

Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés 2023-2026

Elemzés a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2023. május 15.



Antal Judit – Köber Csaba – Szilágyi Katalin

Vezetői összefoglaló

2022-re a világgazdaság végleg kilábal a koronavírus okozta recesszióból, a lezárások miatti kínálati korlátok és logisztikai nehézségek megoldódtak, az ellátási láncok nagyrészt visszaépültek. Az ukrajnai háború ugyanakkor új globális sokkokat hozott: rekordmagasságba emelkedett mind az energiahordozók, mind az élelmiszerek ára, miután újabb termelési kapacitások estek ki a világgazdaságból (elsősorban a megtámadott Ukrajnában és az erőforrásait a harctérre átcsoportosító Oroszországban). Ráadásul a megugró nyersanyagárak meglehetősen túlfűtött állapotban találták a világ országait, hiszen a koronavírus okozta visszaesést a kormányok a megelőző két évben a kereslet folyamatos élénkítésével próbálták tompítani. Így aztán a költségsokkok hamar átgyűrűztek a termékek szélesebb körébe: a tavalyi év a világszintű inflációs veszély felismeréséről szólt. A jegybankok az év folyamán fokozatos szigorításba kezdtek, hogy megtörjék az inflációs nyomást.

A globális folyamatok nagyban meghatározták Magyarország pályáját és lehetőségeit is. Ráadásul kis, nagyon nyitott, erősen energiaimportőr és Ukrajnával határos országgént hazánk az uniós átlagnál lényegesen erősebben reagált a negatív impulzusokra. A tavalyi év második felében a magyar gazdaság kibocsátása (az EU átlagától jócskán elmaradva) csökkent, az infláció pedig az egész EU legmagasabb szintjére emelkedett. Hozzá kell tennünk azonban, hogy a hazai gazdaságpolitika autonóm (a globális fejleményektől független) lépései is rontottak a helyzeten. A fiskális politika ugyanis a választási ciklussal összefüggően erősen lazított az év elején, pont akkor, amikor a járvány utáni visszapattanás miatt a kibocsátás amúgy is meghaladta a potenciális szintjét. Bár a monetáris politika – a nagy globális jegybankokat megelőzve – már 2021-ben elkezdte a kamatkondíciók szigorítását, az inflációtól összességében elmaradó kamatszint negatív reálkamathoz vezetett, és az év első felében szintén hozzájárult az amúgy is túlfűtött gazdaság élénkítéséhez. Ráadásul a fiskális és a monetáris politika összhangja is erősen sérült, a kormányzat bankrendszert érintő beavatkozásai (kamatstop) ugyanis csökkentették a monetáris politika transzmisszióját. Végül: a megugró infláció visszafordítására irányuló unortodox kormányzati lépések (árstopok) az áremelkedés ütemét nem tudták megállítani, viszont ellátási problémákat és hiányt okoztak. Összességében a hazai gazdaságpolitika a tavalyi évben erősen prociklikus volt, vagyis tovább erősítette a globális sokkok kedvezőtlen hatását.

Az előrejelzési horizonton (2023-26) a legtöbb nemzetközi intézménnyel összhangban azt várjuk, hogy a világgazdasági helyzet lényegesen rosszabb lesz, mint amit a járványt megelőző években megszokhattunk (2013-19). Valamennyi országcsoportban és régióban érdemben lassul a gazdasági teljesítmény, és tartósan magasabb lesz az infláció. A világszerte megugró infláció nyomán a reálkamatok fokozatos emelkedésére, a járvány hatását tompító kormányzati költségek után szűkülő fiskális mozgástérre és erősödő konszolidációs kényszerre számítunk. Ezek a folyamatok Magyarország lehetőségeit is erősen meghatározzák.

