

Világgazdasági hatások az EU-ra, benne Magyarország gazdaságára, államháztartására

Tanulmány a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2021. augusztus 30.



Antal Judit – Augusztin Anna – Köber Csaba – Szilágyi Katalin

Vezetői összefoglaló

Az idei év a járvány utáni kivételesen gyors visszapattanás időszaka: a rendkívüli vakcinafejlesztési erőfeszítések, majd a széleskörű oltási programok hatására az élet lassan az egész világon (de legalábbis a fejlett országokban) visszatér a normális kerékvágásba. 2021-ben a világgazdaság egésze 6 százalék körüli mértékben bővíthet, ami azt is jelenti, hogy a világ egy év alatt „kinőtte” a vírus okozta recessziót, ma a globális GDP már meghaladja a pandémia kezdetén mért szintet.

Magyarország elmúlt időszakos teljesítményét is a globális járvány és az arra adott gazdaságpolitikai válaszok határozták meg. Kedvező fejlemény, hogy a hazai átoltottság nemzetközi viszonylatban is magas, ráadásul a magyar kormány a vakcinabeszerezések diverzifikálásával az idei második negyedévben némi helyzeti előnyt is szerzett, ami lehetővé tette, hogy a hazai szolgáltató szektor működése hamarabb visszatérjen a szokásos menetébe. Így az idei második negyedévben a magyar gazdaság az uniós átlagot is jóval meghaladó mértékben bővült, és előrejelzésünk szerint az idei növekedése is meghaladja majd a referenciaországok szintjét. Ugyanakkor a magyar gazdaság további élénkítésének (vagy egy esetleges későbbi sokkra adott hatékony gazdaságpolitikai válasz) lehetőségét a megnövekedett és magas államadósság továbbra is erősen szűkíti.

A pandémia egyszerre okozott recessziót (vagyis az automatikus stabilizátorokon keresztül eleve magasabb költségvetési hiányt) és emelte meg érdemben a járvány kezelésével összefüggő közvetlen (egészségügyi) és közvetett (a gazdaságot támogató) kiadásokat. Így a hazai adósságráta 2020 végére ismét meghaladta a GDP 80 százalékát, vagyis visszatért a tíz évvel ezelőtti szintre. Ráadásul a gazdaság újraindításával kapcsolatos kiadások továbbra is magasan tartják a költségvetési hiányt, így az adósságráta az idei évben még nem tud érdemben csökkenni, és előrejelzésünk alappályája szerint az évtized végén is meghaladja a 2019 végén mért szintet. A gazdasági autonómiát kiemelt célként kezelő kormányt ez a fejlemény visszafogottabb fiskális politikára ösztönözheti a jövőben, bár konkrét intézkedések és kézzel fogható elköteleződés híján érdemi költségvetési korrekcióra egyelőre nem számítunk.

Az alappálya mellé három alternatív forgatókönyvet készítettünk, amelyekben olyan scenáriókat jelenítettünk meg, amelyek jelentősen befolyásolhatják a magyar gazdaság és államháztartás helyzetét és fenntarthatóságát. Mivel az alappályában szinte minden fontos feltevésünk optimista, az alternatív pályák a lehetséges fenyegetéseket vázolják fel, és az alappályánál kedvezőtlenebb képet festenek. Az első pályában azt tesszük fel, hogy a járvány következő, negyedik hulláma a vártnál erősebbnek bizonyul, így a döntéshozók fogadkozásai ellenére mégiscsak sor kerül további korlátozásokra, időszakos lezárásokra. A második scenárióban azzal

számolunk, hogy a meglóduló globális nyersanyagárak nem csak átmenetileg, hanem hosszabb távon is érdemi inflációs nyomást okoznak. A harmadik forgatókönyv pedig a magyar gazdaság legfontosabb finanszírozási kockázatát járja körül, azt az esetet, amelyben egy esetleges uniós konfliktus a kockázati megítélésünk és finanszírozási költségeink drasztikus emelkedéséhez vezet.

A megjelenített alternatív forgatókönyveink mindegyike a negatív irányú kockázatokat hangsúlyozza: mind a reálgazdasági kilátások, mind a költségvetési fenntarthatóság mutatói az alternatív pályákon az alappályánál kedvezőtlenebbül alakulnak. A hosszú távú adósságráta az újabb (negyedik hullámos) lezárások esetén emelkedik a legkevésbé, mivel ezeket a korlátozásokat a korábbiakhoz hasonlóan átmenetinek képzeljük, amelyek csak időlegesen rontják a költségvetés elsődleges egyenlegét. A másik két (elsősorban a gazdaság nominális oldalát megváltoztató) scenárióban a rövid távú reálgazdasági költségek elhanyagolhatók maradnak, ugyanakkor az árfolyam tartós gyengülése és az államadósság kamatterheinek emelkedése miatt a kamategyenleg és az adósságráta tartósan is magasabb. Fontos tanulság tehát, hogy az adósságdinamika szempontjából nem feltétlenül az átmeneti recesszió a leginkább fenyegető veszély, hanem a fiskális politika autonóm viselkedésétől (az elsődleges egyenleg alakulásától) független finanszírozási kockázat. Bár az államadósság devizaarányának csökkenésével ez a kockázat részben automatikusan mérséklődik, a 80 százalék körül államadósságráta mellett a meglóduló finanszírozási költségek továbbra is érdemi veszélyforrást jelentenek a magyar államháztartás fenntarthatóságára.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	2
1. Bevezető	6
2. Meghatározó hazai trendek	12
2.1. Makrogazdasági helyzetkép	12
2.1.1. Reálgazdaság	12
2.1.2. Munkaerőpiac, foglalkoztatottság	15
2.1.3. Infláció és monetáris politika	17
2.1.4. Hitelezés	21
2.1.5. A gazdaság ciklikus helyzete	22
2.1.6. Külső sérülékenység	23
2.2. Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság	25
2.2.1. Költségvetési hiány	25
2.2.2. Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői	31
3. Meghatározó nemzetközi trendek	35
4. Középtávú előrejelzésünk alappályája	44
4.1. Külső feltevések	44
4.2. A hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás	46
4.3. Költségvetési folyamatok	48
5. Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra	53
5.1. Negyedik járványhullám globális lezárásokkal	53
5.1.1. Külső feltevések	53
5.1.2. A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás	54
5.2. Tartós nyersanyagár-inflációs sokkok	57
5.2.1. Külső feltevések	57
5.2.2. A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás	58
5.3. EU-s politikai konfliktus és finanszírozási kockázatok	61
5.3.1. Külső feltevések	62
5.3.2. A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás	62
6. Következtetések	67

7. Felhasznált irodalom	71
8. Függelék.....	72

1. Bevezető

Az elmúlt másfél év meghatározó globális eseménye a koronavírus-járvány. A 2020-as év a recesszióról szólt: a Kínából induló, majd a világon végigsöprő járvány és az azt követő korlátozások világgazdasági hatása mind a globális GDP-ben, mind az érintett országok számában mérve még a 2008-as pénzügyi válságét is meghaladta. A nagy nemzetközi intézmények egyöntetűen a válság kivételességét hangsúlyozták, hiszen ilyen nagyságrendű és ennyire globális visszaesést csaknem egy évszázada nem látott a világ. Az idei év pedig a szintén kivételes visszapattanás időszaka: a rendkívüli vakcinafejlesztési erőfeszítések, majd a gyors oltási programok hatására az élet lassan visszatért a normális kerékvágásba. Ráadásul a gazdaság talpra állását nagyvonalú költségvetési élénkítő csomagok is segítik. Mindezen fejleményeknek köszönhetően 2021-ben a világgazdaság egésze 6 százalékos körüli mértékben bővíthet, ami azt is jelenti, hogy a világ egésze egy év alatt „kinőtte” a vírus okozta recessziót, ma a globális GDP már meghaladja a pandémia kezdetén mért szintet.

A pandémiás időszak ugyanakkor élesen rávilágított a világgazdaság nagyfokú megosztottságára. A fejlett országok két okból is lényegesen kedvezőbb helyzetben voltak és vannak. Egyrészt: a fejlett országok hamarabb jutottak hozzá a megfelelő oltóanyagokhoz, és az oltási kampány logisztikai-szervezési kihívásait is jobban kezelték. Mára a lakosság átoltottsága a fejlett országcsoporthoz képest meghaladja a 40 százalékos, a hazánk számára kiemelten fontos Európai Unióban pedig a teljes átoltottság 57 százalékos.¹ Közben a feltörekvő és az alacsony jövedelmű országok messze elmaradnak ettől, a világ legszegényebb országaiban a lakosság pár százaléka kapott csak oltást. Így érthető módon a gazdagabb országok jóval közelebb vannak ahhoz, hogy visszatérhessenek a korábbi normál működésükhöz, és kevésbé kitettek a vírus újabb várható mutációinak is. Másrészt: a fejlett országoknak jóval nagyobb a gazdaságpolitikai mozgásteret is, amit a kivételes helyzetben messzemenően ki is használnak: jóval többet és hosszabban élénkítenek. Az IMF számításai szerint a járvánnyal összefüggő bevétel- és kiadásoldali költségvetési kiengedés a fejlett országok átlagában a 2020-as GDP 17 százalékát teszi ki, és még 2022-re is áthúzódik. A világ legszegényebb országai jóval nehezebb helyzetben vannak, a fiskális lazítás a GDP-jük 2 százalékát sem éri el, és az idei éven túl nincs is lehetőségük érdemi kiengedésre.

Magyarország elmúlt időszaki teljesítményét is nagyrészt a fenti peremfeltételek határozzák meg. Kedvező fejlemény, hogy a hazai átoltottság nemzetközi viszonylatban is magas, nagyjából az

¹ Azt tekintjük teljesen átoltottnak, aki a kétdózisú vakcina mindkét adagját megkapta (vagy eleve egydózisú vakcinát kapott). Az adatok forrása: IMF (2021), illetve <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>

uniós átlag szintjén van, és meghaladja a referenciaországok (szomszédok, V4) átlagát. Ráadásul a magyar kormány a vakcinabeszerzések diverzifikálásával az idei második negyedévben némi helyzeti előnyt is szerzett, ami lehetővé tette, hogy a hazai szolgáltató szektor működése hamarabb visszatérjen a normális kerékvágásba. Így az idei második negyedévben a magyar gazdaság az uniós átlagot (13,2 százalék) is jóval meghaladó mértékben, az egy évvel korábbi szinthez képest 17,9 százalékkal bővült. Mivel az idei harmadik negyedévtől az uniós oltási program is felpörgött, a kezdeti relatív előnyünk olvadására számítunk.

Másfelől: a magyar gazdaság további élénkítésének lehetőségét a magas államadósság erősen szűkíti. Bár a 2008-as pénzügyi válságot követően az államadósság ráta érdemi leépülése és a szerkezeti átalakulása (devizaarány jelentős mérséklődése) is támogatta a sérülékenységünk csökkenését, a magyar államadósság régiós összevetésben még mindig a legmagasabb. Ráadásul a pandémia egyszerre okozott recessziót (vagyis az automatikus stabilizátorokon keresztül eleve magasabb költségvetési hiányt) és emelte meg érdemben a járvány kezelésével összefüggő közvetlen (egészségügyi) és közvetett (a gazdaságot támogató) kiadásokat. Így a hazai adósságráta 2020 végére ismét meghaladta a GDP 80 százalékát, vagyis visszatért a tíz évvel ezelőtti szintre. A gazdasági autonómiát kiemelt célként kezelő kormányt ez a visszafogottabb fiskális politikára ösztönözheti a jövőben, bár konkrét intézkedések és kézzel fogható elköteleződés híján érdemi költségvetési korrekcióra egyelőre nem számítunk.

Az elmúlt másfél év abban is szemléletformáló hatású volt, hogy korábban nem tapasztalt mértékű globális bizonytalansággal szembesített minket. Bár az utóbbi időben sokat tanultunk a járvány természetéről és a védekezési stratégiákról, továbbra is sok a homályos pont. Nem tudjuk, hogy lesznek-e újabb vírusmutánsok, újabb járványhullámok és újabb lezárások, nem tudjuk, mennyi ideig hatásosak a használatban lévő vakcinák, nem tudjuk, meddig tart ki a kormányok eltökéltsége és a pénzpiacok türelme a laza fiskális és monetáris politikák iránt. Nem tudjuk, hogy mennyire marad tartós a nyersanyagárak meglódulása, és mikor fordulnak vissza a globális inflációs folyamatok. Nem tudjuk, mennyire marad meg az Unió politikai koherenciája, és mennyiben sikerül a közös válságkezeléssel egyben tartani a politikai közösséget.

Minden más előrejelző intézményhez hasonlóan mi is feltevésekkel élünk. A fentiekben megfogalmazott bizonytalanságokkal kapcsolatban az előrejelzés alappályájában a következő feltevéseket tesszük.

- A vírus újabb hullámai kontrollálhatók maradnak, és elkerülhetőek lesznek a további széleskörű lezárások. Ezt leginkább azért gondoljuk így, mert közvetlen külpiazi partnereinknél magas az átoltottság, ráadásul uniós szinten is erős ösztönzőket vetnek be a lassuló oltási kedv fenntartására. Ráadásul az átoltottságban és a vírus legújabb, delta variánsának elterjedésében is előttünk járó országok (Nagy-Britannia, Izrael) tapasztalatai azt

mutatják, hogy a kormányok a végsőig kitartanak abban, hogy inkább újabb oltási kampányokkal próbálják kordában tartani a helyzetet, és nem terveznek drasztikus lezárásokat. Mivel külpiaci partnereinknél erős konszenzus van arról, hogy a gazdasági élet folytonosságát fenn kell tartani, nem számítunk a külső keresletünk további drámai visszaesésére.

- Úgy véljük, hogy az elmúlt időszakban meglóduló globális nyersanyagárak csak a hirtelen megélelénkült kereslet és a helyenként lassan alkalmazkodó kínálat átmeneti egyensúlytalanságát tükrözik, és nem utalnak tartós, trendszerű inflációs nyomásra. Alapfeltevésünk szerint a fejlett országokban az infláció gyorsan visszatér majd a járvány előtti szintjére. Ezt a feltevést támasztja alá az is, hogy a munkapiaci feltételek a külpiacainkon jellemzően lazák maradtak (a foglalkoztatás a fejlett országokban elmarad a járvány előttitől, a bérdinamika pedig visszafogottan alakul), a hosszú távú inflációs várakozások pedig alig mozdultak el, és továbbra is megfelelnek a fejlett jegybankok céljainak.
- A hazai gazdaság jövőjét leginkább formáló politikai jellegű peremfeltevésünk pedig az, hogy az Európai Unió a jelenlegi formájában marad fent továbbra is, vagyis sem az EU termelékenységét/versenyképességét drasztikusan javító nagyszabású strukturális reformokat nem tartjuk valószínűnek, sem az Unió széthullásával fenyegető sorozatos exit-forgatókönyveket. Ez a feltevés – az előrejelzés külső gazdasági környezetére vonatkozó inputokra lefordítva – annyit jelent, hogy a külső keresletünkben és a külső finanszírozási feltételeinkben (kockázati felárainkban) is folyamatos normalizálódásra számítunk.

Fontosnak tartjuk hangsúlyozni, hogy az első két alapfeltevésünkben kifejezetten optimisták vagyunk (nem lesz újabb lezárás, nem lesz tartós inflációs nyomás). Miközben az alappálya mögötti fenti feltevések viszonylag nagy szakmai konszenzust tükröznek (hasonlóan gondolkodik a legvalószínűbb feltevésekről az IMF, az ECB vagy az MNB is), gyakorlatilag minden előrejelzés kiemelten kezeli a fenti két kulcsfeltevéssel kapcsolatos kockázatokat. A nagy nemzetközi intézmények szinte kizárólag a koronavírus újabb hullámának terjedésével és lefutásával, valamint a globális nyersanyagárak alakulásával kapcsolatban fogalmaznak meg alternatív forgatókönyveket.² Ebben az anyagban mi is ezt tesszük, mert úgy véljük, hogy ezek ma a világgazdaság legfontosabb dilemmái. Bár a világgazdaság egésze szempontjából kisebb jelentőségű esemény, a magyar gazdaság külső környezetét alapvetően formálja az EU politikai jövője, így ezzel kapcsolatban is vázolunk egy lehetséges kockázati pályát.

² Lásd például IMF (2021).

Három alternatív pályát vázolunk.

Az *első forgatókönyvben* azt tesszük fel, hogy a járvány negyedik (az ún. delta variáns által kiváltott) hulláma a vártnál erősebbnek bizonyul, gyorsabb lesz a terjedés, és a viszonylag magas átoltottság mellett is több lesz a kórházi ellátásra szoruló súlyos eset. Ebben az esetben a döntéshozók – a mai fogadkozásaik ellenére – világszerte újabb korlátozásokra, időszakos lezárásokra kényszerülnek, hogy az egészségügyi rendszer működőképességét megőrizzék. Ezen a pályán azzal számolunk, hogy 2022-ben újabb ciklikus visszaesés fékezi majd a világgazdaságot. Azzal is számolunk ugyanakkor, hogy a következő hullámnak a gazdaság működésére csak enyhébb hatása lesz, mert a védekezés – az érdemi átoltottság mellett – már építhet az előző hullámok tapasztalataira, a bevált gyakorlatokra és a gazdasági szereplők nagyobb fokú alkalmazkodására. Ez a scenárió a világon mindenhol, így természetesen nálunk is, rontja a növekedési és a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatos kilátásokat. A hatások azonban nem drámaiak, elsősorban azért nem, mert ezt a hullámot is átmenetinek képzeljük el, ami döntően a gazdaság ciklikus működését befolyásolja.

A *második forgatókönyvben* azzal a feltevéssel élünk, hogy a globális nyersanyagárak tartósan magasak maradnak, és a világszerte érzékelt inflációs nyomás állandósul. Erre akkor kerülhet sor, ha a ma átmenetinek gondolt kínálati korlátok valójában a hosszabb távú alkalmazkodás nehézségeit tükrözik, és tartósan velünk maradnak. Számos olyan tényező van, amely erősítheti egy ilyen scenárió esélyét. Egyrészt: az egyre gyakoribbá váló szélsőséges időjárási viszonyok arra utalnak, hogy a globális élelmiszerárak trendszerűen emelkedhetnek a jövőben. Másrészt: a gazdaság járványt követő újraindulása számos szerkezeti átrendeződést is maga után von, bizonyos szektorok, térségek, vállalatípusok relatív súlya szükségszerűen megnő. A relatív áraknak a tartós strukturális átalakulások miatti természetes átrendeződése pedig részben a nominális árak emelkedésében csapódik majd le. Harmadszor: a világ legértékesebb nyersanyagkészleteinek jelentős része olyan országok területén van, amelyekben nagyok (és növekvők) a politikai kockázatok, így a készletek kitermelése akár tartósan is akadozhat.³ Végül: a fejlett világ tartósan laza monetáris kondíciói (az elszabaduló adósságrátákkal párosulva) könnyen vezethetnek a mainál jóval magasabb hosszú távú inflációs várakozásokhoz. Ez a forgatókönyv az egész világon (így nálunk is) tartósan magasabb nominális pályához (inflációhoz és kamatszinthez), valamint gyengébb növekedési és költségvetési kilátásokhoz vezet.

³ Jó példa a réztermelő Dél-Amerikai országok politikai bizonytalanságának növekedésére (lásd <https://www.reuters.com/world/americas/worlds-top-copper-region-political-risk-rises-2021-05-17/>), vagy a legfrissebb példa Afganisztán, ahol az eddig kiaknázatlan nyersanyagok (például lítium) értékét ezer milliárd dollár nagyságrendűnek becsülik (lásd <https://www.reuters.com/world/asia-pacific/what-are-afghanistans-untapped-minerals-resources-2021-08-19/>).

A *harmadik forgatókönyvben* a magyar gazdaság legfontosabb politikai kockázatát járjuk körül. A tavaly augusztusban elfogadott közös európai mentőcsomag példát mutatott az uniós országok közötti szolidaritásra, és esélyt adott arra, hogy az Unió a mostaninál összehangoltabb működési modellre (és ezzel együtt egy magasabb potenciális növekedésre) álljon át. Az elmúlt évben azonban Európa-szerte felerősödtek a nemzeti szuverenitást hangsúlyozó politikai mozgalmak és a közös mentőcsomag körüli politikai nézetkülönbségek. Ennek egyik szimbolikus példája volt, hogy a Bizottság elsőre nem fogadta el a 7,2 milliárd eurós támogatás elköltéséről szóló magyar helyreállítási tervet. Bár az alappályában arra számítunk, hogy ezek a viták rendeződnek, a hazai politikai kommunikációban legalábbis erősen megnőtt egy komolyabb uniós konfliktus esélye. Uniós kilépéssel (így érdemi reálgazdasági hatással) még így sem számolunk, de a kockázati feláraink tartós emelkedésével igen: ebben a kockázati forgatókönyvben a magyar államadósság külső finanszírozása jelentősen megrágul. Ez pedig a költségvetés kamatkiadásainak romlásán keresztül tartós negatív hatást gyakorol a GDP-arányos államadósságunkra.

A magyar gazdaságot – a világ többi országához hasonlóan – erősen megtépázta az elmúlt év világvilágjáránya: a gazdasági teljesítményünk 5 százalékkal visszaesett, a foglalkoztatottság csökkent, a munkanélküliség emelkedett. A recesszió hatását a járvány közvetlen és közvetett költségei tovább súlyosbították, ami összességében az államadósság drasztikus megugrásához vezetett. A világgazdasággal párhuzamosan ugyanakkor a hazai gazdasági teljesítmény is gyorsan visszapattant az idei második negyedévben, a lezárások fokozatos feloldásával. Az alappályában arra számítunk, hogy az idei év 5,8 százalék körüli gazdasági bővülése ellensúlyozza a 2020-as recessziót, így a magyar GDP már 2021-ben visszatér a járvány előtti szintre, és a tavalyi megugrást követően az államadósság is újra csökkenő pályára áll. A következő években is hasonlóan kedvező folyamatokat várunk: az évtized végéig átlagosan 3 százalék körüli reálnövekedés mellett csaknem tíz százalékpontos adósságráta-csökkenést.

Mivel szinte minden fontos külső feltevésben az optimista megoldást választottuk alappályának, a megjelenített alternatív forgatókönyveink mindegyike a negatív irányú kockázatokat hangsúlyozza. Ha a koronavírus negyedik hulláma a gazdaság érdemi korlátozását teszi szükségessé (első forgatókönyv), ha a globális inflációs nyomás tartóssá válik (második forgatókönyv) vagy ha a politikai konfliktusok a hazai finanszírozási költségek emelkedéséhez vezetnek (harmadik forgatókönyv), akkor mind a növekedési, mind a költségvetési/fenntarthatósági kilátásaink romlanak. A hosszú távú adósságráta a negyedik hullámos lezárások esetén emelkedik a legkevésbé, mivel ezeket a korlátozásokat a korábbiakhoz hasonlóan átmenetinek képzeljük, amelyek elsősorban a gazdaság ciklikus alakulására vannak hatással, ugyanakkor kevésbé érintik a finanszírozási költségeket. A másik két (elsősorban a gazdaság nominális oldalát megváltoztató) scenárióban a rövid távú reálgazdasági költségek

elhanyagolhatók maradnak, ugyanakkor az árfolyam tartós gyengülése és az államadósság kamatterheinek emelkedése miatt az adósságráta tartósan is magasabb. Fontos tanulság tehát, hogy az adósságdinamika szempontjából nem feltétlenül az átmeneti recesszió a leginkább fenyegető veszély, hanem a fiskális politika autonóm viselkedésétől (az elsődleges egyenleg alakulásától) független finanszírozási kockázat is lehet az. Bár az államadósság devizaarányának csökkenésével ez a finanszírozási kockázat egyre csökken, a magyar gazdaság mozgásterét a 80 százalék fölötti adósságráta még így érdemben korlátozza.

Tanulmányunk a következőképpen épül fel. Elsőként azt mutatjuk be, hogy honnan indulunk: megvizsgáljuk a hazai makrogazdaság és az államháztartás helyzetét, kiemelt figyelemmel a koronavírus okozta megrázkódtatásra, a fiskális politika szükségszerű igazodására, majd az idei évben tapasztalt gyors korrekcióra. Ezt követően a legfontosabb nemzetközi folyamatokat tekintjük át, amelyek – a koronavírus sokk globális jellege miatt – a hazai fejleményekhez nagyon hasonlóan alakulnak.

A tanulmányunk következő részében a középtávú előrejelzésünk alappályáját vázoljuk. Hangsúlyozzuk, hogy bár ezt tartjuk a legvalószínűbb kimenetnek, ebben a pályában szinte valamennyi külső feltevésünk erősen optimista (kezelhető negyedik hullám, nincs több lezárás, a laza fiskális és monetáris kondíciók világszerte fennmaradnak, ugyanakkor a globális inflációs nyomás visszafordul).

Az alappálya után térünk rá az alternatív forgatókönyvekre. Elsőként azt a pályát vizsgáljuk, amelyben a vírus újabb hulláma újabb lezárásokat kényszerít ki (negyedik hullám forgatókönyv), majd azt az esetet, amelyben a globális inflációs nyomás tartóssá válik (globális inflációs forgatókönyv). Végül egy politikai kockázatot mutatunk be, amelyben az uniós konfliktusok a külső finanszírozási költségeink emelkedéséhez vezetnek (magasabb finanszírozási költségek forgatókönyv).

Tanulmányunk az alternatív pályák összehasonlításával és a következtetésekkel zárul.

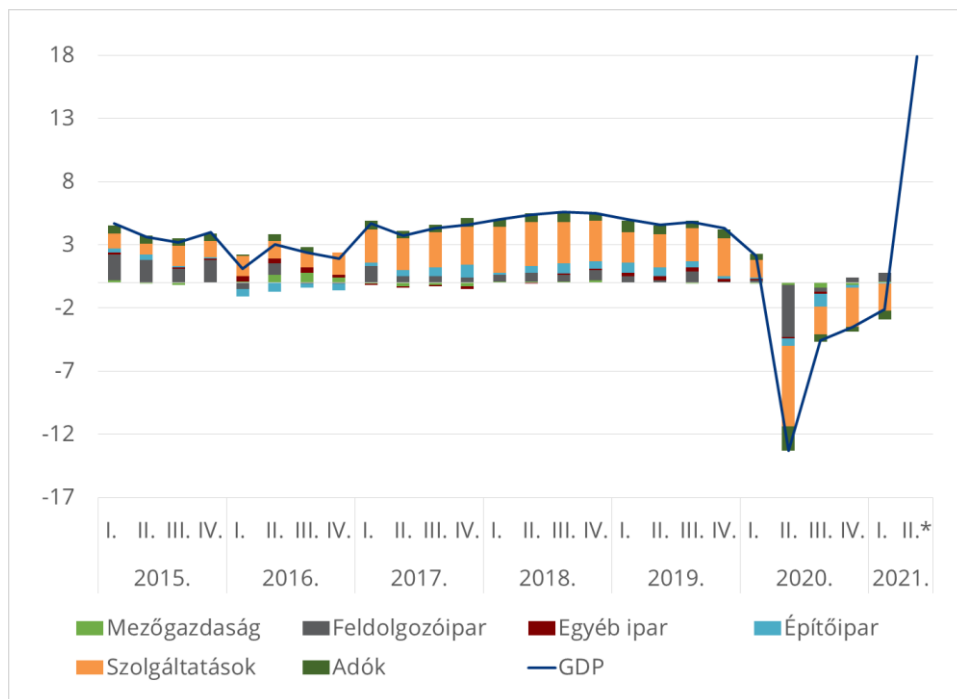
2. Meghatározó hazai trendek

2.1. Makrogazdasági helyzetkép

2.1.1. Reálgazdaság

A magyar gazdaság az idei év első félévében vártnál jobb teljesítményt mutatott: az előzetes adatok szerint a második negyedévben a magyar GDP már meghaladta a válság előtti (2019 végén mért) szintet. Az első negyedévben a járvánnyal összefüggő korlátozások ellenére a gazdasági teljesítmény javult, míg a második negyedév előzetes adatai komoly növekedést mutatnak. A magyar gazdasági fellendülése az uniós átlag felett van.

1. ábra: Reál GDP növekedés – termelés oldal (év/év, százalék)



Forrás: KSH, OGR számítás

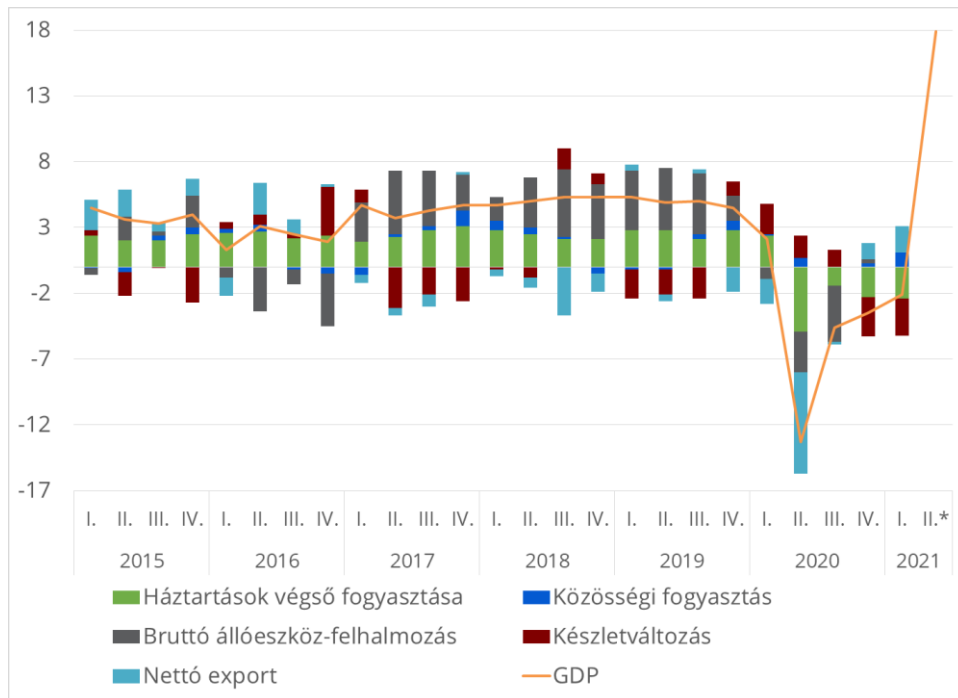
*A 2021. második negyedéves adat a KSH első becslése, amely a szektorális felbontást még nem tartalmazza.

