

Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés 2022-2024

Elemzés a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2022. május 2.



Antal Judit – Augusztin Anna – Farkas Marcell – Szilágyi Katalin

Vezetői összefoglaló

A magyar gazdaság 2021-ben – nemzetközi viszonylatban is gyorsan – kilábal a koronavírus okozta sokkból. A kibocsátás már a tavalyi év közepére visszatért a járvány előtti szintre, és az év második felében a korlátozások fokozatos oldásával a leginkább sújtott szolgáltató ágazatok is élénkülni kezdtek. A laza költségvetési és monetáris politika kiemelt célnak tekintette, hogy segítse a gazdaság újraindulását, ráadásul a költségvetési expanziót a választási ciklus is fokozta. A fogyasztói és az üzleti bizalom az év második felében a válság előtti érték közelébe emelkedett, és visszapattantak a munkaerőpiaci indikátorok is. A tavalyi év végén úgy tűnhetett, hogy a magyar gazdaság gyorsan maga mögött hagyta a koronavírus okozta sokkot, és a járvány elmúltával újra a korábbi mintáknak megfelelően fejlődhet tovább. A fiskális politika pedig megkezdheti a válságban bő 14 százalékponttal megemelkedett adósságráta újbóli lefaragását.

2021 második felétől azonban új külső impulzusok formálják a világgazdasági környezetet, és benne a magyar gazdaság lehetőségeit. A járvány során felerősödtek a globális kínálati súrlódások, az áruforgalom, a készletezés és a szállítás egyre több termék és iparág esetében jelentett zavarokat. A világszerte élénkülő kereslethez tehát nem mindig és nem mindenhol tudott zökkenőmentesen felzárkózni a kínálat, az ellátási láncok szakadozni kezdtek, így egyes, a termelésben világszerte kulcsfontosságú alapanyagokból hamarosan globális hiány alakult ki. A hiányjelenségek pedig a piacgazdaság logikájának megfelelően beindították az inflációs folyamatokat, az alap- és nyersanyagárak átgyűrűzésével pedig szerte a világon széleskörű inflációs nyomás alakult ki. A jegybankok világszerte a kamatkondíciók szigorításával reagáltak.

A 2022 márciusban megindult ukrajnai orosz offenzíva tovább fokozta az ellátási nehézségeket és így a globális inflációs kockázatokat. Bár az ukrajnai háború közvetlenül (az exportlehetőségek beszűkülésén keresztül) kevésbé érinti a magyar gazdaságot, az áttételes hatásai jelentősek lehetnek. Az energiahordozók megdrágulása nemcsak a külső egyensúlyt, de a rezsicsökkentés miatt a költségvetést is egyre nehezebb helyzetbe hozza. Ráadásul a régióknak kockázatosabbá válásával az államadósság finanszírozása is megdrágul.

Ezen külső peremfeltételek mellett arra számítunk, hogy az idei évben a magyar gazdaság növekedése érdemben lassul, és az előrejelzési horizontunkon (2022-2024) 3 százalék körül alakul, vagyis jóval alatta marad a koronavírus megelőző évek átlagának. Ez a lassulás egyszerre tükrözi a kínálati oldal igazodását (vagyis a potenciális kibocsátásnak a főleg a globális súrlódásokkal magyarázható korrekcióját) és a gazdasági ciklus megfordulását. Az előrejelzési horizonton ugyanis arra számítunk, hogy a magyar gazdaság túlfűtöttsége visszafordul, és a gazdaság növekedési teljesítményét a fiskális és a monetáris politika már nem élénkíti tovább. A monetáris politikának – a világ más jegybankjaihoz hasonlóan – fokozatos szigorítással kell küzdenie az inflációs kockázatok ellen, míg a fiskális politikának mind a 2023-tól újra érvényes uniós szabályok, mind a hazai költségvetési törvény értelmében vissza kell térnie az államadósság csökkentéséhez. Mivel előrejelzésünk szerint a hazai gazdasági növekedés továbbra is magasabb az eurózónáénál, a magyar gazdaság konvergenciája folytatódni fog, de a járvány előtti évekhez képest jelentősen lelassul.

Előrejelzésünkben arra számítunk, hogy a kormány a következő három évben fokozatosan kiigazítja a költségvetést, nem vezet be további érdemi hiányhatással járó intézkedéseket, miközben a válsággal

közvetlen összefüggésben meghozott átmeneti intézkedések nem terhelik tovább a költségvetést. A konzervatív költségvetési politika mellett a ciklikusan kiigazított elsődleges hiány folyamatosan csökken. Arra is számítunk, hogy a kormány tovább mérsékli a beruházási kiadásait, illetve visszafogja az évvégi diszkrécionális költéseit. A strukturális hiány növekedése irányába hat ugyanakkor az MNB veszteségének elszámolása, illetve a rezsicsökkentéssel kapcsolatos költségek emelkedése. Előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés fokozatos záródása következtében a ciklikus komponens is a költségvetési hiány emelésének irányába hat. Ráadásul a szigorodó nemzetközi kamatkörnyezetben az adósság folyamatos átárazódásával az államadósság implicit kamatköltsége is magasabb lesz.

A teljes előrejelzési horizonton jelentős bevételi kockázatot jelentenek az EU források elérhetőségével kapcsolatos bizonytalanságok. Előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy a kormánynak az elkövetkező hónapokban sikerül megegyeznie az EU-val a jogállamiság eljárás által érintett kérdésekben, így az előrejelzési horizonton elérhetővé válnak mind a helyreállítási alap (a 2021-2026 között a járvány utáni gazdaságélénkítésre szánt pénzügyi alap), mind a 2021-27-es uniós költségvetési ciklus forrásai. Ha azonban nem sikerül a feleknek megegyezni, a költségvetés akár a GDP több százalékát elérő EU forrástól eshet el idén és az elkövetkező években.

A következő években az államadósság fokozatosan csökken. Ennek az az oka, hogy a következő három évben a gazdasági növekedés és az államadósság (reálértelemben) alacsony finanszírozási költségének hatása (az államadósság ún. dinamikus komponense) bőven ellensúlyozza az elsődleges hiány adósságnövelő hatását. Az államadósság lassú csökkenése mellett az adósságráta 2024-ben a 2017-ben tapasztalt szint körül alakulhat, és várakozásunk szerint több mint 10 évre lesz szükség ahhoz, hogy az államadósság GDP-arányos értéke visszatérjen a válság előtti, azaz a 2019-ben mért 65 százalék körüli szintjére.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	2
1 Bevezető	6
2 Meghatározó hazai trendek	7
2.1 Makrogazdasági helyzetkép	7
2.1.1 Reálgazdaság	7
2.1.2 Infláció és monetáris politika	12
2.1.3 Hitelezés	16
2.1.4 A gazdaság ciklikus helyzete.....	17
2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság	18
2.2.1 Költségvetési hiány.....	18
2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői	21
3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk	23
3.1 Meghatározó nemzetközi trendek	23
3.2 Külső feltevések.....	27
3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok.....	29
3.4 Költségvetési folyamatok.....	33
3.5 Államadósság.....	38
4 Felhasznált irodalom.....	42
5 Függelék	42
5.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói	43
5.2 A modell bemutatása	43

Ábragyűjék

1. ábra: GDP növekedés 2021-ben	7
2. ábra: Reál GDP növekedés – termelés oldal (év/év, százalék)	8
3. ábra: Reál GDP növekedés – felhasználási oldal (év/év, százalék)	9
4. ábra: Munkaerőpiaci mutatók (szezónálisan igazított adatok, százalék)	10
5. ábra: Nominális és reálbér alakulása a versenyszektorban (éves növekedés, százalék).....	11
6. ábra: Éves inflációs mutatók (százalék)	13
7. ábra: A jegybanki alapkamat, illetve az egy hetes betéti kamat, a kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (százalék).....	14
8. ábra: Zérókupon hozamgörbe	15
9. ábra: Vállalati és háztartási szektor hitelállományának éves változása (tranzakció alapú növekedés, százalék).....	16
10. ábra: A feldolgozó ipari kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek aránya	18
11. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása	19
12. ábra: 2021-es költségvetési egyenlegjavulás és gazdasági növekedés az EU országokban	20
13. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója.....	21
14. ábra: A dinamikus* komponens.....	22
15. ábra: Az infláció alakulása 2021 utolsó negyedévében és az inflációs célok.....	24
16. ábra: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása.....	25
17. ábra: Nyersanyagárak alakulása	26
18. ábra: Az alappálya külső feltevései.....	28
19. ábra: Az alappálya főbb makrováltozói	32
20. ábra: GDP növekedés előrejelzések összevetése (év/év, százalék)	33
21. ábra: Költségvetési hiánymutatók az alappálya mentén (GDP százalékában)	35
22. ábra: költségvetési hiány előrejelzések összevetése (GDP arányában, százalék)	38
23. ábra: Az államadósság kumulált változása 2021-hez képest (2021 = 0).....	39
24. ábra: A dinamikus komponens és részeinek kumulált hatása az adósságrátára (2020=0)	40
25. ábra: Az államadósságráta és a devizaarány	41
26. ábra: A fiskális blokk kapcsolatrendszere a makrováltozókkal	44

1 Bevezető

Elemzésünk célja a költségvetési hiány és az államadósság rövidtávú, a 2023-2024 közötti időszakra vonatkozó előrejelzése. Az előrejelzés elkészítésekor figyelembe vettük a 2022 április 16-áig bejelentett költségvetési intézkedéseket.

Előrejelzésünket a makrogazdasági és a fiskális változók közötti visszacsatolásokat is megragadó dinamikus modellben vizsgáljuk. Az általunk alkalmazott új-keynesi modellben a reálváltozókat közép-, illetve hosszú távon a kínálati oldal határozza meg, míg a külső impulzusok átmenetileg eltéríthetik a gazdaságot a hosszú távú egyensúlyától. Ezen modellcsalád ragadós árakat, előretekintő várakozásokat és ezekkel konzisztens monetáris politikát feltételez. A modell adatokra illesztéséhez használt módszer (Kálmán szűrő) lehetővé teszi, hogy szétválasszuk a gazdaság rövid- és középtávú ingadozásait, illetve azonosítsuk azokat a sokkokat, amelyek a gazdaság mindenkori állapotát és feltételezett hosszú távú egyensúlyát alakítják. Így meg tudjuk határozni, hogy egy adott pillanatban a megfigyelt gazdasági változók milyen hatások eredőjeként alakulnak. Az általunk használt modell annyiban különleges, hogy a költségvetési politika nemcsak rövid, hanem hosszú távon is hat a gazdaságra, így lehetővé válik a fiskális konszolidáció tartós hatásának vizsgálata is.

A bevezető után az elemzés 2. fejezetében bemutatjuk a makrogazdasági környezetet, illetve a kiinduló államháztartási helyzetképet. Az államháztartás elemzésekor kitérünk a ciklikusan igazított, a strukturális, illetve az elsődleges költségvetési egyenleg alakulásának elemzésére, valamint megvizsgáljuk, hogy milyen tényezők felelősek az államadósság változásáért. Ezt követően, a 3. fejezetben részletesen elemezzük makrogazdasági előrejelzésünk alappályáját, valamint a fiskális változók (költségvetési hiány, államadósság) ezzel összhangban álló pályáját. Végül a Függelékben számszerűen is bemutatjuk az előrejelzés alappályáját, és röviden felvázoljuk az előrejelzéshez használt modell alapvető tulajdonságait.

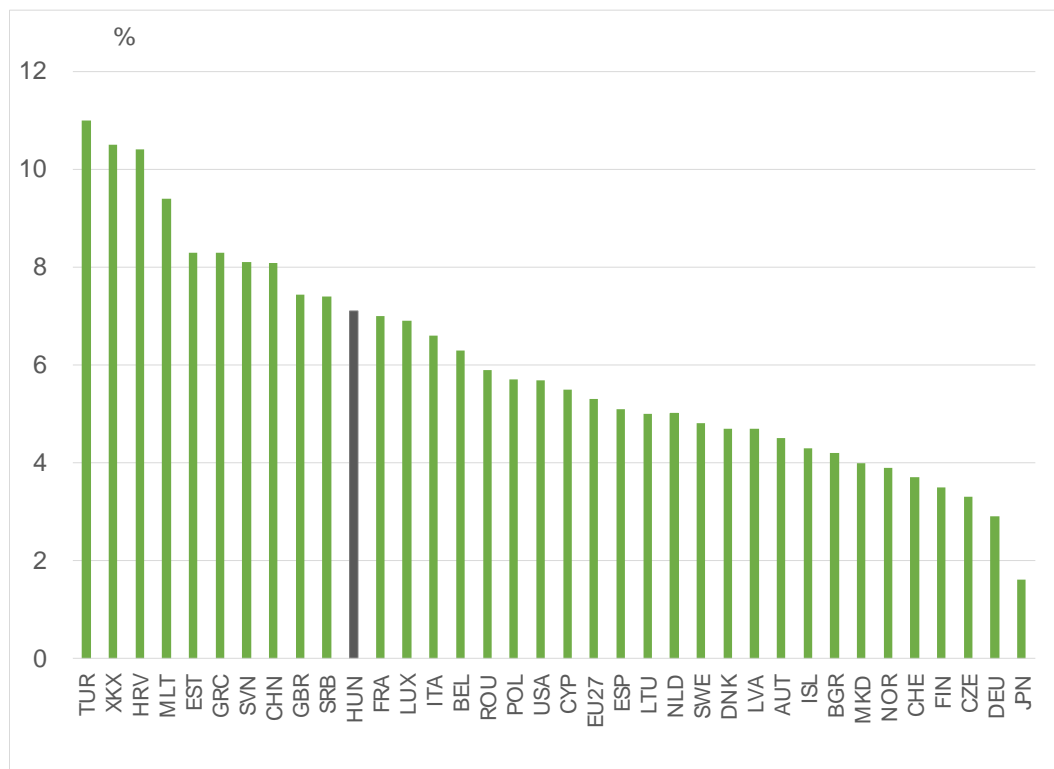
2 Meghatározó hazai trendek

2.1 Makrogazdasági helyzetkép

2.1.1 Reálgazdaság

A magyar gazdaság kibocsátása az előző évi, koronavírus-járvány okozta recesszió után dinamikus ütemben, éves alapon 7,1 százalékkal bővült. A tavalyi növekedési üteme mind régiós, mind uniós viszonylatban átlag feletti volt (1. ábra). A gyors növekedést – a bázishatáson túl – egyaránt támogatta a laza költségvetési és monetáris politika, illetve a hitelkínálat bővülése.

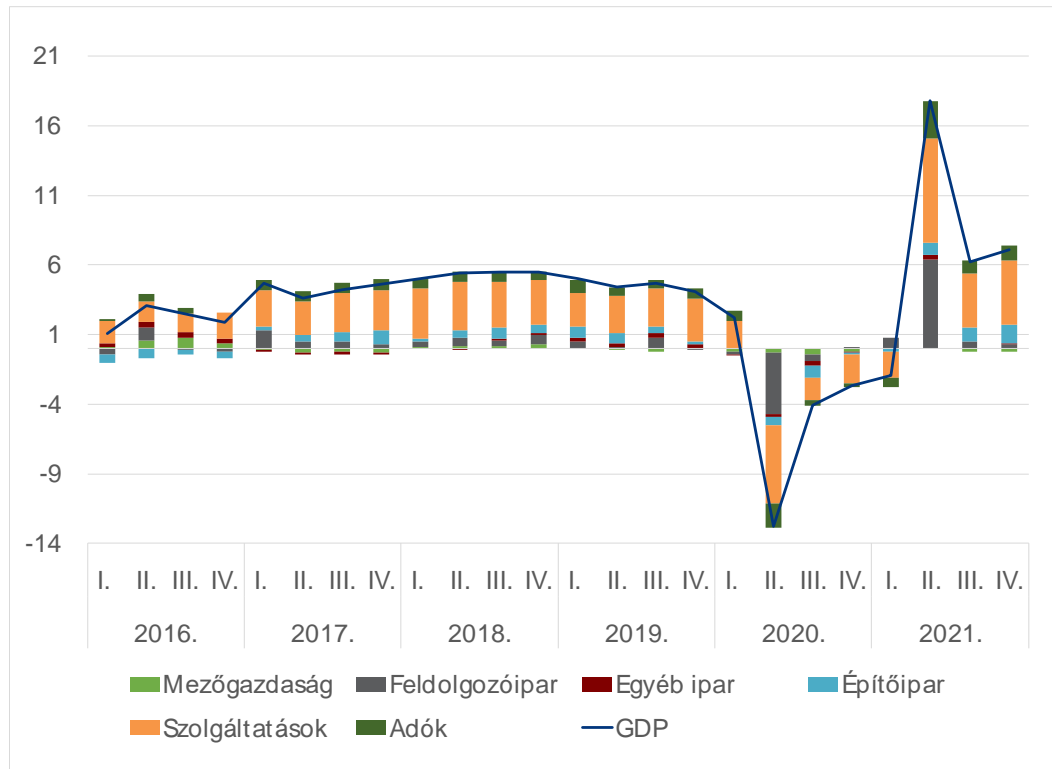
1. ábra: GDP növekedés 2021-ben



Forrás: Eurostat, IMF

2021 első negyedévében egyedül a feldolgozóipar nőtt 2020 első negyedévéhez képest (2. ábra), a második negyedévben ugyanakkor a mezőgazdaság kivételével az összes nemzetgazdasági ágazat teljesítménye bővült az előző év azonos időszakához képest. A növekedés 2021 második negyedévében éves alapon 17,8 százalékos volt, melynek köszönhetően az év közepére a gazdasági teljesítmény elérte a válság előtti szintjét. A szektorok közül a második negyedévben a helyi lezárásoknak leginkább kitett szolgáltató szektorban volt a legnagyobb az éves növekedés, amit a járványügyi korlátozások fokozatos feloldása tett lehetővé. Az ipari termelés, azon belül pedig a feldolgozóipar hozzájárulása szintén jelentős volt a növekedéshez, főleg a járműipari termékek (például a személygépkocsik) iránti globális kereslet növekedése és a tavalyi évi bázishatás miatt.

