartó költségvetési lazítás ellenére az eredményszemléletű hiány továbbra is jóval alacsonyabb a maastrichti kritériumok 3 százalékos hiányszabályánál. Ugyanakkor a gazdasági ciklus pozitív hatásától megtisztított, úgynevezett strukturális hiánymutató egyenleg már 3,2 százalékos hiányt mutatott. Ez azt jelenti, hogy semleges gazdasági környezetben, azaz a ciklus záródása esetén az ESA szemléletű költségvetési már hiány meghaladná a 3 százalékos küszöbértéket.

A ciklikus hatásoktól tisztított költségvetési pozíció magas hiánya és romlása következtében Magyarország 2018-ban megsértette az Európai Unió úgynevezett preventív ágára<sup>3</sup> vonatkozó fiskális szabályrendszerét. A Stabilitási és Növekedési Paktum (Stability and Growth Pact, SGP) preventív ágban a tagországoknak az úgynevezett strukturális egyenlegüket, azaz a ciklustól és egyéb átmeneti hatásoktól tisztított költségvetési egyenleget közelíteniük kell a középtávú célhoz (Medium Term Objective, MTO). Az MTO az államadósság középtávú fenntarthatóságát garantáló mutató, amit a Bizottság a tagországok által elfogadott módszertan szerint, a demográfiai és makrogazdasági folyamatokat figyelembe véve számszerűsíti. Magyarország MTO-ja a 2017-2019 időszakra a potenciális GDP -1.5 százaléka, míg a 2020-22 időszakra -1 százalékra emelkedik.

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

---

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



Bizottság a 2018 novemberi elemzése szerint a magyar kormány nem tett megfelelő lépéseket a szabály betartása érdekében, ezért pótlólagos lépéseket várnak.

## 2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezők

Folytatódott az államadósság ráta dinamikus csökkenése: az államadósság 2018 végén a GDP 70,8 százalékát tette ki, ami több mint 2,6 százalékpontos csökkenést jelent 2017-hez képest. Az adósságráta csökkenése elsősorban a reálnövekedéshez köthető (12. ábra).

12. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója



Forrás: KSH, OGREsearch számítás

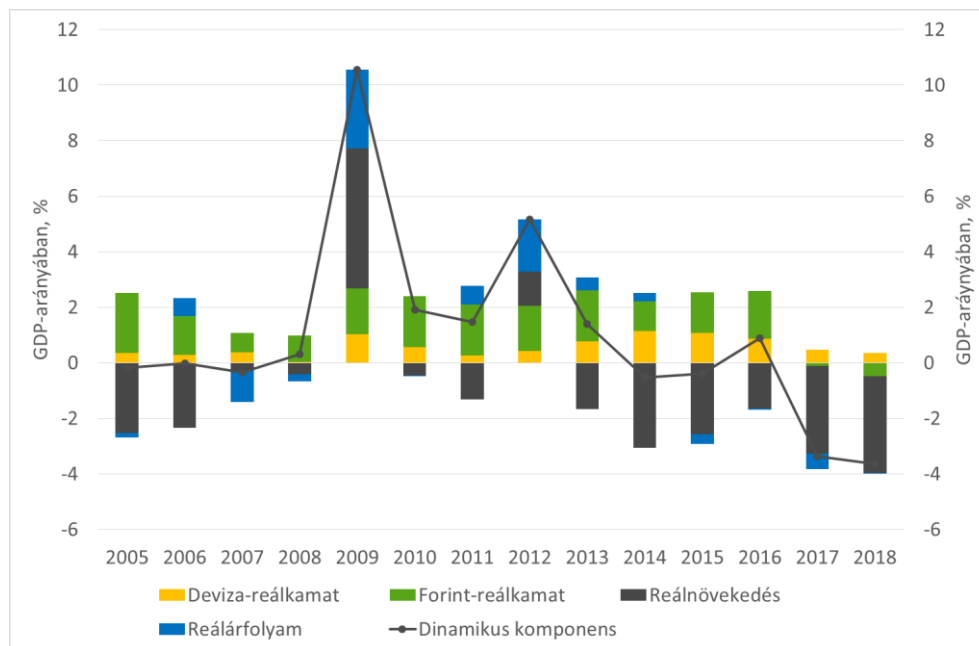
Megjegyzés: A dekompozíció során az implicit forint-reálkamatot és a reálárfolyam változást a GDP-deflátor alapján számítottuk

A gyors reál GDP bővülés önmagában a GDP 3,5 százalékkal csökkentette az adósságrátát 2017-hez képest. Az adósság kinövését támogatta emellett a tovább mérséklődő reálkamat kiadás, illetve az elsődleges egyenleg többlete. Ezzel szemben 2017-hez hasonlóan jelentős mértékű adósságnövelő hatást gyakorolt az úgynevezett stock-flow tételek hatása, ami elsősorban az EU transferekhez köthető átmeneti finanszírozási igényből eredt(13. ábra). Az uniós transferek előfinanszírozásának terhei mintegy 1,7 százalékponttal növelhették az adósságrátát.

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

mind az állampapír piaci hozamok, mind az euró kamatok esetében jelentős csökkenést figyelhettünk meg, ami elsősorban a mérséklődő inflációhoz, illetve a tartósan laza monetáris politikához volt köthető. Emellett a szuverén magyar adósságra fizetett kockázati felár is számottevően mérséklődött, így az államadósság marginális finanszírozási költsége, azaz az új kibocsátásokra és újonnan felvett hitelekre fizetett kamat csökkent. Ennek ellenére az adósságra fizetett implicit kamatokban sokáig nem tükröződött a piaci hozamcsökkenés, a reál implicit kamatok pedig egyes években emelkedtek is. Ez a folyamat elsősorban az adósság lassú átárazódásával állt összefüggésben, aminek hatására a piaci hozamok csökkenése csak fokozatosan, késleltetve jelenik meg a teljes adósság finanszírozási költségében. A fenti folyamat következménye ugyanakkor, hogy a piaci hozamok lassuló csökkenésének, illetve stabilizálódásának ellenére 2016-18-ban is folytatódott az implicit kamatok csökkenése.

13. ábra: A dinamikus\* komponens



Forrás: KSH, OGRResearch számítás

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

## 3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk

### 3.1 Meghatározó nemzetközi trendek

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

Az euroövezet komoly problémákkal küzd. A Brexit okozta bizonytalanság mellett a német gazdaságot alaposan megrengette az autóipari technológia váltás, illetve az új környezetvédelmi szabályozás által teremtett követelmények. Az olasz gazdaság strukturális problémái, a bankrendszerrel kapcsolatos feszültségek, a rendkívül magas államadósság fenntarthatóságával kapcsolatos kételyek, valamint a költségvetési elfogadása körüli bizonytalansággazdasági visszaesést és a kockázati prémiumok emelkedését eredményezték. A globális kilátások kedvezőtlenebbé válása mellett a fogyasztói és vállalati bizalmi indexek folyamatos romlása az eurozóna rövid távú növekedése szempontjából egyértelműen negatív jelek. 2019 elején is folytatódott az euroövezeti konjunktúramutatók romlása. Az Eurostat adatai alapján az euroövezeti GDP negyedéves alapon 0,4 százalékkal bővült 2019 első negyedévében, miközben az éves növekedés 1,2 százalékon stagnált.

Az Egyesült Államok gazdasága 2018-ban lendületes, 3 százalék közeli reálnövekedést mutatott, amiben meghatározó szerepe volt a 2017-es adócsomagnak és a költségvetés növekvő infrastrukturális beruházásainak. A várakozások alapján a kedvezőtlen globális környezetben, a költségvetési intézkedések hatásának kifutásával párhuzamosan az amerikai gazdaság növekedési dinamikája lassulhat.