A termelési oldali GDP bontásból kiderül, hogy a gazdasági felépülést az első negyedévben továbbra is a feldolgozóipar hajtotta, amelynek döntő szerepe volt abban, hogy a GDP 2 százalékos növekedést mutatott a tavalyi utolsó negyedéves szintjéhez képest. Az első hullám során drasztikusan visszaeső feldolgozóipart az idei első negyedéves korlátozások már nem érintették. Így főleg a járműipari termékek (például a személygépkocsik) iránti globális kereslet növekedése és a tavalyi évi bázishatás miatt a feldolgozóipar az első negyedévben 4,1 százalékkal

bővült, ezzel a szektor 0,7 százalékponttal járult hozzá a teljes GDP év/éves változásához. Mindeközben a gazdasági ösztönzések ellenére az építőipar az első negyedévben még mindig a tavalyi szint alatt teljesített. Ugyan a szolgáltatásszektor bizonyos ágazatai (például az információ, kommunikáció és a pénzügyi, biztosítási tevékenységek) fenn tudták tartani a bővülésüket, és a szállítás és raktározás szektor felépülését se hátráltatta a járvány újabb hulláma, viszont az újabb, harmadik hullámos korlátozások következtében a turizmushoz és vendéglátáshoz köthető vállalkozások felépülése megtorpant. Így összességében a szolgáltató szektor az első negyedévben még 3,5 százalékkal elmaradt a tavalyi első negyedévi teljesítménytől, ezzel 2,1 százalékponttal csökkentette a GDP éves növekedését.

A második negyedévben a korlátozások fokozatos feloldásával a gazdasági tovább folytatta a fellendülését, az első negyedévhez képest jelentősen, 2,7 százalékkal bővült, és a GDP éves szinten is növekedni tudott. Előzetes adatok szerint ez a teljesítmény az építőiparnak és a szolgáltató szektor újraindulásának volt köszönhető, míg a feldolgozóipar elmúlt negyedévekben tapasztalható növekedése lassult. Az építőiparban a közvetlen kormányzati kiadások és a támogatási programok meghozták a várt pozitív hatást, júniusban a szektor termelése megközelítette a válság előtti szintet. A korlátozásokat ugyan csak fokozatosan enyhítették (a kijárási tilalmat például csak májusban oldották fel), a szolgáltató szektortól a második negyedévben így is pozitív, bár mérsékelt hatást várunk. A globálisan jelentkező kereslet-kínálati súrlódásokat (chiphíány, a Szezei-csatorna kereskedelmének ideiglenes leállása) a második negyedévben érezte meg a magyar gazdaság, így a feldolgozóiparban a növekedés valamelyest mérséklődött.

2. ábra: Reál GDP növekedés – felhasználási oldal (év/év, százalék)



Forrás: KSH, OGR számítás

*A 2021. második negyedéves adat a KSH első becslése, amely a felhasználási tételek szerinti megoszlásról még nem ad információt.

A felhasználási oldalt vizsgálva azt láthatjuk, hogy az első negyedéves korlátozások lassították a háztartások fogyasztásának fellendülését. A közösségi fogyasztás célzott fiskális felpörgetése csak részben tudta kompenzálni ezt a lassulást, így a végső fogyasztás az év elején még mindig a járvány előtti szint alatt volt, így a teljes GDP éves változását 1,3 százalékponttal csökkentette. A beruházások fellendülése is megtorpant az első negyedévben, ami a koronavírus-járvány újabb hullámára és a kiugróan magas utolsó negyedéves állami és magánberuházásokra vezethető vissza (2020Q4-ben a megugró év végi lakásátadások és a magyar kormány intenzív költségezés jelentős beruházásnövekedést eredményezett). A járvány miatt a gazdaság készletfelhalmozása tovább csökkent az első negyedévben, amely így 2,8 százalékponttal rontotta a teljes GDP változását. A feldolgozóipari termelés fellendülése a felhasználási oldali számokban is jól látszik: a főleg exportra termelő ipar jó teljesítménye miatt a nettó export is jelentősen nőtt, az első negyedévben 10 százalékkal haladta meg az egy évvel ezelőtti szintet. Ennek következtében a nettó exportunk tovább javult, és 2 százalékponttal növelte a teljes GDP éves változását.

A második negyedév előzetes adatai alapján arra számítunk, hogy a korlátozások feloldásával a magánfogyasztás újra fellendülésnek indult, a kormányzati fogyasztás pedig dinamikus maradt,

míg a beruházások is várhatóan élénkültek. Emellett a készletek csökkenése a gazdaság teljes újraindításával várhatóan megállt.

A magas frekvenciájú adatok szerint⁴ a magyar gazdaság a harmadik negyedévben is tovább tudja majd folytatni a fellendülését. Várakozásunk szerint a magas átoltottság következtében a koronavírus-járvány nem okoz újabb korlátozást és gazdasági visszaesést, így folytatódhat a szolgáltató szektor, azon belül is a turizmus-vendéglátás ágazat, helyreállása.

2.1.2. Munkaerőpiac, foglalkoztatottság

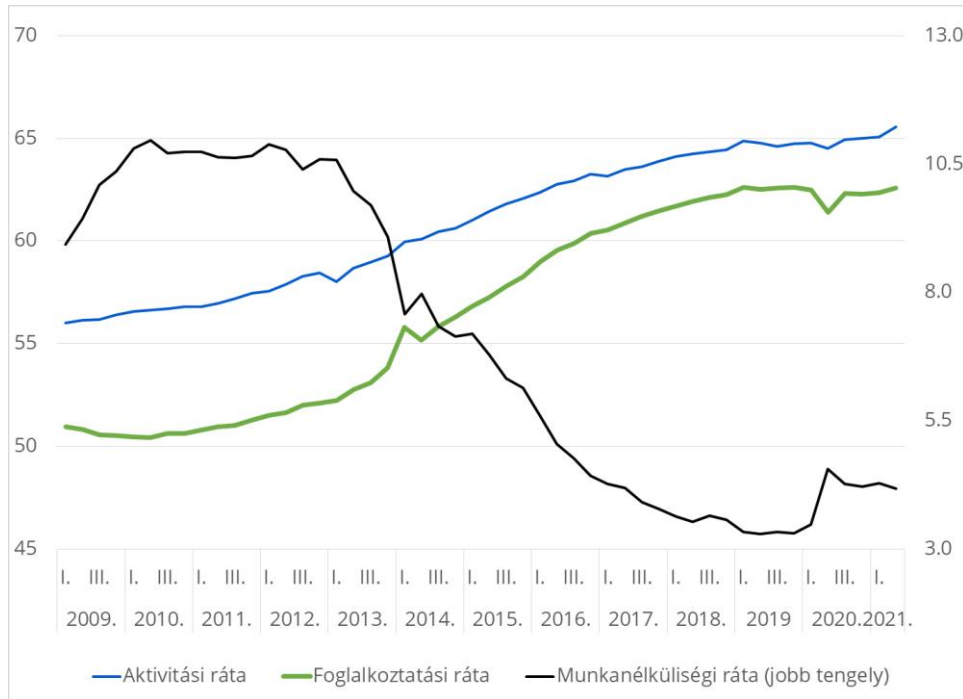
A gazdasági fellendülés a vizsgált munkaerőpiaci mutatók javulásában is érzékelhető (3. ábra), bár a mutatószámokat több eseti tényező is befolyásolta. Pozitív fejlemény, hogy míg a második hullám korlátozásai kisebb mértékben, de megszakították az év elején a munkaerőpiaci helyzet javulását (a munkanélküliségi ráta januárban 4,1 százalékról 5 százalékra emelkedett), addig a harmadik hullám során a munkaerőpiacon már nem történt érdemi romlás. A gazdasági felépüléssel párhuzamosan a második negyedévben a munkanélküliség csökkent, a foglalkoztatási mutatók javultak. Kiugróan pozitívak voltak a második negyedéves aktivitási és foglalkoztatási mutatók, amelyek így meghaladták a válság előtti szintjüket. Ez ugyan arra engedhet következtetni, hogy a munkaerőpiac kilábal a válságból, a számadatok mögött húzóó változás ennél összetettebb.

Az egészségügyi válság következtében a 15-74 éves népesség (főleg a korábban inaktív lakosság) jelentős mértékben csökkent az első két negyedévben. Míg az elmúlt években a 15-74 éves népesség átlagosan negyedévente 0,04 százalékkal csökkent (háromhavi mozgóátlagból számítva), addig az idei első negyedévben ez a csökkenés 0,32, a második negyedévben pedig 0,29 százalék volt. Emellett az aktivitási ráta növekedésében a nyugdíjkorhatár folyamatos emelkedése, tehát a szabályozás is szerepet játszik. A koronavírus következtében történő gazdaságszerkezeti átalakulás (a híresen szürke vendéglátás ágazat relatív visszaszorulásával) és a bértámogatási rendszer hatására véleményünk szerint a munkaerőpiac némiképp fehéredett is, ami szintén pozitívan járult hozzá a hivatalos foglalkoztatási mutatók változásához. Fontos megemlíteni a számadatokból elsőre az sem látszik, hogy a gazdaság szerkezeti elmozdulásához köthető strukturális munkanélküliség volna kialakulóban, úgy tűnik, hogy a szektort érintő elmúlt évi lezárások és korlátozások elől a munkaerő egy része biztosabb területekre távozott, és más

⁴ A GKI konjunktúra-indexe az elmúlt két hónapban tovább javult. Lásd <https://www.gki.hu/language/hu/tag/konjunktura-index/>

ágazatok könnyen felszívták őket. A közfoglalkoztatottak száma az idei évben csökkent, májusban a tavalyi szinthez képest 5 százalékkal kevesebben dolgoztak ebben a státuszban. A közfoglalkoztatottakkal korrigált munkanélküliségi ráta az április és májusi közfoglalkoztatási adatokból számítva a második negyedévben 6 százalékra csökkent.

3. ábra: Munkaerő piaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, százalék)

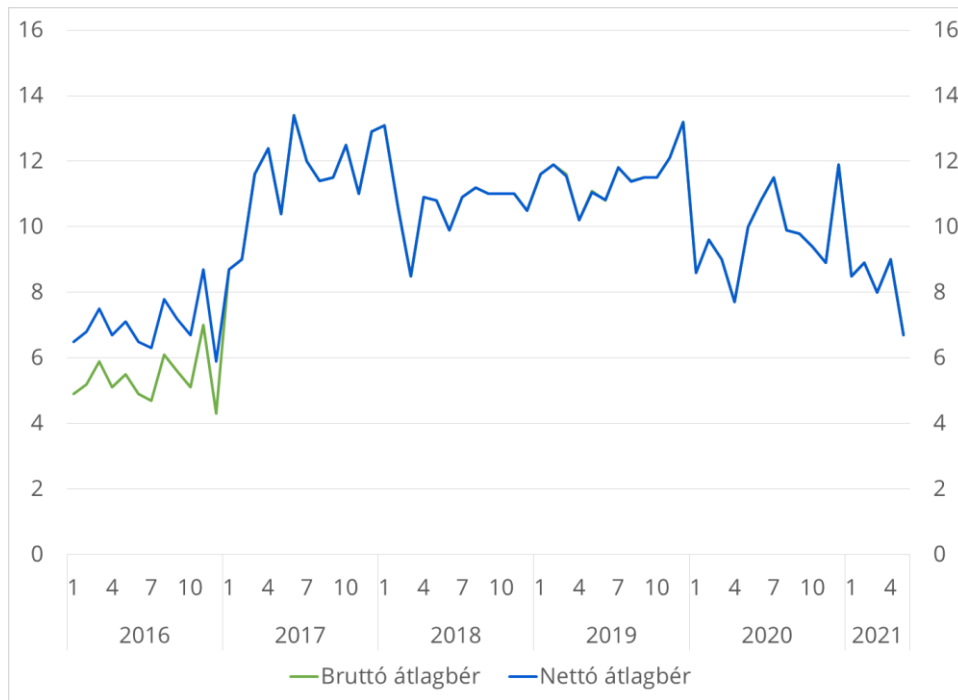


Forrás: KSH

A tavalyi évben a gazdasági visszaesés ellenére is jelentős bérnövekedés volt az országban, amely az idei első negyedévben tovább folytatódott: a teljes munkaerőpiaci átlagos bruttó és nettó bérnövekedés 9,3 százalékos volt, ehhez a versenyszférában 8,5 százalékos, míg a költségvetési szerveknél a 12,6 százalékos bérnövekedés járult hozzá. Utóbbi az orvosbérek növelése, illetve az oktatási bérezés átalakítása miatt volt kiemelkedően magas. A legújabb adatok szerint a versenyszféra bérnövekedése váratlanul nagyot csökkent májusban, a tavalyi évhez képest csupán 6,7 százalékkal nőttek a bérek, amely a magas infláció miatt reálértelemben csupán 1,2 százalékos növekedést jelentett. Korábbi elemzésünk szerint a bérnövekedés lassulása nem meglepő, hiszen a nominális bérszerződések miatt a gazdasági visszaesés hatása csak késleltetve jelentkezik. Véleményünk szerint a májusi lassulás mértéke csak átmeneti, valószínűleg nagyrészt összetételhatásból fakad (vagyis abból, hogy a gazdaság helyreállításával az alacsonyabb jövedelműek tértek vissza nagyobb arányban a munkapiacra), hiszen a medián kereset stabilan magas, 10,6 százalékos növekedést mutatott a hónapban. Az év további részében, ahogy a fellendülés és a kormányzati támogatás folytatódik, valamint a munkaerőpiaci kondíciók

szigorodnak, úgy várható bérdinamika fokozódása. Az MNB becslése szerint a háztartások reáljövedelme idén várható 3-4 százalékkal bővül, amelyhez a növekvő nettó átlagkereset mellett a jelentős pénzügyi transzferek is hozzájárulnak. A némiképp lassuló bérdinamika ellenére úgy látjuk, hogy a tavaly érdemben lazuló munkaerőpiaci kondíciók ismét egyre feszesebbnek bizonyulnak.

4. ábra: Bruttó és nettó átlagbér alakulása a versenyszektorban (éves növekedés, százalék)



Forrás: KSH

2.1.3. Infláció és monetáris politika

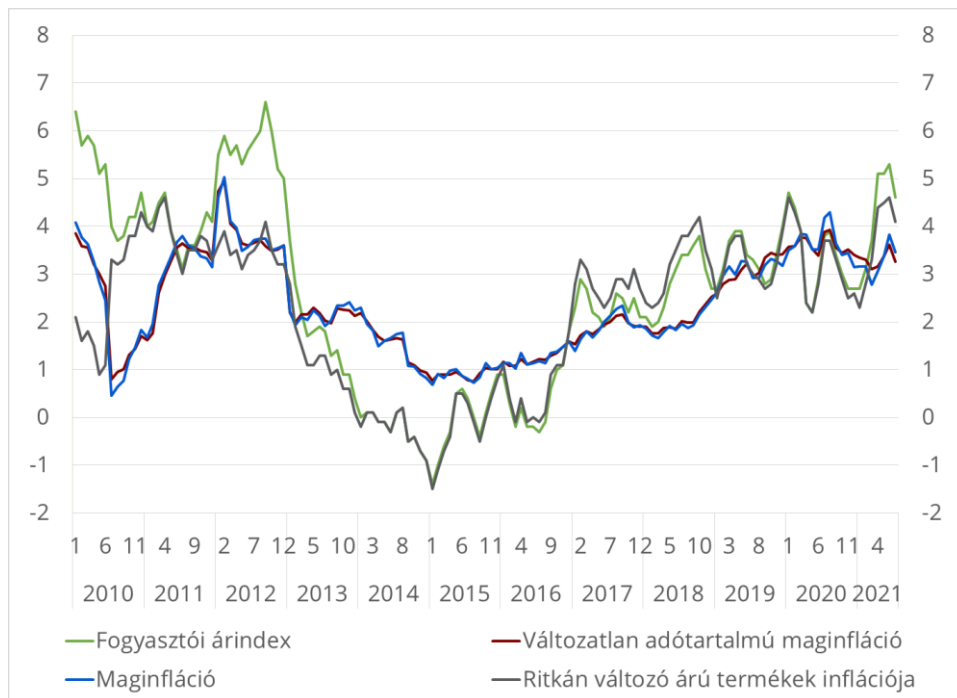
Idén az infláció jelentősen emelkedett: a januári 2,7 százalékról júniusban 5,3 százalékra nőtt, csak júliusban történt némi korrigálás: a legfrissebb éves áremelkedés 4,4 százalék volt. Így az infláció idén áprilistól a jegybanki 2-4 százalékos célsáv fölött mozog, és régiós viszonylatban is kiemelkedően magas. A növekvő hazai árakhoz főleg a globális és a hazai kereslet fellendülése, a dohánytermékek árának növekedése és a magas üzemanyagárak járultak hozzá, míg a globálisan drasztikusan meglóduló élelmiszerárak hatása hazánkban csak mérsékelten jelentkezik.

A hazai élelmiszerinfláció a tavalyi kiugróan magas éves árnyövekedés után idén mérséklődött. Ez a globális áremelkedés tükrében meglepő lehet, hiszen világviszonylatban tavaly március óta növekednek az élelmiszerárak. A globálissal ellentétes hazai deflációs trend több tényező eredője. Egyrészt az elmúlt években tapasztalt élelmiszerinfláció miatt a bázishatás is jelentősen hozzájárul a hazai mérséklődő árdinamikához. Másrészt a feldolgozatlan élelmiszerek piaca főleg

a hazai termelői piacra épít, ahol a jó itthoni termés miatt nem volt tapasztalható jelentős áremelkedés. Ugyan az importált élelmiszercikkek csoportjában (például cukor, étolaj vagy termelői gabonaárak) jelentős volt az infláció, ezt azonban ellensúlyozta a fogyasztó kosárban nagyobb súllyal rendelkező állati eredetű termékek és a szezonális termékek csoportjának mérsékelt áremelkedése. A feldolgozott élelmiszerek árában pedig a globálisan magas nyersanyagárak csak késleltetve jelennek majd meg. Ezen országspecifikus faktorok miatt hazánkban – eltérően számos országtól – nem az élelmiszerek áremelkedése hajtja a teljes inflációt.

A dohány és az üzemanyag árának gyors növekedése és az általános keresletbővülés áll a magas magyar inflációs adat háttérében. Ahogy arra a korábbi előrejelzésünkben is kitértünk, az alkohol- és dohánytermékek árnövekedése tartósan emeli a teljes inflációt. A dohánytermékek növekvő árát ugyan némi piaci áremelkedés is fűti, de főleg az uniós szabályozás miatti kétlépcsős jövedékiadó-emelés hatását tapasztalhatjuk. A termékcsoport júliusi éves áremelkedés 11,1 százalékos volt. A magas infláció másik oka az olaj árának emelkedése, ami drasztikusan drágítja az üzemanyagárakat. A globális árnövekedést az áprilisban bevezetett jövedéki-adó csökkentés csak minimálisan tudta visszafogni. A globális és hazai kereslet élénkülése is árfelhajtó erővel bír, amelyet például az iparcikkek inflációjának növekedésében vagy a keresletérzékeny infláció emelkedésében figyelhetünk meg.

5. ábra: Éves inflációs mutatók (százalék)



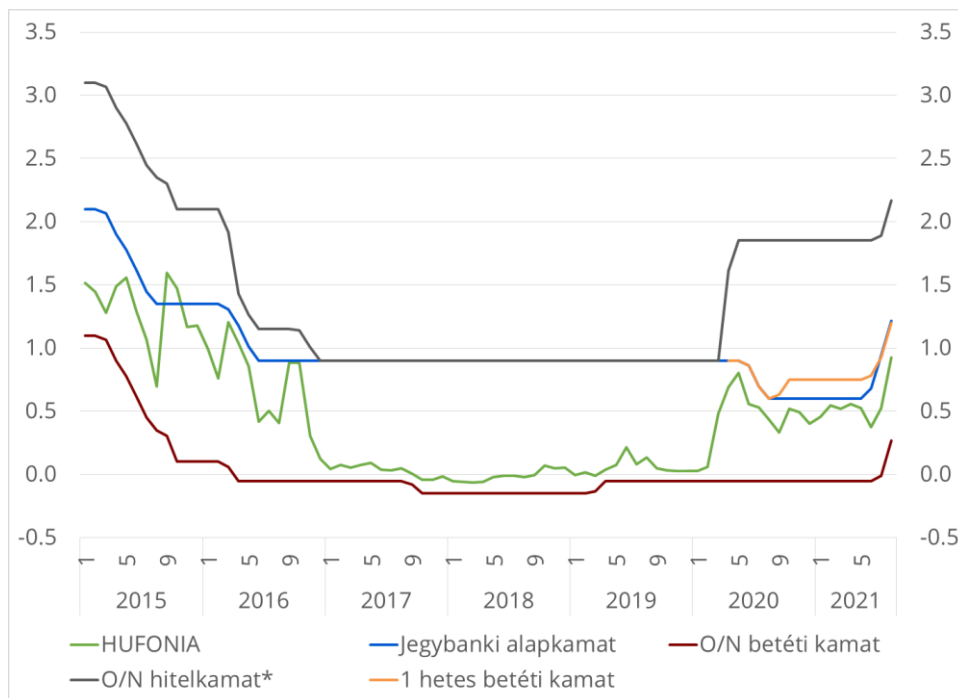
Memo: Szezonálisan igazított adatokból számolva.

Forrás: KSH, MNB

A gazdaságban tapasztalt árnyomásról pontosabb és árnyaltabb képet adnak az úgynevezett inflációs alapmutatók, amelyek kiszűrik a különösen változékony árú termékeket, illetve a hatósági döntések árakra gyakorolt hatását. Az alapmutatók ebben az évben a fogyasztói árindexnél alacsonyabb árdinamikát jeleztek, ezzel mutatva a magas infláció részben ideiglenes jellegét. Ugyanakkor ezen alapmutatók is a 3 százalékos inflációs cél felett mozognak: a maginfláció 3,5 százalékot mutatott júliusban, a ritkán változó termékek éves inflációja pedig 4,1 százalék volt. Ugyan júliusban az áremelkedés üteme mérséklődött, azonban várhatóan az infláció a cél fölött alakul az idén: a globális élelmiszerek inflációja lassan, de jelentkezni fog a hazai árakban, a kereslet fellendülése tovább folytatódik, a globális inflációs környezet emelkedett, így az inflációs várakozások is magasabbak lehetnek. Az inflációs nyomás és a gazdaság gyors fellendülése miatt az MNB a monetáris politikájának szigorítása mellett döntött.

Az MNB júniusban szakított az elmúlt évek laza monetáris politikájával és kamatemelési ciklusba kezdett. A június, július és az augusztus végi kamatdöntések során a jegybanki alapkamatot 30-30-30 bázisponttal növelte, így az alapkamat mértéke jelenleg 1,5 százalék. A Monetáris Tanács a kamatfolyosón két lépésben változtatott, jelenleg az egynapos betéti kamat 0,55 százalék, míg az egynapos és az 1 hetes fedezett hiteleszköz kamata 2,55 százalék. A bankközi piaci hozamok a kamatemelési ciklussal párhuzamosan emelkedtek, az egynapos hozamok 0,9 százalékra (6. ábra).

6. ábra: A jegybanki alapkamat, illetve az egy hetes betéti kamat, a kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (százalék)



* Megegyezik az 1 hetes hitel kamatlábával

Forrás: MNB

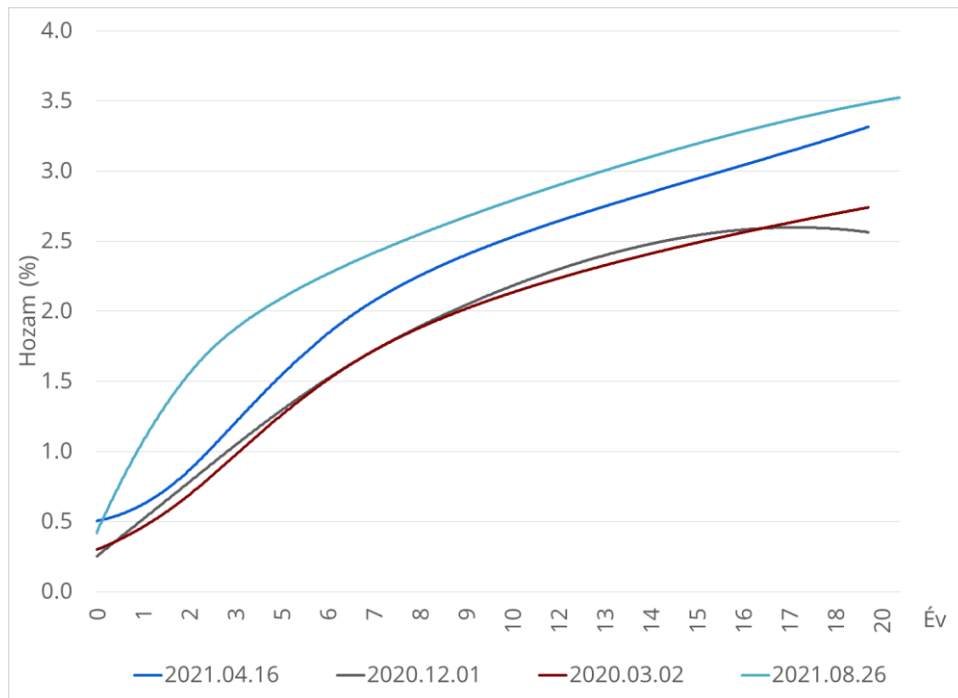
Az MNB a tavalyi évben számos nemkonvencionális eszközhöz folyamodott, hogy oldja a COVID-19 kapcsán kialakult válsághelyzetet, növelje a bankrendszer likviditását, támogassa a vállalatok forrásszerzését és oldja az államháztartás finanszírozási feszültségeit. Idén a gazdaság élénülésére és az inflációs kockázatokra való tekintettel a jegybank nemkonvencionális eszköztárán is változtatott.

- A gazdaság gyors ütemű fellendülése miatt júniusban leállította az NHP Hajrá! Hitelprogramot. A hitelprogram jelentős és sikeres volt, a 2020 utolsó negyedévében a teljes vállalati hitelkibocsátás csaknem 58, az új KKV hitelek csaknem 90 százalékát tette ki. A hitelprogram így elérte a keretösszegét, és a kamatemelési ciklussal párhuzamosan az MNB leállította.
- Az augusztusi kamatdöntésen az állampapírvásárlási program kivezetésének megindításáról is döntött a jegybank. A visszavonulás már az augusztusi hetekben megkezdődött, amikor a korábbi 60 milliárd forintról 50 milliárd forintra csökkentette az MNB a vásárlásait. (A célmennyiséget mostantól heti számokon keresztül határozza meg, a következő célmennyiségről szeptember végén dönt.) A szigorítás a likviditás csökkenését és a hosszútávú állampapírhozamok emelkedését eredményezi.
- A szigorításokkal ellentétes hatású az augusztusban elinduló Zöld Jelzáloglevélvásárlási Program, illetve az, hogy a jegybank 400 milliárd forintról 1550 milliárd forintra emelte Növekedési Kötvényprogram keretét.

A kamatszint általános emelkedése és a további szigorításra utaló jegybanki kommunikáció a forint erősödésével járt, amely a monetáris transzmisszió egyik legfontosabb csatornája.

A szigorodó monetáris politikának köszönhetően a hozamgörbe emelkedett az áprilisi előrejelzésünk óta (7. ábra). Mind a kamatemelés, mind a nemkonvencionális eszközök kivezetése a hozamok növekedését eredményezték rövid és hosszútávon is.