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

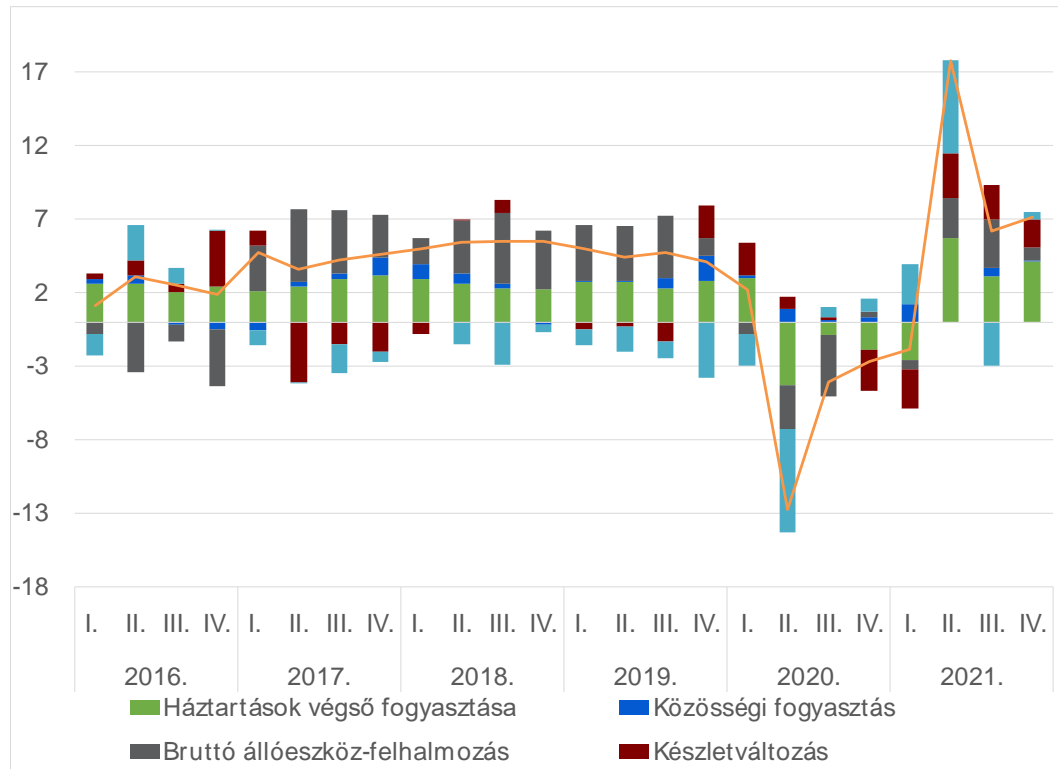


Forrás: KSH, OGR számítás

A 2021-es év második negyedévét követően a magyar gazdaság növekedése lassult, elsősorban az ellátási láncok sérülése, azaz a feldolgozóiparban jelentkező chiphiány, az egyéb anyag- és alkatrészhiányok, illetőleg a logisztikai problémák miatt. Emellett a 2021 harmadik negyedévében kezdődő, erőteljes energiaár-emelkedés is visszafogta a gazdasági növekedést. A növekedést így a szolgáltatások hajtották a harmadik negyedévben, elsősorban a szálláshely-szolgáltatás és a vendéglátás ágak, melyek az év utolsó negyedévében is a leggyorsabb növekedést mutatták. 2021 negyedik negyedévében az ellátási korlátok oldódásával párhuzamosan ismét gyorsuló ütemben bővült a magyar gazdaság.

A felhasználási oldali GDP adatok arra utalnak, hogy az érvényben lévő korlátozások 2021 első negyedévében még erőteljesen visszafogták a háztartási fogyasztást, melyet a költségvetési lazítás nyomán bővülő közösségi fogyasztás csak részben ellensúlyozott (3. ábra). A járvány következtében a gazdaság készletfelhalmozása tovább csökkent az első negyedévben, a nettó export viszont az erős feldolgozóipari teljesítménnyel és a fogyasztás lassulása miatt csökkenő importigénnyel párhuzamosan 2,8 százalékponttal növelte a GDP éves változását. A korlátozások részleges feloldásával 2021 második negyedévében a háztartási fogyasztás újra fellendülésnek indult, a nettó export pozitív hozzájárulása pedig ennek ellenére növekedett. A második negyedévben a turizmus által dominált szolgáltatásexport változása is pozitívrá fordult, illetve az év végéig az is maradt, míg az áruexport a második félévben rontotta a GDP növekedését. Ennek oka a harmadik negyedévben az említett termelési láncokat érintő zavarok és a globális energiaár-sokk volt, melyek hatására a nettó export negatívan járult hozzá a növekedéshez, míg a további komponensek növekedése lelassult. Az év utolsó negyedévében a háztartások gyors, 7,7 százalékos fogyasztásbővülése jelentette a növekedés motorját.

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



Forrás: KSH, OGR számítás

A beruházások a teljes évet tekintve 2 százalékponttal járultak hozzá a GDP növekedéséhez. Az állami beruházások a második negyedévtől már a csökkenés irányába hatottak. Az év végén pedig a háztartások beruházási aktivitása is jelentősen csökkent, amely részben a lakásépítések visszafogásának tudható be.

A magas frekvenciájú adatok szerint 2022 első két hónapjában mind a kiskereskedelem forgalom, mind az ipari termelés volumene bővült a tavalyi év azonos időszakához képest. A GKI konjunktúraindex alapján az orosz-ukrán konfliktus kirobbanásakor a fogyasztói bizalom átmenetileg romlott. Az aggodalmak azonban 2022 áprilisára elolvadtak, a konjunktúraindex pedig megközelítette a járvány előtti szintjét, arra utalva, hogy a gazdasági szereplők nem érezték meghatározónak a konfliktus rövidtávú gazdasági hatásait.

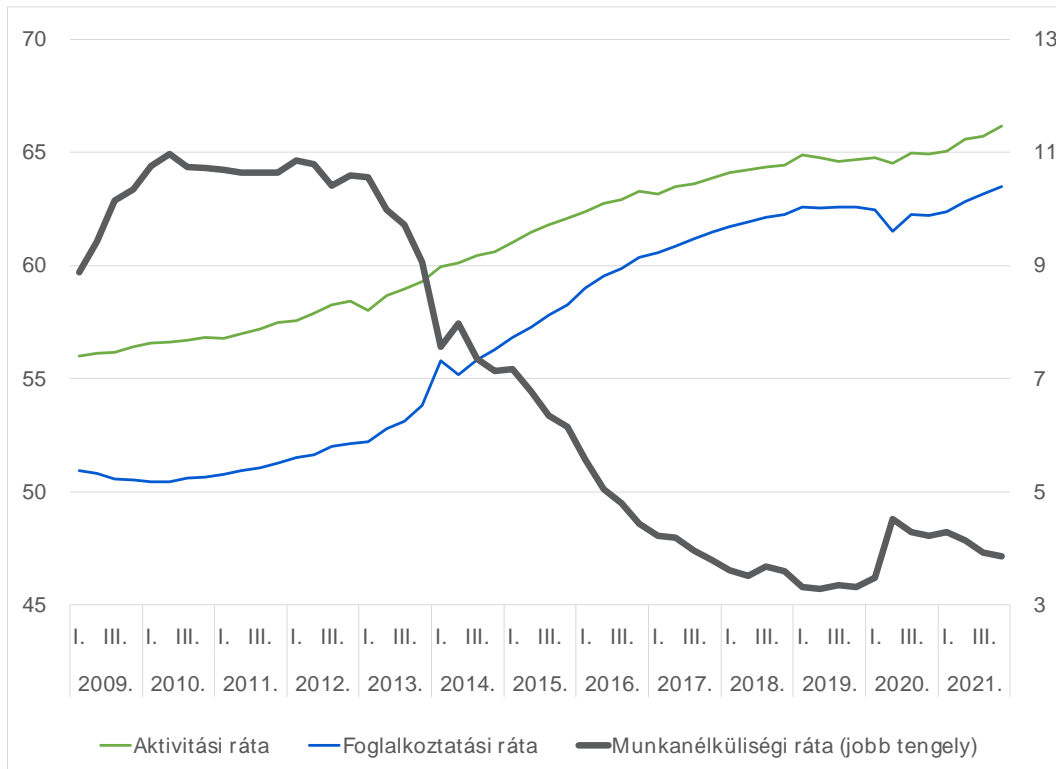
Megítélésünk szerint az orosz-ukrán háború számos csatornán keresztül hat majd a hazai gazdaság teljesítményére. A nyersanyagárakra és az élelmiszerekre gyakorolt inflációs nyomás mellett a külső kereslet csökkenése is visszafogja az exportra termelő szegmensek aktivitását (lásd az 1. keretes írást a 31. oldalon).

Munkaerőpiac, foglalkoztatottság

2021 második negyedévével a koronavírus-járványból való fokozatos kilábalással párhuzamosan a munkaerőpiaci mutatók javuló tendenciát mutattak és összességében nőtt a munkaerőpiac feszsége (4. ábra). A járvány újabb hullámának negatív munkaerőpiaci hatása leginkább a versenyszférában foglalkoztatottak 2021 első negyedéves csökkenésében jelent meg. A korábbi hullámokkal ellentétben

ugyanakkor más szegmensekben már nem történt érdemi romlás. A gazdasági kilábalással párhuzamosan a második negyedévben a munkanélküliség csökkent, az aktivitási és foglalkoztatási mutatók pedig eddigre meghaladták a válság előtti szintjüket. Az aktivitási ráta javulásában sajnálatos módon a járvány miatti népességcsökkenés is szerepet játszott. 2021-ben a COVID-19 járvánnyal összefüggő halálozások száma körülbelül 30000-re emelkedett, ami önmagában 0,4 százalékkal csökkentette népességet.

4. ábra: Munkaerőpiaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, százalék)

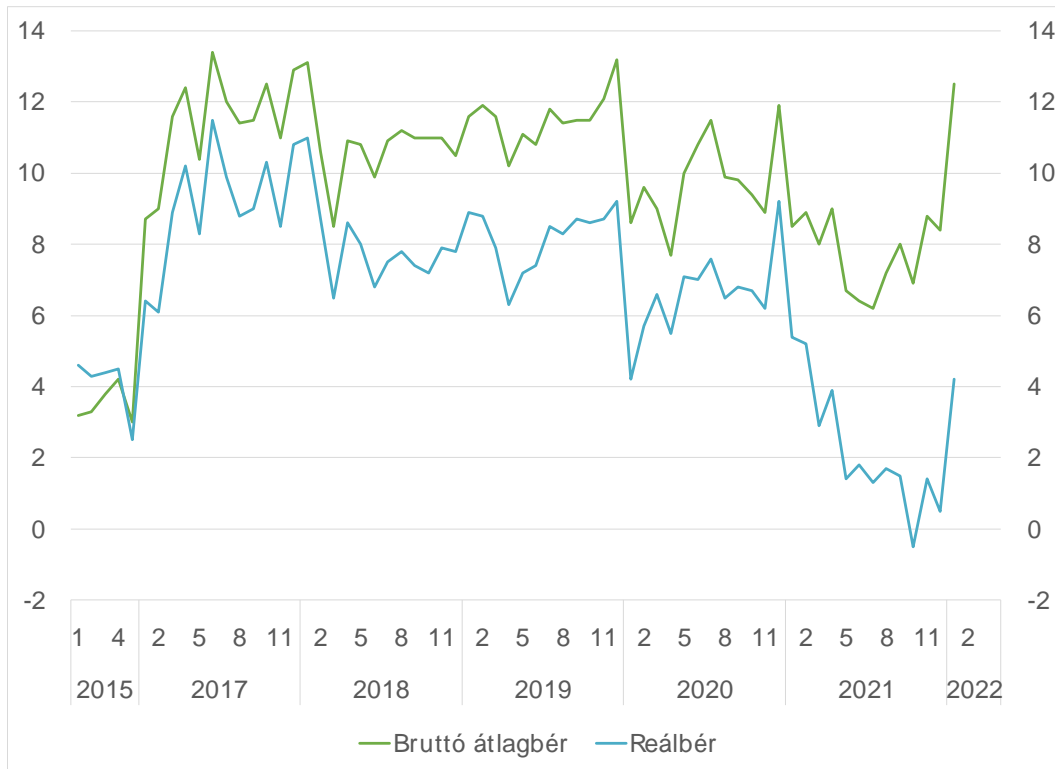


Forrás: KSH

A közfoglalkoztatottak száma a 2021-es évben tovább csökkent, a negyedik negyedévben éves alapon 10 százalékkal, azaz 9,3 ezer fővel kevesebben dolgoztak ebben a státuszban. A közfoglalkoztatottakkal korrigált munkanélküliségi ráta az első negyedéves 6,1 százalékról 5,5 százalékra csökkent a 2021 végére.

A versenyszektor bérnövekedése éves átlagban 7,8 százalék körül alakult 2021-ben, ami az emelkedő infláció következtében a korábbi négy évben megfigyelttől jelentősen elmaradó, 2,7 százalékos reálnövekedést jelentett.

5. ábra: Nominális és reálbér alakulása a versenyszektorban (éves növekedés, százalék)



Forrás: KSH

A 2021 második két negyedében lassult a versenyszférában a bérdinamika, majd a növekvő inflációval párhuzamosan ismét gyorsulni kezdett. A 2021 év eleji bérdinamikát a minimálbér februári, 4 százalékos növelése támogatta¹. A járvány által leginkább érintett szolgáltató ágazatokban (szálláshelyszolgáltatás, vendéglátás; egyéb szolgáltatás) az első félévben mérsékeltebb volt a bérnövekedés az előző év azonos időszakához képest, majd ezen ágazatokban is gyorsult a bérdinamika. A gyorsuló infláció mellett a reálbérnövekedés erőteljesen lassult, és 2021 októberében éves alapon csökkent a reál átlagbér, majd a mutató enyhe emelkedését figyelhettünk meg.

Az átlagbérek változását a 2021-es év során az összetétel-hatás is jelentős mértékben befolyásolta. A járvány első hullámában az alacsonyabb képzettségű munkavállalók körében a részmunkaidős foglalkoztatás aránya az átlagosnál lényegesen jobban emelkedett, illetve nagyobb arányban is bocsátották el alacsonyabb keresetű munkaerőt. A kizárólag a teljes munkaidős foglalkoztatottakat figyelembe vevő, KSH által számított bérinde克斯 így 2020-ban felfelé torzította a bruttó átlagkereset növekedését. Ezzel ellentétes hatás érvényesült 2021-ben, a fenti átmeneti hatások kifutása következtében. A fenti torzító hatást kiszűrő bérnövekedés 2021-ben érdemben magasabb lehetett a közölt adatoknál.

2022 januárjában a minimálberek 20 százalékos emelése okozott jelentős gyorsulást a bérnövekedésben: a nominális bérek januárban több mint 12 százalékkal emelkedtek 2021 januárjához

¹ A hazai foglalkoztatottak körülbelül 20 százaléka, mintegy 1 millió munkavállaló keres a minimálbér, valamint a garantált bérminimum körül.

képest. A minimálbér-emelés teljes bérskálára gyakorolt hatása mellett az infláció meredek emelkedése és az egyes ágazatokban továbbra is rendkívül feszes munkaerőpiac is a bérek gyorsulását indokolta.

A foglalkoztatási és bérezési adatok összességében arra utalnak, hogy a munkaerőpiaci feltételek feszebbé váltak az elmúlt negyedévekben. A foglalkoztatottság alakulását 2022-ban jelentősen befolyásolhatja a globális kereslet negatív változása, valamint a nemzetközi ellátási láncok elhúzóó zavarai az orosz-ukrán háború, illetve a nyersanyagár-sokk miatt. A foglalkoztatás bővülése az említett tényezőkkel összefüggésben lassulhat.

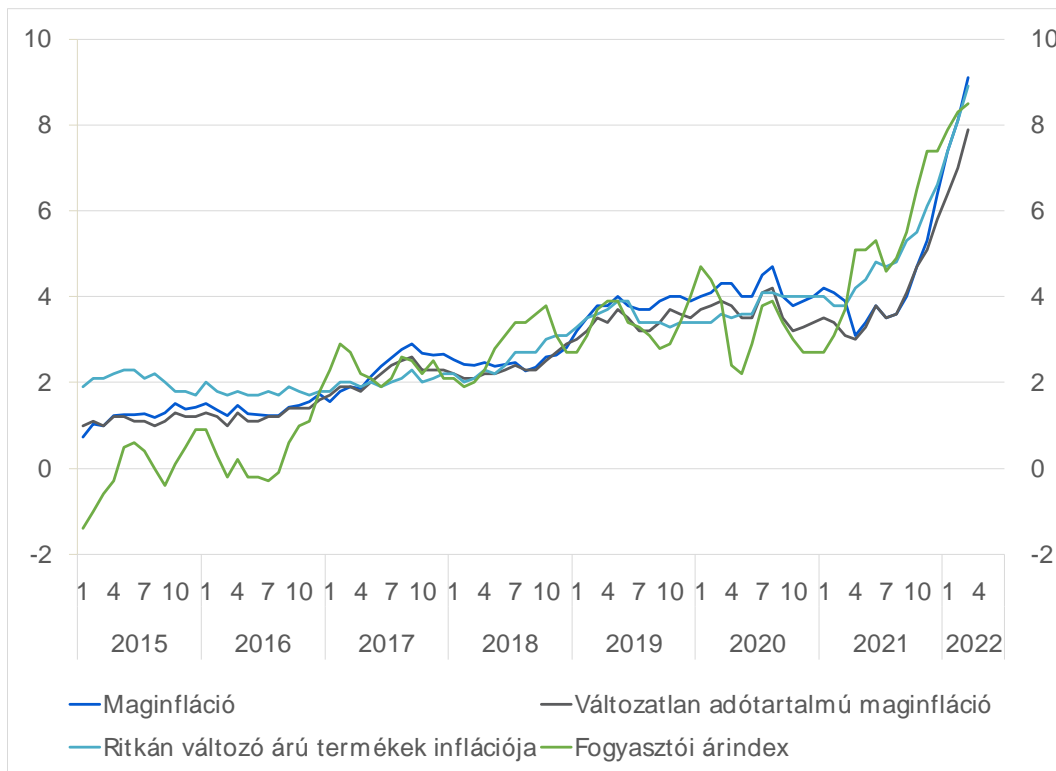
2.1.2 Infláció és monetáris politika

A 2021-es éves átlagos infláció 5,3 százalék volt, így jócskán meghaladta az elmúlt évek átlagát és az MNB célját is. Az árnövekedés az év során fokozódott, év végén elérte a 7,4 százalékot, így tavaly április óta a jegybank inflációs célja felett alakul az áremelkedés. Történik ez annak ellenére, hogy az MNB a tavalyi év közepe óta szigorítja monetáris politikáját, illetve a kormány számos unortodox hatósági árszabályozó intézkedést ("árstopot") vezetett be.

Az infláció növekedését főleg globális eredetű költségsokkok hajtják, de a gyors, keresletoldali gazdasági fellendülés is szerepet játszik. 2021 első felében az árnövekedést nagyrészt az üzemanyagár emelkedése fűtötte, amely a globális kereslet fellendülésének, az alacsony bázisévnek és a kínálati korlátozásoknak az együttes következménye. Emellett átmeneti inflációs hatása van az év elején, uniós szabályozás miatt megemelt dohánytermékek árának is. Az év második felétől kezdve a globális élelmiszerár-növekedés is megjelent a hazai árakban. A feldolgozott és feldolgozatlan élelmiszerek ára is drasztikus növekedésnek indult. Az élelmiszerárak és üzemanyagár növekedése mellett a szolgáltató szektorban is jelentős áremelkedés kezdődött, mely a hazai fellendülő kereslet és a korábban említett költségsokkok továbbgyűrűző hatásának a következménye. A tavalyi év során az iparcikkek ára is emelkedett, mely nagyrészt a globálisan magas nyersanyagárnak köszönhető.

A gazdaságban tapasztalt árnyomásról pontosabb és árnyaltabb képet adnak az úgynevezett inflációs alapmutatók, amelyek kiszűrik a különösen változékony árú termékeket (idényáras élelmiszereket, üzemanyagokat), illetve a hatósági döntések (adóváltozások, szabályozások) árakra gyakorolt hatását. Az alapmutatók 2021-ben a fogyasztói árindexnél alacsonyabb árdinamikát jeleztek, hiszen kezdetben az árnövekedés nagy részét az olyan termékek adták, mint az üzemanyag vagy az élelmiszerek. Azonban az elmúlt hónapok maginflációjának növekedése jól mutatja, hogy az infláció jóval szélesebb körű és tartósabb, mint azt a tavalyi évben gondoltuk. Ezzel összhangban az inflációs várakozások is emelkedtek, év végén elérték a 6 százalékot.