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

A növekedési kép romlása és ezzel párhuzamosan az inflációs nyomás mérséklődése a világ nagy jegybankjait lazább monetáris politika felé terelte. Az EKB a korábban beárazottnál hosszabb ideig fenntartja a jelenlegi kamatszintet, illetve újabb likviditásbővítő intézkedések bevezetéséről döntött. A Fed megszakította kamatemelési ciklusát és 2019 márciusában nem emelt kamatot. A piac nem is számít további Fed kamatemelésre 2019-ben.

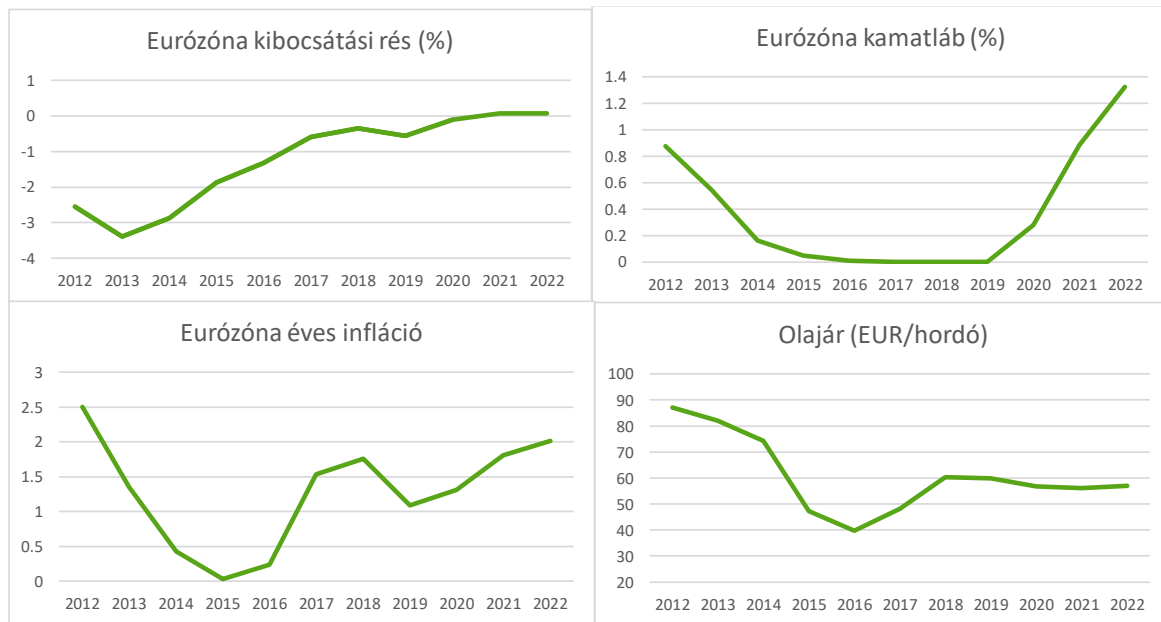
Az olajárak a 2018őszén tapasztalt korrekció után emelkedésnek indultak és a Brent típusú kőolaj hordónként ára 2019 májusára már meghaladta a 70 dolláros szintet. Az olajárak elmúlt hónapokban tapasztalt növekedésében elsősorban az OPEC termeléskorlátozásról szóló döntése, azaz kínálati tényezők játszottak szerepet.

### 3.2 Külső feltevések

Az olajárak esetében a 2018 vége óta tartó áremelkedés gyors korrekciójára, majd fokozatos, a határidős szerződésekbe beárazottaknak megfelelő csökkenésre számítunk. Ez azt jelenti, hogy a Brent típusú kőolaj hordónkénti ára a jelenleg szintekről 2019 végére 60 euró alá csökken, majd az előrejelzési horizont végére (2022) 58euró/hordó szint körül alakul. A csökkenő olajár pályáját elsősorban keresleti tényezők indokolják. Kína és a feltörekvő piacok lassulása illetve a lanyguló globális konjunktúra mérsékeltebb energiaigénnyel járhat.

Az eurozónában 2019-ben lassuló kibocsátásra és az infláció jelentős mérséklődésére számítunk. A lassuló növekedés miatt a 2018-ra becsült, enyhe negatív kibocsátási rés 2019-ben tovább nyílik és 0,5 százalékra emelkedhet, majd 2020-ban záródik. Az infláció várakozásaink szerint 2019-ben 1 százalék közelébe mérséklődik és kereslet oldali inflációs nyomás hiányában az előrejelzési horizonton az EKB célja alatt marad. Ezzel összefüggésben és az EKB kommunikációjával összhangban 2019-ben nem számítunk arra, hogy az EKB megemeli az irányadó kamatot. Előrejelzésünk szerint a monetáris szigorítás 2020-ban kezdődhet meg és fokozatosan megy majd végbe. Az irányadó kamatszint az előrejelzési horizont végén sem éri el a másfél százalékot (14.ábra).

14. ábra: Az alappálya külső feltevései



Forrás: OGRResearch

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

### 3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok<sup>4</sup>

Előrejelzésünk szerint 2019-ben a magyar gazdaság továbbra is dinamikus, a potenciális növekedést meghaladó ütemben bővíthet és a reálnövekedési ütem éves szinten 4,6 százalékot tehet ki. A kapacitás korlátok elérésevel, a monetáris politikai mozgástér szűkülésével, a költségvetési politika feltételezett irányváltásával, valamint az uniós források csökkenésével azonban a hazai gazdaságpolitika hosszabb távon nem lesz képes az egyensúlyi szint feletti, gyors növekedés fenntartására. Így a kibocsátási rés zárulásával párhuzamosan a reálnövekedés az előrejelzési horizont végére 2,5 százalékra mérséklődhet.

A növekedés motorja 2019-ben is a beruházás maradhat. A korábban bejelentett és jelentős részben már folyamatban lévő külföldi működőtőke beruházások (megaprojektek) mellett a vállalati szektor beruházási aktivitását ösztönzi a kapacitáskorlátok elérése, valamint a jegybanki vállalatfinanszírozási programok keretében elérhető alacsony költségű források kínálata (NHP fix és NKP). A megaprojektek megvalósítását lassíthatják ugyanakkor az autópárt a közelmúltban érő sokkok. A szigorodó környezetvédelmi előírások, az új technológiákra történő átállás, a kereskedelmi háború és a nemzetközi autóeladások lassulása

<sup>4</sup> Az előrejelzés főbb makrogazdasági változóiról „Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói” című Függelék ad táblázatos áttekintést. Az előrejelzéshez használt modellt részletesen bemutatjuk a 6.2-es függelékben.

egyaránt kedvezőtlen hatással voltak a nagy európai autógyártók, köztük a hazai beruházási projektekben meghatározó szereppel bíró Daimler és a BMW működésére is. A nagy német autógyártók profitabilitásuk romlására költségcsökkentésekkel és a beruházási kiadásaik visszafogásával kénytelenek reagálni. Ezzel összefüggésben a kecskeméti Mercedes gyár átmenetileg felfüggesztette gyárbővítési beruházásait. A költségcsökkentésekkel összefüggésben az autógyártók beruházási aktivitása lassulhat, ami a termelő kapacitások lassabb bővülését vetíti előre, ugyanakkor nem számítunk a már meglévő kapacitások leállítására.

Az kormányzati beruházások a Konvergencia programban megfogalmazott tervek szerint 2019-ben 1 százalékponttal emelkednek és a GDP 6,8 százalékát tehetik ki. A tervezett gyors beruházás-bővülést 2019-ben még a növekvő uniós forrásokból finanszírozza az állam<sup>5</sup>. Előrejelzésünkben arra számítunk, hogy 2019-ben jelentős összegű transzfer érkezik az országba, ezzel tovább fűtve a beruházásokat, azonban 2020-21-re az EU-s források már kimerülnek.