7. ábra: Zérókupon hozamgörbe



Forrás: Államadósság Kezelő Központ

2.1.4. Hitelezés

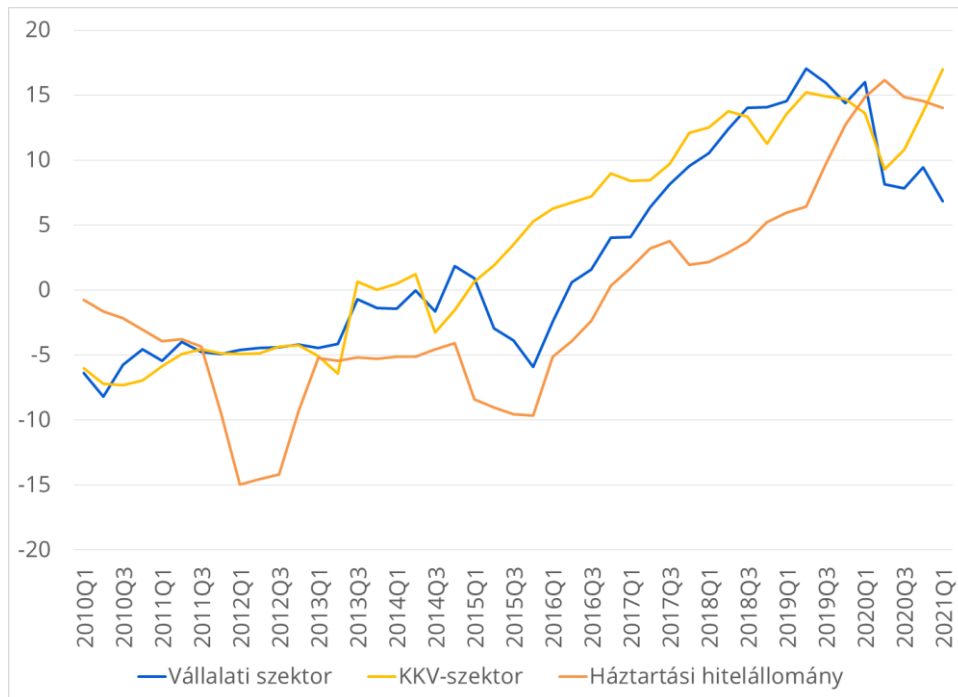
A lakossági hitelezés állományának bővülése az első negyedévben ugyan mérséklődött, azonban még mindig kétszámjegyű volt. A 13,7 százalékos lakossági hitelállománybővülés nagyrészt a babaváró hiteleknek volt köszönhető, de a hitelmoratórium meghosszabbítása is támogatta az állományváltozást. Az új lakossági hiteleket növelte az otthonteremtési támogatások elindítása is. Ahogy az a felsoroltakból jól látszik: a lakossági hitelezés bővülésében kulcsszerepe van az állami támogatásokhoz köthető hiteleknek. A kkv szektor hitelállománya is jelentősen, 17,7 százalékkal nőtt az első negyedévben, azonban a teljes vállalati hitelállomány bővülése nagymértékben mérséklődött, 6,8 százalékra. A kkv hitelezést az első negyedévben még érvényben lévő NHP Hajrá! Program jelentősen támogatta, így arra számítunk, hogy a program kifutásával a dinamika tovább lassul, bár a kormány által bevezette az új Széchenyi újraindítási hitelt, az MNB megnövelt keretösszegű Növekedési Kötvényprogramja és a Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Programja fékezhetik a lassulást.

A magyar kormány kifejezetten megengedő a hitelmoratóriummal kapcsolatban, hiszen míg a környező országok nagyrészt már kivezték ezt a válságkezelő intézkedést, addig a magyar kormány szeptember végéig meghosszabbította a programot, és várhatóan 2022-ig valamilyen formában igénybe lehet majd venni a kedvezményes hitelkonstrukciót. Bár a moratórium kétségtelenül támogatta a bajba jutott lakossági és vállalati adósokat a tavalyi évben, késői

kivezetése a hitelállomány váratlan csökkenéséhez vezet a jövőben, és növeli a pénzügyi kockázatokat is. Ugyan a sérülékeny adósok aránya az MNB pénzügyi stabilitási elemzése szerint kezelhető, a hitelmoratórium meghosszabbítása csökkenti a bankok hitelezési kapacitását. Újabban a jegybank is szigorú felhívást intézett a lakosság és a vállalatok felé, támogatva azt, hogy aki tudja, az folytassa a hiteleinek törlesztését.

A hitelfelvétel az elmúlt negyedévben a vállalati szektorban valamelyest szigorodott (főleg az MNB NPH programjának kivezetésével), amit az új kedvező hitelkonstrukciók csak részben tudtak kompenzálni. A némileg szigorodó feltételek és a moratórium kivezetése miatt rövidtávon a hitelállomány bővülésének mértéke lassulni fog, bár az államilag támogatott konstrukciók miatt jelentős mértékben pozitív marad.

8. ábra: A vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása (tranzakció alapú növekedés, százalék)



Forrás: MNB

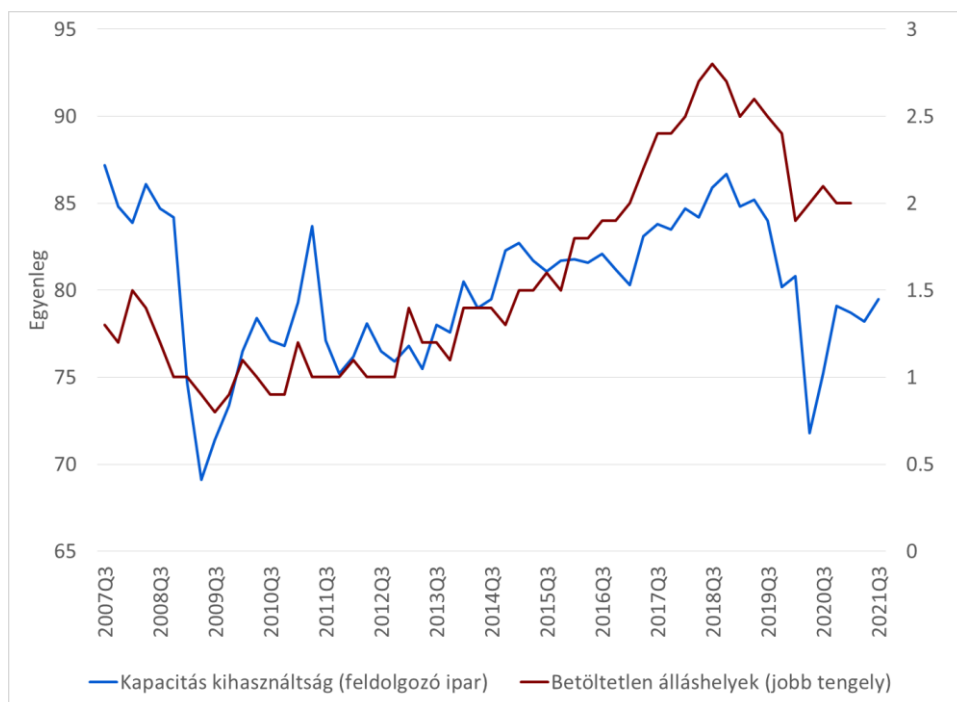
2.1.5. A gazdaság ciklikus helyzete

A COVID-19 válság jelentős mértékű és nagyrészt ciklikus eredetű gazdasági visszaeséshez vezetett. Becslésünk szerint tavaly a magyar gazdaság kibocsátása jelentősen, közel 3,5 százalékkal elmaradt a potenciális szintjétől, azaz a kibocsátási rés negatív volt. Idén ez a negatív kibocsátási rés a gazdaság fellendülésével szűkül, és tovább fog záródni a következő két félévben. A negatív rés szűkülése az expanzív fiskális politika és a bővülő külső kereslet (az ipari szektor gyors helyreállása) hatását tükrözi. Ugyan a GDP szintje a második negyedévben már elérte a

válság előtti, viszont elemzésünk szerint a gazdaság egésze még mindig a potenciális szint alatt teljesít. Előrejelzésünk szerint éves szinten idén a negatív kibocsátási rés jelentősen, körülbelül harmadára csökken, így kismértékben, de negatív marad. Számos tényező utal arra, hogy a gazdaságban a kapacitásokat nem teljesen használják ki.

Ilyen tényező, hogy a feldolgozóipari kapacitás-kihasználási mutatók ugyan javultak, viszont érdemben elmaradnak a koronavírus előtti évek átlagától (9. ábra). A foglalkoztatási adatok ugyan arra utalnak, hogy a munkaerőpiac jóval feszesebb, mint tavaly volt, azonban a versenypiaci bérköltségek lassulása továbbra is a korábbi éveknél lazább feltételekre utal. Emellett a szolgáltató szektor az első félévben még érvényben lévő korlátozások miatt még minden bizonnyal nem tud teljes kihasználtsággal működni. Meg kell jegyeznünk, hogy a sokszor egymásnak ellentmondó és váratlan munkaerőpiaci, bérezési vagy hitelezési adatok, valamint a tisztán piaci logikát sokszor felülíró állami programok miatt a ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál nagyobb bizonytalanság övezi, a keresleti és kínálati hatások számszerűsítése és szétválasztása a mostani helyzetben különösen nehéz.

9. ábra: A feldolgozóipari kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek aránya



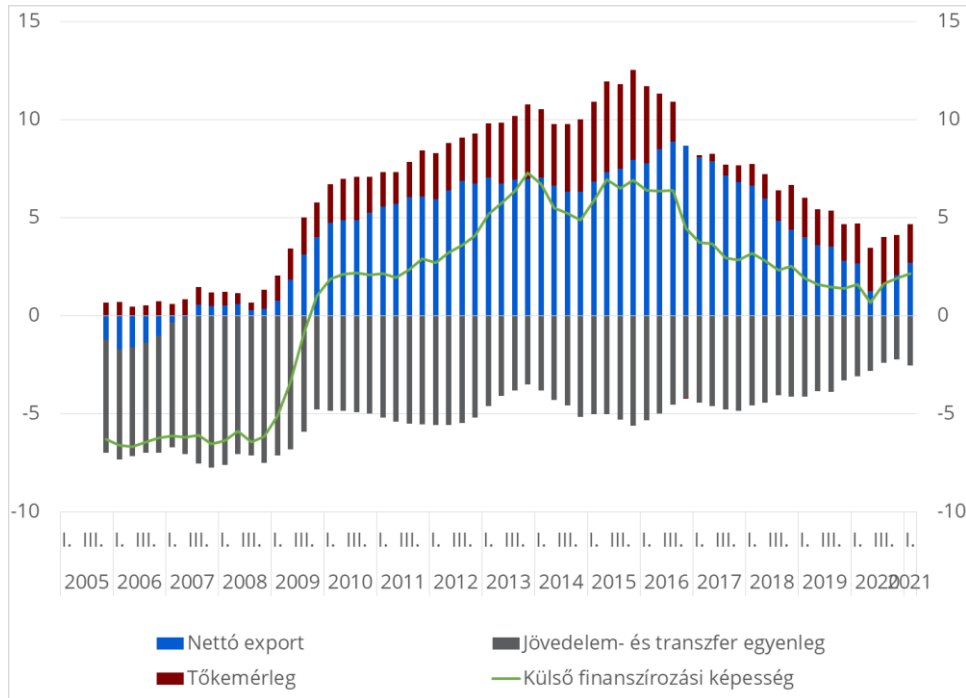
Forrás: Eurostat

2.1.6. Külső sérülékenység

Magyarország külső egyensúlyi pozíciója a koronavírus járvány következtében tavaly romlott, bár finanszírozási képessége pozitív maradt. Idén az ipari, főleg a feldolgozóipari áruexportnak

köszönhetően a nettó exportunk emelkedett. Ez a javulás ellensúlyozta a gazdasági fellendülés miatt korrigáló jövedelem- és transzferegyenleget. Így az első negyedévben a nettó finanszírozási képességünk 2,2 százalékra emelkedett (10. ábra).

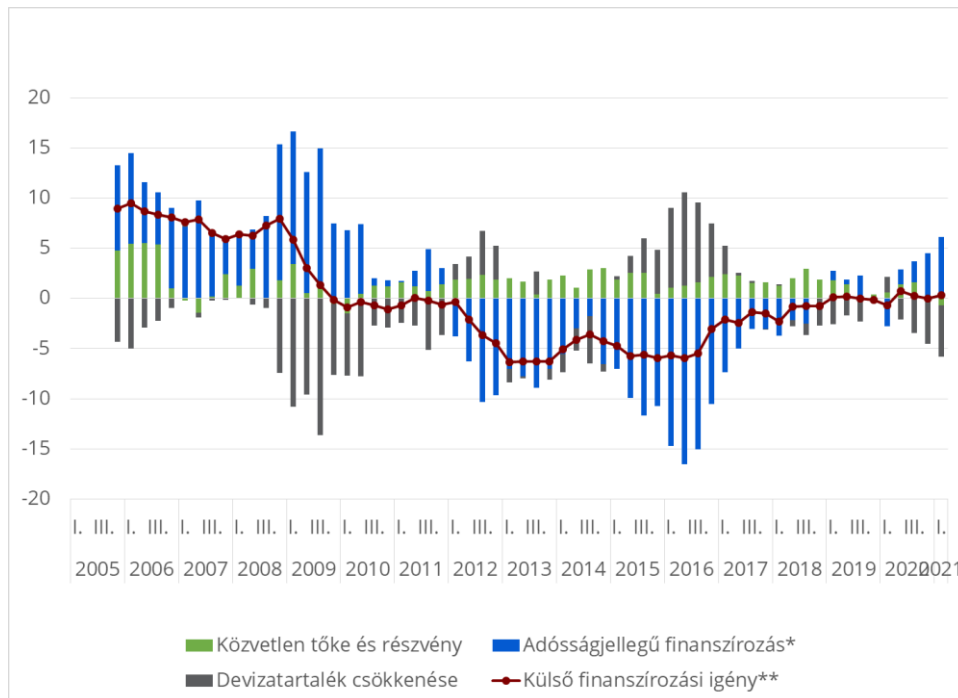
10. ábra: Külső finanszírozási képesség (GDP százaléká, négy-negyedéves kumulált adatok)



Forrás: MNB Statisztika, KSH

A járvány és a gazdasági kilábalást segítő támogatások következtében a külső finanszírozási szerkezetünkben a tavalyi második negyedév óta komoly változás történt, amely az idei első negyedévben is folytatódott. Az adósságtípusú finanszírozás jelentősen nő, ez a növekedés idén első negyedévben tovább folytatódott, az előző négy negyedéves kumulált külső adósságbővülés elérte a GDP 6,1 százalékát. Eközben a devizatartalék válság során elkezdődött növekedése az idei első negyedéveben kissé visszafordult, de a tartalékszintünk továbbra is kényelmesen magas.

11. ábra: A külső finanszírozás szerkezete (GDP százaléká, négy-negyedéves kumulált adatok)



Forrás: MNB, KSH, OGRResearch számítás

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

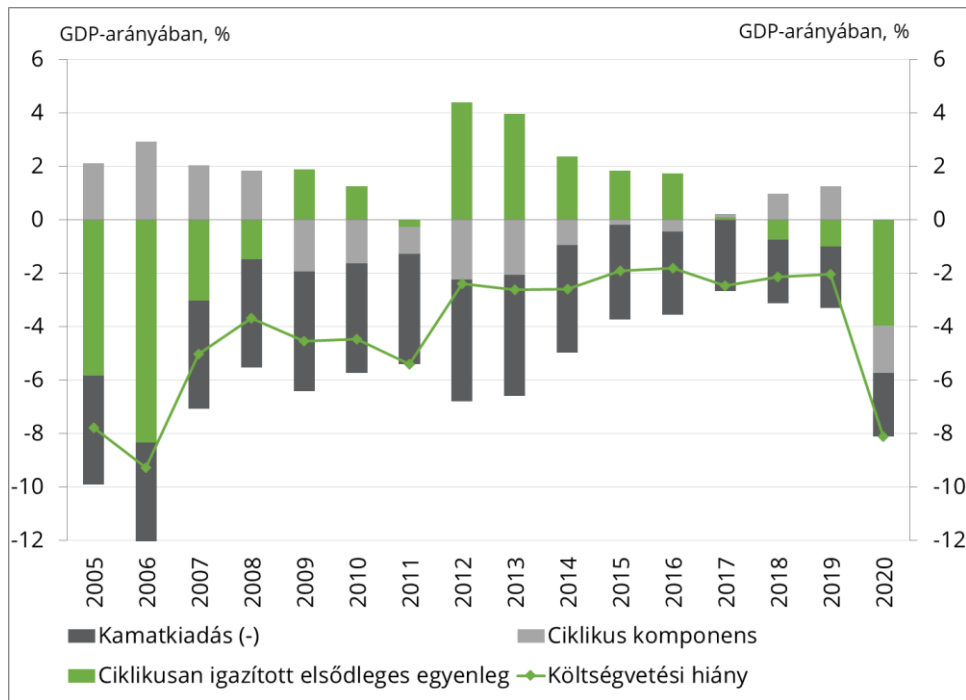
A külső finanszírozási folyamatokkal összhangban 2020-ban növekedett a külső adósságrátánk, a bruttó külső adósság a negyedik negyedévben elérte a GDP 60 százalékát, míg a nettó külső adósságunk is emelkedett. A nettó külső adósság az idei első negyedévben kismértékben tovább növekedett a GDP 8,8 százalékára, azonban mind nemzetközi összehasonlításban, mind historikusan is alacsony. Bruttó külső adósságunk növekedése idén visszafordult. Ugyan a koronavírus-járvány hatására külső adósságmutatóink némiképp romlottak, a külfölddel szembeni adósságunk szintje továbbra is megnyugtatóan alakul.

2.2. Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság

2.2.1. Költségvetési hiány

A költségvetés eredményszemléletű (ESA) hiánya a 2021. áprilisi EDP adatközlés szerint a GDP 8,1 százalékát tette ki 2020-ban, ami 6 százalékpontos emelkedést jelent a 2019-ben regisztrált hiányhoz képest. A kormány májusban módosította a 2021-es költségvetési törvényt, amelynek értelmében a gazdaság fiskális támogatása idén is nagymértékű marad.

12. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGR becslés

A hiány tavalyi emelkedéséből becslésünk szerint mintegy 3 százalékpontot magyaráznak a romló ciklikus pozíció következtében kieső adóbevételek, illetve az emiatt emelkedő kiadások (például a munkanélküli juttatások, bértámogatások). A hiány emelkedésének közel fele a költségvetési intézkedésekhez köthető, vagyis a járványügyi és a gazdaságvédelmi intézkedések jelentős kiadásnövelő és az adókönyítést célzó – részben átmeneti – intézkedések adóbevételeket csökkentő hatását tükrözi. A hiány növekedéséhez emellett hozzájárult a GDP-arányos kamatkiadások enyhe, 0,1 százalékpontos emelkedése is.

A járványhoz kapcsolódó megnövekedett egészségügyi kiadásokat, valamint a gazdaságvédelmi intézkedéseket a kormány két újonnan létrehozott alapon keresztül finanszírozta. A *Járványelleni Védekezési Alap* forrásait a kormány az egészségügyi dolgozók bérkiegészítésére, illetve béremelésére, valamint egészségügyi eszközök vásárlására és egészségügyi beruházásokra fordította. Az alap kiadásai az eredetileg tervezett 633 milliárd forint helyett meghaladták az 1000 milliárdot, azaz a GDP 2 százalékát tették ki. A *Gazdaságvédelmi Alap* kiadásai a következő főbb intézkedéseket tartalmazták:

(i) Válságsektorok tehermentesítése címén a leginkább érintett ágazatok munkáltatói járulékkerheinek elengedése, munkavállalói járulékok csökkentése, KATA (kisadózó vállalkozások tételes adója) szerint adózó taxisok adójának elengedése, turizmusfejlesztési hozzájárulás elengedése, szolgáltató szektorokban további KATA elengedés.

(ii) A Munkahelymegőrzési program legfontosabb eleme a válság időszakában a csökkentett munkaidős foglalkoztatás támogatása volt. Emellett a kormány támogatta a kutató-fejlesztő tevékenységet végző munkavállalók foglalkoztatását.

(iii) Vállalatok beruházásának támogatása.

(iv) Vállalkozói adóterhek csökkentése keretében az állam legfeljebb 5 millió forintig adóteher-mérséklést ítélt meg, a kisvállalati adókulcs 1 százalékponttal csökkent, az idegenforgalmi adófizetési kötelezettség átmenetileg felfüggesztésre került, a SZÉP kártya keretösszege nőtt, míg a kapcsolódó adóterhek csökkentek, a rozsdáövezetbeli új lakás építése esetében az áfa-teher 5 százalékra csökkent.

A gazdasági alap kiadásai között emellett számos, a COVID-19 válság gazdasági és társadalmi hatásainak enyhítéséhez kevésbé köthető kiadási tétel is megjelent (pl. sportlétesítmények fejlesztése, MNV részesedés vásárlása, állami tulajdonú vállalatok feltőkésítése vagy a honvédség fejlesztése). A Gazdaságvédelmi Alap keretében elköltött összeg a tervezett 923 milliárd forinttal szemben 4000 milliárd forint körül alakult, azaz a GDP 8 százalékát tette ki. Megjegyzendő, hogy a kormány még a szokásos év végi rutinhoz képest is kiemelkedő mértékben költekezett az év végén (13. ábra).

A kiadásnövelő, illetve adótehercsökkentő intézkedéseket a kormány részben a költségvetési tartalékokból, költségvetésen belüli átcsoportosításból, illetve az újonnan kivetett adókból (hitelintézeti és kiskereskedelmi különadók) finanszírozta. Ezzel együtt is a költségvetési lazítás jelentős mértékű, becslésünk szerint a GDP közel 3 százalékát kitevő hiánynövelő hatással bírt.

A költségvetési folyamatok hatására az eredményszemléletű hiány meghaladta a maastrichti kritériumokban megfogalmazott 3 százalékos küszöbértéket, a gazdasági ciklus hatásától megtisztított, úgynevezett strukturális hiány becslésünk szerint a GDP 6,3 százalékára emelkedett. A rendkívüli válságra való tekintettel az Európai Unió 2020-2022-es évekre vonatkozóan felfüggesztette az uniós fiskális szabályokat. Ezzel párhuzamosan a Költségvetési Tanács kezdeményezésére a Stabilitási Törvényt kormányrendelettel módosították (korábbiakban a Stabilitási törvény eddig csak recesszió idején engedte meg a 3 százalékos hiánykorlát túllépését). A rendelet szerint veszélyhelyzet ideje alatt a gazdasági stabilitásáról szóló törvényt nem kell alkalmazni. Az ideiglenes lazuló szabályok is azt mutatják, hogy a fiskális politika idén és jövőre még támogató lesz, és 2023 lehet az első olyan év, amikor a szabályok ismét életbe lépnek, és a strukturális egyenlegnek közelednie kell a középtávú célhoz.

Az idei költségvetést a kormány májusban jelentősen módosította, és a módosítás alapján a koronavírus járvány elhúzódó hatásaira hivatkozva az eredeti tervnél jóval magasabb költségvetési hiánnyal és állami kiadással számol. A költségvetés szerint az eredményszemléletű

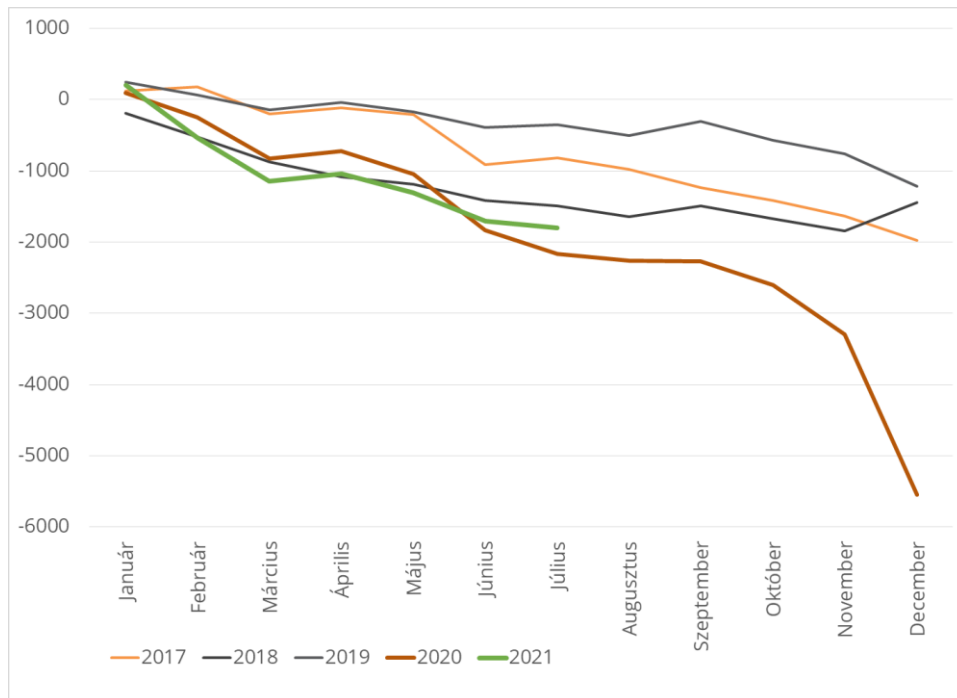
uniós módszertan alapján számítva idén a hiány a GDP 7,6 százaléka lesz. Ez a hiány a felfüggesztett EU-s és magyar szabályok miatt nem ütközik jogszabályba, azonban a gyors magyar gazdasági kilábalás (különösen a második negyedéves GDP adat tükrében) és a kedvező makrogazdasági kilátások mellett az MNB és a Költségvetési Tanács szerint is túlzottan nagy.

A költségvetésben foglaltak szerint idén a *Járvány Elleni Védekezési Alap* körülbelül 180 milliárd forinttal támogatja a koronavírus-járványból való felépülést. A legnagyobb válságkezelő tétel a gazdaság támogatására fókuszáló *Gazdaság-Újraindítási Alap*, mely jelentős részben már korábban is futó programokat, tavaly bevezetett intézkedéseket tartalmaz. Ilyen futó program például a Modern Városok vagy a Magyar Falu program (mely közel 242 milliárd forintos kerettel működik idén), a jelenleg Foglalkoztatási Alapban helyet kapó közfoglalkoztatottakat támogató Start-munkaprogram (160 milliárd) vagy a tavaly már bejelentett 13. havi nyugdíj visszaépítésének támogatása (77 milliárd). A Foglalkoztatási Alapban eltérő konstrukcióban, de idén is szerepel némi bértámogatás (110 milliárd). A korábban futó intézkedések mellett a módosított költségvetésben megjelentek új gazdaságélénkítő elemek is, ilyen például a jelentősen megemelt lakásépítési, felújítási és lakásvásárlási támogatások és adókedvezmények (470 milliárd). A tavalyi évhez hasonlóan a COVID-19 válság gazdasági és társadalmi hatásainak enyhítéséhez kevésbé köthető kiadási tételek is találhatóak a programban, ilyen például a vasút- és útépítés (400 milliárd) vagy a kiemelt magasépítési beruházások (130 milliárd).

Az otthonteremtéssel kapcsolatos adókönyítésekén túl a kormány 243 milliárd forintos adócsökkentéssel számol idén, aminek jelentős elemei a kis- és középvállalatokat érintő helyi iparűzési adó felezése, valamint a válság által sújtott vállalkozások számára nyújtott adó- és járulékteher-könnyítések, de a költségvetésben foglaltatik a KIVA kulcsának – a szociális hozzájárulási adó mérséklésével összefüggő – korábban tervezett csökkentése is. A bevételek növekedése irányába hat a dohánytermékek jövedéki adójának (az EU-s szabálynak való megfelelés érdekében, két lépcsőben történő) mintegy 13 százalékos emelése.

Emellett az általános gazdasági program tartalmaz a költségvetési hiányt közvetlenül nem érintő lépéseket is. Ilyen például a lakossági és a vállalati hitelmoratórium, amely szeptember végéig került kiterjesztésre. Emellett a kormány a kisvállalati szektor részére új hitelkeretet hoz létre (Kamatmentes Újraindítási Gyorskölcsön), amelyből 3,4 milliárd forintos kamatmentes kölcsönt nyújt 3 éves moratóriummal. Elindult júliustól a Széchenyi-kártya Újraindítási Program is, melynek felső kerete a kormány elmondása szerint gyakorlatilag nincs. 2021-ben is folytatódnak emellett az MNB, az MFB és az EXIM Bank kedvezményes, illetve támogatott hitelprogramjai is.

13. ábra: Az államháztartás kumulált pénzforgalmi egyenlege (Milliárd forint)



Forrás: Pénzügyminisztérium

Az idei első félévi költségvetési folyamatok alátámasztják, hogy a kormány a tavalyihoz hasonló fiskális politikát követ. A költségvetés központi alrendszerének pénzforgalmi hiánya július végére elérte az 1800 milliárd forintot, azaz az idei évre becsült GDP 3,5 százalékát. A hiány ugyan jelentős, viszont elmarad a tavalyi év szintjétől. A hiány ilyen mértékű növekedése várakozásunk szerint ismét teret hagy a kormány számára az év végi költekezésre, bár az óvatos első féléves költés az uniós források csúszásából is fakadhat (ahogy az alábbi keretes írásunkban olvasható).

Keretes írás: A helyreállítási pénzek és a magyar költségvetés

Az Európai Unió 27 tagállamának vezetői 2020 augusztusában elfogadták a közös helyreállítási alapot a koronavírus-járvány hatásainak kezelésére. A 750 milliárd eurós összegű közös pénzügyi alap (hivatalos nevén Helyreállítási és Ellenállási Eszköz, vagy az angol rövidítéséből RRF) az EU történetében először vállalta fel a közös célok közös adósságból történő finanszírozását. Fontos hangsúlyozni, hogy az eszköz a szokásos uniós forrásokon felül biztosított forrásokat valamennyi tagállamának, vagyis Magyarország számára a már korábban elfogadott 2021-2027-es költségvetési ciklus kohéziós pénzeit egészíti ki. Az eszköz egy részét vissza nem térítendő támogatásként folyósítják, más része (opcionálisan) kedvezményes hitelkeretként vehető igénybe. A magyar kormány csak az előbbire, a 2021 és 2027 közötti időszakban felhasználható

7,2 milliárd euró (2511 milliárd forint) összegű támogatásra tart igényt, amely meghaladja a 2020-es magyar GDP 5 százalékát. Összehasonlításként: a teljes 2021-2027-es költségvetési időszakban az összes többi uniós forrás összege 36 milliárd euró körül alakul, vagyis az RRF önmagában közel 20 százalékkal növeli a Magyarországra jutó uniós forrásokat. Ez azt is jelenti, hogy reálértelemben a mostani programozási időszakban érdemben emelkednek a forrásaink az előző (2013-2020 közötti) időszakhoz képest.