6. ábra: Éves inflációs mutatók (százalék)

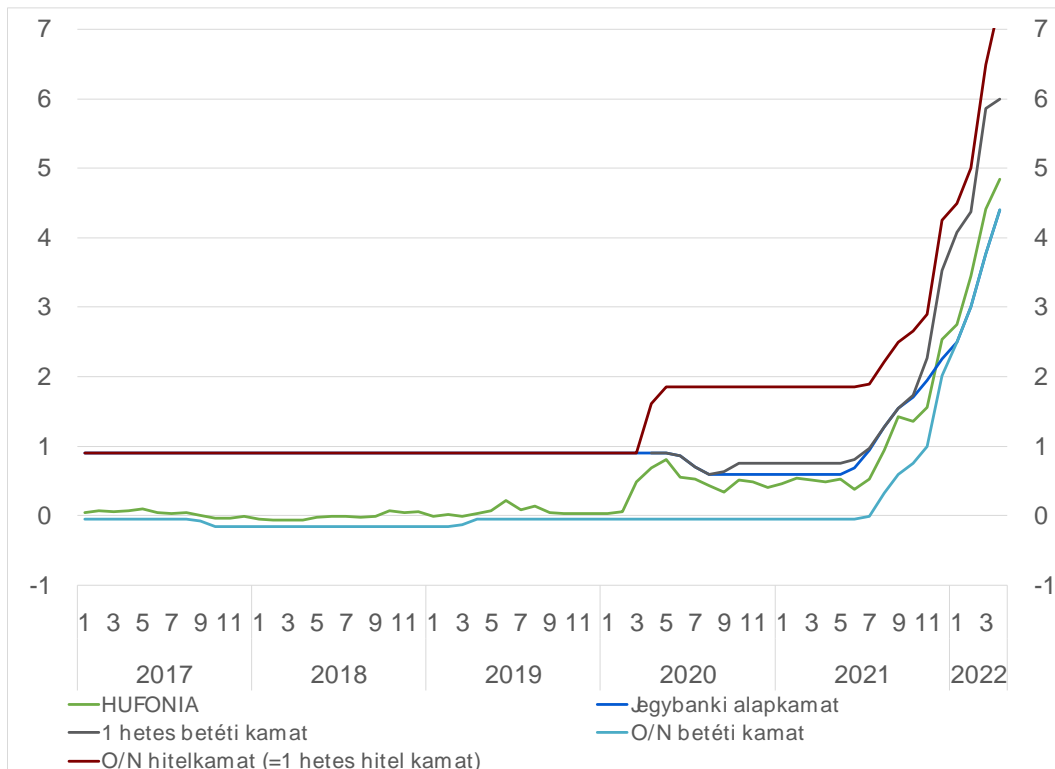


Memo: Szezonálisan igazított adatokból számolva.

Forrás: KSH, MNB

A fogyasztói árak növekedése 2022-ben tovább folytatódott, az infláció éves összehasonlításban 8,5 százalékra emelkedett márciusban, a maginfláció pedig még ezt is meghaladva 9,1 százalék volt. Az év eleji inflációs megugrás részben az éves átázások következménye, amely az iparcikkek és szolgáltatások árainak növekedésében jelentkezik, de hajtják az áremelkedést a jelentős egyszeri jövedelemnövelő kormányzati intézkedések is. Emellett az Európában év elején kezdődő energiaválság a termelői árak növekedésén keresztül emeli a fogyasztói árakat. Az Oroszország és Ukrajna közötti fegyveres konfliktus, illetve a geopolitikai feszültségek a nyersanyagárak és ezáltal az infláció további emelkedéséhez vezetnek. Egyrészt tovább emelkedtek az olaj- és gázárak (főleg Európában), másrészt a konfliktus az élelmiszerek globális árának újabb, drasztikus emelkedését hozza el, hiszen a két ország jelentős szerepet tölt be a globális élelmiszer termelésében (főleg a búzatermékeket esetén). (Lásd az 1. Keretes írást a 31. oldalon.)

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

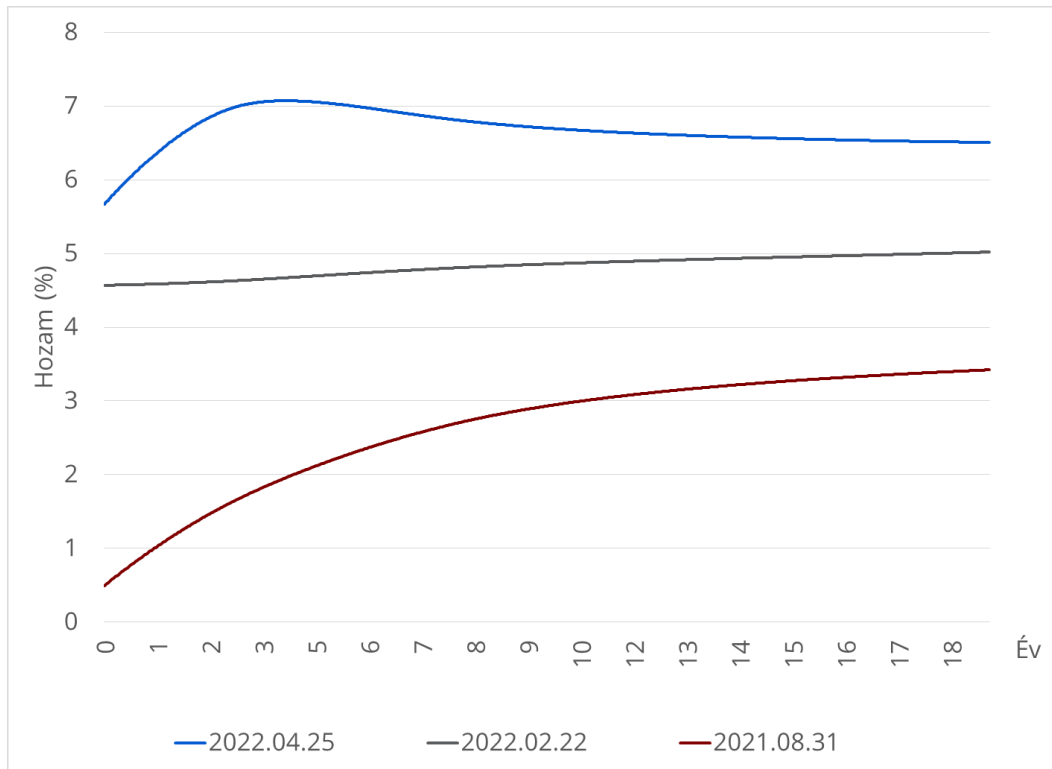


* Megegyezik az 1 hetes hitel kamatlábjával

Forrás: MNB

Az inflációs nyomás és a szűkös globális kínálat ellentételezésére a magyar kormány számos hatósági árbefagyasztó intézkedést vezetett be. November közepétől kezdve a kormány három hónapra maximálta az üzemanyagok literenkénti árát, majd 2022 áprilisában ezt az intézkedést június végéig meghosszabbította. 2022 február elsejétől kezdve pedig szintén június végéig befagyasztotta több alapvető élelmiszer árát is a 2021 októberi szintre. Az üzemanyagárstopnak a jegybank szerint márciusban közel 2,5 százalékpontos inflációcsökkentő hatása lehetett, míg az élelmiszerek árstopja 0,5 százalékponttal mérsékelhette az áremelkedést. Emellett a kormány sok évvel ezelőtt bevezetett rezsicsökkentésének is szignifikáns, márciusban a jegybank szerint több mint egy százalékpontos inflációt mérséklő hatása van a magas világpiaci gázárak miatt. A most bevezetett intézkedések hozzájárulnak ahhoz, hogy a teljes fogyasztói árindex mérséklődjön, viszont a széleskörű inflációs ciklust nem tudják megállítani, ahogy azt a jelentősen emelkedő inflációs alapmutatók, például a maginfláció, is jelzik.

8. ábra: Zérókupon hozamgörbe



Forrás: Államadósság Kezelő Központ

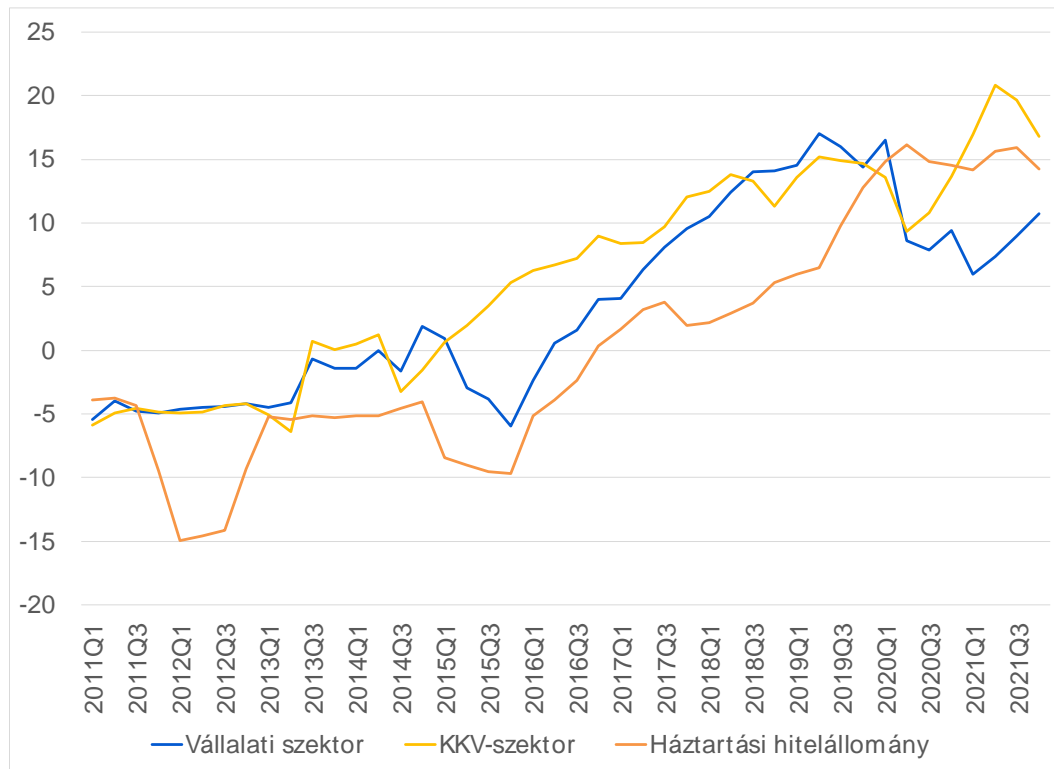
A növekvő infláció miatt az MNB tavaly június közepén kamatemelési ciklusba kezdett, az alapkamatot 2022 április végéig bezárólag 460 bázisponttal, 5,4 százalékra emelte (7. ábra). Kezdetben 30 bázispontos emelésekkel, majd az ősz folyamán 15 bázispontos ütemben növelte a kamatot a Monetáris Tanács. Azonban az infláció drasztikus emelkedése miatt a jegybank novembertől visszatért az erőteljesebb 30 bázispontos emeléshez, sőt, januárban 50 bázispontos, márciusban, illetve áprilisban pedig 100-100 bázispontos kamatemeléseket hajtott végre. Az alapkamat mellett a kamatfolyosót is változtatta a jegybank, tette ezt aszimmetrikusan, jelenleg az alapkamat a kamatfolyosó alján található, megegyezik az egynapos betét kamatával, míg a hitelkamat 300 bázisponttal az alapkamat felett van, 8,4 százalékponton. Emellett kiemelkedően fontos monetáris politikai eszközzé vált az egyhetes jegybanki betéti eszköz, melynek kamatát a jegybank heti aukcióján határozza meg. Ez a kamat a jegybank novemberi döntésének értelmében eltérhet az alapkamat szintjétől, így teremtve lehetőséget alapkamat szigorításánál nagyobb effektív kamatemelésre. Jelenleg az egyhetes betéti kamat 6,15 százalékon áll, jóval az alapkamat felett. A jegybanki kommunikáció szerint a következő hónapokban további szigorítás várható.

A szigorodó hazai monetáris politikának köszönhetően a hozamgörbe szignifikánsan felfelé tolódott az elmúlt hónapokban, melyet a FED (Federal Reserve, az Egyesült Államok monetáris döntéshozó szerve) korábban kezdődő és vártnál nagyobb kamatemelési ciklusa is támogat. A háború kitörése óta a régiós kockázatok is emelkedtek, melyek tovább növelik a hozamgörbe rövid végét.

2.1.3 Hitelezés

2021-ben a hitelállomány gyorsan növekedett, azonban ennek üteme eltérően alakult az egyes szektorokban. A teljes évben a kis- és középvállalatok (KKV) szegmensében 16,8 százalék, míg a háztartások körében 14,2 százalék körül volt az éves növekedés (9. ábra).

9. ábra: Vállalati és háztartási szektor hitelállományának éves változása (tranzakció alapú növekedés, százalék)



Forrás: MNB

A COVID-19 kapcsán kialakult válsághelyzet kezelésének részeként a vállalatok forrásszerzését támogató jegybanki hitelösztönzési programok jelentős szerepet játszottak a hitelállomány növekedésében:

- A 2020 áprilisától aktív Növekedési Hitelprogram (NHP) Hajrá! keretében megkötött szerződésekkel a mikro-, kis- és középvállalati szektornak nyújtott több mint 800 milliárd forint értékben forrásokat 2021 során. A hitelprogram 2021 júniusára érte el keretösszegét, és a kamatemelési ciklussal párhuzamosan az MNB leállította.
- A 2019 nyarától 2021 decemberéig elérhető Növekedési Kötvényprogramjával a vállalati forrásbevonást az 1550 milliárd forintos keret összegéig.
- 2021 októberétől a Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Programjával kezdődően 300 milliárd forintos keretig.

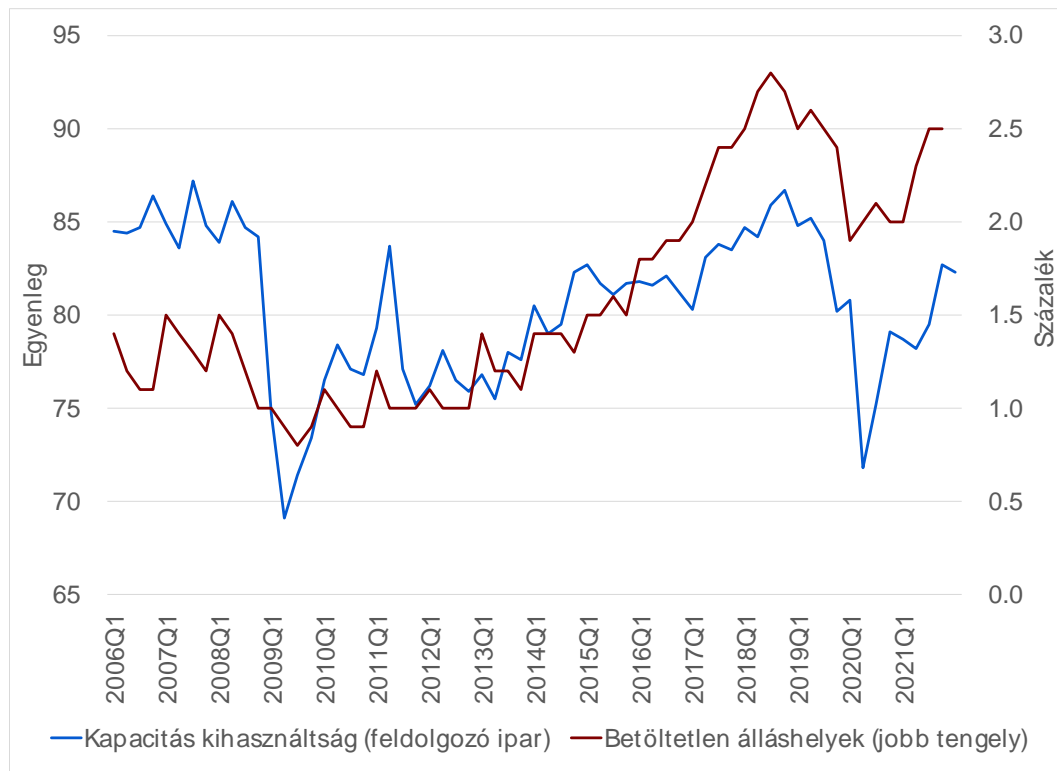
Az NHP Hajrá keretösszegének kimerülésével, 2021 utolsó negyedévére a hitelfelvétel a KKV-szektorban lassult, azonban így is két számjegyű maradt. A kamatkörnyezet emelkedése miatt némileg szigorodó feltételek és a moratórium kivezetése miatt a hitelállomány bővülésének további lassulására számítunk, azonban az államilag támogatott konstrukciók miatt a hitelállomány változása 2022-ben is pozitív marad.

A háztartási hitelállomány 14,2 százalékkal bővült 2021-ben, melynek dinamikáját az állami támogatásokhoz köthető hitelek erőteljesen támogatták, elsődlegesen a lakáshitelek piacán. A babaváró hitelek mellett, a 2021-től elérhető új otthonteremtési támogatások (Újlakás-áfa 5 százalékra csökkentése, CSOK-kal vásárolt új ingatlanok áfa- és illetékmentessége, Többgenerációs CSOK, Otthonfelújítási támogatás) jelentős ösztönzőt jelentettek a háztartások számára. A lakásárak emelkedő tendenciája, illetve a növekvő inflációs várakozások is szerepet játszhattak. Ezentúl a kamatemelési ciklus miatt előrehozott hitelkereslet is támogathatta ezt a növekedést. A meglévő hitelek törlesztésének visszafogásán keresztül a hitelállomány dinamikáját támogatta a hitelmoratórium is. A hitelmoratórium 2021 során is érvényben maradt, azonban a novembertől szűkített formában elérhető konstrukcióban 28 százalék helyett a lakossági hitelállomány 5 százaléka maradt. Az MNB hitelpiaci elemzése szerint a kamatkörnyezet változásával emelkedő hosszú hozamok nem gyűrűztek át teljes mértékben a hitelkamatokba 2021 második félévében, ugyanakkor a bankok jelzése alapján 2022 első félévében az átárak felgyorsulhatnak, ami negatívan érinti a háztartási hitelállomány dinamikáját.

2.1.4 A gazdaság ciklikus helyzete

2021-ben a gazdaság termelő kapacitásai élénkültek, tehát a potenciális GDP növekedett. Számos tényező utal azonban arra, hogy a vártnál nagyobb GDP növekedés meghatározó része nem a potenciális GDP korrekciójának, hanem a ciklikus elemeknek köszönhető, azaz a kibocsátási rés jelentősen javult és pozitívba fordult át a tavalyi évben. Ilyen keresleti tényezők a laza fiskális politika (állami beruházások, diszkrecionális fogyasztásösztönző intézkedések) és a késleltetett lakossági fogyasztások elköltése, melyek jelentősen fűtötték a gazdasági fellendülést. Ezzel szemben a kínálati oldalon a járványügyi korlátozások egy része érvényben volt a tavalyi év elején, a globális ellátási láncokban és a szolgáltató szektorban is maradtak súrlódások az év során. A ciklikus pozíció javulását támasztják alá a járvány előtti szintre korrigáló munkaerőpiaci mutatók és a feldolgozóipari kihasználtsági mutató is (10. ábra).