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

A beruházás mellett a fogyasztásbővülése is lendületes maradhat. Előrejelzésünkben a 2019-ben a reálbérek gyors bővülésére számítunk: 2019-ben a feszes munkaerőpiaci körülmények és a várt gyors reálnövekedés mellett a szociális hozzájárulási adó kulcsának további 2 százalékpontos csökkentése és a 8-8 százalékos minimálbér, illetve garantált bér minimum emelés fűtheti a bérek emelkedését. A bérdinamika mellett az enyhén tovább emelkedő foglalkoztatás is hozzájárulhat a lakosság bizalom további erősödéséhez és a magas fogyasztási hajlandósághoz. Emellett lakossági hitelállomány várt dinamikus bővülése is támogatja ezt a folyamatot. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a lakossági hitelezés 2019-ben is lendületesen emelkedik. A hitelállomány növekedésére kedvezően hatnak a továbbra is laza monetáris kondíciók, illetve a kormányzat lakáspiacot és a lakáshitelezést segítő intézkedései.

---

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

A külső konjunktúra romlásával az export bővülése lassulhat 2019-ben, miközben a gyorsan növekvő belföldi felhasználás erős importnövekedést vetít előre. Összességében arra számítunk, hogy a nettó export egyenlege tovább romlik és negatívan járul hozzá a GDP növekedéshez.

2020-tól kezdődően a beruházások bővülése számottevően lassulhat: az EU források kifizetése jelentős mértékben visszavetheti az állami beruházásokat, mivel az uniós források kiesését az állam feltevésünk szerint csak részben pótolja saját forrásból. Emellett a pénzügyi kondíciók fokozódó szigorodása, a növekvő munkaerőhiány miatt emelkedő bérköltségek, illetve a munkaerő oldaláról jelentkező kapacitáskorlátok csökkenthetik a vállalati beruházások bővülésének ütemét. A kedvezményes lakás áfa kifizetésével, illetve az új intézkedések hatásainak érvényesülésével a lakásépítési beruházások bővülése is lassulhat. A kapacitáskorlátok elérésével, illetve a monetáris és fiskális politika feltételezett szigorodásával a kibocsátás bővülése mérséklődik, ami elkerülhetetlenül mérsékli a lakossági jövedelmek növekedését és hűti a fogyasztási kedvet. Összességében előrejelzésünk szerint a GDP reálnövekedési üteme a 2019-várt 4,6 százalékról 2020-ra 3,2 százalékra, majd 2021-22-re 2,5 százalékra lassulhat.

*1. számú keretes írás: A 2019-2023-as Konvergencia Programban megfogalmazott főbb intézkedések*

A 2019-es Konvergencia Program célkitűzései alapvetően megegyeznek a 2018-ban megfogalmazottakkal. Az NGM továbbra is a teljes horizonton 4 százalék feletti éves GDP-növekedést céloz. A reál GDP növekedés lefutása csak marginálisan változott az előző programhoz képest. A dokumentum tartalmazza a 2017-es program óta bejelentett új intézkedéseket, további konkrét intézkedéseket azonban nem fogalmaz meg, inkább a gazdaságpolitika fő irányainak felvázolására tesz kísérletet.

A versenyképesség és a termelékenység javítása maradt a gazdaságpolitika fókuszában, amit az adóterhek csökkentésével, az adóadminisztráció egyszerűsítésével és a vállalkozások adminisztratív terheinek csökkentésével kíván a program támogatni. A versenyképesség javításában kulcsszerepe van a versenyképességi tanács által kidolgozott és 2019 februárjában bemutatott versenyképességi programnak (Nemzeti Versenyképességi Tanács, 2019), amely az adózás, a vállalati környezet, a közszféra, a munkaerőpiac, az oktatás és az egészségügy területére fogalmaz átfogó, de részleteiben nem kidolgozott intézkedési terveket. A program szerint emellett a demográfiai fordulat elérése érdekében elindításra kerülő Családvédelmi Akcióterv is támogatja a növekedést.

A Program a 2017-2018-as Programban bemutatottal megegyező hiánypályával számol: a hiány a 2020-ra tervezett 1,8 százalékos GDP-arányos szintről a 2018-as terveknek megfelelően 2022-re fél százalékra mérséklődik. 2023-ra pedig a Program az egyensúlyi költségvetés elérését tűzi ki célul. A Program az államháztartás bevételeinek és kiadásainak jelentős csökkentését vetíti előre. A bevételi oldal az adócentralizáció közel 2,4 százalékpontos csökkenése és az EU-transzferek kimerülése miatt hat év alatt a GDP 44,2 százalékáról 39,4 százalékára csökken. Mindeközben a költségvetés kiadásai ennél valamivel nagyobb mértékben, a 2018-as 46,5 százalékról 2023-ra 39,4 százalékra csökkennek, ami elsősorban a bérkiadások és a társadalmi juttatások GDP arányában mért 2-2 százalékpont körüli mérséklődésére vezethető vissza (Konvergencia Program, 2019).

Modell-becslésünk alapján a potenciális növekedés üteme folyamatosan emelkedett az elmúlt években és jelenleg 3,5 százalékra tehető. A viszonylag magas ütem egyrészt a rendkívül gyors uniós transzferbeáramlással áll összefüggésben, ami részben átmeneti jelenség. Emellett megítélésünk szerint a potenciális GDP bővülés tartós gyorsulását támogatták a munkára rakódó adóterhek, azaz az adóék csökkentését és az adócentralizáció mérséklését célzó kormányzati intézkedések. Az emelkedés ellenére az általunk becsült potenciális kibocsátás növekedési üteme elmarad a Konvergencia Programban bemutatott bővüléstől. Az általunk becsült potenciális növekedési ütem más intézmények előrejelzéséhez képest magasnak számít.

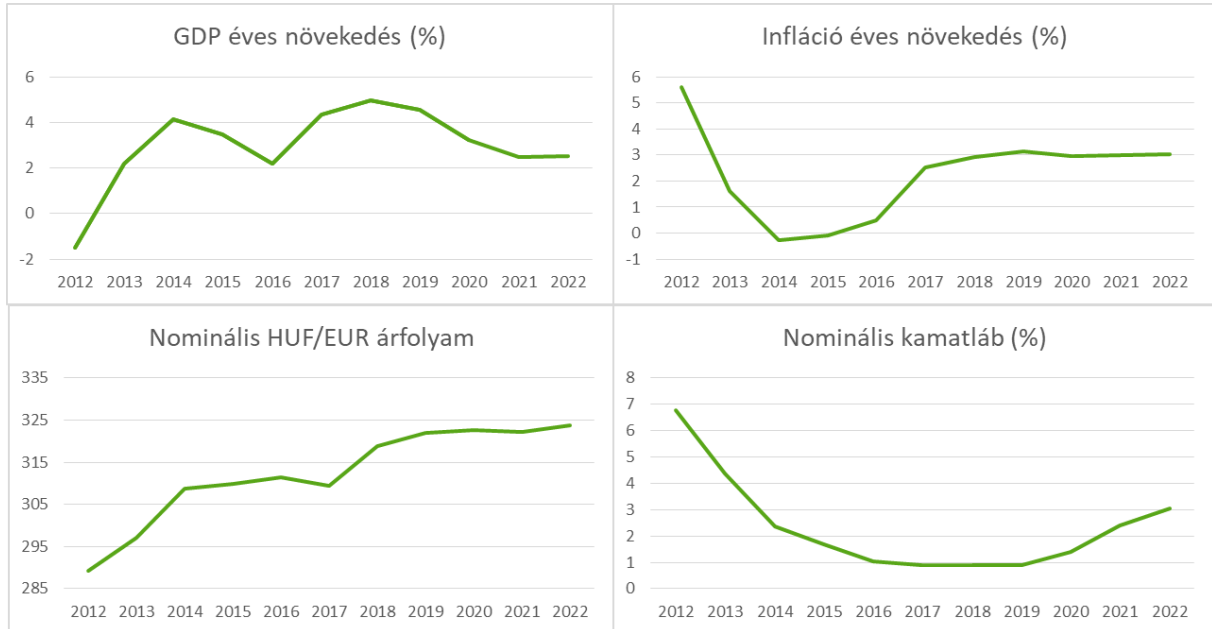
Rövid/közép távon több okból sem számítunk további potenciális növekedés gyorsulásra. Egyrészt a 2020-2027-es uniós költségvetési ciklus várhatóan kisebb keretösszegével összefüggésben az uniós transzferek beáramlása mérséklődhet. A privát szféra kapacitásbővítési ütemének növekedése ugyan részben ellensúlyozhatja a kiesést, de a potenciális növekedési ütem további emelkedéséhez ez nem elegendő. Másrészt, az elmúlt évek növekedésének legfontosabb tényezője a munkaerő-piaci tartalékok kiaknázása volt, amelyek hamarosan kimerülnek. A közmunkaprogram további leépítésével és a nők és hátrányos helyzetű régiók foglalkoztatási rátájának növelésével ugyan még van némi tér bővülésre, ez azonban messze elmarad a korábbi lehetőségektől. A kockázati prémium további csökkenésére nem látunk teret, és a finanszírozási költségek historikusan alacsonyak.