Az RRF létrehozását kifejezetten a koronavírus okozta közös sokk élménye ihlette, és ez tükröződik a konstrukciójában is. Egyrészt: az eszköz kifejezetten orrnehéz, hiszen a célja az, hogy a tagországok minél előbb hozzájuthassanak az újraindítást segítő forrásokhoz. Így a tagországok a számukra allokált keretösszeg 13 százalékát előlegként (az elfogadást követően gyakorlatilag azonnal) is lehívhatják. Másrészt: a kvóták megállapításánál az országok induló feltételeit is figyelembe vették, a nehezebb helyzetből (magasabb munkanélküliséggel) induló tagállamok relatíve több pénzt kapnak. Harmadrészt: az eszköz kifejezetten arra szeretné ösztönözni a tagországokat, hogy olyan fontos területeken tegyenek strukturális reformlépéseket, amelyek javíthatják az EU jövőbeli ellenállóképességét, és amelyek a költségvetési források beszűkülése idején tipikusan háttérbe szorulnak (digitális és zöld átállás, oktatási reform). Vagyis: a szokásos uniós transfereknél rugalmasabb eszközzel van szó, amely a konkrét beruházási tervek mellett kifejezetten támogatja a nagyszabású, egymásra épülő reformlépéseket és az innovatív kormányzati megoldásokat.

A magyar kormány 2021 májusában nyújtotta be az RRF felhasználásával kapcsolatos tervét, amelyet a Bizottság elsőre nem fogadott el. Az elutasítás indoklásában azt hangsúlyozták, hogy a tervből hiányoznak azok az intézményi garanciák, amelyek a források hatékony, transzparens és tiszta felhasználását biztosítanák, ráadásul a terv nem reflektál az Európai Bizottság szakértői által megfogalmazott ún. országspecifikus ajánlásokra. Ez utóbbiak például olyan javaslatokat tesznek, hogy a magyar kormány bővítse az egészségügyi kapacitásokat (vegyen fel több egészségügyi dolgozót és vásároljon eszközöket), növelje a munkanélküliségi segély hosszát, javítsa a közoktatás színvonalát, növelje a versenyt a közbeszerzéseken, tegye átláthatóbbá az állam működését. Ezek mind olyan területek és olyan javaslatok, amelyekre a magyar kormány az RRF forrásaiból nem szeretne költeni, a benyújtott javaslatok egy részét viszont kifejezetten az ajánlások ellenében fogalmazták meg. (Nem bővítenének például egészségügyi kapacitást, de RRF-ből fedeznék az orvosi béremeléseket, nem költenének a közoktatásra, de a helyreállítási terv legnagyobb tétele az éppen magánalapítványokba kiszervezett egyetemek támogatása.) Mind a magyar kormány, mind a Bizottság kitarthat az mellett, hogy az egyeztetések tovább folytatódnak, és mindkét fél reménykedik abban, hogy szeptemberben kompromisszumra jutnak.

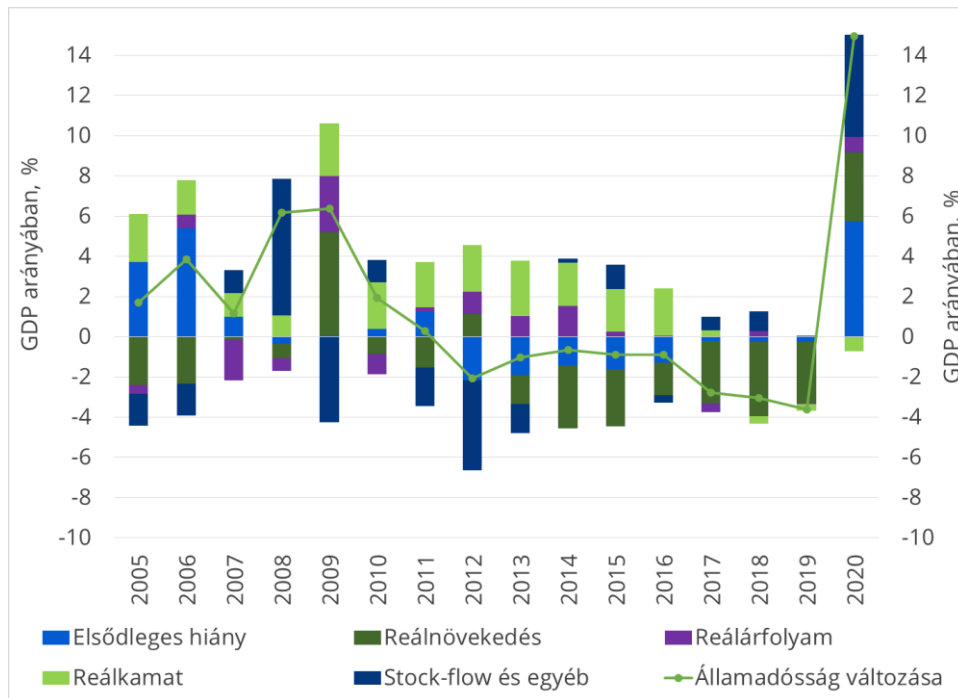
A magyar költségvetés számára azonban komoly veszteség a brüsszeli források csúszása. Az idei költségvetésben a kormány 2033 milliárd forintnyi uniós forráslehívással számolt, amiből egyelőre csak 534 milliárd érkezett meg. Közben az itthon tervezett kifizetések (a felpörgetett beruházási programok társfinanszírozása miatt) időarányosan kifejezetten jól haladtak, meghaladták az 1100 milliárd forintot. Így könnyen előfordulhat, hogy az idei évben az uniós fejlesztési programok a tervezettnél érdemben nagyobb lyukat ütnek a költségvetésben, becsléseink szerint akár az 1000 milliárd forintot is meghaladó (a GDP csaknem 2 százalékának megfelelő) hiányemelkedést okozhatnak. Az RRF elfogadása önmagában 312 milliárd forintnyi viszonylag rugalmasan elkölthető előlegre jogosítaná fel a magyar kormányt, a tét tehát nem kicsi.

2.2.2. Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői

A COVID-19 válság által kiváltott gazdasági visszaesés és a költségvetési hiány megugrása miatt tavaly megtört az adósságráta elmúlt években tapasztalt csökkenése. Az adósságráta 2020-ban a GDP közel 15 százalékával, a GDP 80 százaléka fölé emelkedett, és az adósság devizaaránya is emelkedett.

A kiugró mértékű adósságnövekedésben a ciklikus tényezők, valamint a laza fiskális politika mellett fontos szerepet játszott, hogy a kormányzat jelentős mértékben növelte finanszírozási tartalékait. A likviditási pufferek növelése hatékonyan mérsékli a válsággal összefüggésben megnövekedett finanszírozási kockázatokat, valamint részben mérsékelheti az idei állampapírkibocsátás mennyiségét.

14. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója



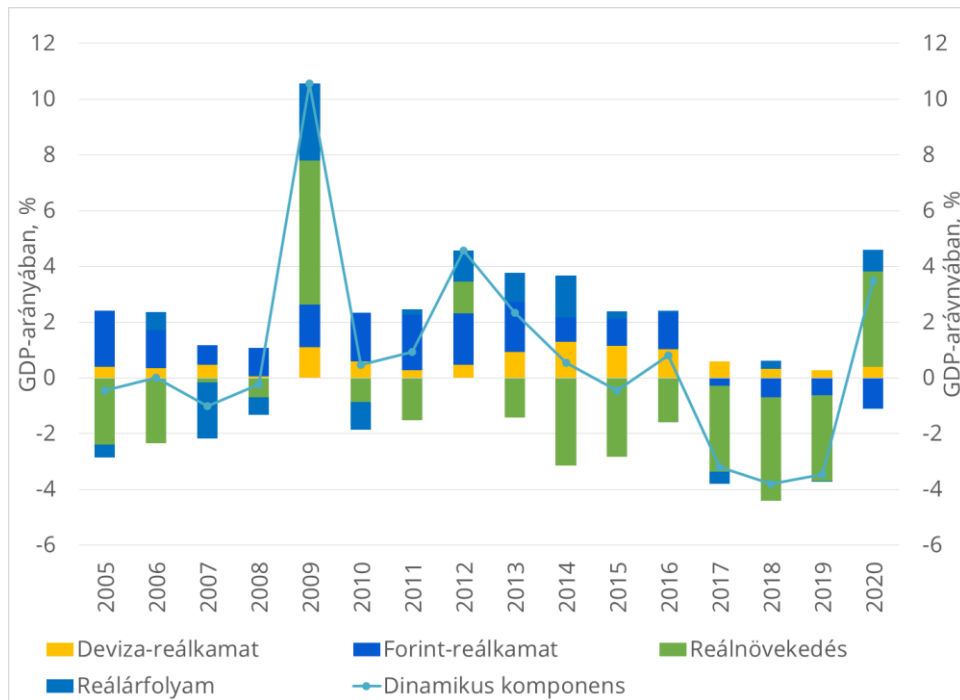
Forrás: KSH, OGREsearch számítás

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

Az adósságráta emelkedése döntő részben a költségvetés elsődleges hiányának növekedéséhez volt köthető: ez a tényező önmagában 5,7 százalékponttal növelte az adósságrátát. A GDP 3,5 százalékaival emelte az adósságrátát az ún. dinamikus komponens (vagyis a reálgazdasági teljesítmény, a reálkamat és a reálárfolyam alakulás együttes hatása), míg a pénzügyi tartalékok felhalmozása (a stock-flow és egyéb tételek) önmagában 5,7 százalékponttal magasabb adósságszinthez vezetett (14. ábra).

A dinamikus komponens tényezőit a 2008-ban kezdődő pénzügyi válsággal (amelynek hatása elsősorban 2009-ben tükröződik) összehasonlítva látható, hogy a COVID-19 sokkja finanszírozási szempontból egyértelműen kedvezőbb helyzetben érte a magyar gazdaságot. Az elmúlt évek alacsony inflációs és kamatkörnyezete, a devizaadósság csökkenése, illetve a kedvezőbb egyensúlyi helyzet következtében az adósság reálkamat-költsége tovább csökkent. Emellett a reálárfolyam gyengülés adósságnövelő hatása is lényegesen kisebb volt, mint 2008-ban (15. ábra).

15. ábra: A dinamikus* komponens

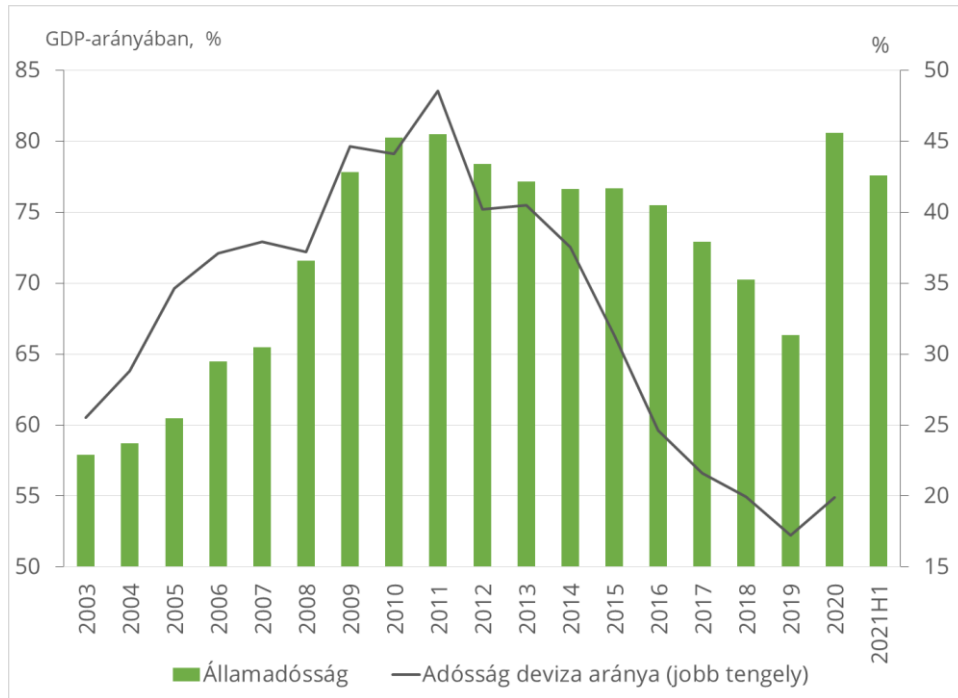


Forrás: KSH, OGRResearch számítás

**A dinamikus komponens azt mutatja meg, hogy a makrogazdasági tényezők (a reálkamat, a reálárfolyam és a reálnövekedés) a múltban felhalmozott adósságon keresztül milyen hatást gyakorolnak az adósságdinamikára.*

2021 első negyedében az államadósság minimálisan ugyan, de tovább emelkedett, míg a második negyedében az adósságráta – elsősorban a nominális GDP erőteljes emelkedése miatt – érdemben mérséklődött.

16. ábra: A maastrichti államadósság ráta és annak devizaaránya

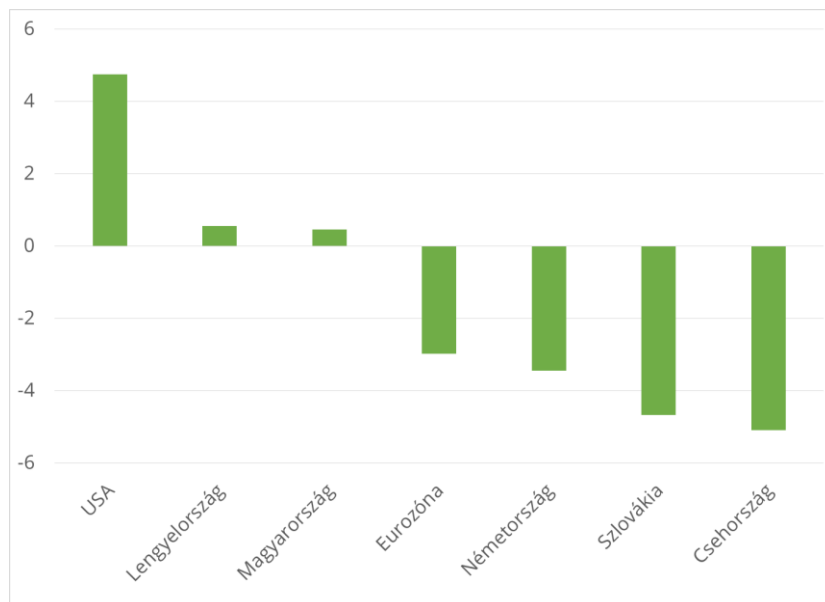


Forrás: ÁKK, OGR számítás

3. Meghatározó nemzetközi trendek

A világgazdaság az idei első negyedévben a vártnál jobban teljesített, és a második negyedéves előzetes adatok is támogatják az optimista hangulatot. Az expanzív fiskális politikák és a célzott korlátozások miatt a koronavírus járvány újabb hullámai kevésbé sújtják a gazdaságokat, az év elején kezdődő tömeges oltások pedig csökkentik az emberek egészségügyi kitettségét. A fejlettebb gazdaságok közül többen (például az USA) már meghaladják a válság előtti gazdasági teljesítményük szintjét (17. ábra).

17. ábra: Az idei második negyedéves GDP a válság előtti (2019 végén mért) szintjéhez képest



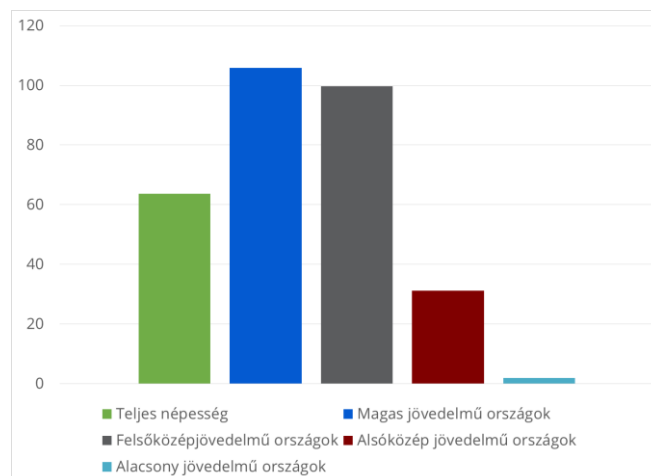
Forrás: Eurostat, FRED, KSH, Lengyel Statisztikai Hivatal

Ugyan a járvány a korábban vártnál tovább tart, azonban a gazdaságra gyakorolt hatása a tavalyi évhez képest jóval enyhébb, a korlátozások gyengébbek, így a világgazdaság növekedésnek indult. Ehhez a pozitív globális képhez az egyes országok nagyon különbözőképpen járulnak hozzá. Ahogy azt az idei első félév eredményei is mutatják, az egyes régiók egészségügyi és gazdasági válságból való felépülése nagymértékben függ az országok oltási kapacitásától és a fiskális élénkítő képességétől. Az első negyedévben például Európában volt a legnagyobb a fertőzés újabb hulláma, azonban az európai országok fiskális élénkítő csomagjai, a célzott lezárások és a megkezdett oltási programok következtében a harmadik hullám a vártnál és az első két hullámnál kisebb gazdasági visszaesést okozott. Az első negyedéves európai GDP közel azonos, minimálisan csökkenő teljesítményt mutatott az utolsó negyedévhez képest. A második negyedévtől kezdve a delta variáns súlyos globális fertőzést okozott. Az áprilisban, elsőként Indiában kirobbant variáns

rekordmagas, napi több mint 400 ezer esetszámú új fertőzöttel járt a délázsiai országban, miközben a régiós esetszámok is jelentősen növekedtek (például Tajvanban vagy Malajziában). Az új variáns eddig főleg a fejlődő országokat sújtotta, ahol az alacsonyabb átoltottság miatt lényegesen nagyobb egészségügyi problémát okozott. Mivel a kormányoknak szigorúbb korlátozásokat kellett bevezetni, a második negyedévben (főleg a dél-ázsiai régióban) a gazdasági felépülés számottevő megtorpanása várható, a gazdasági elemzők csökkentették a régiós növekedési előrejelzéseket.

Ahogy az a fentebbi példából látszik, az idei év első fele rávilágított arra, hogy komoly eltérés mutatkozik abban, hogy az országok milyen gyorsan tudják maguk mögött hagyni a járványt. A különbség egyik meghatározó eleme az oltási kapacitás. A 2021 elején induló tömeges oltások következtében a fejlett és feltörekvő országokban a lakosság átoltottsága jelentős: a magas és a közepesenél magasabb jövedelmű országokban a száz főre jutó oltások száma elérte a százat, ami azt jelenti, hogy átlagosan a lakosság közel ötven százalékát teljesen beoltották.⁵ Ezzel szemben a fejlődő országok átoltottsága nagyon alacsony: az alacsony jövedelmű országok csoportjában a száz főre jutó oltások száma még a kettőt sem éri el (18. ábra). A vakcinák egyenlőtlen elosztása várhatóan nem fog javulni, hiszen a fejlett országok tartalékaikat úgynevezett emlékeztető, harmadik oltásra használják. Mivel a vírus globális probléma, az újabb, ellenállóbb variánsok az oltottakat is veszélyeztethetik, ezért az alacsonyabb jövedelmű országok lassú oltakozása a fejlett országok egészségügye és gazdasága számára is kockázatot jelent.

18. ábra: A 100 főre jutó beadott oltások száma országcsoportok szerint



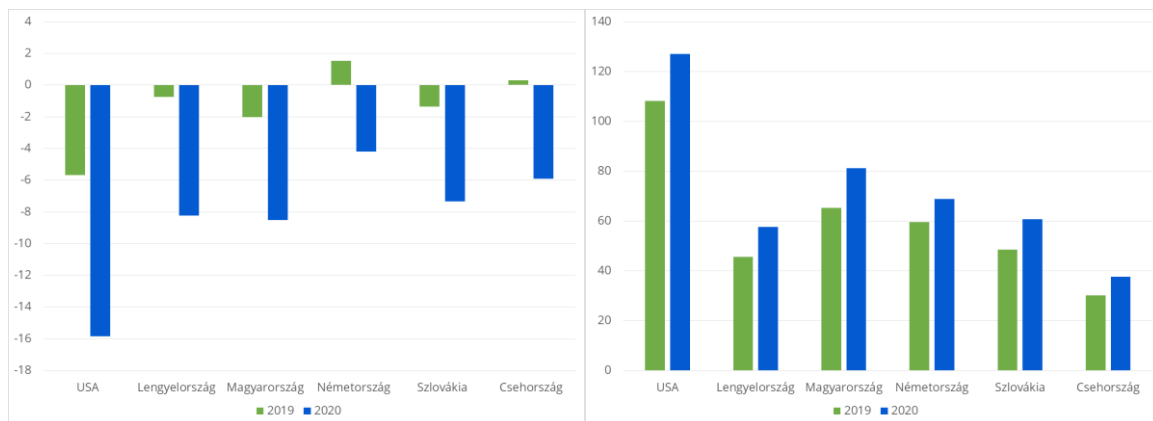
Forrás: ourworldindata.org

⁵ A legtöbb engedélyezett védőoltás kétkomponensű, vagyis a teljes védelemhez két oltás kell. Így ha egy országban a lakossággal közel azonos a beadott oltások száma, az közel 50 százalékos teljes átoltottságot jelent.

A járványból való gazdasági kilábalást az oltási kampányok mellett a jelentős fiskális élénkítő csomagok is segítik. A tavalyi évben a járványhoz köthető támogatások a világ teljes GDP-jének 15 százalékát tették ki, és nagyrészt a hirtelen jött válság és a szigorú lezárások hatásainak enyhítését célozták (például bértámogatással). Ettől némileg eltérően idén és jövőre a beruházások és a fogyasztás felpörgetése van a fókuszban. A fiskális támogatások következtében az államháztartási hiány és az adósság is jócskán emelkedett (19. ábra), míg a rendkívüli helyzetre való tekintettel a fiskális szabályok ideiglenesen lazultak (EU-s deficit és adósságszabályok 2022-ig felfüggesztésre kerültek).

Az országok közötti egyenlőtlen kapacitás a fiskális támogatások mértékében is tetten érhető, a teljes fiskális lazítás 85 százalékát tavaly a 27 fejlett országban költötték el. Idén és jövőre a fejlett és jobb pénzügyi helyzetben lévő feltörekvő országok szinte mindegyike expanzív fiskális politikát fog folytatni. Ezzel szemben: bár a nemzetközi szervezetek (élükön az IMF-fel) jelentős támogatást nyújtanak fejlődő országok számára, ezen országokban a gazdasági ösztönzés tere – az egészségügyi rendszer stabilitásának biztosítása és a magas adósságráta mellett – igencsak szűkös.

19. ábra: A GDP-arányos költségvetési hiány és államadósság az USA-ban és néhány uniós referenciaországban



Forrás: IMF

A koronavírus-járványból való kilábalás nem csak országok, de szektorok között is eltérő mintát mutat. Az ideai hullámok az ipari termelésben nem okoztak visszaesést, mivel a járvány miatti lezárások főleg a szolgáltató szektorra korlátozódtak, az országon belüli ipari termelés és az országok közötti kereskedelem szinte teljesen helyreállt. Ideiglenes kínálat-keresleti súrlódások ugyan hátráltatják a növekedést: a pandémia okozta változás a fogyasztói magatartásban (például az elektronikai termékek iránti megnövekedett kereslet) és a vártnál gyorsabb autóipari

fellendülés ideiglenes globális microchiphányt okoz, valamint a globális ellátási láncban kulcsfontosságú nemzetközi szállítások is lassabbnak bizonyulnak (részben az országok közötti korlátozások, részben a növekvő kereslet okozta kapacitáshiány, részben egyszeri sokkok, például a Szezi-csatornában történt márciusi fennakadás miatt). Bár az átmeneti nehézségek hátráltatják a növekedést, az ipari termelés így is meghaladja a koronavírus előtti szintet.

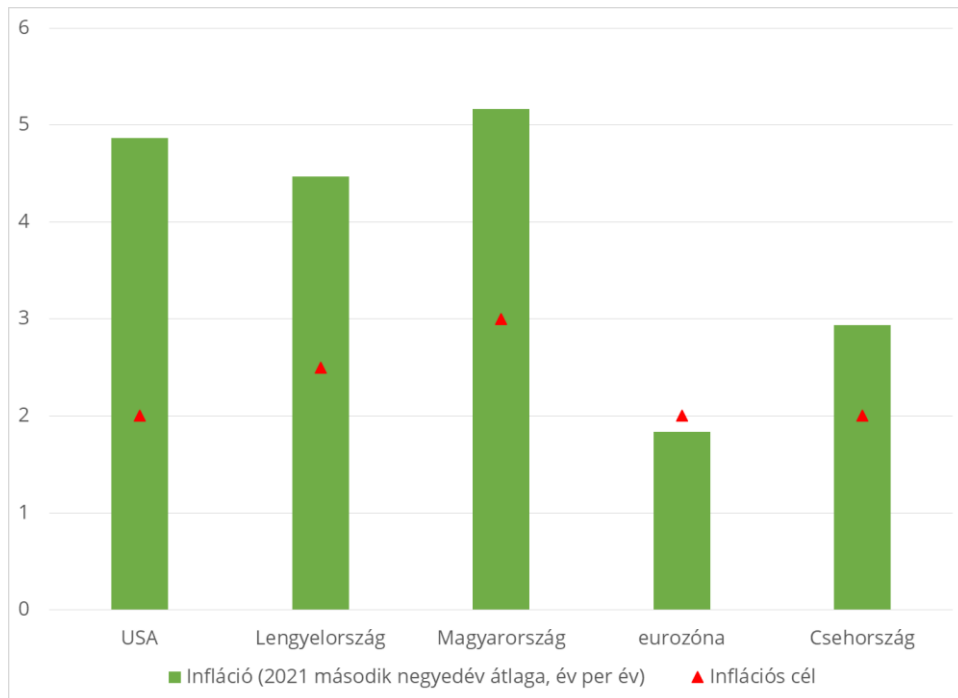
Ezzel szemben az szolgáltató szektor felépülése lassabb, a fennálló korlátozások ezt a szektort még negatívan érintik, és az emberek bizalma is lassabban épül vissza a nagyrészt személyes érintkezést igénylő szolgáltatások iránt. A szektoron belül a turizmus, azon belül is a nemzetközi turizmus és az üzleti utakhoz kötött turizmus felépülése lassabb, hiszen az országok közötti utazás költségei és kockázatai nőttek, az üzleti utazások jelentős részét pedig felváltották az online megoldások. A légi utazások idén júniusban több mint 30 százalékkal maradtak el a 2019 júniusi szinttől. Az országokon belüli turizmus fellendülése csak részben tudja kompenzálni a nemzetközi utazások elmaradását, így ugyan a turizmus és szabadidős tevékenységek globális bizalmi indexe javulásnak indult⁶, a szektor teljesítménye még mindig elmarad a koronavírus előtti szinttől. Várakozások szerint a nemzetközi turizmus leghamarabb 2024-ra jut majd vissza a pandémia előtti szintjére, ami komoly nehézséget okoz a külföldi turistákra építő országoknak.⁷

A koronavírus-járvány mellett a másik meghatározó globális gazdasági folyamat a növekvő infláció, azon belül is a nyersanyagárak rekordszintű emelkedése. A magas infláció, amely az országok többségében az inflációs cél felett alakul (20. ábra), várakozásunk szerint csak időszakos jelenség. Az áremelkedés jelentős részben a koronavírus járvány következménye: a korábban taglalt ideiglenes keresleti-kínálati súrlódások miatt kialakuló kapacitáshiány egyes termékek árát jelentősen növelte, emellett a gazdasági kilábalás és a fiskális élénkítő csomagok miatt a kereslet általánosan élénkül, melynek hatása megfigyelhető például az építőipari alapanyagok árának növekedésében is. A koronavírus hatása mellett számos kínálati sokk is hozzájárult az általánosan magas inflációhoz, melyet a következő bekezdésekben termékcsoportok szerint tárgyalunk.

⁶ Lásd <https://www.markiteconomics.com/Public/Home/PressRelease/86eee537d6674aea90c7664260e5ce32>

⁷ Lásd <https://www.unwto.org/taxonomy/term/347>

20. ábra: Az éves infláció elmúlt negyedévi alakulása és az inflációs cél az USA-ban, az eurózónában és egyes régiós országokban (százalék)



Forrás: *tradingeconomics.com, Eurostat*

Az élénkülő kereslet és a pozitív járványügyi kilátások miatt az olajár gyors korrigálásnak indult az év elején, amire az OPEC+ országok csak lassú kapacitásbővítéssel reagáltak. Így az olaj ára drasztikusan emelkedett, elérte a 76 dolláros hordónkénti árat is. Az olajtermelő országok termeléskorlátozó kvótarendszere még ma is érvényben van, és a várakozás szerint a kvótákat az országok csak fokozatosan vezetik majd ki, reagálva a kereslet élénkülésére. Ennek következtében az olajár várakozásunk szerint nem nő tovább, de magasan, 70 dolláros hordónkénti áron fog normalizálódni.