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



Forrás: Eurostat

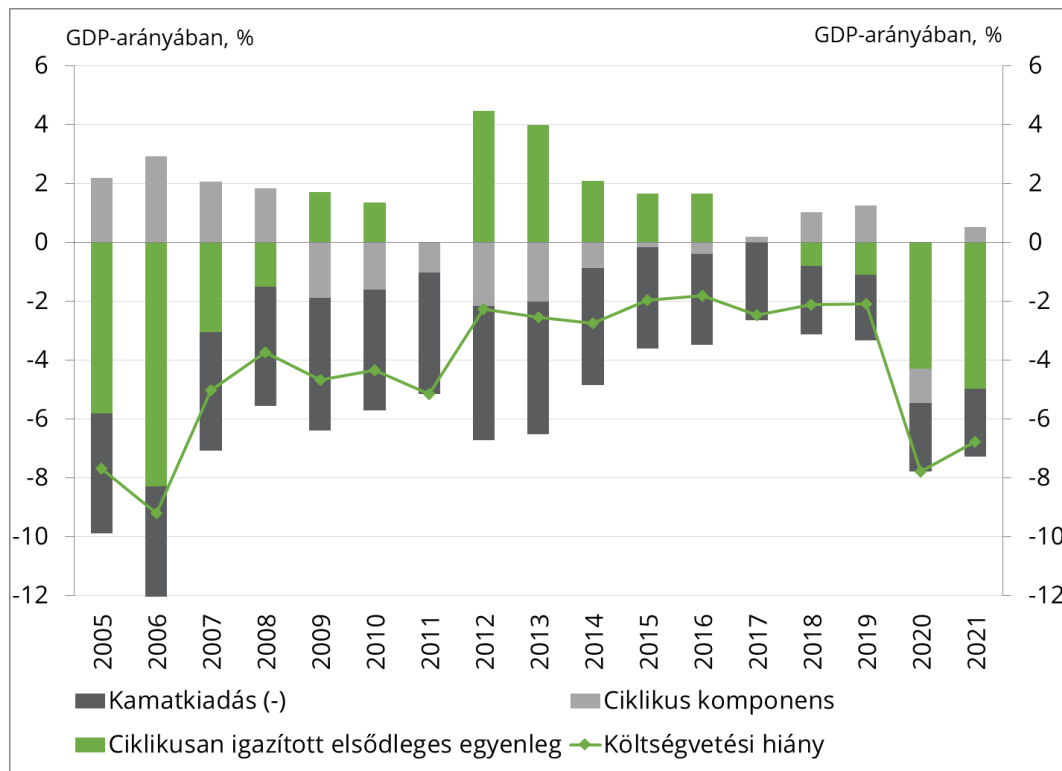
A potenciális kibocsátás korlátozó tényezői és a felpörgő kereslet miatt tehát becslésünk szerint 2021-ben a gazdaság kis mértékben, körülbelül 1 százalékkal a potenciális kibocsátási szintje felett teljesített, ami 4 százalékpontos emelkedést jelent a 2020-as becslült értékhez képest.

2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság

2.2.1 Költségvetési hiány

A költségvetés eredményszemléletű (ESA) hiánya a 2022 március végi EDP adatközlés szerint a GDP 6,8 százalékát tette ki 2021-ben, ami 0,7 százalékponttal alacsonyabb a költségvetési törvényben megfogalmazott 7,5 százalékos hiánycélnál és 1 százalékpontos csökkenést jelent a megelőző évi hiányhoz képest.

11. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGR becslés

A hiány mérséklődéséhez becslésünk szerint a GDP mintegy 1,7 százalékaival járultak hozzá a javuló gazdasági aktivitás miatt emelkedő adóbevételek, illetve kiadási megtakarítások (jellemzően alacsonyabb munkanélküli juttatások). Eközben a kormányzati intézkedések nettó értelemben a GDP 0,7 százalékaival növelték a hiányt, miközben a kamatkiadások a GDP arányában változatlan szinten, 2,3 százalékon maradtak.

A bevétel oldali intézkedések közül a családi adóvisszatérítés a GDP több mint 1 százalékaival növelte a költségvetési hiányt.² További, a GDP 0,25 százalékaival megfelelő bevételkiesést jelentett a helyi iparüzési adókedvezmény bevezetése, ami 2022-ben is fennmarad. Emellett a kormány további adó- és járulékterhek könnyítéseket nyújtott a válság által sújtott vállalkozások számára, illetve tovább csökkent a KIVA adókulcsa is.

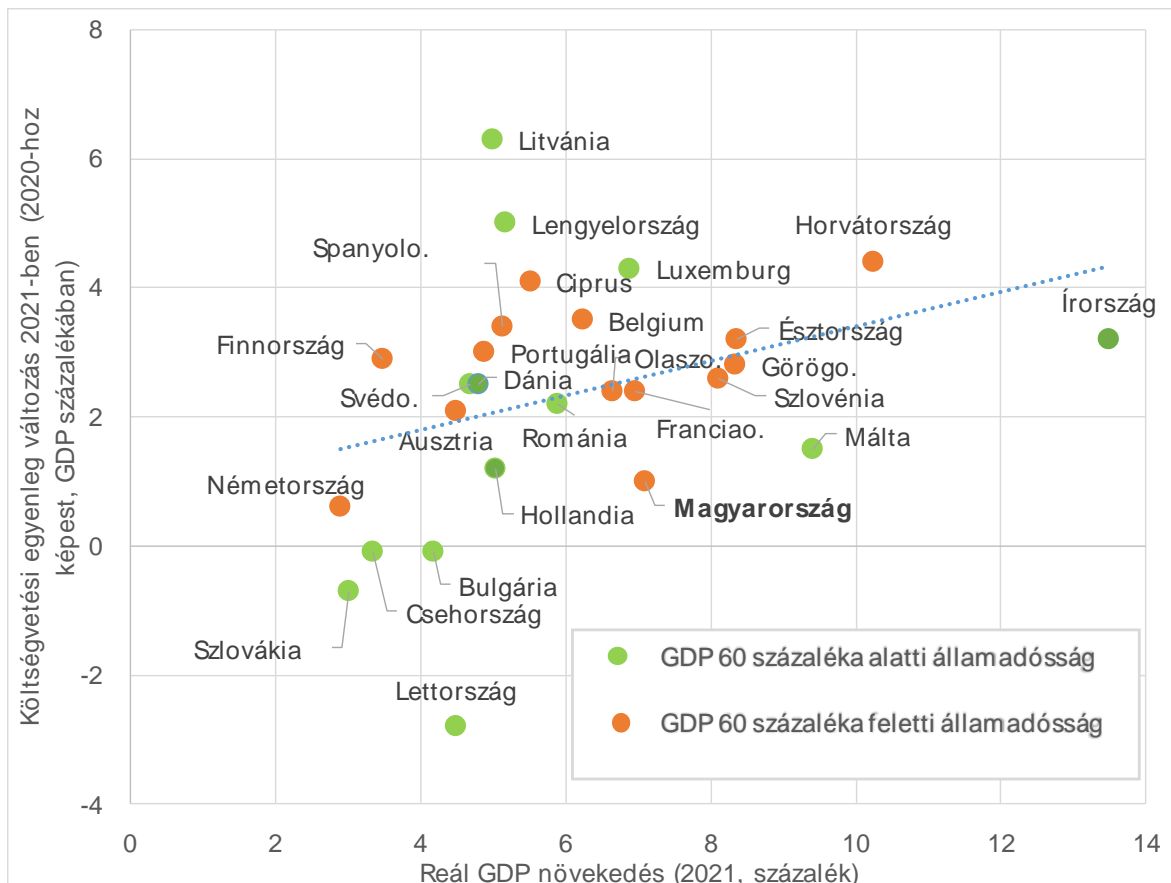
Emellett a kormány 2021-ben összesen a GDP közel 1 százalékát fordította lakásépítést, felújítást és lakásvásárlást célzó támogatásokra és ezzel kapcsolatos adókedvezményekre. A nyugdíjcélú kiadásokat a GDP 0,5 százalékaival növelte a 13. havi nyugdíj egy heti összegének, illetve a nyugdíjprémiumnak a kifizetése. A kiadásokat emelte az egészségügyi dolgozók bérrendezése (GDP 0,5 százaléka), illetve számos állami tulajdonban lévő vállalatban, egyebek közt az MVM Zrt.-ben végrehajtott tőkeemelés.

² A 677 milliárd forintnyi adóvisszatérítés kifizetése 2022-ben első negyedévében történt meg, ugyanakkor eredményszemléletben a 2021-es évet érinti, és ennek megfelelően az ESA-hiányban is 2021-re vontakozóan kerül elszámolásra.

A költségvetési hiány mérséklését támogatta ugyanakkor a beruházási kiadások jelentős mértékű, a GDP 0,6 százalékát kitevő csökkentése, egyes járványügyi és gazdaságvédelmi intézkedések kivezetése, illetve egyes kiadási tételeknek a nominális GDP növekedésétől elmaradó ütemű bővülése.

Összességében a költségvetési politika 2021-ben is a gazdasági kilábalás támogatására fókuszált. Magyarország a gazdasági teljesítmény javulásából eredő költségvetési többletbevétel jelentős részét új növekedéstámogatói intézkedések finanszírozására fordította. Így az európai gazdaságokkal összehasonlítva a kormány a gazdasági környezet nyújtotta lehetőségeinél kevésbé javította a költségvetési hiányt. Különösen igaz ez, ha az ország eladósodottságát is figyelembe vesszük. A 60 százalék feletti GDP-arányos államadóssággal bíró országok 2021-ben a növekedési teljesítményüktől függetlenül is jellemzően nagyobb mértékű költségvetési kiigazítást hajtottak végre (12. ábra).

12. ábra: 2021-es költségvetési egyenlegjavulás és gazdasági növekedés az EU országokban



Forrás: Eurostat, OGR számítás

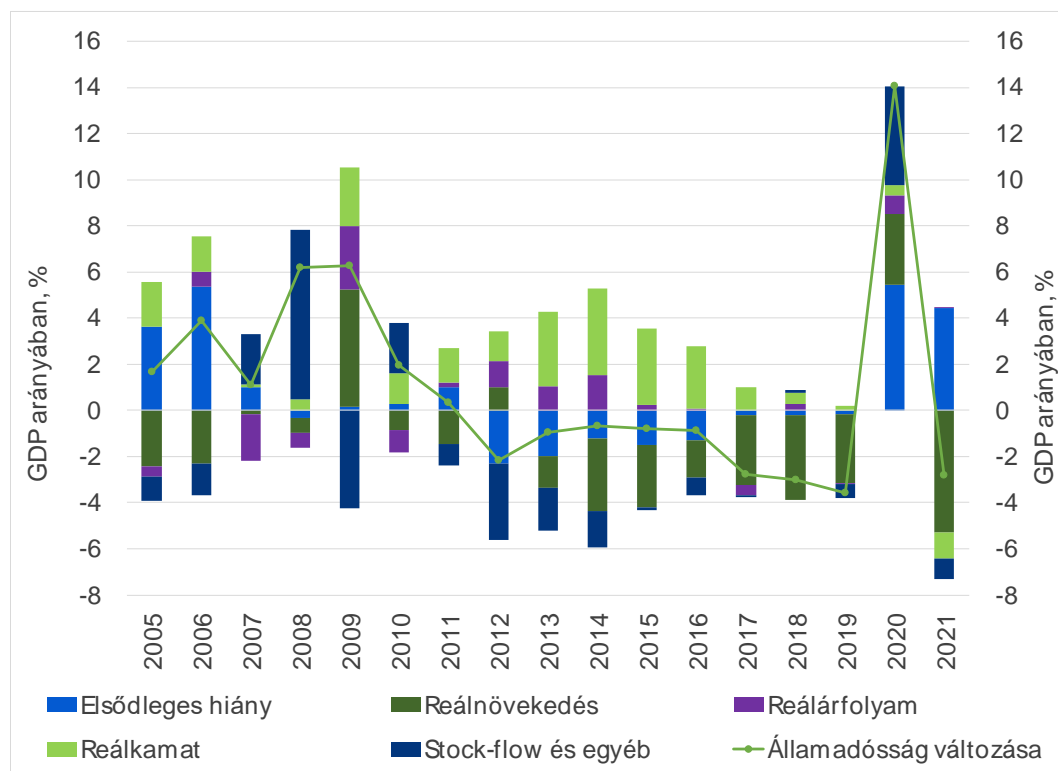
Az eredményszemléletű hiány 2021-ben is számottevően meghaladta a maastrichti kritériumokban megfogalmazott 3 százalékos küszöbértéket. Eközben a gazdasági ciklus hatásától megtisztított, úgynevezett strukturális hiány becslésünk szerint a GDP 7,3 százalékára emelkedett és így tovább távolodott a Stabilitási és Növekedési Paktumban (Stability and Growth Pact, SGP) a 2020-2022 időszakra Magyarország számára kijelölt 1 százalékos középtávú céltól. Ugyanakkor a rendkívüli válságra való tekintettel az Európai Unió 2020 tavaszán felfüggesztette az uniós fiskális szabályokat, illetve a hazai költségvetési szabályrendszert rögzítő Stabilitási törvény módosításával lehetővé vált a 3

százalékos hiánykorlát túllépése is. A jelenlegi információk szerint 2024 lesz az első olyan év, amikor az uniós szabályok ismét életbe lépnek és a költségvetési hiánynak 3 százalék alá kell csökkennie, illetve a strukturális egyenlegnek közelednie kell a középtávú célhoz.

2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői

A 2020-as, a COVID-19 válság miatti jelentős megugrás után 2021-ben csökkenésnek indult az államadósság ráta. A bruttó államadósság GDP-arányos értéke a GDP 2,8 százalékával 76,6 százalékra mérséklődött. Az adósság mérséklődésében a COVID-19 válságot megelőző évekhez hasonlóan a gazdasági növekedés járult hozzá a legnagyobb mértékben. Az adósságcsökkenést emellett támogatta, hogy az emelkedő inflációval párhuzamosan csökkent az adósság reálkamat terhe. További adósságcsökkenést eredményezett, hogy a kormány 2021 decemberéhez képest a GDP 1,9 százalékával csökkentette a COVID válság időszakában jelentősen megnövelt finanszírozási tartalékait. A költségvetés elsődleges egyenlege eközben a GDP 4,5 százalékával hatott az adósságráta emelkedése irányába (12. ábra).

13. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója



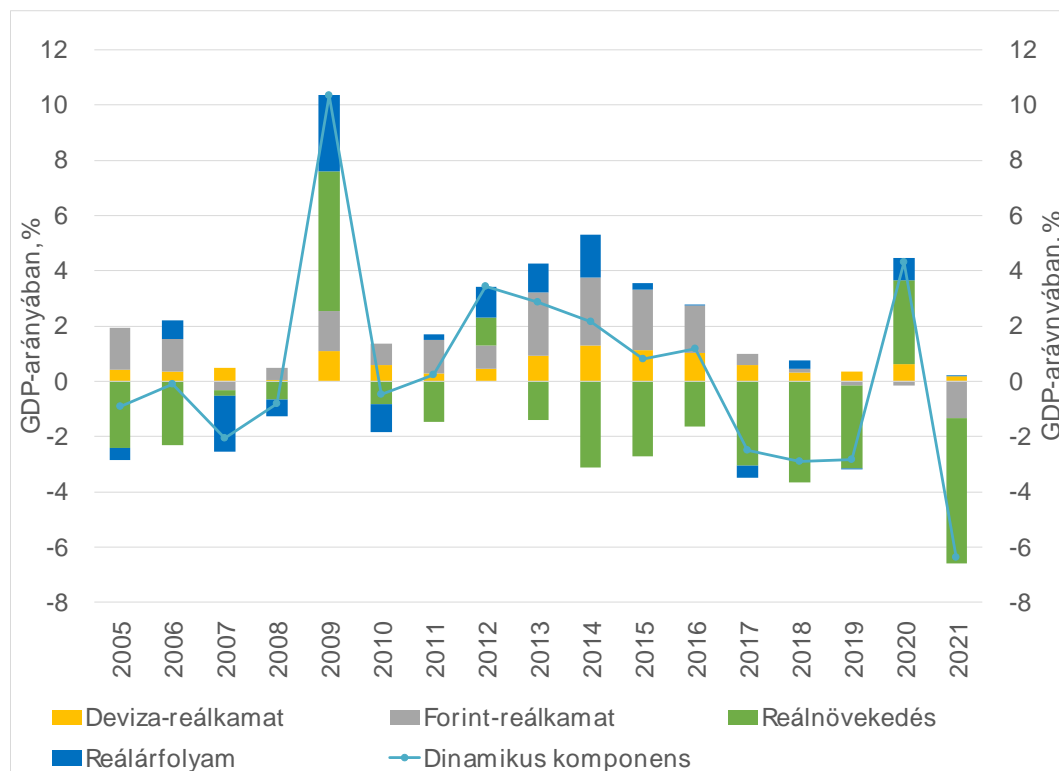
Forrás: KSH, OGREsearch számítás

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

A dinamikus komponens, azaz a múltban felhalmozott adósságon keresztül ható tényezők soha nem látott mértékben segítették az adósságráta csökkenését, ami elsősorban a magas induló

adósságszintnek³ és a gyors reálgazdasági növekedésnek köszönhető. Emellett az alacsony hozamkörnyezet és az infláció emelkedése is jelentős mértékben növelte a dinamikus komponens adósságráta csökkentő hatását. Az adósság fokozatos átárazódása⁴ következtében ugyanis a fennálló adósságra fizetett deviza- és forintkamatok csak jelentős késéssel követik a piaci hozamok emelkedését. Így mind a deviza, mind a forint reálkamat kiadások jelentős mértékben csökkentek. Ez azonban jelentős részben átmeneti „megtakarítást” jelent, hiszen a tartósan magasabb hozamkörnyezetben az egyes adósságelemek lejáratával és újrakibocsátásával az adósság a jövőben átárazódik (13. ábra).

14. 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.

³ Minél magasabb az induló adósságszint, annál nagyobb az egységnyi reál GDP növekedés, a reálárfolyam változás, illetve reálkamat hatása az adósságrátára.

⁴ Az államadósság átlagos hátralévő futamideje 2021-ben 6 évre emelkedett.