A potenciális növekedés elmúlt évekbeli bővülésének forrásai tehát kimerülnek. A fenti tényezőket valamelyest ellensúlyozhatja a termelékenység bővülése, de a termelékenység elmúlt években megfigyelt növekedése és a jelenlegi beruházási folyamatok alapján arra számítunk, hogy ez csak a jelenlegi potenciális növekedési ütem fenntartására lesz elegendő,



illetve az előrejelzési horizonton túl a csökkenő EU-transzferbeáramlás a potenciális kibocsátás lassulása irányába hat.

**15. ábra: Az alappálya főbb makrováltozói**

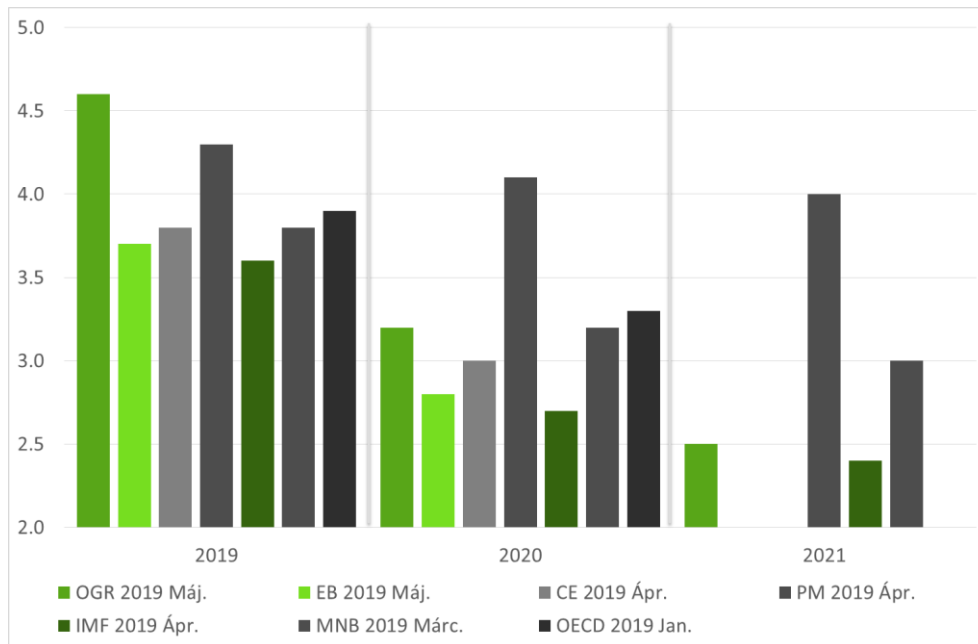


Forrás: OGRResearch

Összességében rövidtávon a dinamikus növekedés fennmaradására számítunk. Előrejelzésünk szerint a GDP reálnövekedési üteme 2019-ben csak enyhén lassul és éve szinten 4,6 százalék körül alakulhat. A potenciális növekedést meghaladó bővülés a kibocsátási rés további nyílásához vezet, így a mutató 2,8 százalékra emelkedhet. 2020-ban, az uniós transzferek kifutásával, a kapacitáskorlátok elérésevel, illetve a feltételezett szigorodó monetáris és fiskális politikával összefüggésben a hazai gazdaságpolitika már nem lesz képes a túlfűtött gazdasági teljesítmény fenntartására. Így a GDP reálnövekedési üteme 3,2 százalékra, majd 2021-re 2,5 százalékra lassulhat. A kibocsátási rés 2020-ra a potenciális GDP 2,3 százaléka körül alakulhat és előrejelzésünk szerint fokozatos záródás mellett 2022-ben is enyhén pozitív maradhat.

2019-es reálnövekedési előrejelzésünk magasabb az intézményi előrejelzők által közölténél, amiben az is szerepet játszik, hogy előrejelzésünkben már figyelembe vettük a 2019 első negyedévi előzetes GDP adatot. A 2020-ra vonatkozó reálnövekedési prognózisunk számottevően alacsonyabb a Kormány által közölt tervnél, de az intézményi előrejelzők körében az optimisták közé tartozunk. 2021-re ugyanakkor a legkevésbé optimista előrejelzést publikáló IMF-hez hasonló növekedéssel kalkulálunk (16. ábra)

16. ábra: GDP növekedés előrejelzések összevetése (év/év, százalék)



Forrás: OGR saját számítás, Európai Bizottság (EB), Consensus Economics (CE), Pénzügyminisztérium (PM), IMF, MNB, OECD

### 3.4 Költségvetési folyamatok

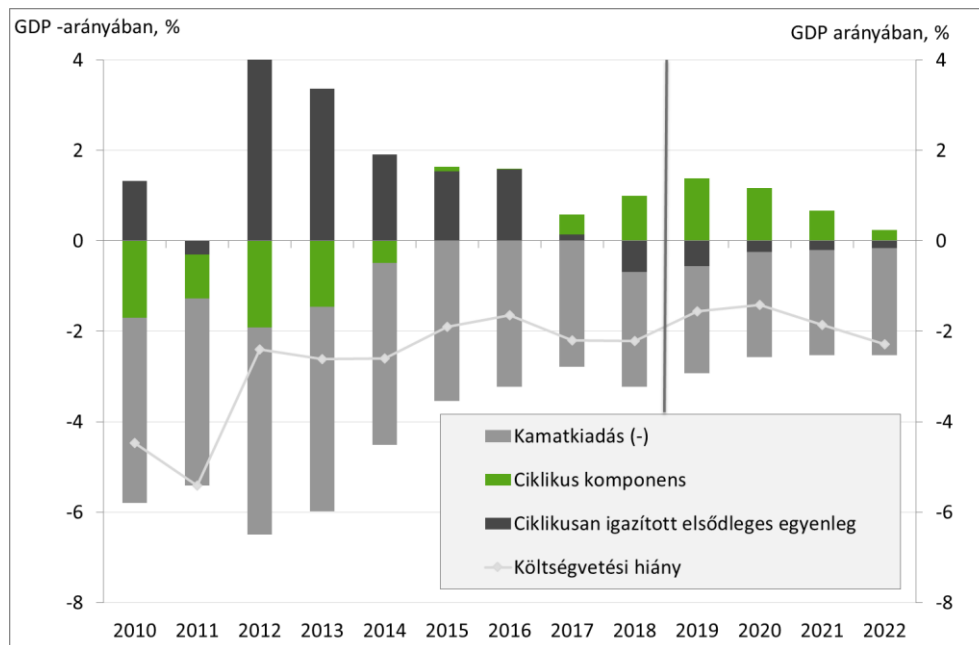
A költségvetési hiány alakulását a kormányzati intézkedések, a ciklikus hatások és a kamatkidadások változása mozgatja. Előrejelzésünk szerint 2019-ben a költségvetési politika irányt vált és a bejelentett keresletlénkítő intézkedések hiánynövelő hatását ellensúlyozza az elsősorban a pénzbeni transzferek GDP-nél lassabb ütemű emeléséből eredő megtakarítások. A ciklikus hatásoktól tisztított strukturális egyenleg így a GDP 0,3 százalékaival mérséklődik, amiből 0,2 százalékpont a kamatkidadások további csökkenéséhez köthető. Emellett a költségvetési hiány csökkenése irányába hat a kamatkidadások mérséklődése, illetve az adóbevételek ciklikus okokból történő jelentős emelkedése.