Kiemelkedően nagy áremelkedés figyelhető meg az élelmiszerek csoportjában is. A globális FAO árindex szerint az élelmiszerek ára 31 százalékkal magasabb volt júliusban az egy évvel ezelőtti szintnél. Az árrobbanás tavaly kezdődött, ahogy a lezárások következtében problémák léptek fel a globális ellátási láncban. Ugyan az ellátási lánc mára helyreállt, a növekedés az elmúlt időszakban még mindig jelentős volt, és csak az utóbbi hónapban mérséklődött. Egyrészt a növekvő (nagyraoszt kina) kereslet árfelhajtó erővel bír (amely tetten érhető például az étolaj árak emelkedésében), másrészt a rekordmagas inflációt az idei évben ideiglenes kínálati sokkok is táplálják. Ilyen sokk például a sertéspestis Kínában vagy a rendkívül kedvezőtlen időjárás Brazíliában és Oroszországban (az utóbbi országok visszaeső kínálatára drasztikus árnövekedést

okozott többek között a cukor, a kávé és a búza árában). Várakozásunk szerint az élelmiszerárak rövidtávon normalizálódni fognak, bár az idei év kedvezőtlen időjárási feltételei további inflációs kockázatot vetítenek előre.

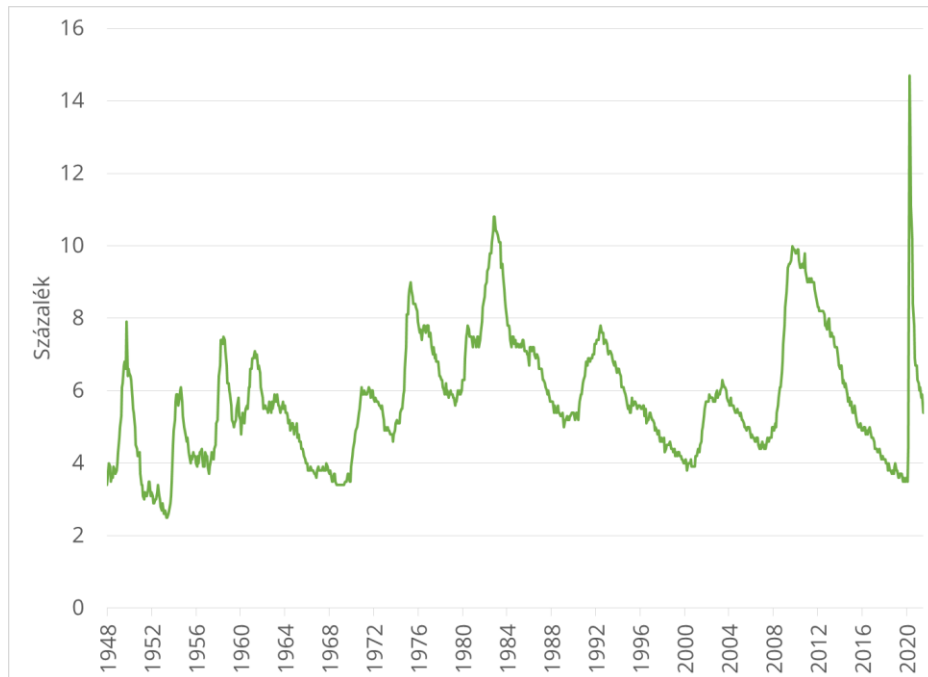
Az olaj és az élelmiszerek mellett az egyéb energiahordozók és a nemesfémek árában is drasztikus változás figyelhető meg. A képlet hasonló az élelmiszerárak változásához: az élénkülő kereslet mellett számos kínálati korlát is hozzájárul az árak meglódulásához: környezeti faktorok (például a vasérckitermelés problémái Brazíliában) vagy politikai tényezők (például Kína szénimport-embargója Ausztráliával szemben) is felfelé tolják az árakat. A globális gazdaság zöld átállása miatt a növekvő kereslet tartósan megnövelheti a kobalt és a réz piaci árát.

Egyes nyersanyagtermelő országoktól eltekintve a magas nyersanyag-infláció komoly nehézséget okoz a világban. Az élelmiszerek importjára szoruló, főleg fejlődő országokban a meglóduló infláció hátráltatja a válságból való kilábalást, míg a fejlett országokban a magas infláció az inflációs várakozások növekedésének kockázatával jár. Bár a vezető jegybankok hangsúlyozzák, hogy az inflációs hatások döntően átmenetiek, azonban a gyorsuló és cél fölé emelkedő infláció miatt számos jegybank folyamodott az elmúlt hónapokban kamatemeléshez, a monetáris politika szigorításához (például Oroszország, a kaukázusi és közép-ázsiai országok, Chile, Angola, Mexikó és olyan EU-s országok is, mint Csehország vagy Magyarország). A fejlett régió irányadó jegybankjainak (EKB, FED) a horgonyzott inflációs várakozások és az infláció időszakos jellege miatt nem volt (és várakozásunk szerint rövid távon nem is lesz) szüksége kamatemelésre.

Az Amerikai Egyesült Államok gazdasági teljesítménye a vártnál jobbnak bizonyult, az első félévben 3,1 százalékos növekedést ért el. A háztartások fogyasztása jelentősen nőtt, de a beruházások és az állami fogyasztás is bővült, nagyrészt mind a fiskális támogatásnak köszönhetően. A válságból való kilábalás a munkaerőpiacon is megfigyelhető, a munkanélküliség folyamatosan csökken (21. ábra), az idei évben várhatóan 5 százalék alá süllyed. A Biden-adminisztráció által kidolgozott fiskális csomag a nagyrészt már megvalósított rekordmértetű ösztönzőcsomag (American Rescue Plan, 2 milliárd dollár értékben) mellett tartalmaz egy infrastrukturális beruházásokat támogató csomagot is (Infrastructure Investment and Job Act, kb. 550 milliárd dollár értékben). Ráadásul az idei évben várhatóan további gazdaságösztönző intézkedések is elfogadásra kerülnek, így az idei és a következő évben az amerikai gazdaság gyors növekedésére számítunk. Ugyan a delta variáns miatt a fertőzések száma újabban gyors növekedésnek indult az országban, az átoltottság és a kiépült egészségügyi kapacitás miatt nem számítunk arra, hogy az újabb hullám komolyabb gazdasági vagy egészségügyi következménnyel járna. Az infláció az USA-ban is emelkedett, júliusban 5,4 százalékot ért el a tavalyi évhez képest. A FED – az inflációs célrendszerének első negyedévi módosításával összhangban – nem reagált az infláció átmeneti megugrására, azonban a gyors gazdasági fellendülés miatt a vártnál korábban

kezdheti el kivezetni az eszközvásárlási programot, illetve a korábban 2023-ra prognosztizált kamatemelés is a valamivel hamarabb következhet be.

21. ábra: Munkanélküliségi ráta az Amerikai Egyesült Államokban (százalék, havi adatok)

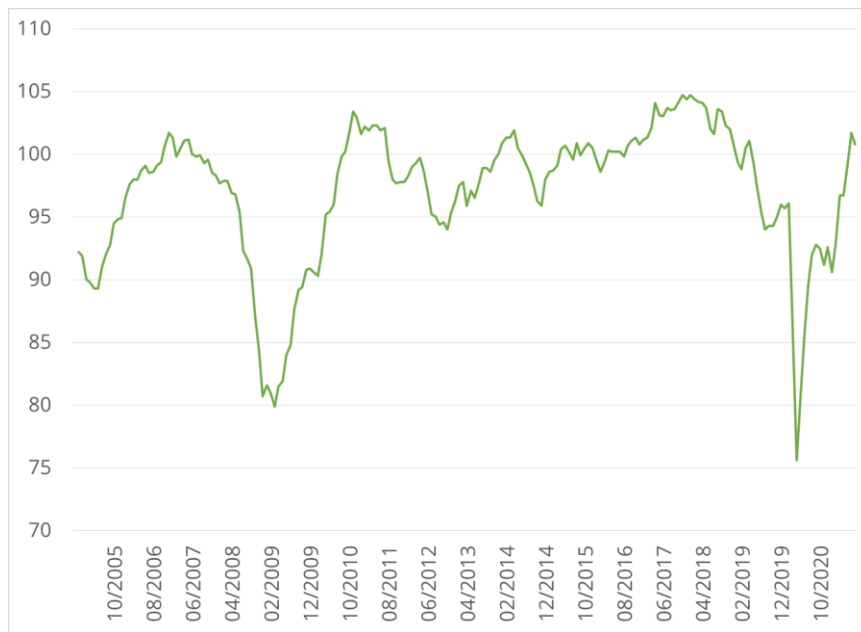


Forrás: Federal Reserve Bank of St. Louis

Az eurózána gazdasági felépülése az első negyedévben a járvány miatt megtorpant, a korlátozások miatt a magánfogyasztás visszaesett. A Eurozána GDP-je 2021 első negyedévében az azt megelőző negyedévhez képest marginálisan csökkent. Ez az eredmény pozitív meglepetés volt: a járvány súlyosságát tekintve komolyabb gazdasági visszaesésre számítottak az elemzők. A második negyedévben az előzetes adatok szerint az eurózána gazdasága jelentősen növekedett (2 százalékkal az előző negyedévhez, 13,7 százalékkal az előző év azonos negyedévéhez képest). A régiós hangulatot jól szemlélteti a német bizalmi index is, mely pozitívba fordult át júniusban (22. ábra). A fellendülés az élénkülő magánfogyasztásnak, az állami fogyasztásnak és a beruházások növekedésének köszönhető, amelyeket hasonlóan az USA-hoz az eurózánaiban is komoly fiskális támogatás hajt. A pozitív gazdasági kilátásokat nagymértékben meghatározza, hogy a fejlett eurózána tagállamok idén és nagyrészt jövőre is expanzív fiskális politikát terveznek, amit az idén induló közös gazdaságélénkítő alap is jelentősen támogat. Júniusban megtörtént az alap első hitelfelvételi művelete, majd augusztusban az első kifizetések is megkezdődtek (Portugália, Luxemburg, Belgium, Görögország, Spanyolország, Litvánia és Franciaország számára). Az Egyesült Államokhoz hasonlóan a delta variáns következtében a fertőzésszámok várhatóan Európában is megugranak majd, viszont az átoltottságnak köszönhetően itt sem

számítunk arra, hogy az újabb hullám komolyabb gazdasági következménnyel jár, így várhatóan a gazdasági teljesítmény még idén eléri a járvány előtti szintet. A monetáris politikában nem történt változás, az Európai Központi Bank az augusztusban közzétett felülvizsgálat során bejelentette, hogy nem változtat az inflációs célkövetés rendszerén. Rövidtávon ugyan az eurózónában is az infláció élénkülésére számítunk, az inflációs várakozások horganyzottak maradnak, így nem várható érdemi szigorítás az EKB-tól.

22. ábra: IFO német üzleti bizalmi index

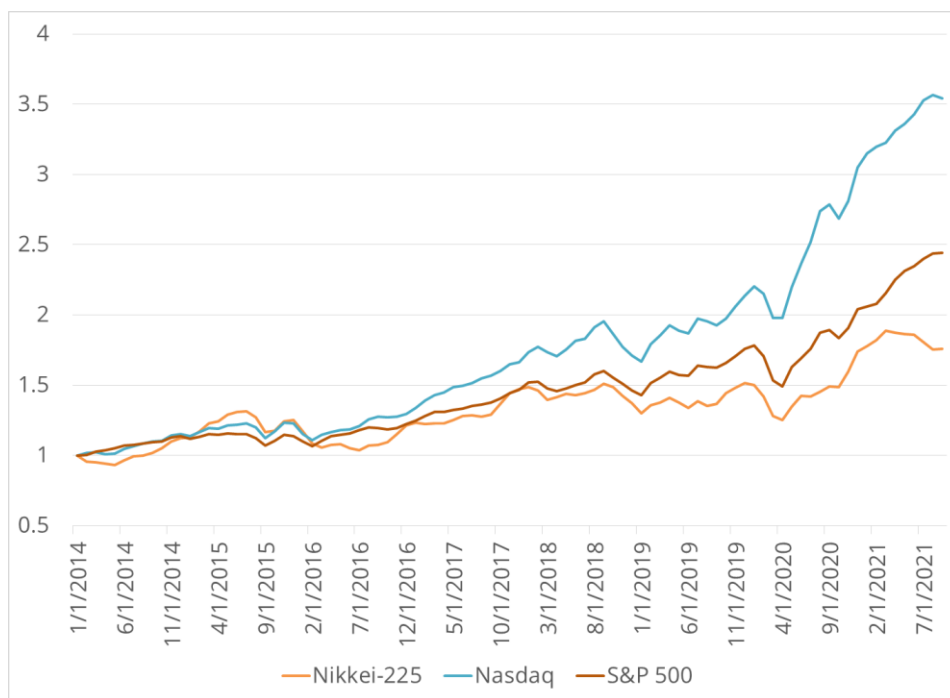


Forrás: Ifo Institute

Magyarázat: Index (2015=100, szezonálisan igazított adat), 100 fölötti érték optimista hangulatot jelent.

A pénzügyi piacokon a bizonytalanság mérséklődni látszik, és az országhoz tartozó felárak is csökkennek, azonban a felárak többsége még mindig magasabb a járvány előtti szintnél. Ez arra utal, hogy a befektetők beárzták a járvány kockázatait és hosszútávú negatív gazdasági következményét (például a tartósan magasabb adósságpályát és a költségvetési expanzió hosszú távú kockázatait). Általánosan elmondható, hogy a fiskális és monetáris ösztönzők következtében jelentős likviditásfelesleg van a pénzügyi piacokon. Ez a felesleg növeli a részvények iránti keresletet, így a részvénypiaci hozamok folyamatosan növekednek (23. ábra). A likviditás másik részét a rekordösszegű „kemény” valutában kibocsátott államkötvények szívják fel.

23. ábra: A vezető részvényindexek alakulása



Forrás: yahoo.com

4. Középtávú előrejelzésünk alappályája

Ebben a fejezetben bemutatjuk középtávú, 2031-ig tartó előrejelzésünk alappályáját. A később bemutatásra kerülő alternatív forgatókönyvekben azt elemezzük, hogy a nemzetközi környezettel kapcsolatos eltérő feltevések milyen hatást gyakorolnak a makrogazdasági és fiskális változókra az alappályához képest.

4.1. Külső feltevések

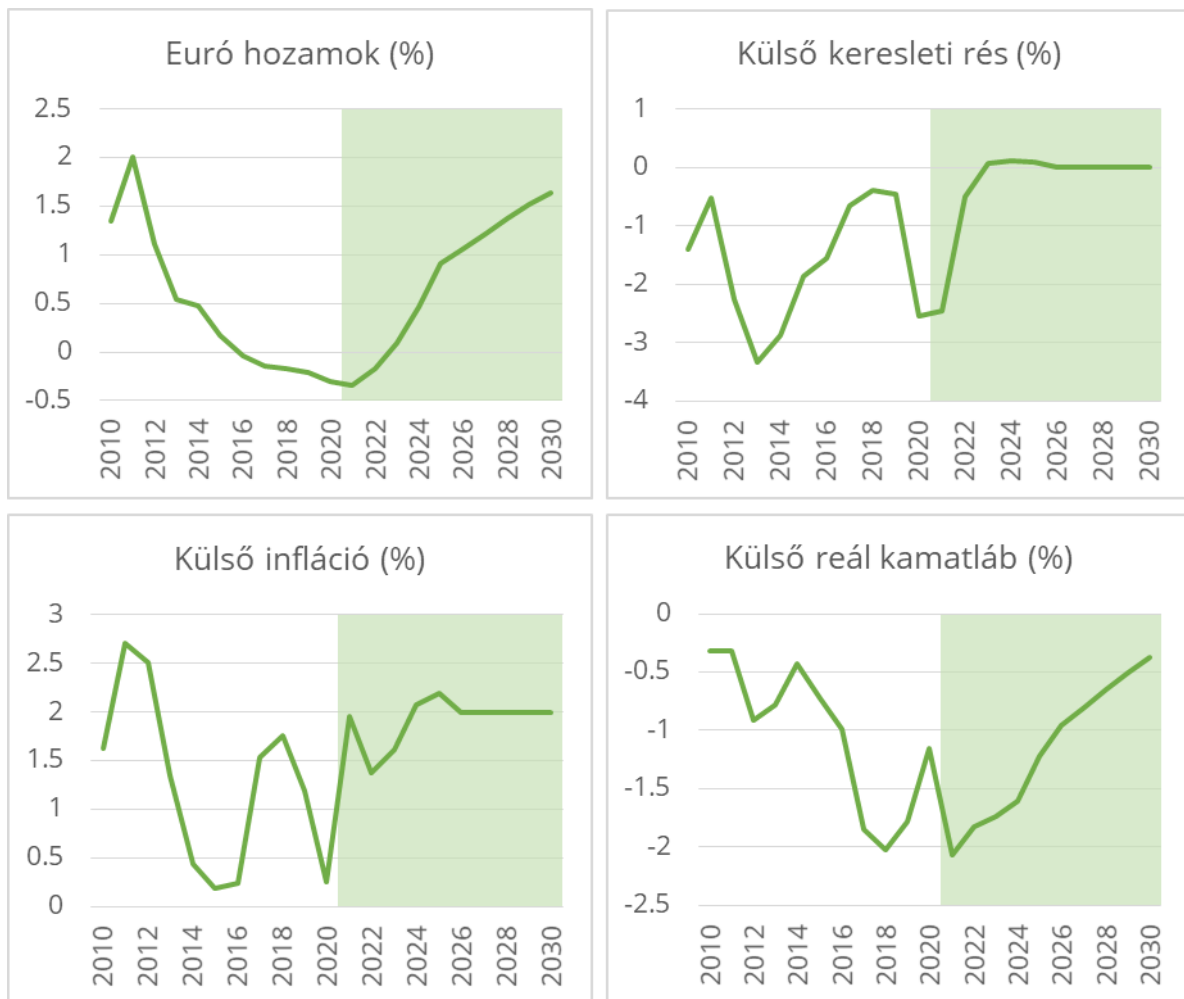
Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy az Európai Unió különösebb megrázkódtatás nélkül vészeli át a koronavírus negyedik hullámát, így az EU országokban az élet lassan visszatér a megszokott kerékvágásba, és újabb érdemi korlátozás nélkül folytatódik a gazdaságok helyreállása. A kilábalás ugyanakkor megítélésünk szerint fokozatosan következik be, mivel a jövedelem csökkenése és a bizonytalanság növekedése következtében a kereslet hosszabb távon elmarad a hosszú távú egyensúlyi szintjétől. Az eurozóna kilábalását emellett tovább lassíthatják az évek óta jelenlévő strukturális problémák, illetve az a tény, hogy számos ország (főként a nagy, déli gazdaságok) nem rendelkezik a válság érdemi enyhítéséhez szükséges fiskális mozgástérrel. Ráadásul pont azokban az országokban szűkösek a költségvetési források, amelyek amúgy is az átlagnál jobban építenek a járvány által leginkább sújtott szektorokra, a turizmusra és a vendéglátásra.

Azzal számolunk, hogy az euróövezet idén és jövőre is nagyjából hasonló dinamikával bővül. Az idénre várt 4,6 százalékos gazdasági növekedés mellett az euróövezet GDP-je 2021 végén is elmarad a járvány előtti szinttől. Így a 2020-ban elnyíló kibocsátási rés idén is jócskán negatív marad, és a GDP -2,5 százaléka körül alakul. A szolgáltató szektor teljeskörű újraindulására csak 2023-ban számítunk, és ekkorra várjuk azt is, hogy helyreáll a kapacitások kihasználása is (vagyis zárul a kibocsátási rés). Ezt követően a külső keresletünk stabil – az euróövezet potenciális növekedésének megfelelő – bővülésére számítunk.

Idén az euróövezetben is emelkedik az infláció, és megközelíti az Európai Központi Bank (EKB) 2 százalékos célját. Az infláció azonban átmenetinek bizonyul, mivel a számottevő kihasználatlan kapacitások (a laza munkapiac) mellett az átmeneti globális nyersanyagár-nyomás hatása hamar elmúlik, másodkörös inflációs hatásokra nem számítunk. Jövőre ismét jóval a cél alá süllyed az euróövezet inflációja, és csak a kibocsátási rés záródását követően, az évtized közepétől horgonyozódik le a 2 százalékon. Így az EKB kommunikációjával összhangban arra számítunk, hogy 2022 végéig fennmaradnak a jelenlegi laza monetáris kondíciók, az EKB nulla közeli szinten tartja

az irányadó kamatot (24. ábra). Előrejelzésünk szerint a monetáris szigorítás 2023-ban kezdődhet meg, és fokozatosan megy majd végbe. A lassan normalizálódó nominális kamatszint mellett a reálkamatok a következő évtizedben végig negatív tartományban maradnak.

24. ábra: az alappálya külső feltevései



Forrás: OGRsearch

Megjegyzés: A modellben a külső feltevések az euroövezetre vonatkoznak.

Az élénkülő kereslet és a pozitív járványügyi kilátások miatt az olajár gyors emelkedésnek indult az év elején, melyre az OPEC+ országok csak lassú kapacitásbővítéssel reagáltak. Az olajtermelő országok termeléskorlátozó kvótarendszere még mindig érvényben van, és a várakozás szerint a kvótákat csak fokozatosan vezetik majd ki, így az kereslet élénkülésével olajár magasan, 65-70 dolláros hordónkénti áron fog megállapodni. Így a legfontosabb globális termelési tényező oldaláról érdemi inflációs nyomásra az előrejelzési horizonton nem számítunk.

4.2. A hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A második negyedévben a magyar gazdaság teljesítménye 17,9 százalékkal múlta felül az egy évvel korábbi (a koronavírus-járvány okozta mélypontot jelentő) szintet. Az előretekintő indikátorok (bizalmi indexek, rendelésállományról szóló adatok) is inkább pozitív képet festenek. A GKI konjunktúraindexe 2021 júliusára visszatért a tavaly év eleji (a járvány előtti) szintre, ami elsősorban az üzleti bizalom töretlen emelkedésére vezethető vissza.⁸ A vállalati szektoron belül is elsősorban az exportra termelő ipar kilátásai fényesek, mivel külkereskedelmi partnerienk importigényes ágazataiban dinamikusan nőnek a megrendelések. Ráadásul az elmúlt évek feldolgozóipari kapacitásbővítései is lassan termőre fordulnak. Némiképp nehezebb helyzetben vannak a szolgáltató ágazatok, amelyekben a helyreállítás lassabb lesz. Összességében arra számítunk azonban, hogy az idei évben az uniós és a régiós átlagot messze meghaladó mértékben, 5,8 százalékkal bővül a gazdaság.

A járvány hatásának lecsengése után is fennmarad a magyar gazdaság dinamikus bővülése, amelyhez a külső kereslet mellett a belső tételek felfutása is hozzájárul. Jövőre a munkakereslet gyors konszolidációja és a már bejelentett költségvetési intézkedések (különösen a gyerekes családok SZJA-visszatérítése) magasan tartja a lakossági jövedelmek növekedését, így erős impulzust ad a fogyasztás bővüléséhez. Másrészt: a vállalati elképzeléseket szondázó felmérések (MNB Konjunktúraindex) arra utalnak, hogy emelkedik a beruházást tervező vállalatok aránya, így jövőre a – tartósan magas állami beruházási ráta mellett – a vállalati beruházások is támogatják a növekedést. A következő tíz évben a magyar gazdaság átlagosan évi 3 százalékkal nő, és az évtized végére a hosszú távú potenciális szintjének megfelelő 2,8 százalékon stabilizálódik.

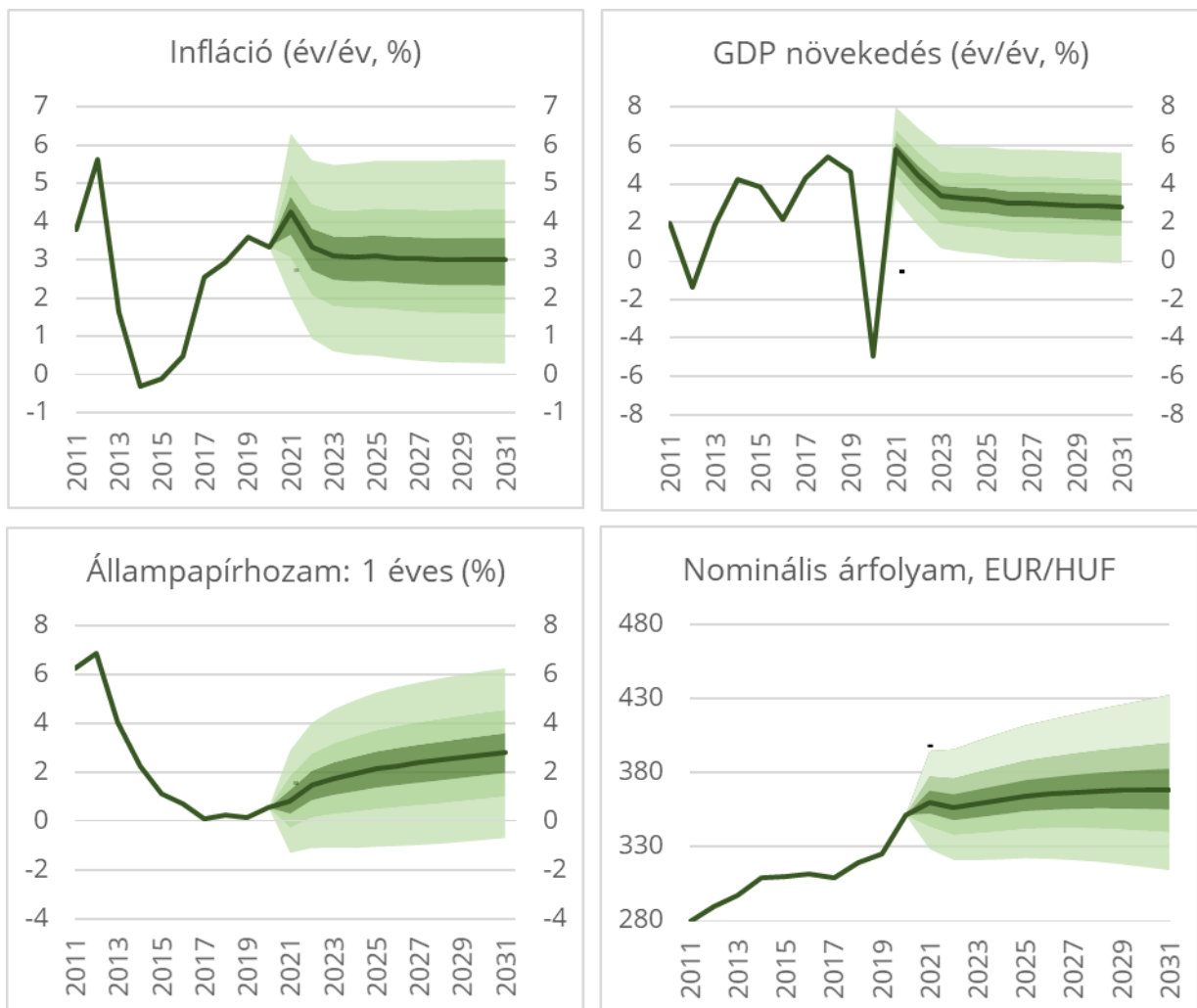
A középtávú reálgazdasági pálya szempontjából kulcsfontosságú, hogy mit gondolunk a magyar gazdaság potenciális növekedéséről. Előrejelzésünkben azt tesszük fel, hogy a potenciális növekedés a következő évtizedben nem éri el a járvány előtti évek magas ütemét. Egyrészt a 2020-2027-es uniós költségvetési ciklus kisebb keretösszege miatt az uniós transzferek beáramlása mérséklődni fog. A magánszektor kapacitásbővítési ütemének növekedése ugyan részben ellensúlyozhatja a kiesést, de a potenciális növekedési ütem érdemi emelkedéséhez ez nem elegendő. Másrészt, az elmúlt évek növekedésének fontos tényezője a munkaerő-piaci tartalékok kiaknázása volt. A tartalékok azonban hamarosan kimerülnek. A közmunkaprogram további leépítésével és a nők, illetve a hátrányos helyzetű régiók foglalkoztatási rátájának növelésével ugyan még van tér némi bővülésre, ez azonban messze elmarad a korábbi lehetőségektől. Az alacsony kockázati prémium és reálkamat szint mellett a tőkeköltségek csökkenésére sem látunk teret. A fenti tényezőket valamelyest ellensúlyozhatja a termelékenység bővülése, de a termelékenység elmúlt években megfigyelt alakulása és a jelenlegi beruházási folyamatok alapján nem számítunk arra, hogy ez ellensúlyozhatná a csökkenő uniós transzferbeáramlás hatását.

⁸ Lásd <https://www.gki.hu/vizzu/eng/vizzuplayer.html?slide=10>

A nyersanyagárak világszintű emelkedése és a hazai belső kereslet meglódulása 2021-ben az infláció érdemi emelkedéséhez vezet. Arra számítunk, hogy az idei infláció a jegybanki toleranciasáv felső szélét is meghaladja, és 4,3 százalékig emelkedik. A globális inflációs nyomás enyhülésével és a megkezdett kamatemelési ciklussal összhangban jövőre az infláció korrekciójára számítunk. Az áremelkedés üteme az előrejelzési horizont végéig a jegybanki célnak megfelelően alakul majd, miközben az MNB követi a nagy jegybankok fokozatos kamatemelését.

A következő évben érdemben változik a magyar gazdaságpolitikai mix. Az MNB az idei év közepétől három lépésben is emelte az irányadó kamatot, majd augusztusban az eszközvásárlási programjának lassú kivezetéséről is döntött. Az inflációs kockázatokra a nemkonvencionális eszköztár leépítésével és klasszikus monetáris szigorítással reagáló jegybank – mandátumával összhangban – fékezi a kereslet további élénkülését, miközben a fiskális politika a potenciálistól elmaradó reálgazdasági teljesítményre továbbra is erős lazítással reagál. Arra számítunk, hogy a gazdaságpolitika ezen kettőssége a következő években is fennmarad. A jegybanki állampapírvásárlások fokozatos leépítése és az irányadó kamat emelése is drágítja az államadósság finanszírozását.