3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk

3.1 Meghatározó nemzetközi trendek

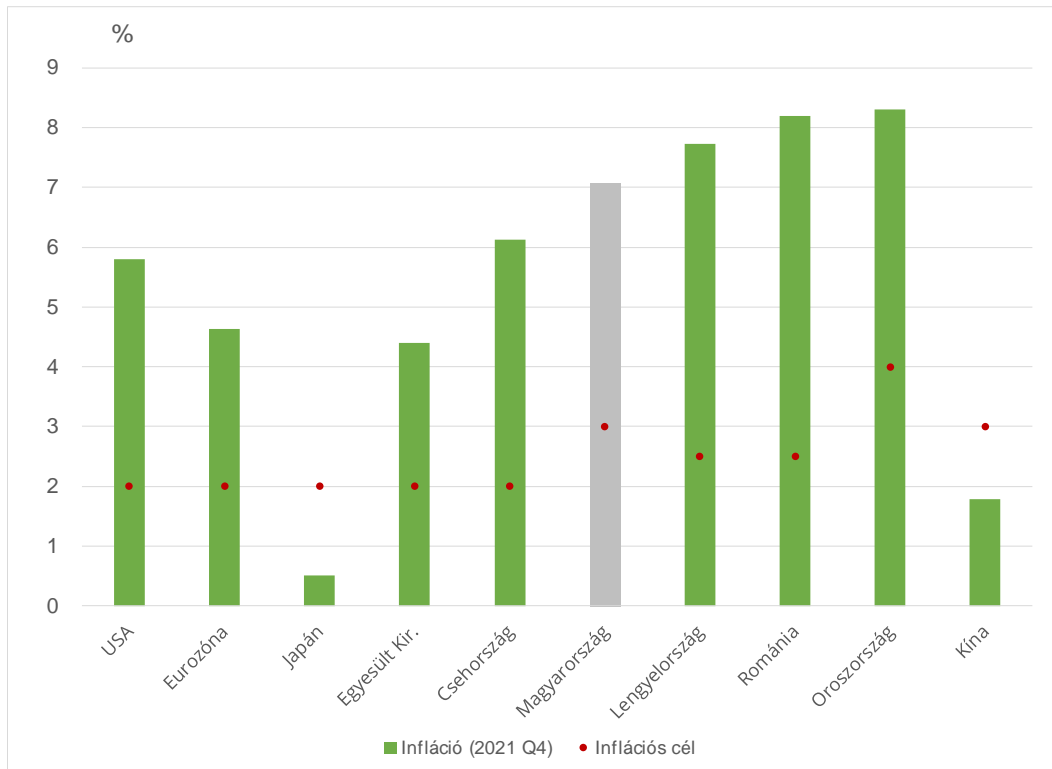
2021-ben a világgazdasági folyamatokat az előző évhez hasonlóan, jelentős részben a koronavírus határozta meg, azonban a járványhelyzet a korábbinál kevésbé járt súlyos gazdasági következményekkel. Az előző évben tapasztalt 3,3 százalékos visszaeséssel szemben a világ GDP-je 2021-ben 5,8 százalékkal nőtt. A kilábalás gyorsulását nagyrészt a 2021-es év elejétől induló tömeges oltási programok tették lehetővé, csökkentve a vírusból fakadó egészségügyi kockázatokat.

A járvány miatt meghozott korlátozások célzottabbá váltak, illetve a 2021-es év elejétől induló tömeges oltási programok a csökkentették a vírusból fakadó egészségügyi kockázatokat, így az országokon belüli ipari termelés helyreállt, és meghaladta a koronavírus előtti szintjét a 2021-es év elején. A szolgáltató szektor felépülése lassabb volt, mivel a fennálló korlátozások ezt a szektort még negatívan érintették. A turizmus, azon belül is a nemzetközi turizmus felépülése lassabban ment végbe, hiszen az országok közötti utazás költségei és kockázatai még jellemzően magasak voltak az évben, az üzleti utazások jelentős részét pedig felváltották az online megoldások. A második negyedében bekövetkezett gyorsulást követően az év második felében mérsékeltebb volt a növekedés, részben a koronavírus-járvány negyedik hulláma és az új vírusváltozatok megjelenése miatt. A különböző régiókat eltérő időben érték el, illetve más-más mértékben sújtották a vírusváltozatok, a lakosság átoltottságától és az országok fiskális kapacitásától függően.

Bár jelenleg úgy tűnik, hogy a világgjárvány legsúlyosabb szakaszának már vége, az új vírusvariánsok ismét fertőzési hullámokhoz és további zavarokhoz vezethetnek. Annak kockázata tehát fennáll, hogy világgjárvány még rosszabbra forduljon – amint azt a Kínában, az ázsiai és a csendes-óceáni térség más részein a közelmúltban növekvő esetszámok mutatják. Ennek ellenére a korábbi hullámok alatt felépült egészségügyi kapacitásoknak, a vírus fejlettebb kezelési módjainak, a szélesebb körben elérhető oltásoknak és a megszerzett immunitásnak köszönhetően a következő hullámok már kevésbé lesznek súlyosak.

A koronavírus-járvány mellett a másik meghatározó globális gazdasági folyamat a növekvő infláció, amely a 2021-es év során az országok jelentős részében a jegybanki cél felett alakult (15. ábra). Az energiahordozók árának emelkedése először az üzemanyagok árában érvényesült, majd a termelői árakba, végül a késztermékek árába is átgűrűzött.

15. ábra: Az infláció alakulása 2021 utolsó negyedében és az inflációs célok

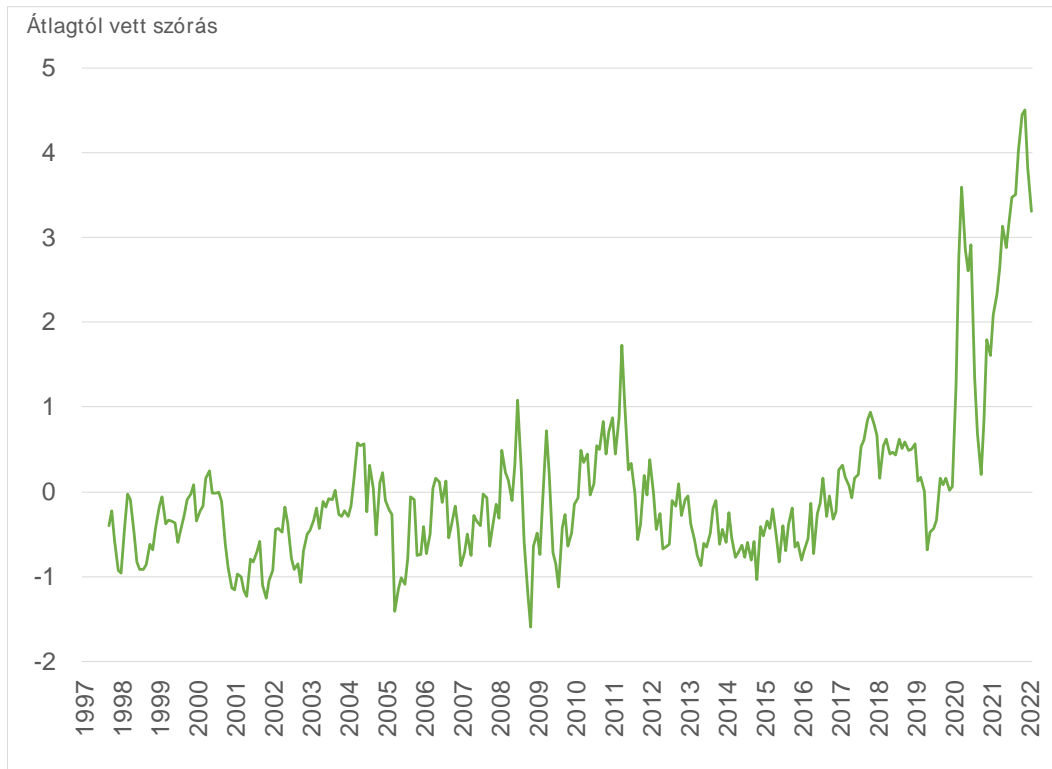


Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

A kínálat-keresleti súrlódások második negyedévtől kezdődően egyre markánsabbá váltak: a kínálatot egyre inkább fékezni kezdték a beszállítások és a nyersanyagellátás területén jelentkező szűk keresztmetszetek, többek között a hirtelen megnövekedett ipari kereslet (elsősorban az elektronikai és az autóiparban) miatt jelenlévő kapacitáskorlátok és a nemzetközi logisztikában fellépő zavarok. A globális értékláncokban lévő súrlódás rekordmagas szintjét mutatta a Globális értéklánc súrlódás index (Global Supply Chain Pressure Index, GSCPI)⁵ alakulása is, mely a koronavírus első hulláma idején látott szinteket is felülmúlta 2021 végére (16. Ábra). Az ellátási láncok problémái tartósabbak maradhatnak a korábban gondoltnál, ráadásul az orosz-ukrán háború újabb gondokat okozhat a nemzetközi árumozgásokban.

⁵ A GSCPI mutató olyan indikátorokból épül fel, melyek képesek megragadni a globális értékláncokon lévő nyomást belső és nemzetközi szempontok szerint is. Ezek közé tartoznak a szállítási költség-indexek, továbbá a beszerzésimenedzser-indexek bizonyos alindexei (pl. szállítási idő, készletek stb.). Forrás: Federal Reserve Bank of New York.

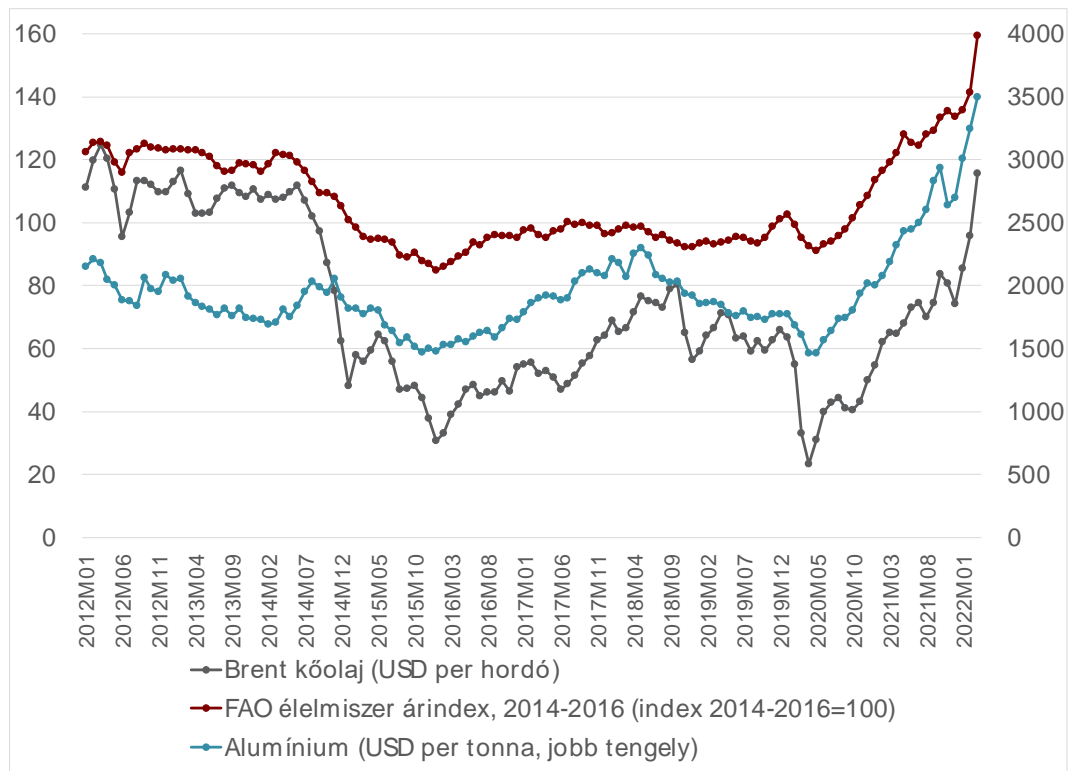
16. ábra: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása



Forrás: Federal Reserve Bank of New York

A kínálat-keresleti súrlódások miatt emelkedő nyersanyagárak inflációs hatását tovább fokozta az energiaárak szárnyalása. Az energiahordozók árának emelkedése először az üzemanyagok árában érvényesült, majd a termelői árak, végül a késztermékek árai emelkedtek. A globális FAO árindex szerint az élelmiszerek ára 34 százalékkal magasabb volt márciusban az egy évvel ezelőtti szintnél, a Brent olaj ára pedig ugyanebben az időszakban 77 százalékkal emelkedett (17. ábra). Az árrobbanás 2020-ban kezdődött, ahogy a lezárások következtében problémák léptek fel a globális ellátási láncban, 2021 második felétől pedig a nyersanyagár-emelkedés még gyorsabb ütemet vett. Annak ellenére, hogy Oroszország és Ukrajna súlya a világgazdaságban nem számottevő, mivel bizonyos kulcsfontosságú termékekben fontos exportőrök (nyersolaj, gáz, gabonafélék, fémalkatrészek), a két ország között kialakult konfliktusnak globális hatása is jelentős lehet, és különösen markánsan sújthatja az európai országokat.

17. ábra: Nyersanyagárak alakulása



Forrás: Bloomberg

Az Egyesült Államok gazdasági teljesítménye 5,6 százalékkal nőtt 2021-ben. A FED (Federal Reserve, az Egyesült Államok monetáris döntéshozó szerve) a növekvő inflációs kockázatokra reagálva 2021 novemberétől megkezdte a monetáris kondíciók szigorítását, először az eszközvásárlási programjának fokozatos kivezetésével, 2022 márciusában pedig elindította kamatemelési ciklusát. Az FED jelzése alapján arra, számítunk, hogy az amerikai kamatemelési ciklus a vártnál gyorsabb ütemben fog megvalósulni, három 50 bázispontos kamatemeléssel (májusban, júniusban és júliusban) és három 25 bázispontos emeléssel az év végéig. Az új fiskális csomagok elfogadásának esélyeit rontja, hogy a jelenlegi elnök, Joe Biden népszerűségi mutatói alacsonyan állnak az idejéi választások előtt. A szigorodó monetáris kondíciók és a további fiskális élénkítés elmaradása esetén várakozásaink szerint az amerikai gazdasági növekedés lassulni fog ebben az évben.

Az eurózóna GDP-jének bővülése 5,3 százalék volt 2021-ben. A régiót súlyosan érintette a Covid-válság harmadik és negyedik hulláma, amely számos országban lezárásokkal járt. Az infláció tavaly ősztől egyre nagyobb mértékben gyorsult. A márciusban már 7,5 százalékosra nőtt az inflációs ráta, ami csökkenti a háztartások reáljövedelmét, a magas energiaárak emelik a termelési költségeket, és a gazdaság egyre szélesebb vertikumában éreztetik hatásukat. Az Európai Központi Bank 2022 márciusában zárta le a vészhelyzeti eszközvásárlási programját (Pandemic emergency purchase programme, PEPP), emellett a márciusban az eszközvásárlási program (Asset purchase programme, APP) eredetileg tervezett üteménél gyorsabb kivezetését jelentette be. Az euróövezet az idei év elején várhatóan gyenge teljesítményt fog mutatni, az orosz-ukrán háború egyelőre beláthatatlan következményei miatt. A régiót az importált gáz- és élelmiszerárak növekedésén túl az export gyengélkedése is visszavetheti. A régió

növekedését emellett az energiaellátási bizonytalanságok, az ellátási láncokkal kapcsolatos zavarok, a pénzügyi volatilitása és a monetáris szigorítás is várhatóan hátráltatni fogja.

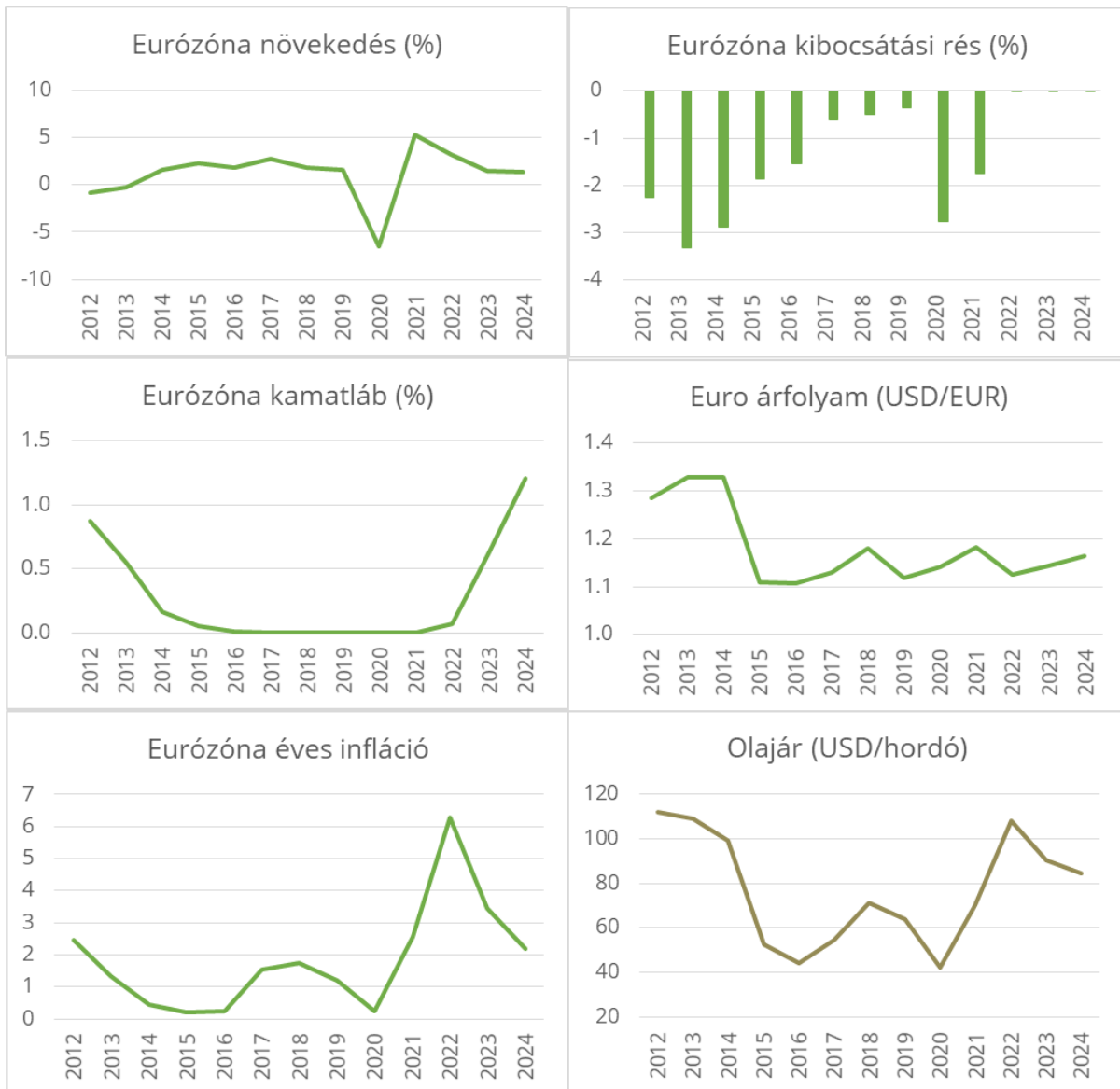
A kínai gazdasági kibocsátás 8,1 százalékkal nőtt 2021-ben. Kína azon kevés országok közé tartozik, ahol nem okoz aggodalmakat az inflációs nyomás. A kínai jegybank így jelenleg is laza monetáris kondíciókat tart fenn, és a gazdaságélénkítésre összpontosít. Ennek szükségességét növeli, hogy gazdaságot ismét megrázták a koronavírus miatti széleskörű lezárások, melyek körülbelül 400 millió lakost és gazdaságilag jelentős tartományokat érintenek. A kínai gazdaság így idén várhatóan az 5,5 százalékos kormányzati cél alatt fog növekedni. A kínai jüan a közelmúltban gyors leértékelődésen ment keresztül, a romló gazdasági helyzet és a gyorsuló amerikai kamatemelési ciklus miatt. Az alacsony inflációs környezetnek köszönhetően, a központi bank devizapiaci intervenciójára számítunk a jüan erősítése érdekében.

3.2 Külső feltevések

Külső feltevésünket az euróóza gazdasági növekedéséről jelentősen rontotta az orosz-ukrán háború, és az ennek következtében súlyosbodó európai uniós energiaválság, az ellátási-lánc problémák és a magas globális infláció. A háború és az Oroszországgal szembeni szankciók rontják a beruházási kedvet, a kirívóan magas energiaárak hátráltatják a termelést, így az ellátási-lánc problémákkal együtt az idei évre mindössze három százalék körüli növekedést várunk a régióban. Az előrejelzési horizontunkon az euróóza gazdasági növekedését továbbra is lassítják az évek óta jelenlévő strukturális problémák is.