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

Az adóbevételek gyorsabb és a ciklusfüggő kiadások lassabb növekedése miatt a *ciklikus komponens* összességében jelentős, a GDP 0,4 százalékát kitevő pozitív hatást gyakorol a 2019-es költségvetési egyenlegre.

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

17. ábra: költségvetési hiánymutatók az alappálya mentén



Forrás: OGRsearch

A 2019-es ESA szemléletű költségvetési hiány így összességében 2018-hoz hasonlóan a kormányzati hiánycél alatt, a GDP 1,6 százaléka körül alakulhat.

2020-ban várakozásaink szerint a kormányzat folytatja óvatos gazdaságpolitikáját és a *költségvetési intézkedések és alapfolyamatok* a GDP 0,3 százalékkal csökkentik a hiányt. A Családvédelmi akcióterv már mintegy 0,4 százalékponttal növeli a nettó kiadásokat (MNB, 2019), emellett a 6 éves bérmegállapodásnak megfelelően 2020-ban még sor kerülhet a szociális hozzájárulási adó kulcsának csökkentésére. Az állami beruházási kiadások azonban az uniós transferek visszaesése mellett mérséklődhetnek, azaz nem számítunk arra, hogy a kormányzat a saját forrású beruházások markáns növelésével fenntartja a magas beruházási szintet. Emellett várakozásunk szerint folytatódik a transzfer kiadások GDP-arányos mérséklése.

A hiánycsökkenést 2020-ban is támogatja a GDP-arányos *kamatkiadások* további mérséklődése. Igaz, ez a hatás már nem éri el a GDP 0,1 százalékát. Jövőre ugyanakkor a gazdaság ciklikus helyzete már nem növeli a költségvetési bevételeket. Sőt, a kibocsátási rés fokozatos záródása mellett a *ciklikus komponens* becsléseink szerint a GDP 0,2 százalékkal növeli a hiányt 2019-hez képest. A fenti tényezők összességében egy enyhén, a GDP 1,4 százalékára csökkenő ESA hiányt valószínűsítünk, azaz a hiány előrejelzésünk szerint jövőre is enyhén elmaradhat a kormány által kitűzött 1,5 százalékos hiánycéltól.

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

A 2019-es Konvergencia Program<sup>6</sup> számos kormányzati irányvonalat nevesít. Ezek döntő részben a 2019 februárjában bemutatott versenyképességi programban (Program a versenyképesebb Magyarországért, 2019) megfogalmazott célokkal konzisztens cselekvési tervet tükröznek. Ugyanakkor a Program nem mutat be új, konkrét költségvetési intézkedéseket. Ellenben a dokumentum felsorolja az előző program óta bejelentett intézkedéseket és számszerűsíti azok közvetlen, illetve a makrogazdasági folyamatok változásán keresztül gyakorolt közvetett költségvetési hatását. A számításokból kiderül, hogy a bejelentett új intézkedések nettó értelemben is, azaz a közvetlen hiánynövelő hatásuk mellett a gazdasági növekedés gyorsításán keresztül kifejtett indirekt költségvetési hatásokat figyelembe véve is rontják a költségvetési egyenleget. Az új intézkedések negatív hatása és a 2018-as jelentésben szereplőhöz közel hasonló makrogazdasági pálya ellenére a 2019-es Konvergencia Program hiánypályája teljes mértékben megegyezik a megelőző 2 év Konvergencia Programjában bemutatottal. A program azzal számol, hogy a GDP-arányos államháztartási hiány a 2019-re tervezett 1,8 százalékról, 2022-re 0,5 százalékra mérséklődik, majd 2023-ra megvalósul az egyensúlyi költségvetés.

Előrejelzésünk utolsó 2 évében (2021-22) közel semleges költségvetési politikával számolunk és azt feltételezzük, hogy a már bejelentett *intézkedések költségvetési hiánynövelő hatását* a kiadások GDP-arányában történő mérséklése ellensúlyozza. Becslésünk szerint ebben az időszakban a GDP-arányos kamatkidadások már nem mérséklődnek tovább, mivel az adósság átárazódásával az implicit *kamatköltség* már emelkedik, amit nem tud teljes mértékben ellensúlyozni az államadósság csökkenéséhez köthető kamatmegtakarítás.

A *ciklikus komponens* ezen a horizonton már a hiány növekedése irányába hat. Ebben az időszakban a kibocsátási rés előrejelzésünk szerint gyorsan záródik és a 2020-ra várt 2,3

<sup>6</sup>Magyarország konvergencia programja 2019-2023

százalékról a potenciális GDP 0,5 százaléka mérséklődhet. A ciklikus komponens mérséklődése pedig 2 év alatt a GDP 0,9 százalékaival növelheti a költségvetési hiányt.

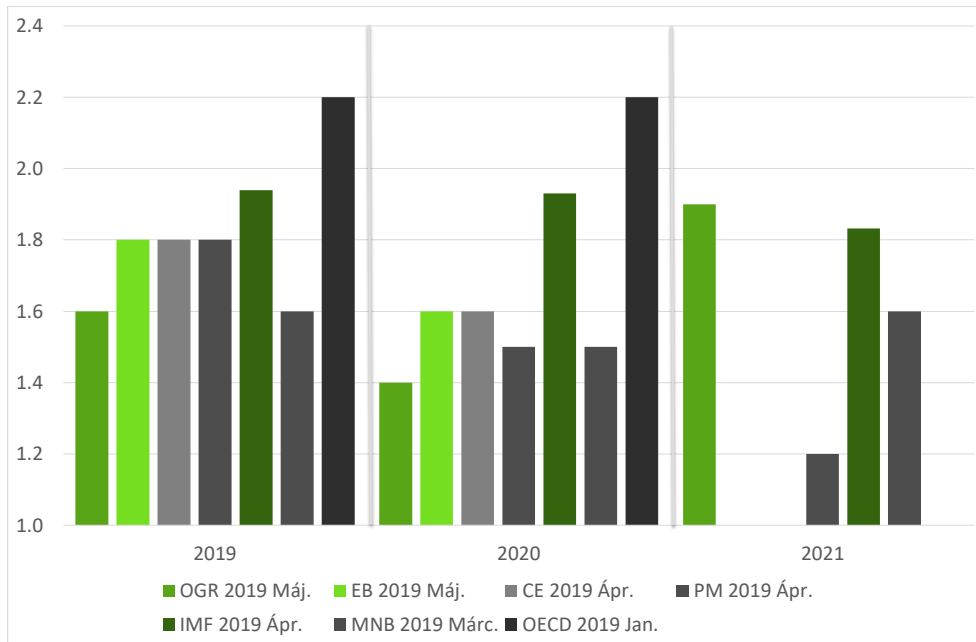
A fenti folyamatok eredményeképpen a *költségvetési hiány*2020 után előrejelzésünk szerint emelkedő pályára áll és 2021-ben a GDP 1,9 százaléka, 2022-ben pedig 2,3 százaléka körül alakulhat. Előrejelzési horizontunkon így nem számítunk arra, hogy az ESA szemléletű hiánymutató a GDP 3 százaléka fölé emelkedne. A feltételezett szigorú fiskális politika következtében a strukturális egyenleg a 2018-ra becsült 3 százalék feletti értékről 2022-re 2,5 százalékra csökken, azaz a költségvetés hiánya elemzésünk szerint a potenciálissal megegyező kibocsátás mellett sem emelkedne 3 százalék fölé. A strukturális egyenleg ugyanakkor várakozásaink szerint 2022-ben is jelentős mértékben meghaladja az Európai Bizottság szabályrendszere által kitűzött 1 százalékos célértéket.