25. ábra: az alappálya főbb makrováltozói



Forrás: OGREsearch

4.3. Költségvetési folyamatok

A kormány a 2021-es költségvetési törvény májusban elfogadott módosítása alapján idénre 7,5 százalékos GDP-arányos hiányt tervez. Bár az idei évre vonatkozó makrogazdasági előrejelzésünk a módosított költségvetési törvényben szereplő peremfeltételeknél kedvezőbben alakul (ami önmagában magasabb adóbevételeket jelent, így akár alacsonyabb deficitet is lehetővé tenne), azzal számolunk, hogy a kiadások a tervezett hiánycélhoz igazodnak. Így 2021-re a mi előrejelzésünkben is az elfogadott hiánycéllal gyakorlatilag megegyező költségvetési hiány szerepel.

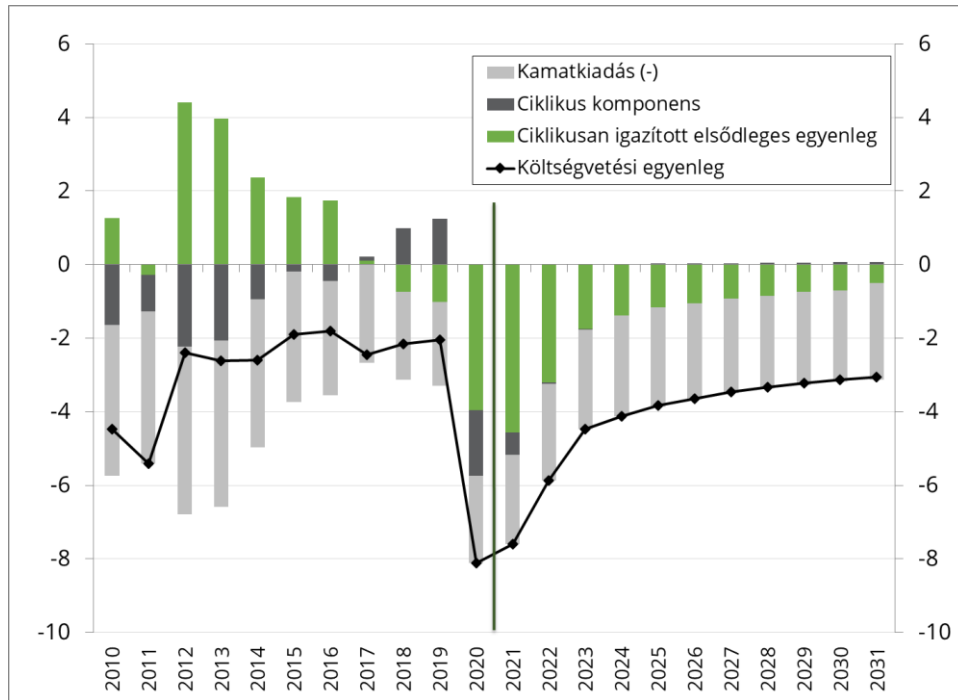
A költségvetési törvény módosítása egyrészt meghosszabbította a veszélyhelyzetet (így továbbra is érvényben maradt számos ezzel összefüggő intézkedés), másrészt új intézkedéseket jelentett be, amelyek az egészségügyi kiadásokon túlmenően a gazdaság újraindítását célozzák. A legfontosabb gazdaságélénkítő tételek a következők: a kormányzati beruházási kiadások érdemi emelése, a lakossági beruházási kiadások támogatása az Otthonfelújítási Program keretében, a lakosság jövedelmi helyzetét javító intézkedések (13. havi nyugdíj visszaépítése, átmeneti adókönyítések), valamint a járvány által leginkább sújtott vállalatok helyzetének könnyítése (ágazati bértámogatásra jogosultak körének többszöri kiterjesztése és meghosszabbítása, a veszélyhelyzeti korlátozásokkal érintett mikrovállalkozások és önfoglalkoztatók egyszeri bértámogatása). Ezek az intézkedések összességében azt jelentik, hogy a költségvetés ciklikusan igazított elsődleges hiánya a tavalyi kiengedés után még tovább, a GDP 0,6 százalékával emelkedik, vagyis a magyar költségvetési politika idén is erősen laza marad.

Mivel az idén jelentősen javult a gazdaság konjunkturális helyzete, a gazdaság ciklikus helyzetével összefüggő kiadások (jellemzően a munkanélküli járadékok) és bevételek (elsősorban az adók) egyenlege, azaz a *költségvetés ciklikus komponense* becslésünk szerint a GDP mintegy 1,2 százalékával javítja a költségvetés egyenlegét 2021-ben. Az enyhén emelkedő hozamkörnyezetben a kamatkidadások a GDP arányában némiképp emelkednek, ám becslésünk szerint a 2020-as GDP-arányos 2,4 százalékos szintről nem mozdulnak el érdemben.

Előrejelzésünk szerint 2022-re a gazdaság visszatér a potenciális szintjére, a negatív kibocsátási rés záródik, így a ciklikus komponens is „eltűnik”. Emellett azt feltételezzük, hogy a kormány 2022-ben csökkenti a fiskális kiengedés mértékét, így a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg a GDP 1,4 százalékával csökken. Az elmúlt évek tapasztalatainak megfelelően azt tesszük fel, hogy a 2022. évi költségvetési törvényben előirányzott 5,9 százalékos hiánycél teljesülni fog, még ha az előirányzatban szereplőnél várhatóan jobb makropálya a deficit erőteljesebb csökkentését is lehetővé tenné. Már csak azért is, mert a törvény elfogadása után született döntés a gyerekes

családok 2021-es szja-befizetéseinek 2022. elejére tervezett visszautalásáról, ami önmagában a GDP 1 százalékkal rontja a költségvetés egyenlegét. Szintén jövőre tervezi a kormány a szociális hozzájárulási adó 0,5 százalékpontos csökkentését és a szakképzési hozzájárulás eltörlését.

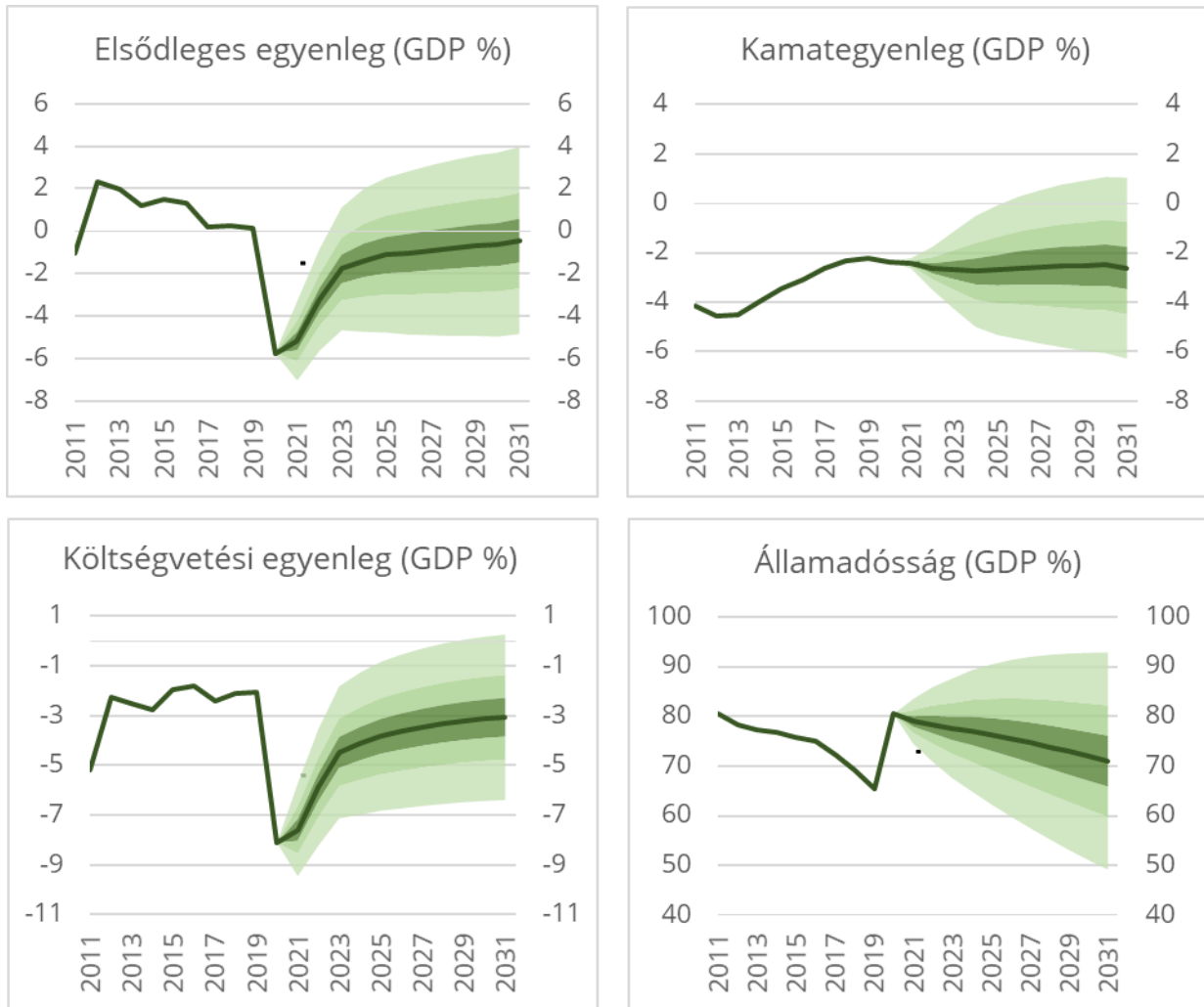
26. ábra: Költségvetési hiánymutatók az alappálya mentén (GDP arányában, százalékában)



Forrás: OGREsearch

Középtávon, a 2023-2031 időszakban azt feltételezzük, hogy fennmarad az óvatos költségvetési politika, így ugyan lassuló ütemben, de folytatódik a ciklikusan igazított hiány csökkenése. A ciklikus folyamatok 2023-tól már nem segítik a hiány csökkentését. A GDP-arányos kamatkiadások ugyanakkor már enyhén emelkednek, mivel az adósság átárazódásával az implicit kamatköltség már növekszik, amit nem tud teljes mértékben ellensúlyozni az államadósság csökkenéséhez köthető kamatmegtakarítás.

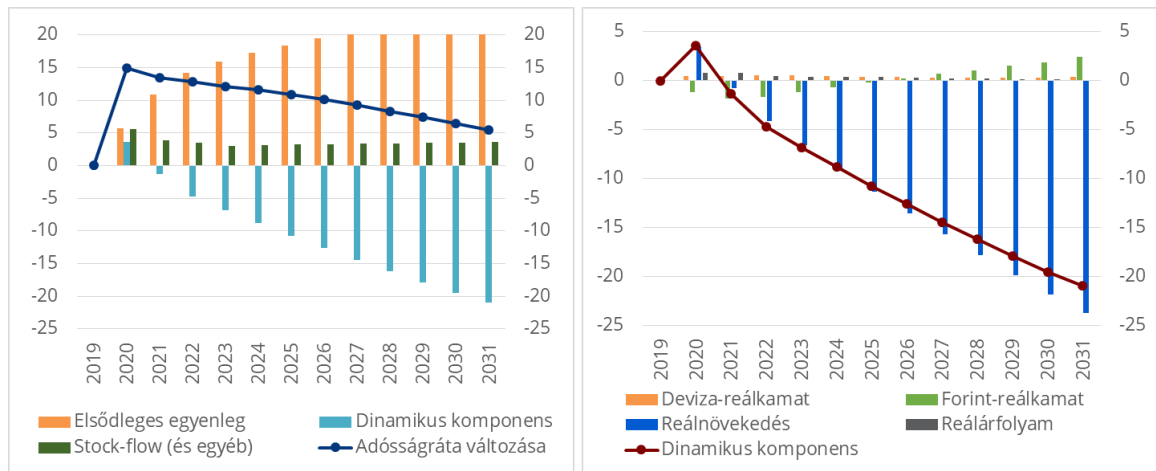
27. ábra: költségvetési mutatók az alappálya mentén



Forrás: OGRsearch

A fenti folyamatok eredményeképpen a költségvetési hiány az előrejelzési horizonton végig csökken, de csak az évtized végén megy a maastrichti 3 százalékos küszöbérték alá. Emellett a strukturális hiány az előrejelzés teljes időtávján meghaladja majd az Európai Bizottság szabályrendszere által kitűzött 1 százalékos célértéket.

28. ábra: a GDP arányos államadósság változásának dekompozíciója (2019-től kumulált változások, százalékpont)

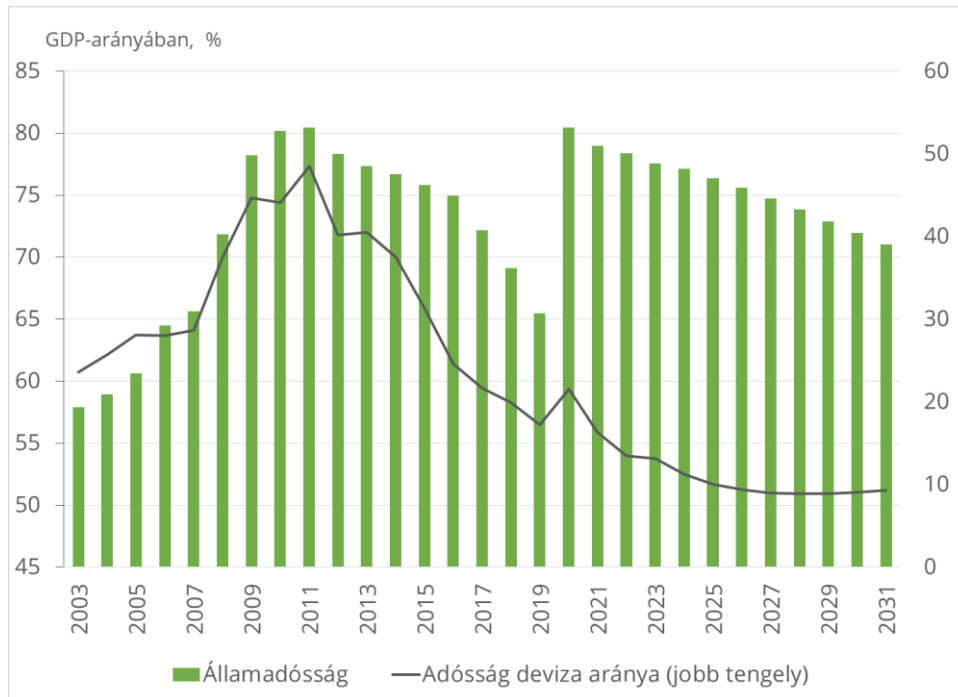


Forrás: OGREsearch

A makrogazdasági és a fiskális folyamatok eredőjeként az államadósság GDP-arányos rátája a 2020. évi megugrást követően folyamatosan csökken, és idén 79 százalék körül alakul.⁹ Az előrejelzési horizont végére a GDP-arányos államadósság még mindig 70 százalék körül alakul. A lassú költségvetési konszolidáció miatt az elsődleges egyenleg (bár egyre csökkenő mértékben, de) a teljes előrejelzési horizonton felfelé húzza és (a válság előtti szinthez képest) önmagában mintegy 20 százalékponttal növeli az adósságrátát. Az idei évtől azonban az ún. dinamikus komponens (vagyis a makropálya által meghatározott tényezők összessége) lefelé húzza az adósságrátát, és az előrejelzési horizont második felében már a makrotényezők kumulált hatása dominálja az adósságdinamikát. A reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés hármas kumulált adósságcsökkentő hatása a GDP 21 százaléka körül alakulhat (28. ábra). Ezek közül a legnagyobb hatása a masszív reálnövekedésnek van: az átlagosan évi 3 százalék körüli GDP-bővülés önmagában csaknem 24 százalékkal csökkenti az adósságpályát. Az emelkedő hozamkörnyezetben az adósság átlagos finanszírozási költsége, azaz az implicit reálkamat enyhén emelkedik, de historikus viszonylatban továbbra is alacsony marad. Az adósságra fizetett reálkamat kumulált adósságnövelő hatása az előrejelzési horizonton a GDP 2,4 százalékát teszi ki.

⁹ Ahogy azt a 2.2.2. fejezetben bemutattuk, az államadósság az első félévben a devizakötvények törlesztése és az árfolyam erősödése miatt csökkent, viszont az év további részében enyhe emelkedést várunk. Feltételezésünk szerint az ÁKK elővigyázatos marad és a kedvezőtlenebb finanszírozási környezetben fenntartja a magas likviditási tartalékot.

29. ábra: Államadósság és annak devizaaránya



Forrás: OGREsearch

Feltevésünk szerint az Államadósság Kezelő Központ (a tavalyi megugrást követően) folytatja a külföldi finanszírozás csökkentésére vonatkozó stratégiai célkitűzésének megvalósítását. Így az elkövetkező években az devizaadósság arányának folytatódó csökkenésére számítunk. Az adósság devizaaránya az előrejelzésünk szerint az évtized második felében 10 százalék körül stabilizálódik.

5. Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra

Ebben a fejezetben részletesen bemutatjuk, hogy az általunk legfontosabbnak tartott három világgazdasági forgatókönyvnek milyen hatása lehet a hazai makrogazdasági, valamint fiskális folyamatokra. Az első forgatókönyvben azt tesszük fel, hogy a járvány következő, negyedik hulláma a vártnál erősebbnek bizonyul, és újabb lezárásokat kényszerít ki szerte a világban. A második forgatókönyvben azt képzeljük el, hogy a globális nyersanyagárak nem fordulnak vissza, és tartósan magas inflációs nyomást jelentenek. A harmadik forgatókönyvben pedig azzal a gondolat kísérlettel foglalkozunk, amelyben a magyar gazdaság külső finanszírozása érdemben megdrágul, például egy elhúzódó, elmérgesedő uniós konfliktus miatt.

5.1. Negyedik járványhullám globális lezárásokkal

A piaci és gazdaságpolitikai szereplők döntő többségéhez hasonlóan mi is azzal feltevéssel éltünk az alappályában, hogy a vírus újabb hullámai kontrollálhatók maradnak, és hogy a kormányok nem élnek újra a drasztikus lezárás eszközével. Miközben az alappálya mögötti feltevések viszonylag nagy szakmai konszenzust tükröznek, gyakorlatilag minden előrejelzés kiemelten kezeli a koronavírussal kapcsolatos kockázatokat. Az első alternatív forgatókönyvben azt tesszük fel, hogy a járvány következő, negyedik hulláma a vártnál erősebbnek bizonyul (több lesz a fertőzött és a haláleset, így veszélybe kerül az egészségügyi rendszer működésképesége), így a döntéshozók világszerte újabb korlátozásokat, időszakos lezárásokat vezetnek be. Ezen a pályán azzal számolunk, hogy 2022-ben újabb ciklikus visszaesés fékezi majd a világgazdaságot, amely a termelőkapacitások átmeneti leépülése miatt a hosszú távú növekedési kilátásokat is némiképp rontja. Azzal számolunk ugyanakkor, hogy a következő hullámnak a gazdaság működésére csak enyhébb hatása lesz, mert a védekezés már építhet az első hullám tapasztalataira, és a gazdasági szereplők nagyobb fokú alkalmazkodására.

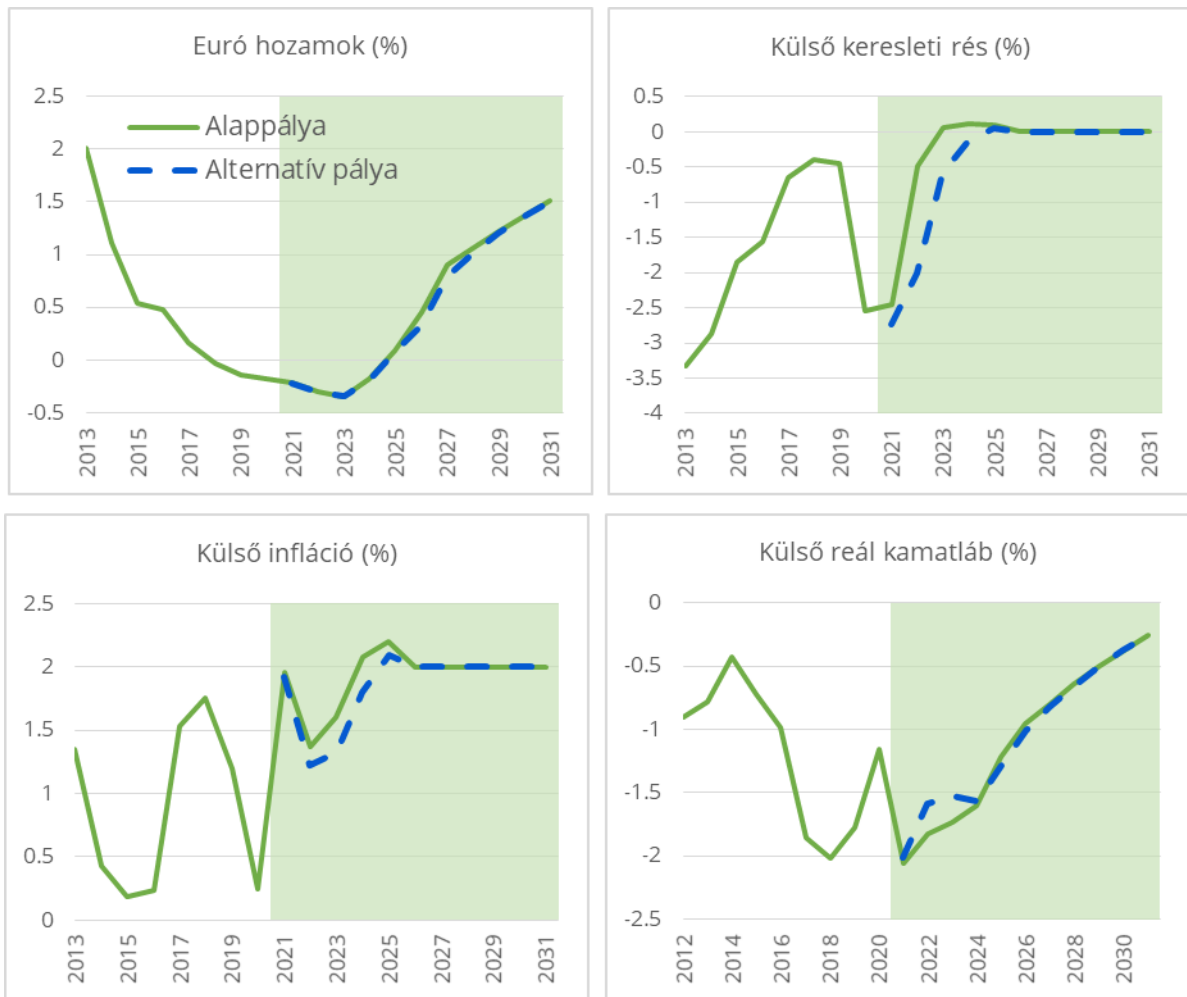
Ez a scenárió a világon mindenhol, így természetesen nálunk is, rontja a növekedési és a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatos kilátásokat is. A hatások azonban nem drámaiak, elsősorban azért nem, mert a második hullámot is átmenetinek képzeljük el, ami döntően a gazdaság ciklikus működését befolyásolja.

5.1.1. Külső feltevések

A járvány negyedik hullámának közvetlen gazdasági hatása az, hogy a külső kereslet átmenetileg elmarad az alappályában feltételezett szintjétől. Ebben a scenárióban az euroövezet némiképp hosszabb ideig marad recesszióban, miközben a termelőkapacitások átmeneti leépülése következtében a hosszabb távú növekedési kilátások is valamivel kedvezőtlenebbé válnak. Az átmenetileg kedvezőtlenebb ciklikus helyzet az alappályában szereplőnél alacsonyabb euroövezeti inflációhoz és a hozamok lassabb emelkedéséhez vezet. Ebben a forgatókönyvben az EKB mindent megtesz a recesszió enyhítése és a deflációs kockázatok kivédése érdekében, de az

eszköztára a már eleve alacsony irányadó kamatszint és a jelentős mértékű likviditásbővítés következtében rövidtávon igen korlátozott (30. ábra). A monetáris politikai eszközök korlátossága mellett az euroövezeti országok költségvetési politikai mozgástere sem hagy teret jelentős mértékű lazításra.

30. ábra: Súlyos negyedik hullám: külső feltevések

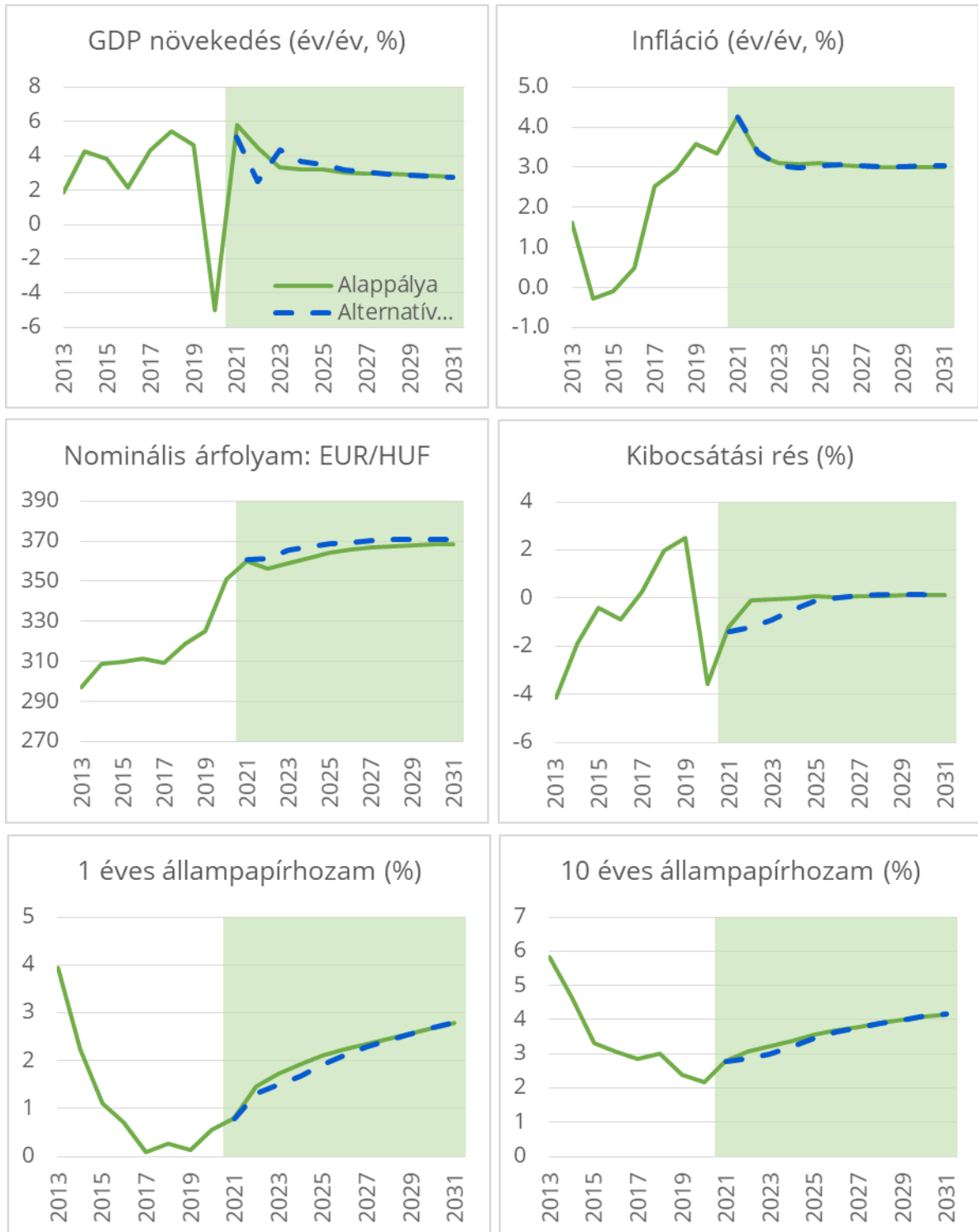


Forrás: OGREsearch

5.1.2. A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás

A magyar gazdasági teljesítmény átmenetileg gyengébb a külső kereslet újbóli visszaesése miatt. Ezen túl a rosszabb ciklikus pozíció átmenetileg a hazai potenciális növekedés mérséklődésében is érezteti hatását. A kereslet csökkenése miatt a hazai infláció is alacsonyabb, amire a magyar jegybank az alappályához képest alacsonyabb kamatszinttel reagál. A csökkenő kamatkülönbség miatt a forint átmenetileg gyengül az alappályához képest (31. ábra).