A koronavírus járványból való kilábalás az euróózában lassabbnak bizonyult a tavalyi évben mint más fejlett régiókban, a kereslet visszapattanása kevésbé fűtötte a gazdaságot, így a kibocsátási rés becslésünk szerint még 2021-ben is negatív volt. Idén főleg kínálati problémák jelentkeznek a gazdaságban, így a potenciális növekedés lassulása áll az idei alacsony gazdasági teljesítmény mögött. Ezzel szemben a keresleti oldal a járványból való kilábalással és a korlátozások feloldásával élénkülni fog, így előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés idén bezárul, és nulla körül marad a következő években.

18. ábra: Az alappálya külső feltevései



Forrás: OGRResearch

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

A magas élelmiszerárak és az európai energiaválság alaposan átrajzolja az inflációs környezetet: az elmúlt évek kitartóan alacsony adatai után az eurózána inflációja idén eléri a 6,5 százalékot. Az infláció kevésbé széleskörű (részben a lassabb keresleti fellendülés miatt), a magyar inflációhoz képest nagyobb mértékben hajtják a változó nyersanyagárak. A vártnál jóval magasabb teljes infláció azonban az EKB-t is lépéskényszerbe hozza, előrejelzésünk szerint az Európai Központi Bank az eddigi várakozásoknál hamarabb kezdi el szigorítani a monetáris politikáját, az idei év harmadik negyedében kivezeti az eszközvásárlási programját, és elkezdi emelni az alapkamatot.

A globális gazdaság gyors tavalyi fellendülése, illetve az orosz-ukrán konfliktus miatt az olajár drasztikusan emelkedett, hiszen a kínálati oldalon az olajtermelő országok (OPEC+) csak lassan engednek a járvány elején bevezetett termelési kvótákból. A historikusan magas olajárak ugyan

csökkenni fognak a politikai helyzet normalizálódása, a termelés lassú növekedése és a kereslet mérséklődése miatt, viszont a teljes időhorizonton a korábbi előrejelzésünk felett alakulnak.

3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok⁶

Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy a hazai koronavírus járvány érdemben nem fogja már befolyásolni a gazdasági növekedést, viszont a romló globális környezet, a drasztikusan magas árnövekedés és az ezekre reagáló szigorodó monetáris politika negatív hatással lesz a magyar gazdasági kilátásokra, a gazdasági teljesítmény lényegesen alacsonyabb lesz, mint azt korábban vártuk. A tavalyi évben a magyar gazdaságban a kapacitások kihasználása a hosszú távú átlagot meghaladta, vagyis a kibocsátási rés pozitív volt. Idén a kibocsátási rés záródására számítunk. A GDP bővülése idén 3,1 százalék körül várható, és az előrejelzési horizontunkon (2022-2024) átlagban is körülbelül 3 százalékos lesz. Ez ugyan átlagosan egy százalékponttal magasabb az eurózána növekedésénél, így Magyarország konvergenciája folytatódik, viszont a korábbi előrejelzésünkhöz képest lényeges, körülbelül egy százalékpontos átlagos romlást jelent.

A globális feszültségek, az ellátási-lánc problémák, a mérséklődő kínai gazdasági aktivitás és lassuló globális keresletnövekedés mind negatív irányban befolyásolják a hazai gazdasági teljesítményt, különösképpen az orosz-ukrán háború, amely több csatornán keresztül is jelentősen rontja a gazdasági kilátásokat. (Az orosz-ukrán háború Magyarországra gyakorolt hatásáról lásd a lenti keretes írást.) A termelési oldalon a globális folyamatoknak kitett szektorokban, mint például a feldolgozóiparban (különösen a gépgyártásban), jelentős lassulást várunk. Egyéb szektorok különösen kitettek a negatív globális hatásoknak (például az ipari termelés, az építőipar vagy a mezőgazdaság), hiszen a növekvő nyersanyagárak, a munkaerőpiaci sűrűlődés és a termelési láncok szakadozása tovább növeli a költségeket és hátráltatja a kibocsátást.

1 Keretes írás: Az orosz-ukrán konfliktus hatásai a magyar gazdaságra

Globális hatásként jelentkezik, ám hazánkat is érinti a háború következtében kialakuló inflációs nyomás, mely főként Oroszország és Ukrajna fő exportcikkeiben jelenik meg. Különösen kitett termékek a nyersanyagok (ezen belül is az energiahordozók, a kőolaj és a földgáz) valamint az élelmiszerek (főleg a gabonafélék). Oroszország megkerülhetetlen szereplője a globális gáz- és kőolaj- exportnak, elsősorú kereskedelmi partnere az Európai Uniónak, az uniós földgáz közel fele, a kőolaj egyharmada érkezik Oroszországból. Mindemelllett a gabonafélék közel 10 százalékát, ezen belül a búza és az árpa globális kereskedelmének pedig egynegyedét a két ország exportálja. Mivel hazánk nettó energia importőr, így az energiaárak emelkedése komoly inflációs és importnövelő hatással jár. Ezzel szemben hazánk nettó exportőr gabonafélékből, így az áremelkedés itt ugyan inflációs hatást okozhat a világpiacot követő hazai árakban, viszont külkereskedelmi mérlegünket inkább javítja, bár a nettó gabonaexportunk mértéke nem meghatározó.

⁶ Az előrejelzés főbb makrogazdasági változóinak numerikus értékéről az 5.1 Függelék ad táblázatos áttekintést. Az előrejelzéshez használt modellt részletesen bemutatjuk az 5.2-es Függelékben.

Magyarország áruexportjának körülbelül 1,7 százaléka (amely a GDP 1,3 százalékának felel meg) irányul Oroszországba és 1,9 százaléka (a GDP 1,4 százaléka) Ukrajnába. Az exportkosarunk ezen országokkal szemben diverzifikált, főleg gép- és autópári alkatrészeket, vegyipari termékeket és élelmiszert tartalmaz. A háborúban lévő országok szignifikánsan romló gazdasági helyzete miatt az orosz és ukrán export visszaesésére számítunk, bár a közvetlen exportált mennyiség alapvetően nem olyan jelentős. Teljes áruimportunk 2 százaléka (GDP 1,4 százaléka) jön közvetlenül Oroszországból és 1,4 százaléka (GDP 1 százaléka) Ukrajnából. Ugyan ez a mennyiség is tűnhet elenyészőnek, azonban olyan kulcsfontosságú termékeket importálunk Oroszországból, mint a hazai fogyasztás 90 százalékát kitevő gáz és jelentős mennyiségű kőolaj, ám ennek nagyrésze a termékforgalmi elszámolás miatt a környező tranzitországból származó importként jelenik meg a statisztikákban. Összességében tehát elmondható, hogy a külkereskedelmi mérlegünket negatívan érinti a háború, főleg a magasabb importárakon keresztül okoz extra költséget, a GDP arányos külső hiány várhatóan 1 százalékponttal fog romlani ebben az évben, így becslésünk szerint körülbelül 2,5 százalékpont körül alakul. A nettó export romlása az össztermelést is negatívan befolyásolja majd idén.

A direkt kereskedelmi problémák mellett a hazai termelést egyéb csatornákon is rontja a háború. A konfliktus hatására a nemzetközi ellátási láncok nehézségei csak tovább fokozódnak a termelési költségek növekedése és a globális kereslet csökkenése miatt, így a globális folyamatoknak kitett feldolgozóiparban is lassulás várható. Emellett a hazai fogyasztást és termelést is negatívan érintik a magas inflációs számok. Egyelőre az Oroszországhoz köthető hazai nagyberuházások (Budapest-Belgrád vasútvonal, Paks II.) a tervezett ütemben haladnak.

A romló külkereskedelmi mérleg és a reálgazdasági hatások mellett a háború a magyar pénzpiacra is negatívan hat. Az Oroszország ellen bevezetett szankciók hatására rövidtávú pánik alakult ki a piacon, az orosz Sberbank hazai leányvállalata csődöt jelentett márciusban, a forint jelentősen gyengült. Ezen rövidtávú negatív hatások mérséklődni látszanak, viszont a háború megnövelte régióink kockázatát, és általánosságban csökkentette a befektetők kockázatvállalási kedvét.

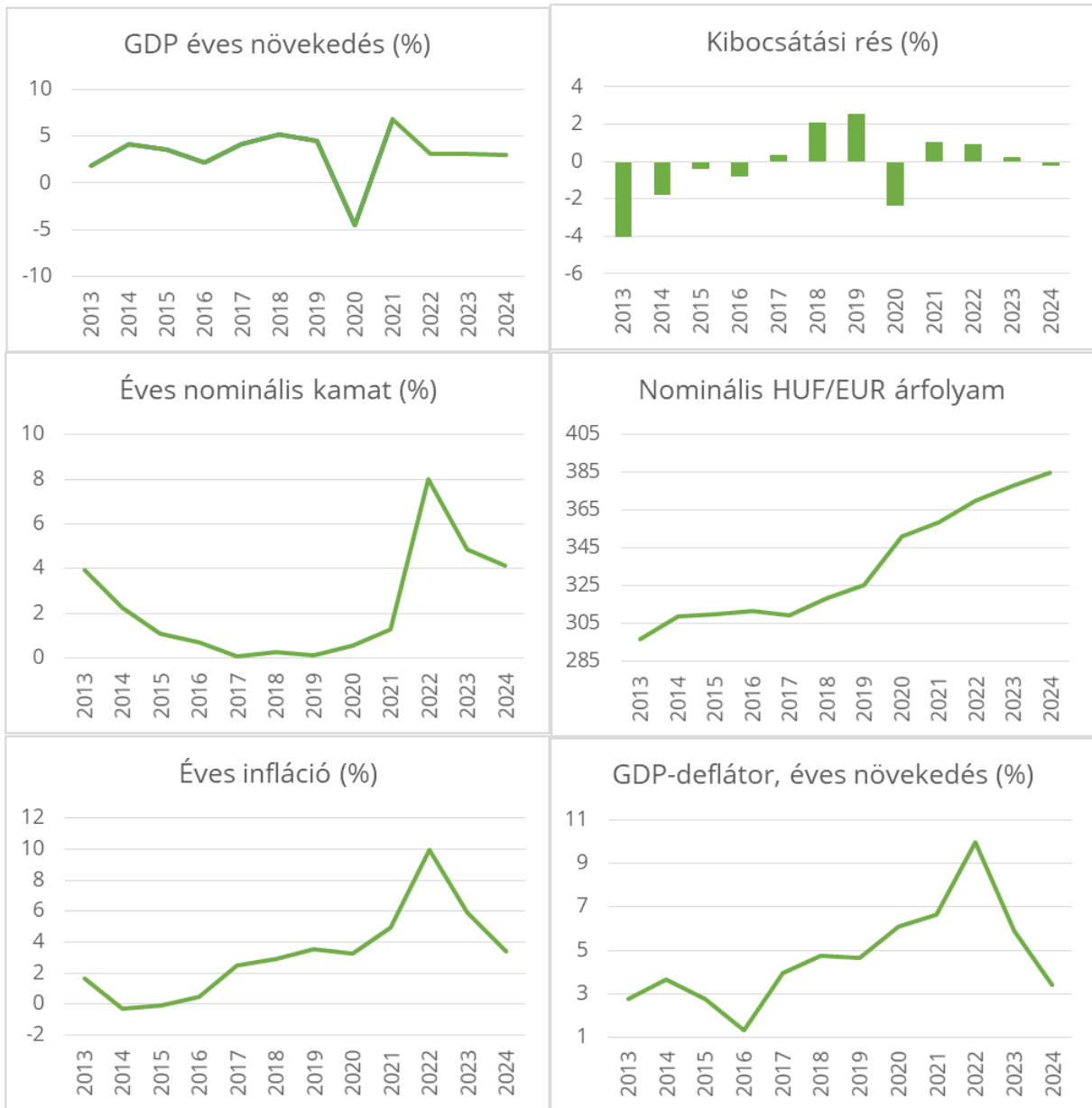
Az orosz-ukrán háború költségvetésre való hatása is negatív, de mérsékelt. Ukrajnából érkező menekülthullám okozhatja fiskális terhet, viszont a háború elől menekülők nagyrésze csak átmenetileg tartózkodik Magyarországon, hazánk nem tartozik a fő célországok közé, valamint a menekülthullám fiskális költségeit extra európai uniós források fedezik. Viszont hátrányosan érintik a költségvetést a megnövekedett nyersanyagárak, ezen belül is a magas gázár, hiszen a kormány rezsicsökkentése miatt a lakossági ár jóval a piaci ár alatt van, a különbséget a Magyar Villamos Művek terhelik, amelynek veszteségét az állam téríti meg. A többi hatósági árszabályozásának közvetlen költségvetési hatása nincs, az élelmiszerár korlátozását, illetve az üzemanyagár-stopot a kormány a vállalatokra, utóbbit a MOL-ra terheli.

A fiskális politikában a diszkrecionális kiadások jelentős csökkenésére számítunk a koronavírus járvány lecsengése és a választási kampány kifutása miatt. A fiskális szigorítás a növekvő finanszírozási költségek, az inflációs kockázatok és a várható extra kormányzati terhek miatt is elengedhetetlen (extra kiadás például a várható jegybank veszteség vagy a rezsicsökkentés növekvő költsége). Így a fiskális politika ugyan növeli az éves lakossági fogyasztást az első negyedévben történt jövedelemnövelő intézkedéseken keresztül, viszont a továbbiakban a stimulus szignifikánsan csökken és csak kis mértékben tud majd hozzájárulni a lakossági és állami fogyasztáshoz, beruházáshoz. Így a lakossági

fogyasztásnövekedés is érdemben lassul, a fiskális szigorítás mellett a hitelkondíciók is romlanak, és a magas infláció nagyban erodálja a feszes munkaerőpiacból fakadó nominális bérnövekedést. Tehát a korábbiaknál kisebb mértékű, de az év eleji jó kezdés miatt érdemben bővülő lakossági fogyasztást várunk az idei évre. Hasonlóan a fogyasztáshoz a beruházások növekedésében is lassulás váró a szűkülő fiskális mozgástér és a növekvő kamatok miatt. Bár összességében az éves beruházás így is nőni fog, ez azonban nagyban múlik azon, hogy az Oroszországhoz köthető nagyberuházások folytatódjanak, illetve hogy Magyarország hozzájusson az Európai Unió forrásaihoz is. Feltételezésünk szerint a nettó kereskedelmi mérleg romlik idén, a importárak és a várhatóan alacsonyabb export miatt (lásd 1. Keretes írás). Gazdasági előrejelzésünket a szokottnál nagyobb bizonytalanság övezi, különösen az európai uniós finanszírozást és az orosz-ukrán háború lecsengését illetően. Mindkét tényező esetében komoly negatív kockázatokat látunk, amelyek tovább ronthatják a gazdasági teljesítményünket.

Az inflációs előrejelzésünk 2022-re átlagosan 10,5 százalékos árnövekedést feltételez. A globális árak továbbgyűrűzése miatt széleskörű inflációs nyomás alakult ki, melyet az orosz-ukrán háború csak tovább fokoz (Lásd 1. Keretes írás), így a következő hónapokban két számjegyű áremelkedés várható. A növekvő inflációs nyomás miatt a jegybank folytatja a monetáris szigorítást, várhatóan az 1 éves nominális kamat átlagosan 8 százalék körül alakul az idei évben. Feltételezésünk szerint a kormány üzemanyagra és élelmiszerekre bevezetett árkorlátozását a következő hónapokban fenntartja, viszont az év végéig fokozatosan kivezeti. Hasonló a várakozásunk a rezsicsökkentéssel kapcsolatban is, a jelentős kormányzati kiadás miatt az évek óta változatlan rezsicsökkentésben is lassú ütemű kiigazítás várható az év vége felé. Az adminisztratív árkorlátozások kivezetése, lazítása újabb ideiglenes inflációs nyomást eredményez majd, illetve a világpiacon is csak mérsékelt ütemben normalizálódnak, így várakozásunk szerint az inflációs átlagos mértéke a jövő évben is a jegybanki célsáv felett, átlagosan 5 százalék körül alakul. Az inflációs nyomás enyhülésével a nominális kamat is mérséklődik, viszont bőven az elmúlt időszak átlagos kamata felett marad. Az idei évben az euróval szembeni árfolyam a hazai kockázatok és a háború közelsége miatt körülbelül átlagosan 3 százalékos értékelődik le a tavalyi évhez képest, míg a jövő évtől az inflációs különbözet miatt az árfolyam gyengülés folytatódik, ugyan az ideinél jóval kisebb mértékben.

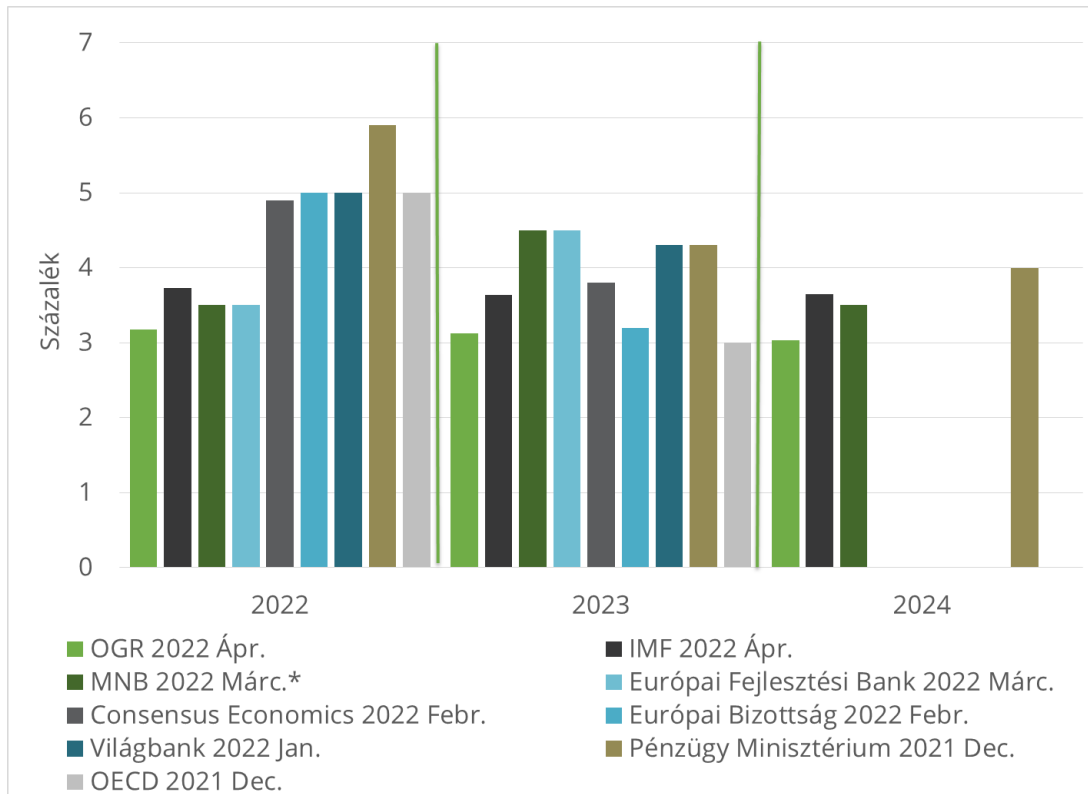
19. ábra: Az alappálya főbb makrováltozói



Forrás: OGRResearch

A gazdasági előrejelzésünk az orosz-ukrán háborút figyelembe vevő elemzések (IMF, MNB) közelében van, azoknál némileg pesszimistább, hiszen az elmúlt hetek világgazdasági fejleményei csak romlottak, a háború hatása hosszabb és súlyosabb lehet, mint azt a kezdeti időszakban készült elemzések gondolták.