A hiánypályát övező, nem makrogazdasági jellegű kockázatok a költségvetési politikával kapcsolatos diszkrecionális döntésekhez, valamint a beruházások megvalósításához köthető:

- Az elmúlt években megfigyelhettük, hogy a kormányzat az adott évi költségvetési folyamatok függvényében az év végén újabb kiadásokról dönt. Ezen a diszkrecionális döntések hatására az államháztartás egyenlege eltérhet az előrejelzettől.
- Előrejelzésünkben 2019-re a költségvetési beruházások jelentős növekedésével számolunk. A múltbeli tapasztalatok alapján a beruházások jelentős növelésének sok esetben gátat szabtak a kivitelezési/megvalósítási kockázatok. A tervezett beruházások esetleges késése alacsonyabb kiadási szintet, így az alappályában feltételezettnél alacsonyabb hiánypályát eredményezhet.

2019-es költségvetési hiány-előrejelzésünk a többi intézményhez képest alacsony, megegyezik az MNB (2019) legfrissebb előrejelzésével. 2020-ra vonatkozó prognózisunk a több szereplőhöz viszonyítva egyértelműen optimista, bár az MNB és a PM 1,5 százalékos előrejelzése/célkitűzése mellett az Európai Bizottság és a Concensus Economics medián előrejelzése is hasonló, 1,6 százalékos hiányt jelez. 2021-es előrejelzésünk magasabb a PM által tervezettnél és az MNB által előrejelzettnél, de nem tér el érdemben az IMF által prognosztizált hiánytól (18. Ábra).

18. ábra: költségvetési hiány előrejelzések összevetése ( GDP arányában, százalék)

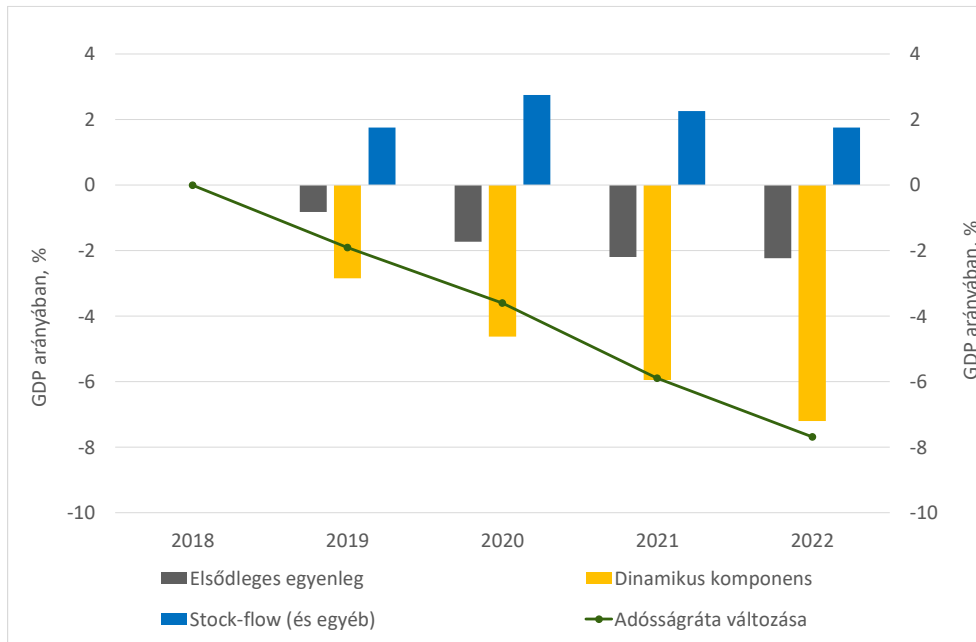


Forrás: OGR saját számítás, Európai Bizottság (EB), Consensus Economics (CE), Pénzügyminisztérium (PM), IMF, MNB, OECD

### 3.5 Államadósság

Előrejelzésünkben az államadósság ráta folyamatos, de lassuló ütemű csökkenésére számítunk. Így a maastrichti adósságráta 2022 végére a GDP 63 százalék közelébe mérséklődhet. Ezt a folyamatot elsősorban a reál GDP bővülése támogatja, de segíti a költségvetés elsődleges többlete, valamint az enyhe reálárfolyam felértékelődés is. A költségvetés elsődleges egyenlege előrejelzésünk szerint fokozatosan mérséklődik, de így is a teljes horizonton pozitív marad és kumulált adósságráta csökkentő hatása meghaladhatja a GDP 2 százalékát(19. ábra). Az adósságrátát növelik a költségvetési hiányt nem befolyásoló, de az adósságban megjelenő, úgynevezett stock-flow tételek, amik döntő részben az uniós támogatások előfinanszírozásához köthetők.

19. ábra: Az államadósság kumulált változása 2018-hoz képest



Forrás: OGRResearch

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

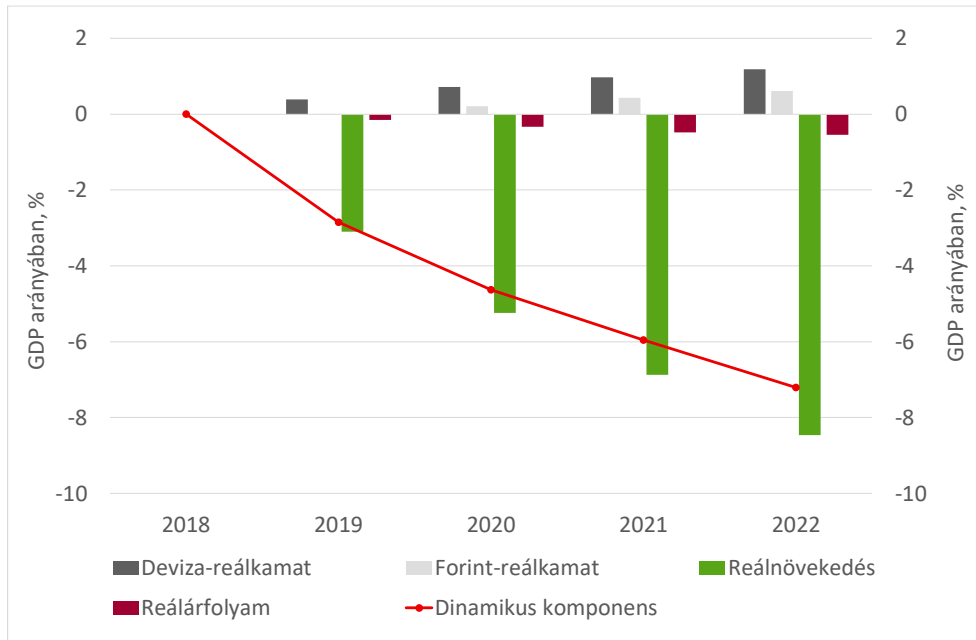
Folytatódik az adósság kinövése: az adósságráta 4 év alatt közel 8 százalékponttal csökkenhet 2018-hoz képest. Az előrejelzési horizonton az adósság reálértelemben vett finanszírozási költségét meghaladó reálnövekedés és a reálárfolyam enyhe erősödése együttesen garantálja, hogy az úgynevezett dinamikus komponens<sup>7</sup> az adósság csökkenése irányába hasson (20. ábra). A reálnövekedés a következő négy évben a GDP 8,5 százalékaival csökkentheti az adósságrátát. A tartósan alacsony kamatkörnyezet, a kockázati prémium alacsony szintje és az adósság lassú átárazódása következtében az adósság átlagos finanszírozási költsége, azaz az implicit reálkamat alacsony maradhat, de 2020-tól az előrejelzett hozamemelkedéssel összhangban már növekvő trendet követhet.