31. ábra: Súlyos negyedik hullám: főbb hazai makrogazdasági változók

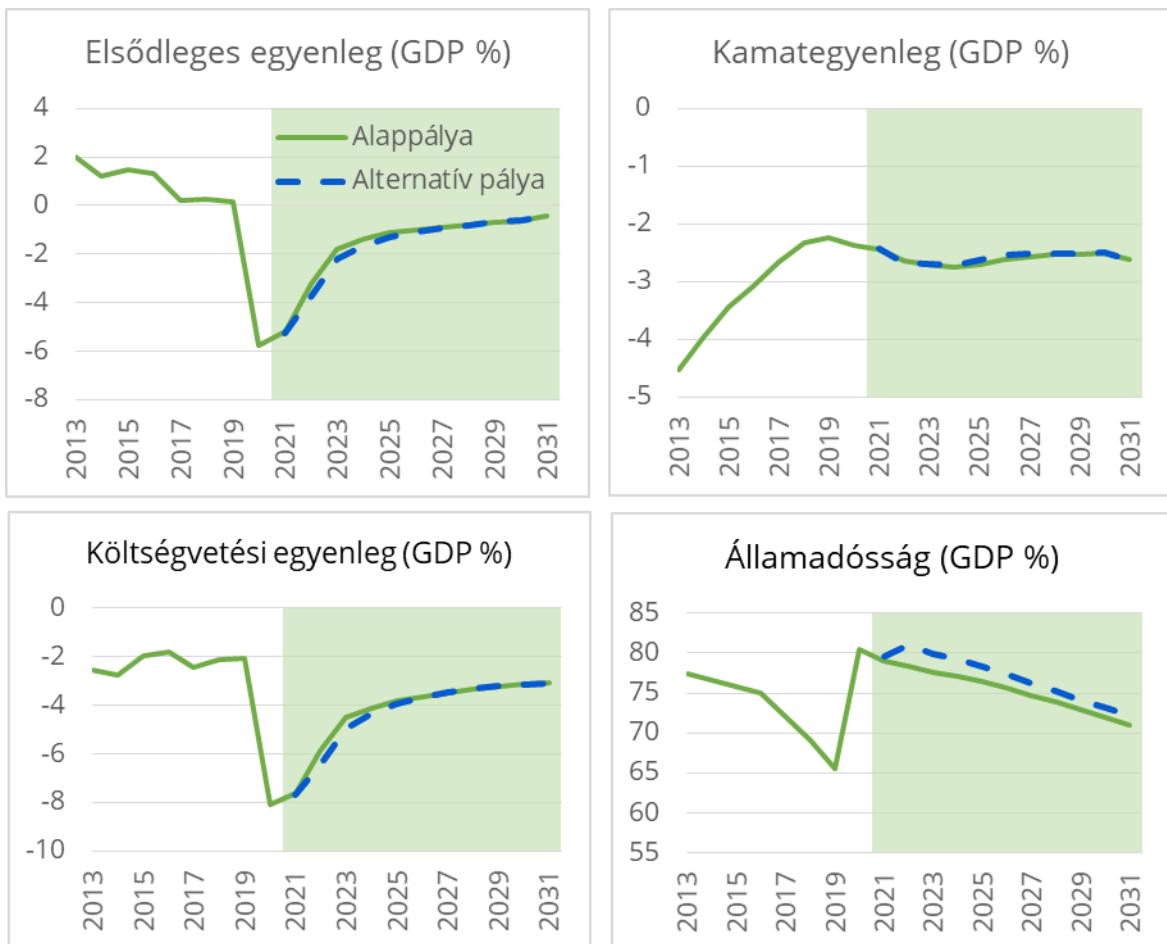


Forrás: OGRsearch

Az elsődleges költségvetési hiány ebben a forgatókönyvben átmenetileg meghaladja az alappályában előrejelzett szintet. Az eltérést elsősorban a ciklikus pozíció romlása, azaz a lassabb növekedésből eredő átmeneti bevételkiesés okozza. A kibocsátási rés zárulásával az elsődleges

egyenleg javul, és 2026-ra visszatér az alappályához. A kamatkidások nem térnek el érdemben az alappályában jelzettől. Így a költségvetési hiány 2022-ben még a GDP 6 százaléka felett alakul, ami újra 80 százalék fölé emeli a GDP-arányos államadósságot (32. ábra).

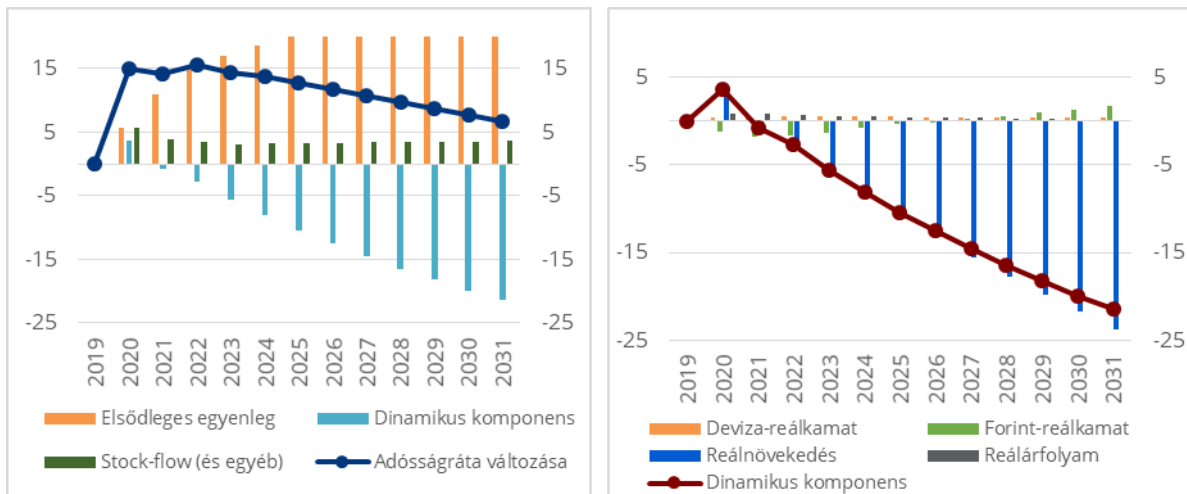
32. ábra: Súlyos negyedik hullám: költségvetési mutatók



Forrás: OGRsearch

Az átmenetileg magasabb költségvetési hiány és a lassabb gazdasági növekedés miatt 2022-ben ismét nő az adósságráta, majd az alappályával közel párhuzamos csökkenő pályára áll. Az adósságráta így az előrejelzési horizont végén is 72 százalék fölött marad, jócskán meghaladva a 2019-es szintet (33. ábra).

33. ábra: Súlyos negyedik hullám: (2019-től kumulált GDP-arányos változás, százalékpont)



Forrás: OGREsearch

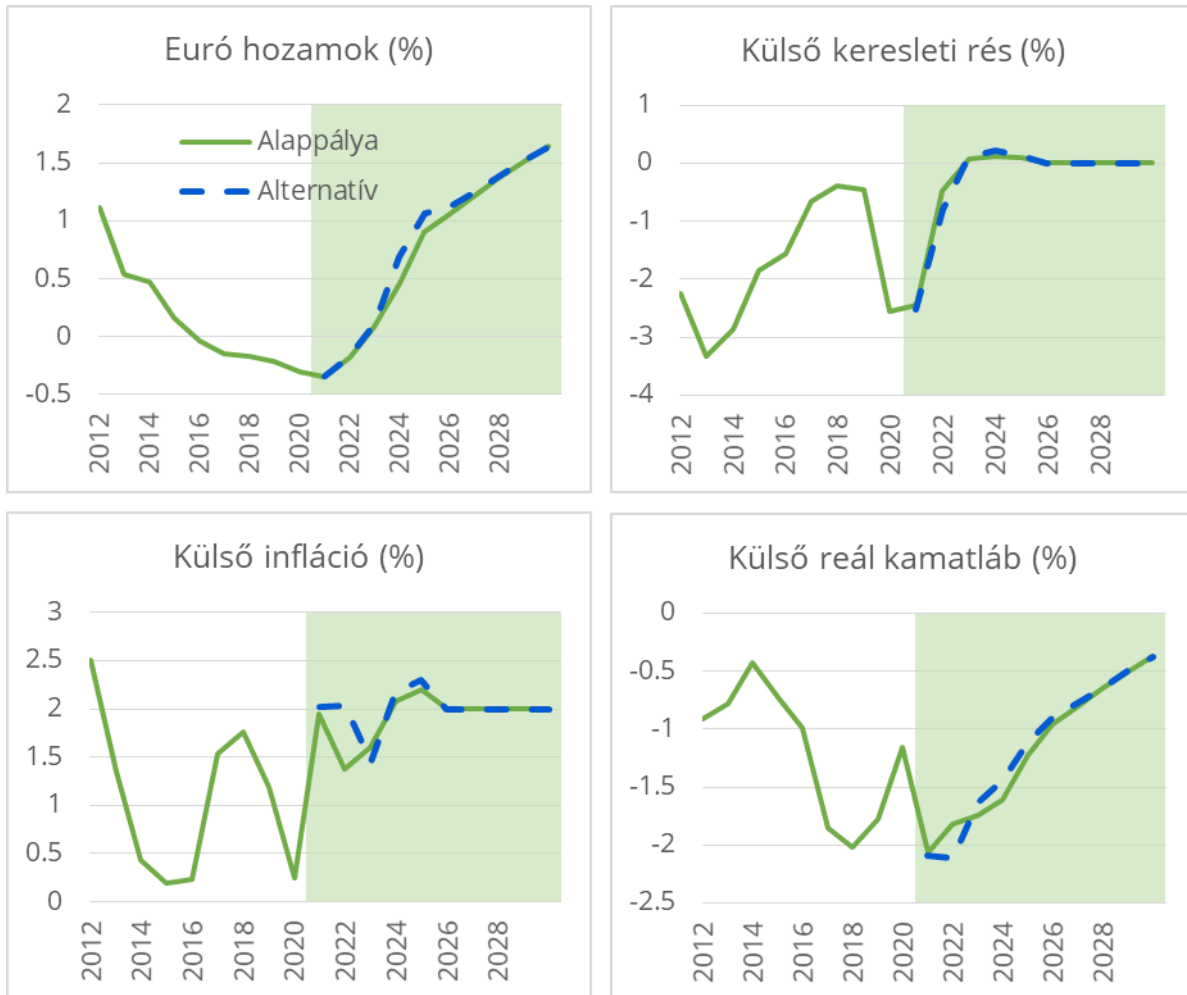
5.2. Tartós nyersanyagár-inflációs sokkok

A *második forgatókönyvben* azzal a feltevéssel élünk, hogy a globális nyersanyagárak tartósan magasak maradnak, és a világszerte érzékelt inflációs nyomás állandósul. Erre akkor kerülhet sor, ha a ma átmenetinek gondolt kínálati korlátok valójában a hosszabb távú alkalmazkodás nehézségeit tükrözik, és tartósan velünk maradnak. Számos olyan tényező van, amely erősítheti egy ilyen scenárió esélyét. Egyrészt: az egyre gyakoribbá váló szélsőséges időjárási viszonyok arra utalnak, hogy az élelmiszerárak trendszerűen emelkedhetnek a jövőben. Másrészt: a gazdaság járvány utáni újraindulása számos szerkezeti átrendeződést is maga után von, bizonyos szektorok, térségek, vállalatípusok relatív súlya szükségszerűen megnő. A relatív áraknak a tartós strukturális átalakulások miatti átrendeződése pedig részben a nominális árak emelkedésében csapódik majd le. Harmadszor: a világ legértékesebb nyersanyagkészletei nagyrészt olyan országok területén vannak, amelyekben nagyok (és növekvők) a politikai kockázatok, így a készletek kitermelése akár tartósan is akadozhat. Végül: a fejlett világ tartósan laza monetáris kondíciói (az elszabaduló adósságráttal párosulva) könnyen vezethetnek a mainál jóval magasabb hosszú távú inflációs várakozásokhoz. Ez a forgatókönyv az egész világon (így nálunk is) tartósan magasabb nominális pályához (inflációhoz és kamatszinthez), valamint gyengébb növekedési és költségvetési kilátásokhoz vezet.

5.2.1. Külső feltevések

A legfontosabb feltevésünk az, hogy a globális inflációs nyomás erősödik, vagyis a külső (euróövezeti) infláció magasabb, és a következő két évben némiképp meghaladhatja az EKB inflációs célját. Az erősödő inflációs nyomásra az EKB az irányadó kamat emelésével válaszol, hogy elkerülje a másodkörös, vagyis magasabb inflációs várakozásokhoz vezető hatásokat. A reálgazdasági hatások mérsékeltek maradnak (34. ábra).

34. ábra: Tartós nyersanyagár-inflációs sokkok: külső feltevések

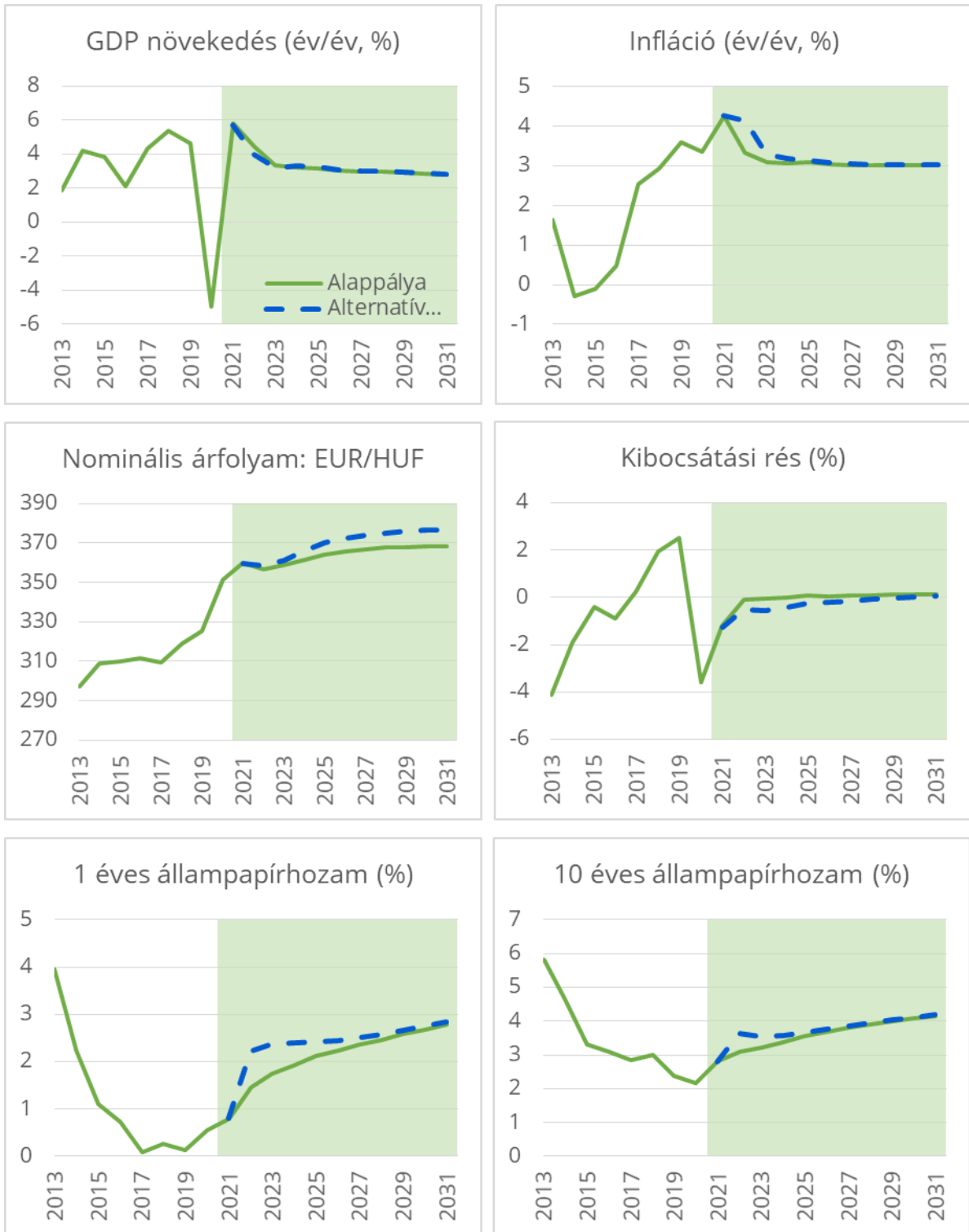


Forrás: OGRResearch

5.2.2. A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás

A hazai gazdaságra gyakorolt hatások jóval drasztikusabbak. Egyrészt: a magyar fogyasztói kosárban nagyobb súllyal szerepelnek az alacsonyabb feldolgozottságú termékek, így a nyersanyagpiacokról induló árnyomás közvetlen inflációs hatása is erősebb. Másrészt: a hazai inflációs múlt (magas inflációs várakozások, hitelességi aggodalmak) miatt a magyar jegybanknak jóval inkább van oka arra, hogy elejét vegye az inflációs folyamatoknak, így az MNB-től nagyobb fokú szigorításra számítunk. A monetáris szigorítás a hazai kereslet csökkenésén keresztül fejt ki dezinflációs hatását, amihez az kell, hogy a kibocsátási rés érdemben csökkenjen az alappálya-hoz képest. Így Magyarországon az eurózónához képest az infláció kezdeti megugrása nagyobb lesz, amit erőteljesebb kamatemelés (és hozamemelkedés) követ, és ami drasztikusabb reálgazdasági visszaesést okoz (35. ábra).

35. ábra: Tartós nyersanyagár-inflációs sokkok: főbb hazai makrogazdasági változók

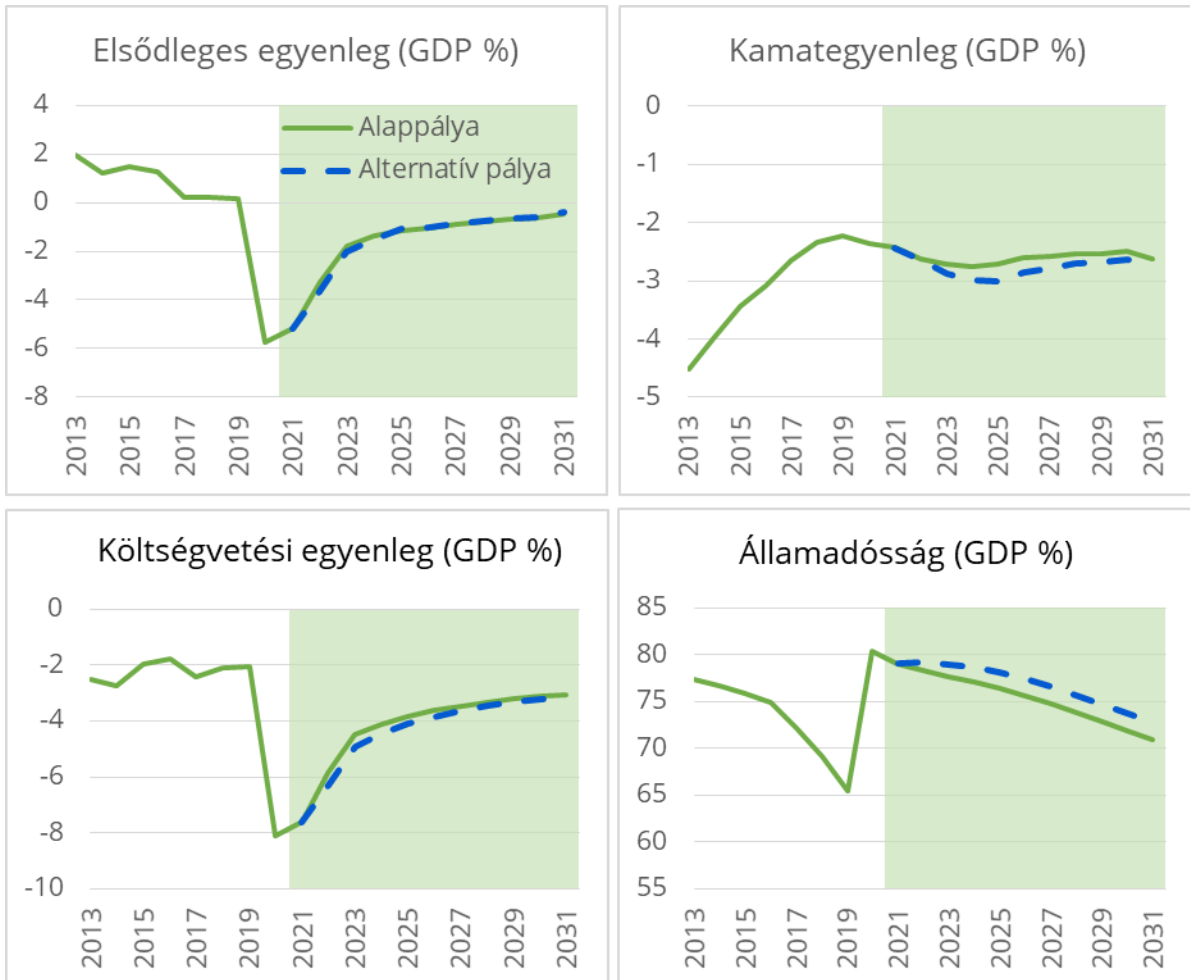


Forrás: OGRResearch

A makrogazdasági pálya az elsődleges egyenlegre közel semleges hatást gyakorol: míg az infláció átmeneti megugrása ceteris paribus javítja, a gyengébb reálgazdasági teljesítmény rontja az

egyenleget. A kamatkidások viszont határozottan magasabbak lesznek. Így a teljes egyenleg az egész előrejelzési horizonton érdemben megnő, és végig az alappálya fölött marad (36. ábra).

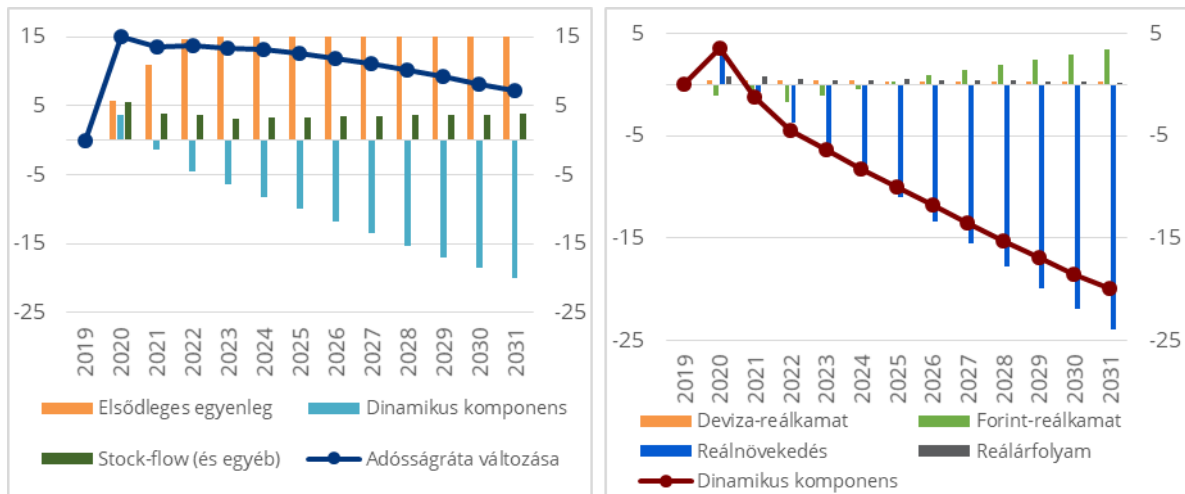
36. ábra: Tartós nyersanyagár inflációs sokkok: költségvetési mutatók



Forrás: OGREsearch

Az államadósság-ráta 2023-ban tetőzik 80 százalékos körüli szinten, majd az alappályában előrejelzettnél lassabb ütemben csökken, és 2030-ban a GDP 73,7 százalékát teszi ki (37. ábra).

37. ábra: Tartós nyersanyagár-inflációs sokkok: adósság mutatók (2019-től kumulált GDP-arányos változások, százalékpont)



Forrás: OGRResearch

5.3. EU-s politikai konfliktus és finanszírozási kockázatok

Az EU 27 tagállamának vezetői tavaly augusztusban elfogadták a közös helyreállítási alapot a koronavírus-járvány hatásainak kezelésére. A 750 milliárd eurós összegű közös alap példát mutatott az országok közötti szolidaritásra és a korábbi gyakorlatnál összehangoltabb működésre, mivel az EU történetében először vállalta fel a közös célok közös adósságból történő finanszírozását. Elemzők egy része úgy vélte, hogy ezzel a lépéssel az Unió közelebb kerül a mélyülő európai integrációhoz, ami magasabb középtávú növekedési kilátásokhoz vezet. A tavaly készített elemzésünkben mi is úgy véltük, hogy egy ilyen forgatókönyv a külkereskedelmi és a finanszírozási csatornán keresztül is kedvezően érinti a növekedési és fiskális fenntarthatósági folyamatainkat.

Az elmúlt egy év azonban nem igazolta az Európai Unió jövőjével kapcsolatos optimista forgatókönyvünket. A helyreállítási alap a vártnál lassabban és nehezkesebben indult el, az első kifizetésekre bő egy évvel a második hullám vége után került sor. Az országok által benyújtott helyreállítási tervek elfogadási folyamata pedig újabb politikai konfliktusokat hozott a felszínre. A magyar terv azért nem kapott elsőre zöld lámpát a Bizottságtól, mert hiányolták belőle azokat a korábban az országspecifikus ajánlásokban is hangsúlyozott korrupcióellenes intézkedéseket, amelyek a bírálók szerint garanciát jelenthetnének a források jobb és méltányosabb hasznosulására. A magyar kormány szeptember végéig kapott haladékat a módosított tervek benyújtására, és az alappályában arra számítunk, hogy ezzel le is zárul a folyamat, és Magyarország is hozzájut az igényelt összeghez.

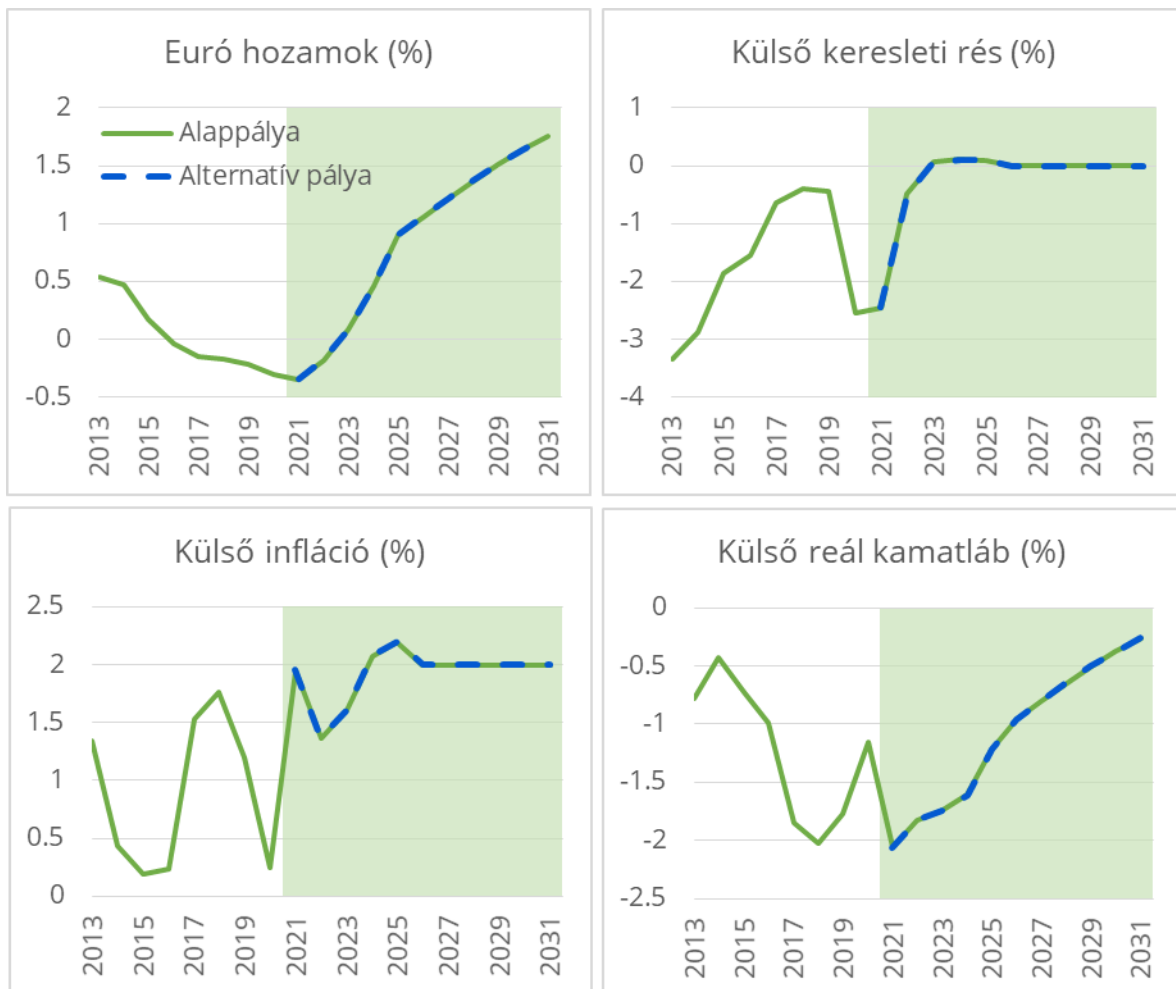
Bár a legvalószínűbbnek azt gondoljuk, hogy mindkét fél hajlik a kompromisszumra, és az uniós konfliktusok elcsitulnak, az utóbbi időben a kormánypárti véleményvezérek és vezető kormánytisztviselők is inkább erősítették a nézeteltéréseket. Még az alternatív forgatókönyvben sem számolunk azzal, hogy Magyarország kilép az Európai Unióból, azzal azonban igen, hogy az

állandósuló konfliktusok és az esetlegesen visszatartott uniós források magasabb kockázati felárakhoz vezetnek, és jócskán megdrágítják a magyar állam külső finanszírozását. Ebben a harmadik alternatív forgatókönyvben ezt az esetet mutatjuk be.