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



Forrás: OGR saját számítás, Európai Fejlesztési Bank, MNB, IMF, Pénzügy Minisztérium, Consensus Economics, Világbank, Európai Bizottság, OECD. * Az MNB esetében a sávós előrejelzések közepét tüntettük fel.

3.4 Költségvetési folyamatok

A kormány a 2022. évi költségvetési törvényben kitűzött 5,9 százalékos hiánycélt 2021 decemberében 4,9 százalékra módosította. A hiánycél csökkentését a 2021-es év kedvező gazdasági teljesítménye, illetve a javuló növekedési kilátások, valamint a beruházási kiadások 2021-ben megvalósult, illetve 2022-ben tervezett csökkentése tette lehetővé. Eközben a kormány számos költségvetési hiányt növelő és gazdaságélénkítő intézkedést jelentett be, amelyek jelentős terhet rónak a 2022-es költségvetésre.

2022-ben a *kiadások* növekedése irányába hat és meghatározó szereppel bír a 13. havi nyugdíj teljes összegének újbóli bevezetése (GDP 0,4 százalékát kitevő hiányhatás), az állami alkalmazottak szélesebb körét érintő bérfelzárkózás (GDP 0,8 százaléka) és a rendvédelmi és honvédelmi dolgozók egyszeri, havi illetménynek megfelelő juttatása (GDP 0,4 százaléka). Emellett a 20 százalékos minimálbéremeléssel összefüggésben a családtámogatások (csecsemőgondozási díj, gyermekgondozási díj) és a közfoglalkoztatottak bére is jelentős mértékben emelkedik 2022-ben.

Várakozásunk szerint jelentős többletkiadást okoz az emelkedő gázárak mellett a rezsicsökkentés fenntartása. A kormányzat 2022-es kommunikációja szerint tartósan magas, 100 euró/MWh körüli gázár mellett a rezsicsökkentés fenntartása 2022-ben akár 1300 milliárd forint, azaz a GDP 2 százalékát meghaladó többletkiadást jelenthet. Ez az összeg megítélésünk szerint az MVM gázüzletágából eredő veszteségre vonatkozik, és nem feltétlenül jelenti a költségvetési hiány hasonló mértékű emelkedését. Egyrészt 2021 decemberében a kormány megemelte az MVM Energetika Zrt. alaptőkéjét 208 milliárd

forinttal, ami a GDP közel 0,4 százalékaival emelte a költségvetési kiadásokat. Részben ennek eredményeképpen az MVM alaptőkéje közel 800 milliárd forintra emelkedett, így az fedezetet nyújthat a 2022-ben keletkező veszteségek egy részére. Ugyanakkor a tőkepuffer magas szinten tartása a jelenlegi helyzetben fontos lehet az MVM jelenlegi hitelminősítésének megőrzése, illetve forrásköltségeinek alacsony szinten tartása érdekében. Összességében a világgpiaci gázárak mellett egyéb, a finanszírozással kapcsolatos megfontolások is befolyásolhatják, hogy a rezsicsökkentés fenntartása mekkora terhet ró a 2022-es költségvetésre. Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy a rezsicsökkentés költségei 2021-hez képest további 0,5 százalékkal növelik a költségvetési hiányt 2022-ben, illetve a kormány az idei év második felétől kezdve fokozatosan emeli a lakossági gázárakat. Ugyanakkor nem elhanyagolható a kockázata annak, hogy a kiadások ennél magasabb szintre emelkednek. Emellett fontos figyelembe venni, hogy egy esetleges alacsonyabb tőkefeltöltés 2022-ben növelheti a 2023-as költségvetésre háruló terheket.

A bevételek csökkenése irányába ható intézkedések közül kiemelendő az 1,5 százalékos szakképzési hozzájárulás eltörlése, valamint a szociális hozzájárulási adó kulcsának további, 2,5 százalékpontos csökkentése (GDP közel 1 százalékát kitevő bevételkiesés), a kisvállalati adó (KIVA) kulcsának a szociális hozzájárulási adó csökkentésével párhuzamos 1 százalékpontos csökkentése és a 25 év alattiak előző évi átlagbér összegéig járó személyi jövedelemadó mentessége (GDP 0,2 százaléka).

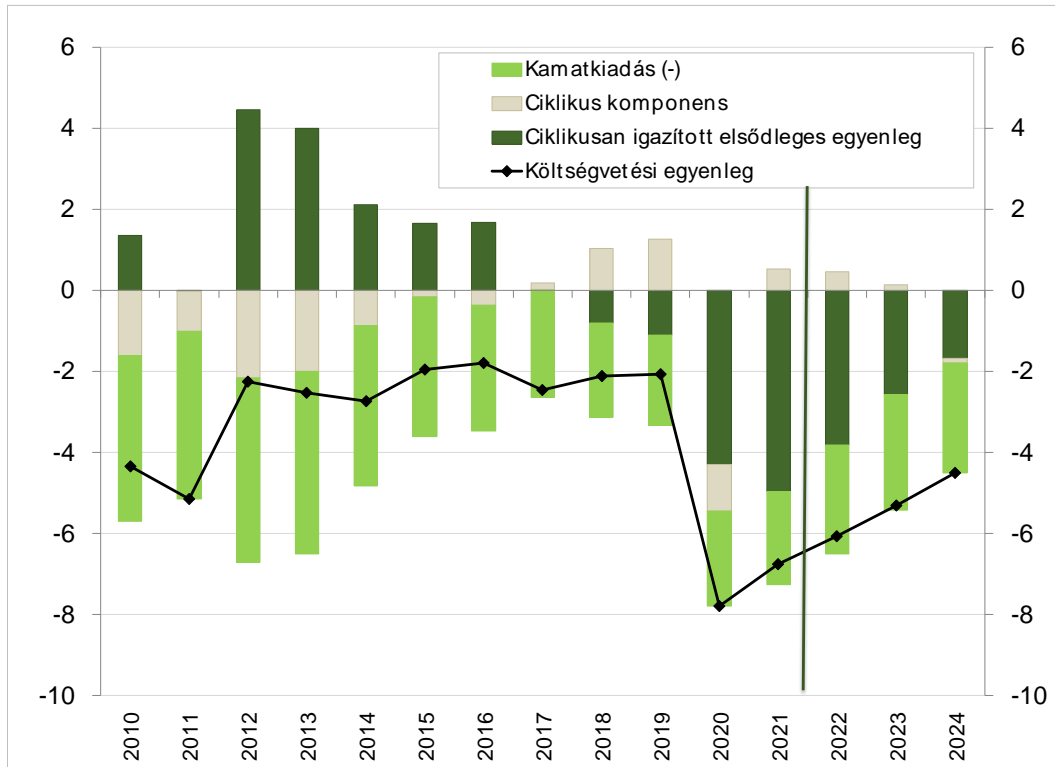
A kiadások csökkenése irányába hat ugyanakkor egyes állami beruházások 2021 decemberében bejelentett átütemezése, ami az eredeti terveket is figyelembe véve GDP arányában mintegy 0,5 százalékos hiánycsökkentést tesz lehetővé; a járvánnyal kapcsolatos átmeneti kiadások csökkenése, illetve számos intézkedéssel nem érintett kiadási tétel esetében a nominális GDP bővülésétől érdemben elmaradó nominális növekedés. Összességében a költségvetési tervezés időszakában vártnál lényegesen magasabb infláció jelentős kiadási megtakarításokat eredményezhet még akkor is, ha egyes kiadási csoportok, így elsősorban a dologi kiadások bizonyos csoportjai esetében az infláció emelkedése következtében a nominális kiadások elkerülhetetlenül magasabbak lesznek a tervezettnél. További megtakarításokat eszközölhet a kormány azon diszkrecionális kiadások körében, amelyekről az elmúlt években jellemzően az év végén, a költségvetési mozgástér tudatában döntött.

Bevételi oldalon 2021-hez képest érdemi *megtakarítást* jelent a családi adóvisszatérítés hatásának kiesése, ami ugyan 2022-ben került kifizetésre, azaz a pénzforgalmi hiányt idén érinti, eredményszemléletben azonban 2021-ben kerül elszámolásra. További adóbevétel növekedést jelent 2021-hez képest, hogy idén már nem kerül sor a válság által sújtott vállalatok járulékkerheinek elengedésére.

Összességében megítélésünk szerint a kormány 2022-ben érdemben szigorít a költségvetési politikán, de ez további intézkedések nélkül nem lesz elegendő a 2021 decemberében bejelentett 4,9 százalékos hiánycél eléréséhez. Várakozásunk szerint az általunk feltételezett és részben a diszkrecionális kiadások csökkentésére támaszkodó, összességében 1,2 százalékos költségvetési kiigazítás ellenére a költségvetési hiány 2022-ben a GDP 6,1 százalékát teheti ki, amiben a korábban vártnál lassabb gazdasági növekedés mellett a kamatkidadások emelkedése is szerepet játszik. A gazdaság ciklikus helyzetével összefüggő kiadások (jellemzően a munkanélküli járadékok) és bevételek (elsősorban az adók) egyenlege, azaz a *költségvetés ciklikus komponense* becslésünk szerint közel változatlan marad 2021-hez képest, így a korábbi várakozásokkal szemben nem segíti a hiány csökkenését. Az emelkedő hozamkörnyezet a *kamatkiadások* GDP-arányában történő, 0,4 százalékpontos növekedését vetíti előre.

A kamatkiadás így becslésünk szerint a 2021-es GDP-arányában 2,3 százalékos szintről 2021-re 2,7 százalékra emelkedhet.

21. ábra: Költségvetési hiánymutatók az alappálya mentén (GDP százalékában)



Forrás: OGRResearch

2023-ban a kormány várakozásaink szerint tovább folytatja a költségvetési kiigazítást, így nem vezet be további érdemi hiányhatással bíró intézkedéseket, miközben a válsággal közvetlen összefüggésben meghozott átmeneti intézkedések nem terhelik tovább a költségvetést. Az általunk feltételezett, a GDP 1,3 százalékát kitevő költségvetési hiánycsökkentő hatásban meghatározó szerepe van a járvánnyal kapcsolatos többletkiadások további csökkenése mellett egyes intézkedések kivezetésének, így az újjépítésű lakások értékesítésére és vásárlására vonatkozó kedvezményes áfakulcs eltörlésének, valamint a helyi iparüzési adókedvezmény kivezetésének. Emellett arra számítunk, hogy a kormány tovább mérsékli a beruházási kiadásokat, illetve visszafogja évvégi diszkrecionális kiadásait is. A strukturális hiány növekedése irányába hat ugyanakkor az MNB veszteség elszámolása, ami becslésünk szerint a GDP 0,6 százalékával növelheti a kiadásokat (lásd 2. Keretes írást), illetve a rezsicsökkentéssel kapcsolatos kiadások feltételezett további enyhe növekedése. Előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés záródása következtében a ciklikus komponens a GDP 0,3 százalékával növeli a költségvetési hiányt. Az adósság fokozatos átárzódásával az államadósság implicit kamatköltsége enyhén tovább emelkedik, így a GDP-arányos kamatkiadások kismértékben, a GDP 0,2 százalékával növekedhetnek. A fenti tényezők összességében a költségvetés ESA hiányának a GDP 0,7 százalékát kitevő csökkenését valószínűsítik, így a hiány a GDP 5,3 százaléka körül alakulhat.

2024-ben is konzervatív költségvetési politikával számolunk, így azt feltételezzük, hogy a kormány további lépéseket tesz annak érdekében, hogy a költségvetési folyamatok fenntarthatóságát javítsa és

az adósságráta csökkentését felgyorsítsa. A kiigazítást 2024-ben várakozásunk szerint segítheti, hogy a világpiazi gázárak feltételezett csökkenése, illetve a fokozatos lakossági gázáremelés következtében a rezsicsökkentés költségvetési terhei érdemben csökkennek. Összességében arra számítunk, hogy költségvetési intézkedések (illetve a korábbi intézkedések/hatások kifutása) a GDP mintegy 1 százalékpontjával csökkenti a hiányt. Eközben az MNB veszteségtérítési igénye enyhén tovább emelkedhet a 2023-ra becsülthöz képest. A gazdasági kibocsátás eközben visszatér a potenciális szintjére, így a ciklikus komponens változása enyhén, a GDP 0,2 százalékkal növelheti a költségvetési hiányt, miközben a GDP-arányos kamatkidadások becslésünk szerint már enyhén, a GDP 0,1 százalékkal mérséklődhetnek. Így az eredményeszemléletű hiány 2024-ben a GDP 4,5 százaléka körül alakulhat.

A teljes előrejelzési horizonton jelentős *bevételi kockázatot* jelentenek az EU források elérhetőségével kapcsolatos bizonytalanságok. Előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy a kormánynak az elkövetkező hónapokban sikerül megegyeznie az EU-val a jogállamiság eljárás által érintett kérdésekben, illetve sikerül elfogadtatnia Magyarország Helyreállítási és Újjáépítési Tervét, Partnerségi Megállapodását és operatív programját. Így idővel elérhetővé válnak a helyreállítási alap (2021-2026 között a járvány utáni gazdaságélénkítésre szánt pénzügyi alap) forrásai, és a 2021-27-es uniós költségvetés forrásai. Ugyanakkor amennyiben nem sikerül a feleknek megegyezni, a költségvetés akár a GDP több százalékát elérő EU forrástól eshet el idén és az elkövetkező években.

2. Keretes írás: Az MNB eredménye és annak hatása a költségvetésre

A következő években a jelentős kamatkidadások következtében a jegybanki veszteség kedvezőtlenül érintheti a költségvetés hiányát. Az MNB mérlegfőösszege számottevően, mintegy 20 százalékkal nőtt válság kitörését követően, amely döntően a jegybank gazdaságélénkítést célzó, nagyarányú kedvezményes hitelnyújtásával áll összefüggésben. A kedvezményes hitelnyújtással párhuzamosan növekedett a jegybanki sterilizációs állomány, azaz a kereskedelmi bankok jegybanki forintlikviditása. Az emelkedő inflációs környezetben elkerülhetetlen jegybanki kamatemelésekkel párhuzamosan nő a hatalmasra, 11-12 ezer milliárd forintra duzzadt forintlikviditásra fizetett kamatkidadás, miközben az alacsony kamaton nyújtott hitelekből eredő kamatbevétel változatlan marad. Ennek eredményeképpen a kamategyenleg számottevően romlik.

A jegybanki eredmény három fő tételből tevődik össze: a kamateredményből, a realizált árfolyameredményből és a banküzemmel és működéssel kapcsolatos kiadásokból.

A jegybanki kamategyenleget elsősorban a mérlegszerkezet, azaz a devizatartalékok, a jegybank által nyújtott hitelek állománya, a likviditást lekötő eszközök (pl. egyhetes betét) és a készpénz állomány várható pályája határozza meg. A másik lényeges összetevő a kamategyenleg prognózisa során a forint- és a devizahozamok várható alakulása. A jegybank előrejelzése szerint közel változatlan mérlegszerkezet mellett egy százalékpontnyi forintkamat emelkedés 110-120 milliárd forinttal rontja a jegybanki kamategyenleget.

Az MNB-eredmény másik fontos tétele, az árfolyameredmény döntően a devizapozíció változásától, a forint árfolyamától és a devizatartalék bekerülési árfolyamától függ (vagyis attól az átlagos árfolyamtól, amin az egyes tételek bekerültek a devizatartalékba). Minél közelebb van a bekerülési árfolyam a tényleges árfolyamhoz, annál kisebb a devizatartalékon elérhető árfolyamnyereség. Az elmúlt évek aktív jegybanki konverziós politikája következtében a bekerülési árfolyam és az aktuális árfolyam eltérése

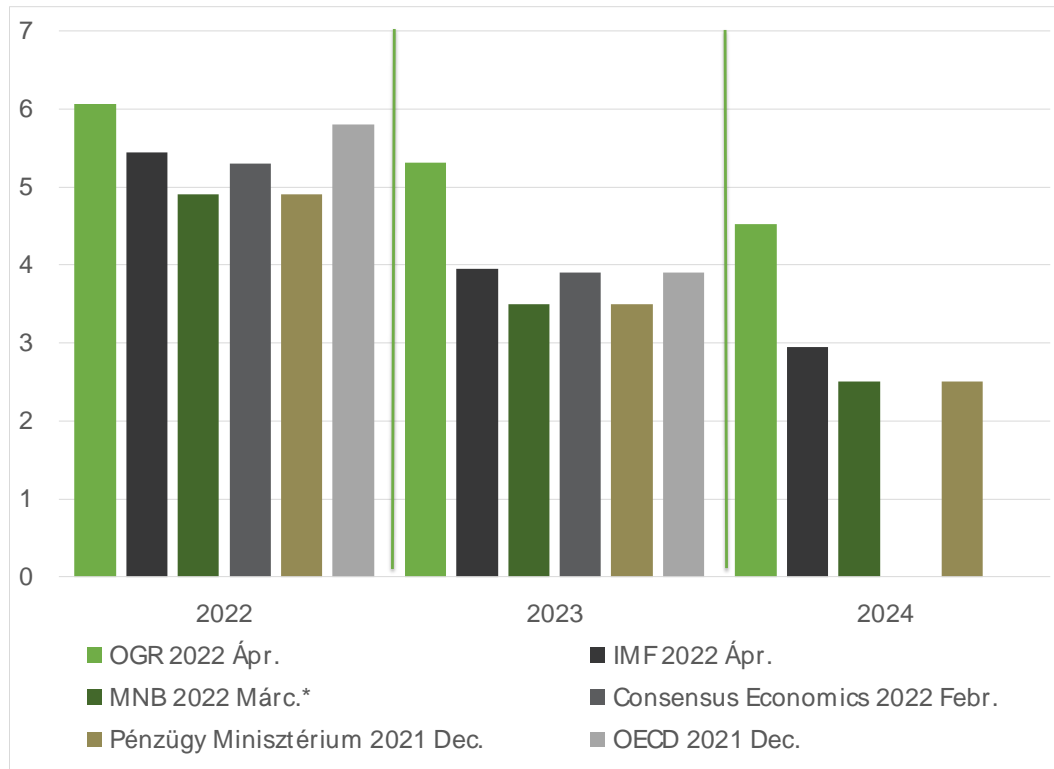
jelentősen csökkent (a devizatartalék átlagos bekerülési árfolyama 2021 június 30-án közel 340 forint/euró volt). Feltételezésünk szerint az előrejelzés horizonton a bekerülési árfolyam konvergál a hivatalos árfolyamhoz, és a realizált árfolyamnyereség csak kis részben, illetve csökkenő mértékben tudja majd ellentételezni a nettó kamatkidadásokból eredő veszteséget.

A költségvetési hatások számszerűsítésénél figyelembe kell venni, hogy a jegybank eredményével kapcsolatos elszámolás több szempontból is aszimmetrikus. Egyrészt, míg az MNB eredménytartalékkal nem fedezett veszteségét az állam köteles megtéríteni, a keletkezett nyereség elvonása nem automatikus. Másrészt a jegybanki nyereségnek csak a realizált árfolyamnyereségen felüli része javítja a költségvetés egyenlegét. A realizált árfolyameredmény elvonásával az állam a finanszírozási szükségletét, így az államadósságot csökkentheti.