Idén és a következő években itthon is folytatódik a fiskális kiigazítás. A ma tudható kormányzati tervek alapján arra számítunk, hogy a kormányzat elsősorban „magán” spórol, vagyis leginkább a költségvetési szervek működési kiadásait fogja vissza. Bevételi oldalon pedig a vállalati szektorra kivetett, átmenetinek szánt különadók növelik a költségvetés forrásait. Idén ugyanakkor nem számítunk a hiány érdemi csökkenésére, mert a Rezsivédelmi Alap feltöltése, a magas tartalékok, a gazdaság érdemi lassulása és

az emelkedő kamatszint csak nagyon lassú konszolidációt tesz lehetővé. A makrogazdasági pálya és a költségvetési automatizmusok alapján az előrejelzés 2024-26 közötti szakaszán is a 3 százalékos célt meghaladó hiányra számítunk. Bár az elmúlt évek tapasztalatai alapján a kormány egyszerű intézkedésekkel, diszkrecionális, átmeneti adókivetésekkel, illetve a beruházások visszafogásával és késleltetésével képes teljesíteni a kitűzött hiánycélt, az előrejelzésünk arra világít rá, hogy a ma ismert intézkedések egyelőre kevésnek bizonyulhatnak ehhez. Tehát: a 2024-től ismét érvényes uniós fiskális szabályoknak való megfelelés a ma ismert intézkedéseknél több kiigazítást tesz majd szükségessé, a makrogazdasági pálya önmagában nem lesz elegendő a hiány érdemi csökkentéséhez.

Az előrejelzési horizonton arra számítunk, hogy a 2020-as megugrást követően tovább folytatódik az adósságráta csökkenése. Fontos azonban, hogy a GDP-arányos államadósság csökkenése szinte kizárólag az ún. dinamikus komponensen, vagyis a makrogazdasági pályának a felhalmozott adósságra gyakorolt hatásán keresztül történik. A megugró infláció csökkenti a forintadósságra fizetett reálkamatot, a tavalyi forintgyengülés korrekciója erősíti a reálárfolyamot (így csökkenti a devizaadósság reálértelmenben vett kamatterhét), a gazdasági növekedés pedig önmagában bővíti az adósságfizetési képességet. Ez a kormányzat szempontjából az adósságráta csökkentésének leginkább fájdalommentes módja, hiszen érdemi fiskális megszorítás (az elsődleges egyenleg számottevő emelése) nélkül is lehetővé teszi az adósság lefaragását. Még úgy is, hogy közben a kormányzat újabb államosítási terveket jelentett be (a Vodafone után a repülőtér is állami kézbe kerülhet), amelyek a folyó hiányt nem, a bruttó államadósságot azonban tovább emelik.

A fájó fiskális kiigazítást elodázó és a kedvező makropályára hagyatkozó, némiképp opportunistá kormányzati megközelítés az elmúlt évtizedben kétségkívül működött: a GDP-arányos államadósság az alacsony kamatok és a stabilan magas növekedés miatt 2012 és 2019 között drámai gyorsasággal csökkent. Ez a stratégia azonban a jövőben nehezebbé válik. Egyrészt azért, mert a világgazdaság alapvetően kockázatosabb lett: az ukrajnai háború végkifejlete egy év után sem látszik, az amerikai-kínai viszony éleződik, az emelkedő kamatok pedig világszerte felszínre hozhatják a bankrendszer feszültségeit. Márpedig a kedvezőtlen globális sokkok idején az adósságráta igen gyorsan növekedhet, így történt ez Magyarországon is 2008-09-es pénzügyi válság alatt és 2020-ban, a koronavírus-járvány idején is. Másrészt: mint arra egy keretes írás erejéig külön kitérünk, a magyar növekedés extenzív tartalékai (a munkaerő és a tőkeállomány) kimerülőben vannak, így még a hatékonyságra tett optimista feltevésünk mellett is arra számíthatunk, hogy a magyar potenciális növekedés a következő években lassulni fog. A hazai fiskális mozgástér érdemi növeléséhez, az adósságpálya számottevő csökkentéséhez középtávon nélkülözhetetlen lesz tehát az elsődleges egyenleg javítása is.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	2
1 Bevezető	7
2 Meghatározó hazai trendek.....	8
2.1 Makrogazdasági helyzetkép	8
2.1.1 Reálgazdaság.....	8
2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság	12
2.1.3 Infláció és monetáris politika	14
2.1.4 Hitelezés.....	18
2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete	19
2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság.....	20
2.2.1 Költségvetési hiány.....	20
2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői	23
3 Makrogazdasági és költségvetési előjelzésünk	26
3.1 Meghatározó nemzetközi trendek.....	26
3.2 Külső feltevések.....	30
3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok	31
3.4 Költségvetési folyamatok.....	37
3.5 Államadósság	41
4 Felhasznált irodalom.....	45
5 Függelék	47
5.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói	47
5.2 A modell bemutatása	47