5.3.1. Külső feltevések

A méretbeli különbségek okán a Magyarország és az Európai Unió közötti esetleges konfliktus vagy finanszírozási késlekedés a külső változókat gyakorlatilag nem érinti: az eurózóna gazdasága ebben a forgatókönyvben az alappályával azonosan alakul (38. ábra).

38. ábra: EU-s politikai kockázatok



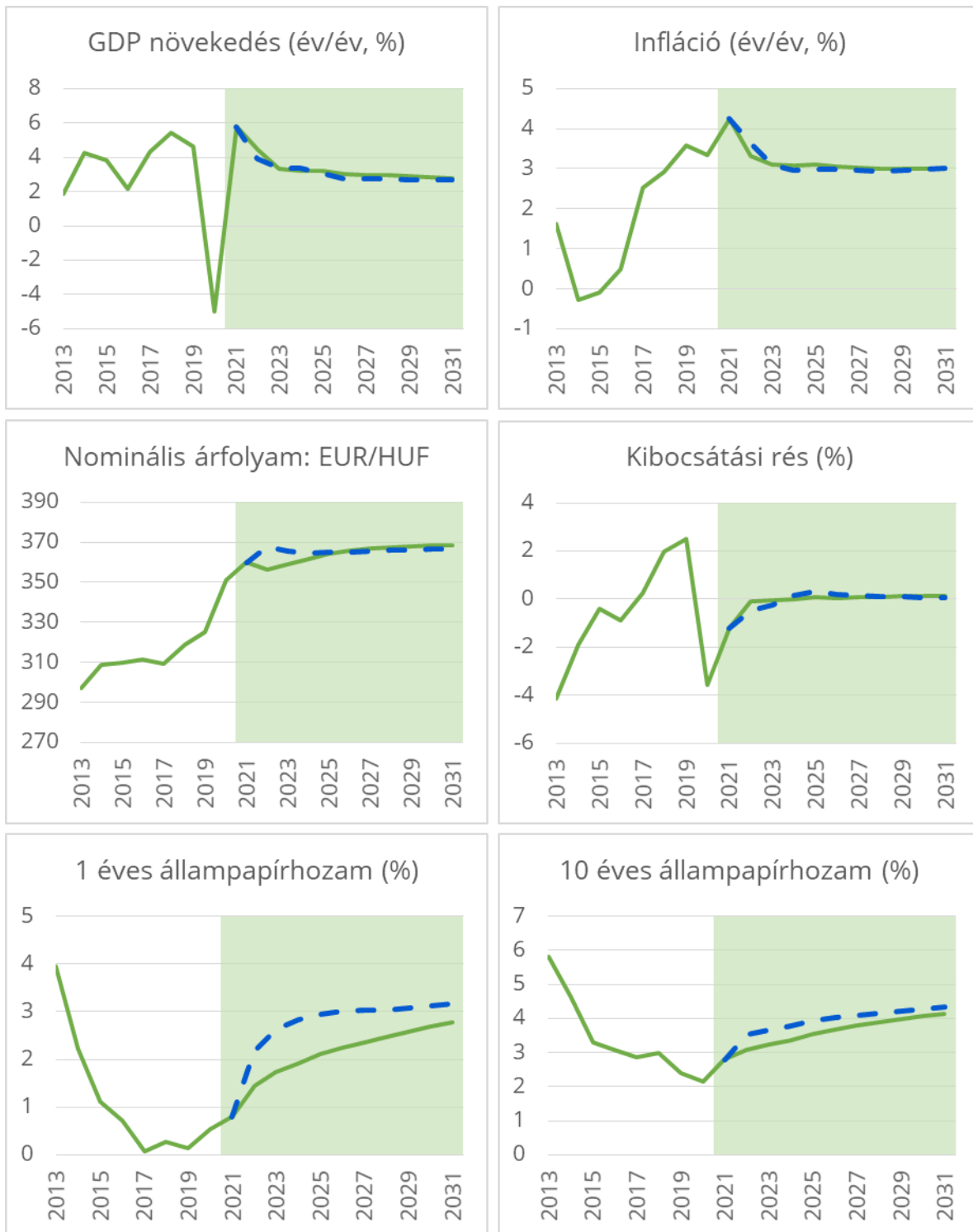
Forrás: OGRsearch

5.3.2. A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás

A magyar gazdaságot ez a forgatókönyv leginkább a hazai eszközök kockázati megítélésén, a befektetők által elvárt kockázati prémium emelkedésén keresztül érinti. A magasabb elvárt

hozamok miatt az állampapírhozamok jelentősen megemelkednek, az árfolyam pedig rövid távon érdeemben gyengül. A leértékelődés hatására emelkedik az (importált) infláció, ami a jegybankot monetáris szigorításra készíteti. A szigorítás hatására gyengül a belső kereslet, romlik a reálgazdasági teljesítmény, ami hosszabb távon csökkenti az inflációs nyomást. A kockázati megítélés tartós romlásának hosszú távon csak a finanszírozási költségekre van hatása, a makrogazdasági változók (döntően a jegybank stabilizáló szerepének köszönhetően) középtávon visszaállnak az alappályára (39. ábra).

39. ábra: EU-s politikai kockázatok: főbb hazai makrogazdasági változók

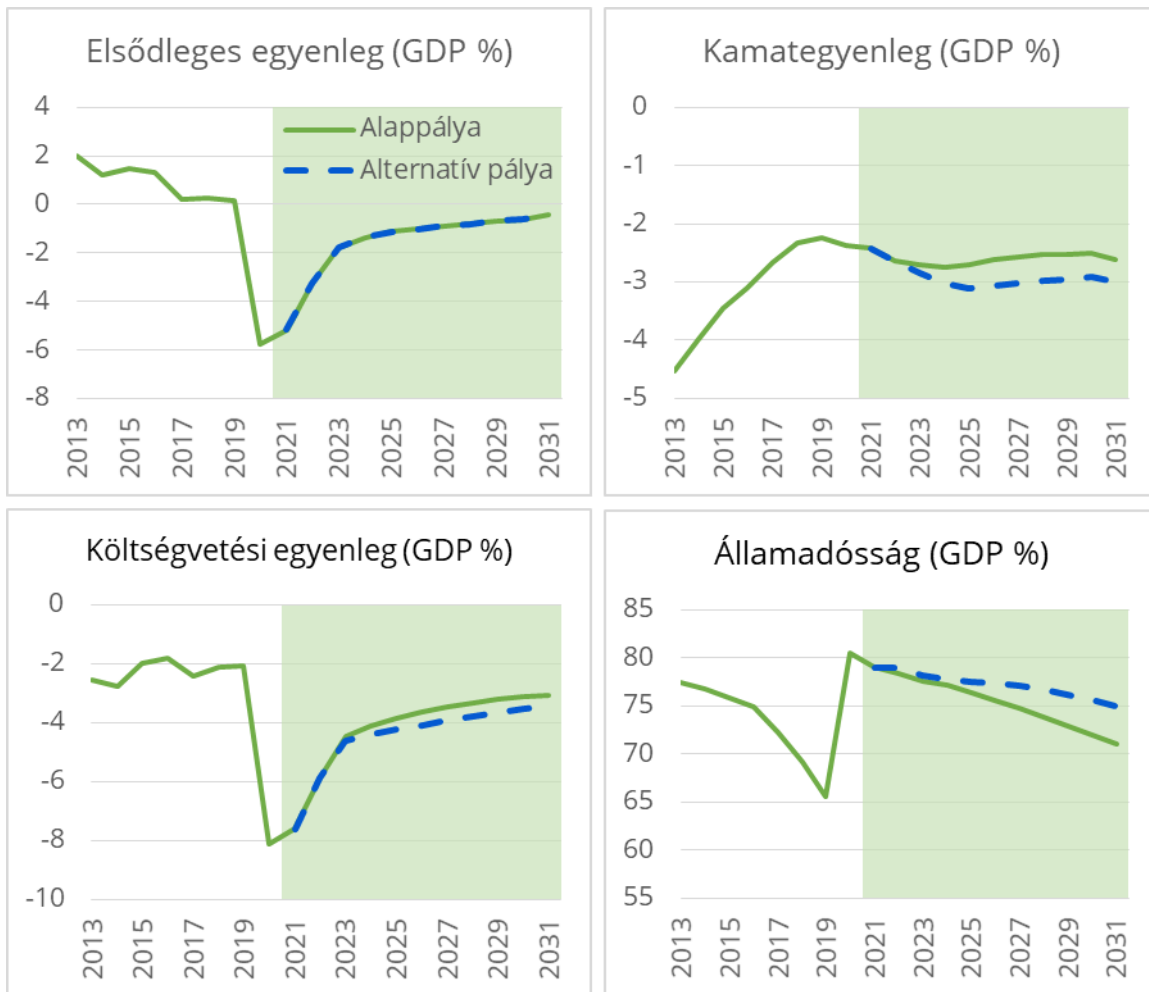


Forrás: OGRResearch

Ebben a forgatókönyvben a döntő különbséget a finanszírozási költség jelenti. Nem meglepő tehát, hogy a költségvetési indikátorok közül a kamategyenlegben látunk drasztikus eltérést, amely tartósan is a GDP 0,5 százalékának megfelelő mértékben romlik. Mivel a makropálya amúgy

nagyjából változatlan marad, az elsődleges egyenleg is az alappályának megfelelően alakul. A teljes költségvetési hiány a magasabb adósságfinanszírozási költségek miatt a kamategyenleggel azonos mértékben emelkedik. Két tényező is az államadósság emelkedése felé hat: egyrészt a magasabb költségvetési hiány, másrészt az egyre emelkedő (fokozatosan átázódó) kamatköltség (40. ábra).

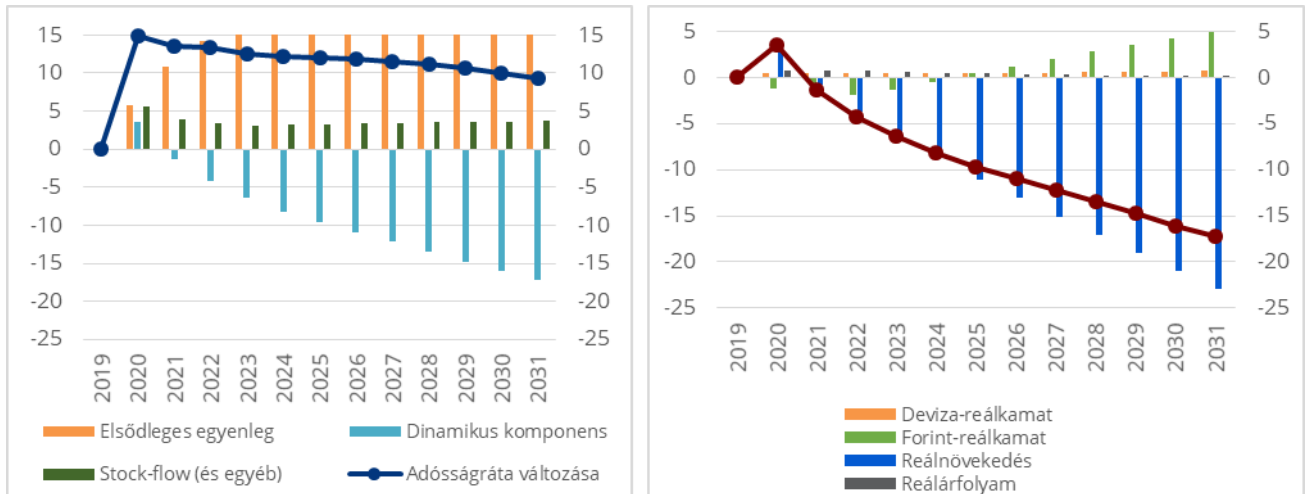
40. ábra: EU-s politikai kockázatok: költségvetési mutatók



Forrás: OGRsearch

Az államadósság ráta még ebben az esetben is csökken, bár idővel egyre inkább eltávolodik az alappályától, és az évtized végére is meghaladja a 75 százalékot. A következő tíz évben a reálkamat-emelkedés önmagában a GDP 5 százalékanak megfelelő mértékben emeli az adósságrátát (41. ábra).

41. ábra: EU-s politikai kockázatok: adósság mutatók (2019-től kumulált GDP-arányos változás, százalékpont)



Forrás: OGRsearch

6. Következtetések

A magyar GDP-arányos államadósság 2011 után csökkenő pályára állt, és az akkori 81 százalékos csúcspól 2019 végére 65 százalék közelébe süllyedt. Ezt a kedvező folyamatot a pénzügyi válságot megelőző időszakhoz képest lényegesen kiegyensúlyozottabb költségvetési politika, illetve a gazdaság fehéritése irányába tett sikeres lépések mellett főként a 2014-től fellendülő növekedés tette lehetővé. 2020-ban a világméretű recesszió és a koronavírus-járvány miatt megugró költségvetési hiány hatására az adósságráta ismét a GDP 80 százalék fölé emelkedett, és alig egy év alatt semlegesítette a korábbi évtized eredményeit. Előrejelzésünk alappályája szerint az idei évben a gazdasági növekedés helyreáll, és bár a gazdaság újraindításához szükséges többletkiadások miatt a költségvetési hiány továbbra is magas marad, az államadósság ismét csökkenő pályára áll. Középtávú előrejelzésünk szerint az adósságráta az évtized végére 70 százalék környékére süllyed.

Az elmúlt évtizedben az államadósság csökkenése mellett az adósság finanszírozási szerkezetének átalakítása is fontos szerepet játszott az ország sérülékenységének mérséklésében. Az államadósság devizaaránya jelentősen, a 2011-es 50 százalékos értékről 2019 végére 17 százalékra csökkent, miközben a hazai befektetők által tartott állampapír-állomány folyamatosan emelkedett. A tavalyi évben a finanszírozási igény hirtelen és jelentős mértékű emelkedése némiképp átrajzolta a finanszírozási folyamatokat. Az államadósság devizaaránya 2020-ban 21 százalék fölé emelkedett, mivel az ÁKK a finanszírozási szükségletet részben deviza-kibocsátással fedezte. Az átmeneti emelkedést követően az idei évtől újra a devizaadósság arányának folytatódó csökkenésére számítunk.

Az elmúlt egy év arra is rávilágított, hogy Magyarország bruttó államadósság szintje a hasonló fejlettségű régiós országokhoz képest még mindig kiugróan magas, ami erősen behatárolja az ország mozgásterét abban, hogy az esetleges negatív külső sokkokat semlegesíteni tudja. Az ország nyitottsága, valamint a nemzetközi piacokba való beágyazottsága is abba az irányba hat, hogy a magyar gazdaság teljesítménye és az államháztartás helyzete továbbra is igen érzékeny a külső fejleményekre. Elemzésünkben az alappálya mellett három alternatív forgatókönyvet vizsgáltunk. Ezek mind olyan külső feltételezéseket jelenítenek meg, amelyek az alappályánkhöz képest kisebb valószínűségűek, de nem tekinthetők szélsőséges, válságszerű eseményeknek.

Az *első forgatókönyvben* azt tesszük fel, hogy a járvány negyedik (az ún. delta variáns által kiváltott) hulláma a vártnál erősebbnek bizonyul, gyorsabb lesz a terjedés, és a viszonylag magas átoltottság mellett is több lesz a kórházi ellátásra szoruló súlyos eset. Ebben az esetben a döntéshozók világszerte újabb korlátozásokra, időszakos lezárásokra kényszerülnek. Ezen a

pályán azzal számolunk, hogy 2022-ben újabb ciklikus visszaesés fékezi majd a világgazdaságot. Ez a scenárió a világon mindenhol, így természetesen nálunk is, rontja a növekedési és a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatos kilátásokat is. A hatások azonban nem drámaiak, elsősorban azért nem, mert ezt a hullámot is átmenetinek képzeljük el, ami döntően a gazdaság ciklikus működését befolyásolja, sem a tartós növekedési potenciálra, sem a hosszú távú finanszírozási költségekre nincs hatással.

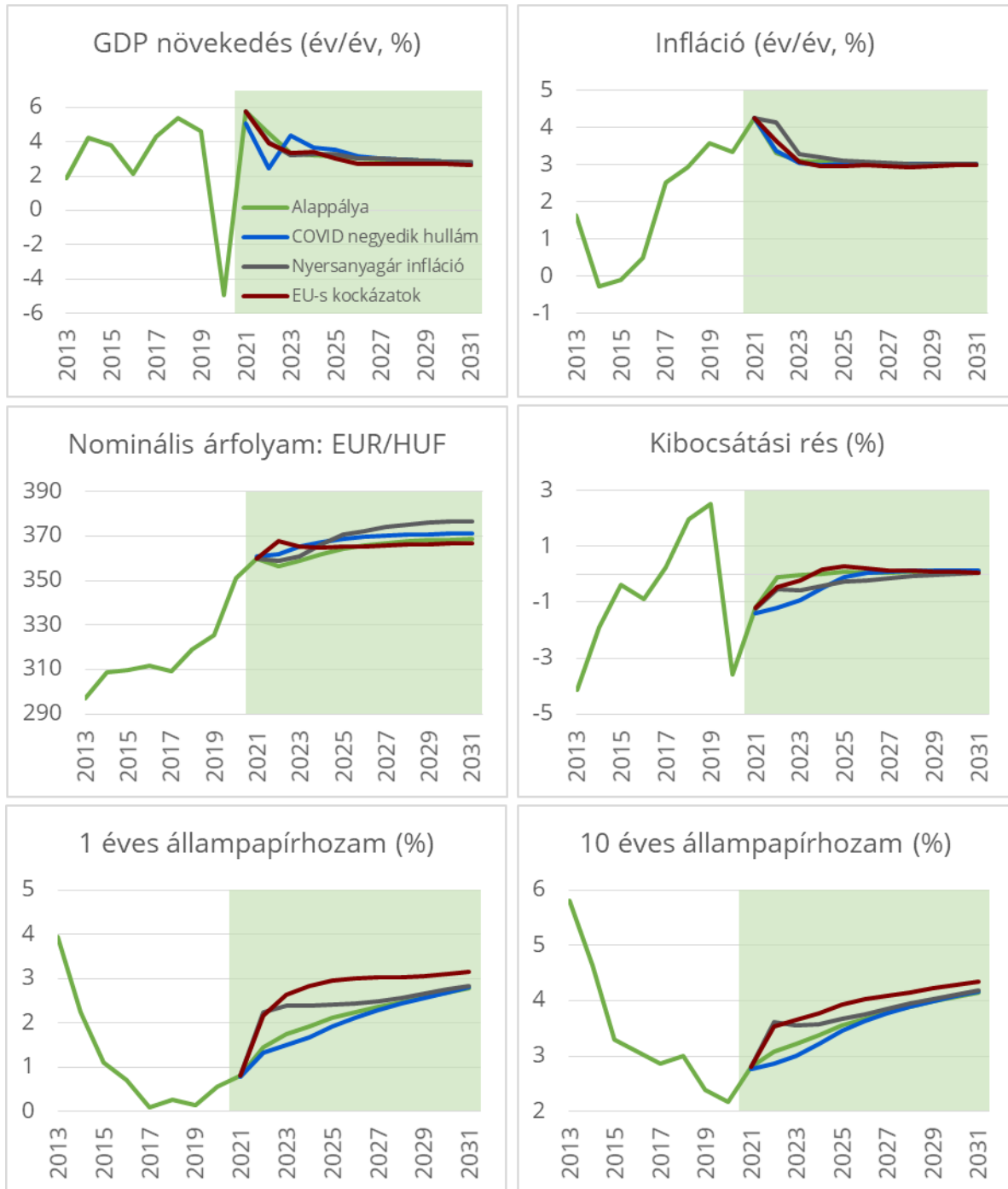
A *második forgatókönyvben* azzal a feltevéssel élünk, hogy a globális nyersanyagárak tartósan magasak maradnak, és a világszerte érzékelt inflációs nyomás állandósul. Erre akkor kerülhet sor, ha az átmenetinek gondolt kínálati korlátok valójában a hosszabb távú alkalmazkodás nehézségeit tükrözik. Számos olyan tényező van, amely erősítheti egy ilyen scenárió esélyét: az egyre gyakoribbá váló szélsőséges időjárási viszonyoktól a szükségszerű gazdaságszerkezeti átrendeződéseken át a nyersanyagtermelő országok politikai kockázataiig. Ráadásul a fejlett világ tartósan laza monetáris kondíciói (az elszabaduló adósságrátákkal párosulva) könnyen vezethetnek a mainál jóval magasabb hosszú távú inflációs várakozásokhoz. Ez a forgatókönyv az egész világon tartósan magasabb nominális pályához (inflációhoz és kamatszinthez), valamint gyengébb növekedési és költségvetési kilátásokhoz vezet.

A *harmadik forgatókönyvben* a magyar gazdaság legfontosabb politikai kockázatát járjuk körül. Az elmúlt évben Európa-szerte felerősödtek a nemzeti szuverenitást hangsúlyozó politikai mozgalmak és a közös mentőcsomag körüli politikai nézetkülönbségek. Ennek egyik szimbolikus példája volt, hogy a Bizottság elsőre nem fogadta el a 7,2 milliárd eurós támogatás elköltéséről szóló magyar helyreállítási tervet. Az alappályában azt tesszük fel, hogy ezek a viták rendeződnek, és az uniós kilépéssel (így érdemi reálgazdasági hatással) még a kockázati scenárióban sem számolunk. Alternatív forgatókönyvben foglalkozunk ugyanakkor a kockázati feláraink tartós emelkedésével, ami az uniós konfliktusaink felerősödésének legfontosabb csatornája lehet. Ez pedig a költségvetés kamatkidásainak romlásán keresztül tartós negatív hatást gyakorol a GDP-arányos államadósságunkra.

Mivel az alappálya szinte minden fontos külső feltevésében az optimista megoldást választottuk, a megjelenített alternatív forgatókönyveink mindegyike a negatív irányú kockázatokat hangsúlyozza. A hosszú távú adósságráta a negyedik hullámos lezárások esetén emelkedik a legkevésbé, mivel ezeket a korlátozásokat a korábbiakhoz hasonlóan átmenetinek képzeljük, amelyek csak átmenetileg rontják a költségvetés elsődleges egyenlegét. A másik két (elsősorban a gazdaság nominális oldalát megváltoztató) scenárióban a rövid távú reálgazdasági költségek elhanyagolhatók maradnak, ugyanakkor az árfolyam tartós gyengülése és az államadósság kamatterheinek emelkedése miatt a kamategyenleg és az adósságráta tartósan is magasabb. Fontos tanulság tehát, hogy az adósságdinamika szempontjából nem feltétlenül az átmeneti

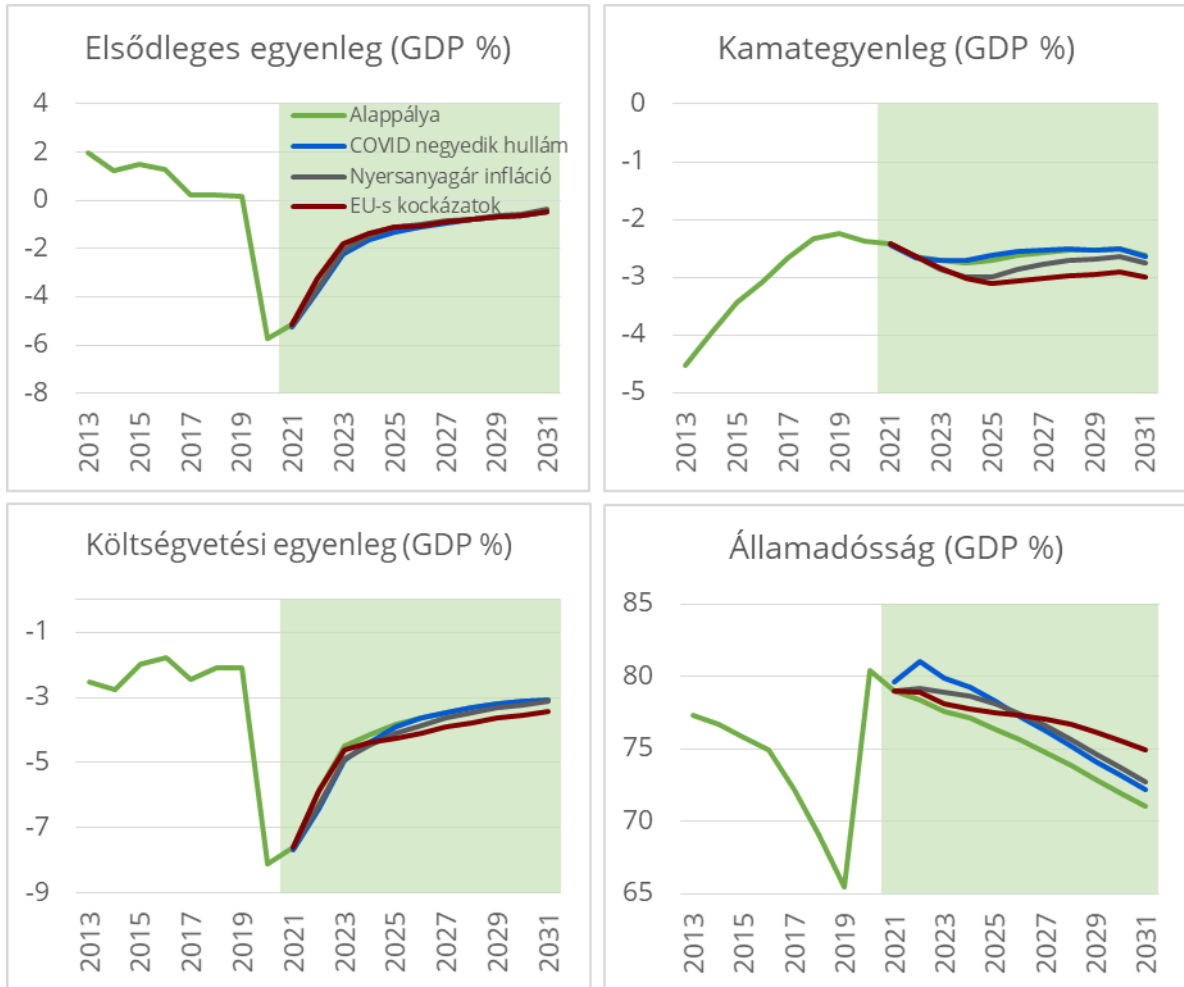
recesszió a leginkább fenyegető veszély, hanem a gazdaságpolitika autonóm viselkedésétől (az elsődleges egyenleg alakulásától) független finanszírozási kockázat is lehet az. Bár az államadósság devizaarányának csökkenésével ez a finanszírozási kockázat egyre csökken, a magyar gazdaság mozgásterét a 80 százalék fölötti adósságráta még így érdemben korlátozza.

42. ábra: az alternatív pályák összehasonlítása: hazai makrováltozók



Forrás: OGRsearch

43. ábra: az alternatív pályák összehasonlítása: költségvetési mutatók



Forrás: OGRsearch

7. Felhasznált irodalom

- Antal, J., Augusztin, A., Szilágyi, K., (2021): Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés 2021-2023, Elemzés a Költségvetési Tanács részére, Budapest: OGRsearch
- European Commission (2021): European Economic Forecast, Spring 2021
(https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip149_en.pdf)
- European Commission (2021): European Economic Forecast, Summer 2021
(https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ip156_en.pdf)
- International Monetary Fund (2021): World Economic Outlook: World Economic Outlook, Managing Divergent Recoveries, April 2021
(<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>)
- International Monetary Fund (2021): World Economic Outlook Update, July 2021
(<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/07/27/world-economic-outlook-update-july-2021>)
- Magyar Nemzeti Bank (2021): Inflációs jelentés, 2021 június (<https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-9.pdf>)
- World Bank (2021): Global Economic Prospects, June 2021
(<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/35647/9781464816659.pdf>)

8. Függelék

Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

Nominális Kamatláb		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Hazai állampapírhozám: 1 éves	%	0.1	0.5	0.8	1.5	1.7	1.9	2.1	2.2	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8
Külső kamatláb	%	-0.2	-0.3	-0.3	-0.2	0.1	0.5	0.9	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6	0.0
Árfolyam														
Nominális árfolyam	EUR/HUF	325.3	351.2	360.0	356.5	359.0	361.6	364.3	365.6	366.8	367.6	368.1	368.4	368.6
Reálárfolyam trend	%	-0.1	2.0	1.5	0.0	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9
Árak														
Inflációs cél	év/év, %	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Fogyasztói árindex	év/év, %	3.6	3.3	4.3	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
GDP deflátor	év/év, %	5	5.5	4.4	3.3	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
GDP														
Reál GDP	év/év, %	4.6	-5.0	5.8	4.5	3.4	3.2	3.2	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8
Nominális GDP	év/év, %	9.6	0.5	10.6	8.0	6.6	6.4	6.4	6.2	6.1	6.0	6.0	5.9	5.9
Kibocsátási rés	%	2.5	-3.6	-1.2	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Fiskális változók														
Költségvetési egyenleg	GDP %	-2.1	-8.1	-7.6	-5.9	-4.5	-4.1	-3.8	-3.6	-3.5	-3.3	-3.2	-3.1	-3.1
Elsődleges egyenleg	GDP %	0.2	-5.7	-5.2	-3.2	-1.8	-1.4	-1.1	-1.0	-0.9	-0.8	-0.7	-0.6	-0.4
Nettó kamategyenleg	GDP %	-2.2	-2.4	-2.4	-2.6	-2.7	-2.8	-2.7	-2.6	-2.6	-2.5	-2.5	-2.5	-2.6
Államadósság	GDP %	65.5	80.4	79.0	78.4	77.6	77.1	76.4	75.6	74.7	73.8	72.9	71.9	71.0