Az adósság reálkamat-terhére átmenetileg csökkentőleg hat az infláció emelkedése. Az előrejelzési horizonton ugyanis az elmúlt években megfigyelttel ellentétes folyamatokra számítunk: az infláció emelkedése az adósság fokozatos átárazódása következtében csak késleltetve tükröződik az államadósság átlagos finanszírozási költségében. Ezért a reálkamat-

<sup>7</sup>A dinamikus komponens a kamat, a reálárfolyam és a növekedés, azaz a makrogazdasági tényezők múltban felhalmozott adósságon keresztül az adósságdinamikára gyakorolt összehatását mutatja.

teher átmenetileg csökkenhet. Így az adósságra fizetett reálkamat kumulált adósságnövelő hatása az előrejelzési horizonton nem éri el a GDP 2 százalékát.

20. ábra: A dinamikus komponens és részeinek kumulált hatása az adósságrátára (2018 = 0)

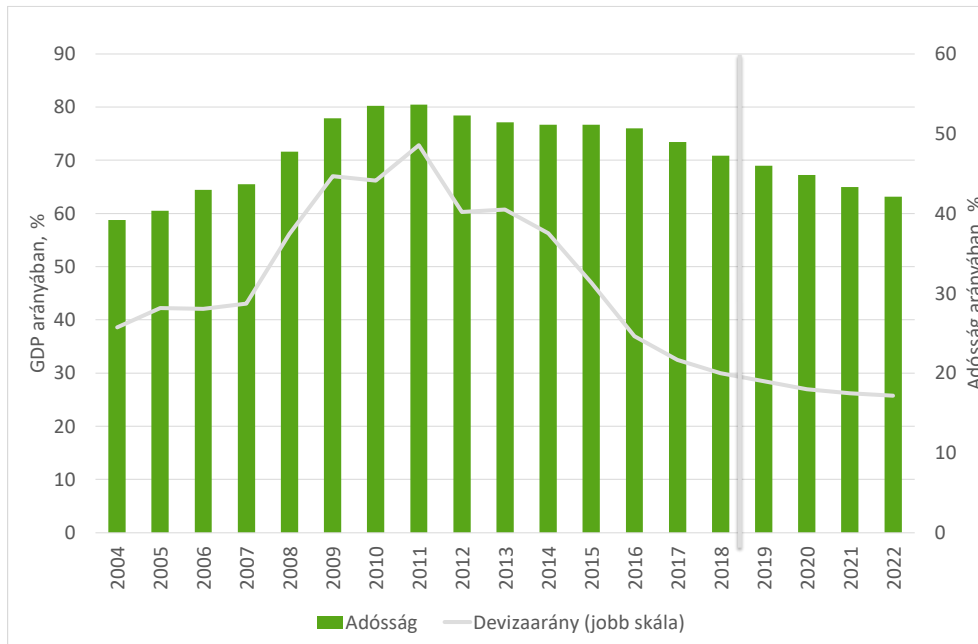


Forrás: OGRsearch

Az elmúlt években tapasztaltakkal összhangban az adósságcsökkenés dinamikáját jelentős mértékben befolyásolják az uniós transzferek finanszírozásával kapcsolatos hatások is. Az uniós költségvetési ciklus első felében a tagországok jellemzően előfinanszírozzák az uniós kifizetéseket. Ezzel párhuzamosan a költségvetésnek pénzügyi követelése keletkezik az unióval szemben, azaz az eredményszemléletű költségvetési hiányra ezen finanszírozási tételek nem hatnak. Ugyanakkor a bruttó adósságállományt megemelik. 2019-től, a költségvetési ciklus második felében ezzel szemben az uniós kifizetések az előrejelzések szerint meghaladják a ténylegesen felhasznált forrásokat. Így az ebből eredő hatások már kedvezően hatnak az adósságcsökkenés dinamikájára. Összességében az uniós előlegfizetések és egyéb stock-flow hatások kumulált értelemben a GDP közel 2 százalékával növelhetik az adósságrátát 2022-re(20. ábra).



21. ábra: Adósságráta és az államadósság devizaaránya



Forrás: OGRsearch

Az adósságráta fokozatos csökkenését az államadósság devizaarányának további, lassuló ütemű csökkenése kísérheti.

## 4 Előrejelzésünk összehasonlítása a Konvergencia Programmal

### 4.1 A makrogazdasági alappálya összehasonlítása a Konvergencia Programmal

Az elemzésünkben felvázolt makrogazdasági növekedési előrejelzésünk számottevően eltér a Konvergencia Programban bemutatottól. 2019-ben – részben a bejövő első negyedéves előzetes GDP adatok alapján – a Konvergencia Programban feltételezettnél gyorsabb reálnövekedésre számítunk, majd 2020-tól kedvezőtlenebbül ítéljük meg a növekedési kilátásokat.

Az eltérések a 2018-as értékeléshez hasonlóan jelentős részben a potenciális növekedés és a ciklikus pozíció eltérő megítéléséből fakad. A Program azzal számol, hogy a 2018-ra 3,7 százalékra becsült potenciális növekedés 2021-re 4,2 százalékra gyorsul majd 2023-ig ezen a szinten marad. A Program szerint a gyors potenciális növekedés gyorsulásának fő forrásai a teljes tényező termelékenység 2018-as Programban vázoltnál ugyan lényegesen mérsékeltebb, de még mindig erőteljes bővülése, valamint a ledolgozott munkaórák számának további emelkedése. Megítélésünk szerint a vizsgált horizonton a munkaerő-piaci tartalékok kimerülése és az EU-források csökkenése mellett a hazai beruházások és a hatékonyságnövekedés a potenciális növekedés általunk 3,5 százalékosra becsült szintjének fenntartásához lesz elég.

A potenciális növekedés mellett eltérő a gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése is. A Konvergencia Program a kibocsátási rés 2019-ben enyhén pozitív, majd fokozatosan záródik és 2023-ra záródik be teljesen. Ezzel szemben mi úgy ítéljük meg, hogy a gazdaság jóval a potenciális szintje felett teljesít. A 2018-ra becsült 2 százalékos kibocsátási rést 2019-re tovább emelkedik és elérheti a potenciális GDP 2,8 százalékát, majd fokozatosan záródik és 2022-ben fél százalék körül alakulhat.

Az egyensúlyi növekedési pálya és a ciklikus helyzetkép eltérő megítélése következtében 2020-2022-re lényegesen lassabb növekedésre számítunk, mint a Konvergencia Program. Alappályánk 2020-ra 3,2 százalékra lassuló reálnövekedéssel számol, majd 2021-22-ben 2,5 százalékos bővülést valószínűsít. A Konvergencia Program ezzel szemben a teljes horizonton 4 százalékos illetve a feletti bővülést vár. Az inflációs előrejelzésünk ugyanakkor a teljes időszakban magasabb, mint a Konvergencia Program pályája.