A fenti folyamatok eredményeképpen az előzetes adatok szerint 2021-ben 50-60 milliárd forintos vesztesége keletkezhetett az MNB-nek. Erre azonban bőven fedezetet nyújt az MNB eredménytartaléka, ami 2021 végén 208 milliárd forintot tett ki. 2022-ben azonban a kamatkidadások jelentősen emelkedhetnek, amire a fennmaradó eredménytartalék, illetve a realizált árfolyameredmény csak részben nyújt majd fedezetet. Ezért 2023-ban az állam várakozásaink szerint a GDP 0,6 százalékának megfelelő extra kiadással fog szembesülni az MNB veszteségtérítési igénye miatt. 2023-ban már a hozamok fokozatos csökkenésére számítunk, ami a nettó kamatveszteség csökkenése irányába hat, ugyanakkor a realizált árfolyamnyereség tovább mérséklődhet, illetve az MNB eredménytartaléka már nem nyújt részleges fedezetet sem a veszteségre. Így a költségvetés 2024-ben megítélésünk szerint GDP-arányában a 2023-hoz hasonló, a GDP 0,7 százaléka körüli veszteségtérítési igénnyel fog szembesülni.

Előrejelzésünk szerint tehát az ESA szemléletű *költségvetési hiány az előrejelzési horizonton* tovább csökken, de 2024-ben is bőven a GDP 3 százaléka felett maradhat. A feltételezett konzervatív fiskális politika következtében a strukturális hiány a 2021-re becsült 7,3 százalékos értékről 2024-re 4,4 százalékra csökken, azaz a költségvetés ESA hiánya elemzésünk szerint a potenciálissal megegyező kibocsátás mellett 4,4 százalék közelében alakulna. A strukturális egyenleg így várakozásaink szerint 2024-ben is jelentős mértékben meghaladja az Európai Bizottság szabályrendszere által 2020-2022 időszakra kitűzött 1 százalékos célértéket (a 2023-2025 időszakra vonatkozó célértéket még nem ismerjük).

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



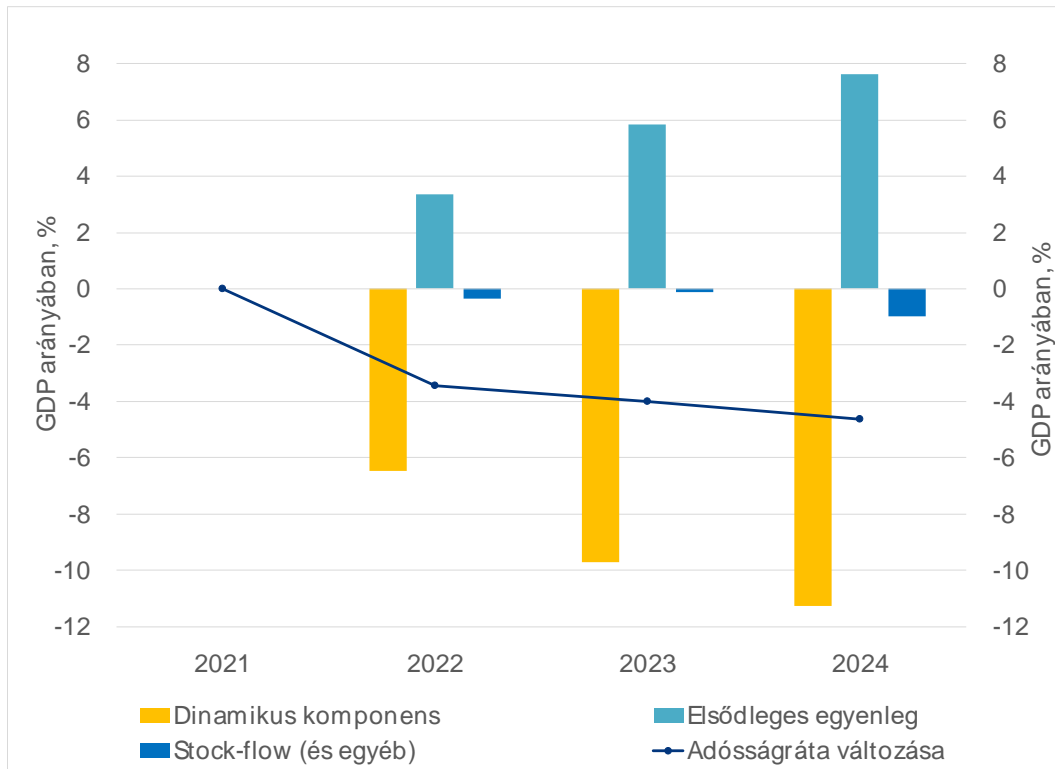
Forrás: OGR saját számítás, MNB, IMF, Pénzügy Minisztérium, Consensus Economics, OECD * Az MNB esetében a sávos előrejelzések közepét tüntettük fel.

2022-24 időszakra vonatkozó költségvetésihiány-előrejelzésünk a többi intézményhez képest magas, ami elsősorban ahhoz köthető, hogy elemzésünket a legfrissebb gazdasági információk és kormányzati tervek figyelembevételével készítettük el (22. ábra).

3.5 Államadósság

Az előrejelzési horizonton az államadósság ráta lassú csökkenésére számítunk: a mutató a 2021 végén mért 76,6 százalékról 2024-re 4,6 százalékponttal csökkenhet. Az adósságráta várt mérséklődése meghatározó részben a reálgazdasági növekedéshez és az adósság reálértelemben alacsony finanszírozási költségéhez köthető, miközben a költségvetés tartósan magas hiánya jelentős mértékben ellensúlyozza az előbbi tényezők kedvező hatását.

23. ábra: Az államadósság kumulált változása 2021-hez képest (2021 = 0)

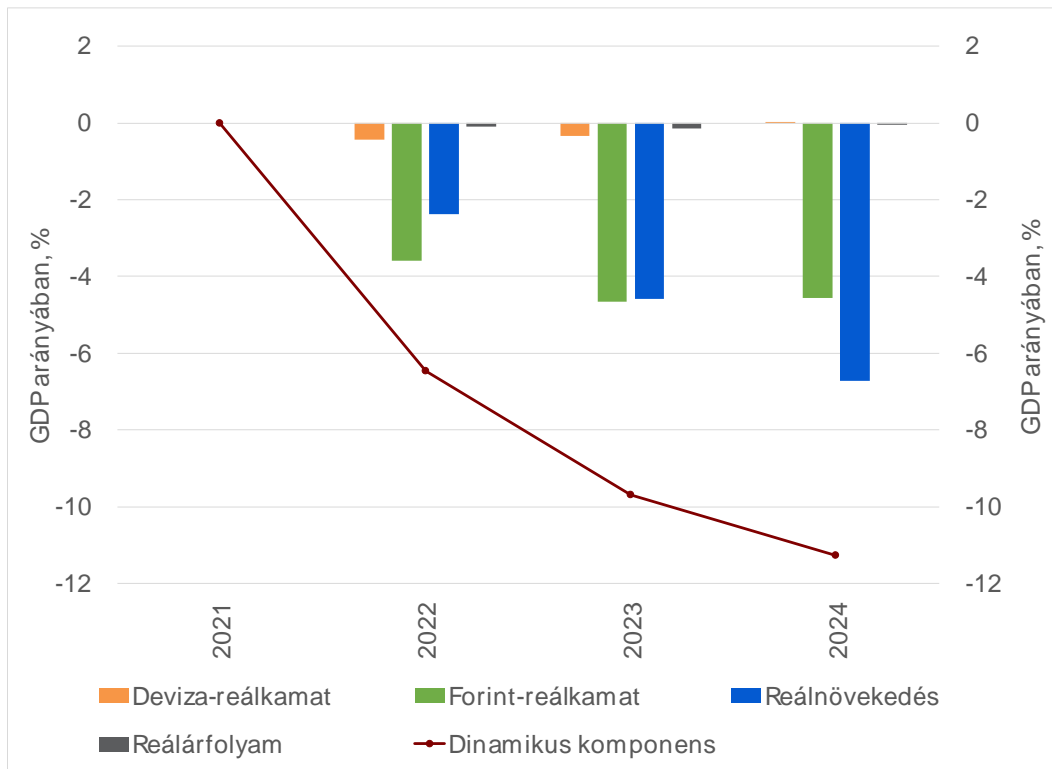


Forrás: OGREsearch

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

A GDP-arányos adósságráta 2024-re a GDP 72,1 százalékra csökkenhet. A költségvetés elsődleges egyenlege ugyan fokozatosan javul, de így is a teljes horizonton negatív marad. Ennek megfelelően az elsődleges egyenleg 2022-2024 időszakra kumulált adósságráta-növelő hatása számottevő és a GDP 7,6 százaléka körül alakulhat. Az adósságrátát összességében enyhén csökkentik a költségvetési hiányt nem befolyásoló, de az adósságban megjelenő, úgynevezett stock-flow tételek, ami döntő részben a 2020-ban jelentősen megnövelt pénzügyi tartalékok várt további csökkentéséhez köthető (23. ábra).

24. ábra: A dinamikus komponens és részeinek kumulált hatása az adósságrátára (2020=0)

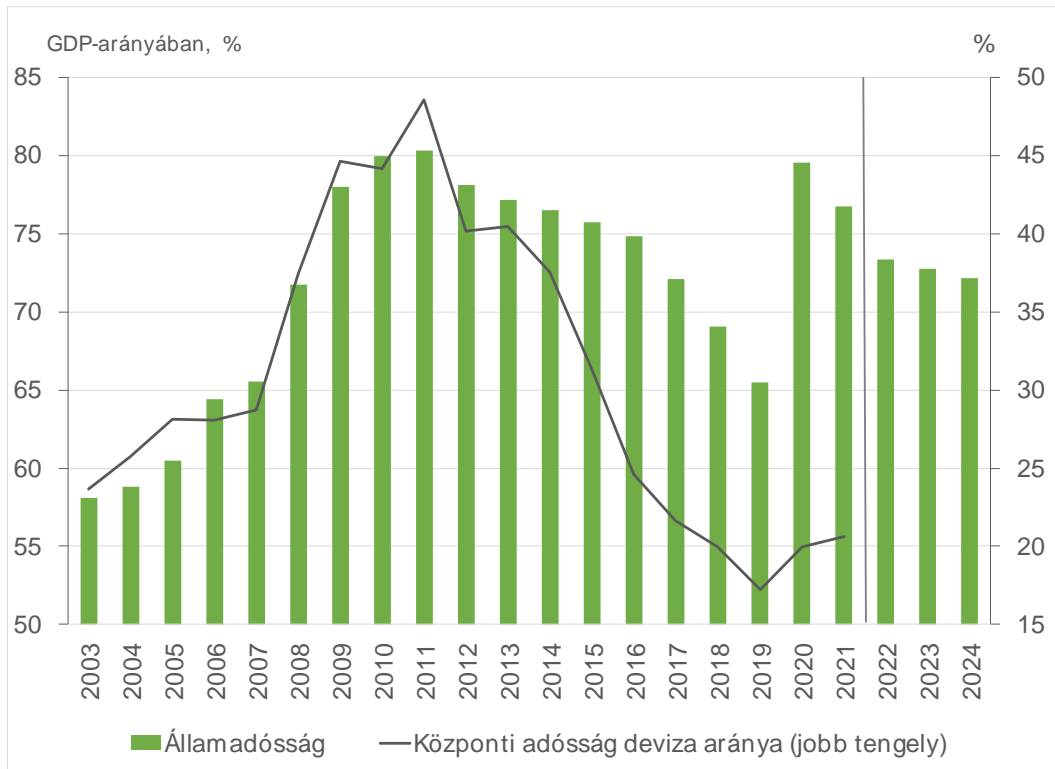


Forrás: OGREsearch

2022-24-ben a gazdasági növekedés és az államadósság (reálértelemben) alacsony finanszírozási költségének hatására a dinamikus komponens az adósságráta csökkenése irányába hat. A reálmomat-reálárfolyam-reálnövekedés hármassal a 2022-24 időszakra kumulált adósságcsökkentő hatása meghaladja a GDP 11 százalékát (24. ábra). A 2022-ben jelentős mértékben tovább gyorsuló infláció hatására az adósság reálmomat költsége idén és jövőre is negatív maradhat, és tovább támogathatja az adósság csökkenését. 2024-ben azonban már az adósság átárazódása és az infláció lassulása következtében az adósság átlagos finanszírozási költsége, azaz az implicit reálmomat már enyhén emelkedhet. Az adósságra fizetett reálmomat kumulált adósságcsökkentő hatása az előrejelzési horizonton így is meghaladhatja a GDP 4,5 százalékát.

Az államadósság lassú csökkenése mellett az adósságráta 2024-ben a 2017-ben tapasztalt szint körül alakulhat, és várakozásunk szerint több mint 10 évre lesz szükség ahhoz, hogy az államadósság GDP-arányos értéke visszatérjen a válság előtti, azaz a 2019-ben mért 65,5 százalékos szintjére.

25. ábra: Az államadósságráta és a devizaarány



Forrás: KSF, OGRResearch

2021-ben enyhén tovább emelkedett a devizafinanszírozás államadósságon belüli aránya, ami a friss devizakötvény kibocsátások hatását tükrözi. Feltevésünk szerint az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) 2022-ben a tavalyi szint közelében, azaz 20 százalék körül tartja a devizafinanszírozás arányát, ami összhangban van az ÁKK devizafinanszírozás arányára vonatkozó stratégiai célkitűzéssel⁷ (25. ábra).

⁷ A stratégiai célkitűzés szerint az összes adósságon belül a devizaadósság arányának a 10-25 százalékos sávba kell esnie.

4 Felhasznált irodalom

Consensus Economics (2022): Eastern Europe Consensus Forecasts, February 2022

European Commission (2021): European Economic Forecast. Autumn 2021

https://ec.europa.eu/info/publications/european-economic-forecast-autumn-2021_en

European Commission (2022): European Economic Forecast. Winter 2022

https://ec.europa.eu/info/publications/european-economic-forecast-winter-2022_en

International Monetary Fund (2022): World Economic Outlook, 2022 April

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2022/04/19/world-economic-outlook-april-2022>

Költségvetési Tanács (2021): A Költségvetési Tanács Véleménye Magyarország 2022. évi központi költségvetéséről szóló 2020. évi XC. Törvény módosításáról szóló törvényjavaslat tervezetéről

<https://www.parlament.hu/documents/10181/1628995/T16118+K%C3%B6lts%C3%A9gvet%C3%A9si+Tan%C3%A1cs+v%C3%A9lem%C3%A9ny+e+2020+%C3%B6rv%C3%A9nyjavaslat+tervezet%C3%A9r%C5%91l.pdf/3532c606-6bd5-e004-26c7-649f9455a76d?t=1620121444744>

Magyar Nemzeti Bank (2021): Költségvetési Jelentés, Féléves elemzés az államháztartási folyamatokról – 2021. szeptember

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/koltsegvetesesi-jelentes/koltsegvetesesi-jelentes-jelentesek/koltsegvetesesi-jelentes-feleves-elemzes-az-allamhaztartasi-folyamatokrol-2021-szeptember>

Magyar Nemzeti Bank (2021): Költségvetési jelentés: A 2020. évi költségvetési törvényjavaslat elemzése, 2021. szeptember

Magyar Nemzeti Bank (2022): Inflációs jelentés, 2022 március

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2022-03-24-inflacios-jelentes-2022-marcius>

Magyar Nemzeti Bank (2022): Hitelezési folyamatok, 2022 március

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/hitelezesi-folyamatok/hitelezesi-folyamatok-2022-marcius>

OECD (2021): OECD Economic Outlook, Volume 2021, Issue 2

<https://www.oecd-ilibrary.org/sites/1144233f-en/index.html?itemId=/content/component/1144233f-en>

PÉNZÜGYMINISZTERIUM (2021): Makrogazdasági és költségvetési előrejelzés, 2021-2025, 2021 december

<https://cdn.kormany.hu/uploads/document/e/ec/ec9/ec9819f5f7ab970209713e3754475e18924294e8.pdf>

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

5 Függelék

5.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nominális Kamatláb							<i>Előrejelzés</i>		
Éves kamat (%)	0.7	0.1	0.3	0.1	0.5	1.3	8.0	4.9	4.2
Eurozóna kamatláb (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	1.2
Árfolyam									
Nominális árfolyam (EUR/HUF)	311.5	309.3	318.8	325.3	351.2	358.5	370.0	378.3	385.0
(változás % év/év)	0.5	-0.7	3.1	2.0	7.9	2.1	3.2	2.2	1.8
Árak									
Inflációs cél (% év/év)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Fogyasztói árindex (% év/év)	0.5	2.5	2.9	3.6	3.3	5.1	10.5	6.1	3.5
GDP deflátor (% év/év)	1.3	4.0	4.8	4.8	6.3	6.9	10.5	6.1	3.5
GDP									
Reál GDP (% év/év)	2.2	4.3	5.4	4.6	-4.5	7.1	3.2	3.1	3.0
Kibocsátási rés (Potenciális GDP-arányában, %)	-0.8	0.4	2.0	2.5	-2.3	1.0	0.9	0.2	-0.2
Fiskális változók									
Költségvetési hiány (GDP arányában, %)	1.8	2.5	2.1	2.1	7.8	6.8	6.1	5.3	4.5
Ciklikusan igazított hiány (GDP arányában, %)	2.2	2.3	1.1	0.8	8.9	6.2	5.6	5.2	4.6
Államadósság (GDP arányában, százalék)	74.8	72.1	69.1	65.5	79.6	76.8	73.3	72.8	72.1

Forrás: OGREsearch

5.2 A modell bemutatása

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

A modell az új-keynesi modellek családjába tartozik, amelyekben a reálváltozókat közép/hosszútávon a kínálati oldal határozza meg, amitől rövidtávon átmeneti (többek között keresleti sokkok) eltéríthetik a gazdaságot.

Az általunk használt modell annyiban speciális, hogy a költségvetési politika nemcsak rövid, hanem hosszútávon is hat a gazdaságra, így lehetővé válik a fiskális konszolidációk különböző időtávú hatásainak vizsgálata és az ehhez kapcsolódó átváltások értékelése. A rövid és középtáv eltérése miatt a modell a Kálmán szűrővel az idősorokat trendekre és résekre (gapekre) bontja, emiatt három időtávot érdemes megkülönböztetni:

- rövidtáv vagy üzleti ciklus frekvencia: a gapek nem záródtak a gazdaság nincs egyensúlyban
- középtáv: a gapek záródtak, de a változók nem a hosszátávú egyensúlyi értéküknél állnak
- hosszú táv: a változók beálltak a hosszútávú stabil egyensúlyi értékükre

A modell egy ún. félstrukturális makroblokk és egy fiskális blokk összekapcsolásából áll össze, a kettő közötti kapcsolatot pedig részben egy viszonylag részletes hozamgörbe szerkezet biztosítja. A makroblokk 4 kulcsösszefüggésre épül az IS görbére, a Phillips görbére, a tőkepiaci egyenletre és a

monetáris politikai szabályra. A fiskális politika alapesetben egy strukturális deficit célt követ, ahol egy autoregresszív sémának megfelelően közeledik a strukturális deficit a hosszútávú egyensúlyi értékéhez (középtávú cél azaz MTO). Ettől a szabálytól a fiskális politika eltérhet, ami egy tervezett fiskális impulzusnak felel meg (pl. nem az MTO-hoz tart a politika).

26. ábra: A fiskális blokk kapcsolatrendszere a makrováltozókkal