## 4.2 Költségvetési előrejelzés összehasonlítása a Konvergencia Programmal

Miközben 2019-20-as költségvetési hiány-előrejelzésünk nem tér el érdemben a költségvetési törvényjavaslat hiánycéljától, illetve a Konvergencia Program előrejelzésétől, 2021-22-re számottevően magasabb hiánypályával számolunk (1. táblázat. táblázat). Ez elsősorban a növekedési kilátások és a ciklikus pozíció eltérő megítéléséből fakad. A Konvergencia Program szerint a ciklikus komponens stabilan a GDP 0,1 százalékával javítja a költségvetési egyenleget. Az OGR becslése szerint azonban a kibocsátási rés 2019-ben éri el csúcspontját, azaz ebben az évben haladja meg a leginkább a kibocsátás a potenciális szintjét. A 2019-re a GDP 1,4 százalékára becsült ciklikus komponens előrejelzésünk szerint 2022-re 0,2 százalék alá csökken, azaz ez a komponens 4 év alatt a GDP több mint 1 százalékával rontja a költségvetési egyenleget. A kamatkidás pályák csak kismértékben térnek el.

**1. táblázat: Hiány előrejelzés összehasonlítása a Konvergencia Programmal (GDP arányában, százalék)**

|                                  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------------------------|------|------|------|------|
| <b>Elsődleges egyenleg</b>       |      |      |      |      |
| OGR előrejelzés                  | 0.8  | 0.9  | 0.4  | 0.1  |
| Konvergencia program (2019)      | 0.7  | 0.9  | 1.0  | 1.7  |
| <b>Ebből: ciklikus komponens</b> |      |      |      |      |
| OGR előrejelzés                  | 1.4  | 1.2  | 0.7  | 0.2  |
| Konvergencia program (2019)      | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.1  |
| <b>Kamategyenleg</b>             |      |      |      |      |
| OGR előrejelzés                  | -2.4 | -2.3 | -2.3 | -2.4 |
| Konvergencia program (2019)      | -2.5 | -2.4 | -2.2 | -2.2 |
| <b>ESA-egyenleg</b>              |      |      |      |      |
| OGR előrejelzés                  | -1.6 | -1.4 | -1.9 | -2.3 |
| Konvergencia program (2019)      | -1.8 | -1.5 | -1.2 | -0.5 |

Forrás: OGRResearch előrejelzés, Konvergencia Program (2019)

Az eltérő GDP növekedési és hiánypályák eredményeképpen az államadósság előrejelzések is különböznek. A Konvergencia Program 2018 és 2022 között 11,5 százalékos adósságráta csökkenést vetít előre. Így a Program szerint a 2018-ban mért 70,8 százalékos adósságráta 2022-re 60 százalék alá mérséklődik. Ezzel szemben előrejelzésünkben 2022-re 63,2 százalékos GDP-arányos adósságszintet várunk, ami így is igen lendületes, 7,5 százalékpontos mérséklődésnek felel meg. Az adósságpályák közötti eltérés a növekedéshez és a költségvetés elsődleges egyenlegéhez köthető, mivel a kamatkidás, az árfolyampálya illetve az adósságra ható egyéb tényezők esetében nincs jelentős eltérés a két előrejelzésben.

## 5 Felhasznált irodalom

European Commission (2018): European Economic Forecast, Spring 2019

([https://ec.europa.eu/info/publications/european-economic-forecast-spring-2019\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/european-economic-forecast-spring-2019_en))

International Monetary Fund (2018): World Economic Outlook, 2019 April

(<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/03/28/world-economic-outlook-april-2019>)

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

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

Magyarország Kormánya (2019): Magyarország Konvergencia Programja 2019 – 2023, 2019.

április ([https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2019-european-semester-convergence-programme-hungary\\_hu.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2019-european-semester-convergence-programme-hungary_hu.pdf))

Magyar Nemzeti Bank (2018): Költségvetési Jelentés, A 2019. évi költségvetési

törvényjavaslat elemzése, 2018 Július (<https://www.mnb.hu/letoltes/koltsegvetesi-jelentes-2018-hun.PDF>)

Magyar Nemzeti Bank (2019): Inflációs jelentés, 2019 március

(<https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-15.pdf>)

Nemzeti Versenyképességi Tanács (2019): Program a versenyképesebb Magyarorszáért, 2019 február

(<https://www.kormany.hu/download/7/91/91000/Program%20a%20Versenyk%C3%A9pesebb%20Magyarorsz%C3%A1g%C3%A9rt.pdf#!DocumentBrowse>)

OECD (2019): OECD Economic Surveys Hungary, January 2019

([https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-hungary\\_19990529](https://www.oecd-ilibrary.org/economics/oecd-economic-surveys-hungary_19990529))

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

## 6 Függelék

### 6.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

|  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019 | 2020  | 2021  | 2022  |
|--|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| <b>Nominális Kamatláb</b>                                    |       |       |       |       |      |       |       |       |
| Hazai jegybanki alapkamat (%)                                | 1.7   | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 0.9  | 1.4   | 2.4   | 3.0   |
| Eurozóna kamatláb (%)  | 0.1   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0  | 0.3   | 0.9   | 1.3   |
| <b>Árfolyam</b>  |       |       |       |       |      |       |       |       |
| Nominális árfolyam (EUR/HUF)                                 | 309.9 | 311.5 | 309.3 | 318.8 | 322  | 322.7 | 322.1 | 323.7 |
| (változás % év/év)   | 0.4   | 0.5   | -0.7  | 1.4   | -0.1 | 0.3   | 1.3   | 2.3   |
| <b>Árak</b>  |       |       |       |       |      |       |       |       |
| Inflációs cél (% év/év)                                      | 3.0   | 3.0   | 3.0   | 3.0   | 3.0  | 3.0   | 3.0   | 3.0   |
| Fogyasztói árindex (% év/év)                                 | -0.1  | 0.5   | 2.5   | 2.9   | 3.1  | 3.0   | 3.0   | 3.0   |
| GDP deflátor (% év/év)                                       | 1.8   | 1.0   | 3.8   | 4.5   | 3.4  | 3.0   | 3.0   | 3.0   |
| <b>GDP</b>   |       |       |       |       |      |       |       |       |
| Reál GDP (% év/év)   | 3.5   | 2.2   | 4.4   | 5.0   | 4.6  | 3.2   | 2.5   | 2.5   |
| Nominális GDP (% év/év)                                      | 5.3   | 3.2   | 8.3   | 9.8   | 8.1  | 6.3   | 5.6   | 5.6   |
| Potenciális GDP (% év/év)                                    | 2.2   | 2.4   | 3.4   | 3.8   | 3.8  | 3.7   | 3.5   | 3.4   |
| Kibocsátási rés (Potenciális GDP-arányában, %)               | 0.2   | 0.0   | 0.9   | 2.0   | 2.8  | 2.3   | 1.4   | 0.5   |
| <b>Fiskális változók</b>                                     |       |       |       |       |      |       |       |       |
| Költségvetési hiány (GDP arányában, %)                       | 1.9   | 1.6   | 2.2   | 2.2   | 1.6  | 1.4   | 1.9   | 2.3   |
| Ciklikusan igazított egyenleg (Potenciális GDP-arányában, %) | 2.0   | 1.6   | 2.6   | 3.2   | 2.9  | 2.6   | 2.5   | 2.5   |

Forrás: OGRResearch

### 6.2 A modell bemutatása

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

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

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

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

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

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

A nominális változók csak a rés-komponensektől függnnek, így jelenik meg a monetáris makroökonómia híres tétele, a klasszikus dichotómia a modellben. Konkrétan: a reálgazdasági inflációs nyomás csak az aggregált túlkereslet, a trend fölötti kibocsátási rés (vagy output gap) mértékétől függ, és a monetáris politika is csak a kínálati kapacitásoktól elszakadó rövid távú egyensúlytalanságokra reagál. A nominális változók szintje önmagában szintén nem hat vissza a gazdaság reál oldalára, csak a gazdaság relatív árainak (így a reálkamatnak és a reálárfolyamnak) van hatása a reálgazdasági teljesítményre.

A gazdaságban három időtávot érdemes megkülönböztetni:

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

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

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

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

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

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

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