Ábrajegyzék

1. ábra: GDP növekedés 2022 első és második felében (az előző félévhez képest, szezonális és naptárhatással korrigálva).....	8
2. ábra: Reál GDP növekedés – felhasználás oldal (év/év, százalék)	10
3. ábra: Reál GDP növekedés – termelés oldal (év/év, százalék).....	11
4. ábra: Kiskereskedelmi forgalom és ipari termelés (szezonális és naptárhatástól megtisztított volumenindex, 2019M01 = 100).....	12
5. ábra: Munkaerőpiaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, százalék)	13
6. ábra: A nominális és a reálbér növekedése a teljes gazdaságban és a versenyszektorban (éves növekedés, százalék).....	14
7. ábra: Éves inflációs mutatók (százalék).....	16
8. ábra: A jegybanki alapkamat, illetve az egyhetes betéti kamat, az egynapos betéti gyorstender, a kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (százalék)	17
9. ábra: Zérókupon hozamgörbe	18
10. ábra: A vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása (tranzakció alapú növekedés, százalék).....	19
11. ábra: A feldolgozó ipari kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek aránya	20
12. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása	21
13. ábra: 2022-es költségvetési egyenlegjavulás és egyenleg az EU országokban	23
14. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója.....	24
15. ábra: A dinamikus* komponens	25
16. ábra: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása	26
17. ábra: A világgpiaci nyersanyagárak alakulása	27
18. ábra: Az infláció alakulása 2023 első negyedévében és az inflációs célok.....	28
19. ábra: A gazdasági növekedés és az infláció alakulása a világban (a járvány előtti békeévek vs. a középtávú előrejelzés)	29
20. ábra: Az alappálya külső feltevései.....	30
21. ábra: Az alappálya főbb makrováltozói	33
22. ábra: A GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések összevetése (év/év, százalék)	34
23. ábra: A teljes tényezőtermelékenység évi átlagos növekedési üteme az EU országokban 2008 és 2019 között.....	36
24. ábra: Költségvetési hiánymutatók az alappálya mentén (a GDP százalékában).....	39
25. ábra: A költségvetési hiányra vonatkozó előrejelzések összevetése (GDP arányában, százalék)....	41

26. ábra: Az államadósságráta alakulása	42
27. ábra: Az államadósság kumulált változása 2022-höz képest (2022 = 0)	43
28. ábra: A dinamikus komponens és részeinek kumulált hatása az adósságrátára (2022=0)	44
29. ábra: A fiskális blokk kapcsolatrendszere a makrováltozókkal.....	48

1 Bevezető

Elemzésünk célja a költségvetési hiány és az államadósság rövidtávú, a 2023-2026 közötti időszakra vonatkozó előrejelzése. Az előrejelzés elkészítésekor a 2023. május 12-éig bejelentett költségvetési intézkedéseket vettük figyelembe.

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 rövid távon merev 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 ki. 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 alakítják a GDP-arányos államadósságot. Ezt követően, a 3. fejezetben részletesen elemezzük a nemzetközi környezet várt alakulását, a 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.

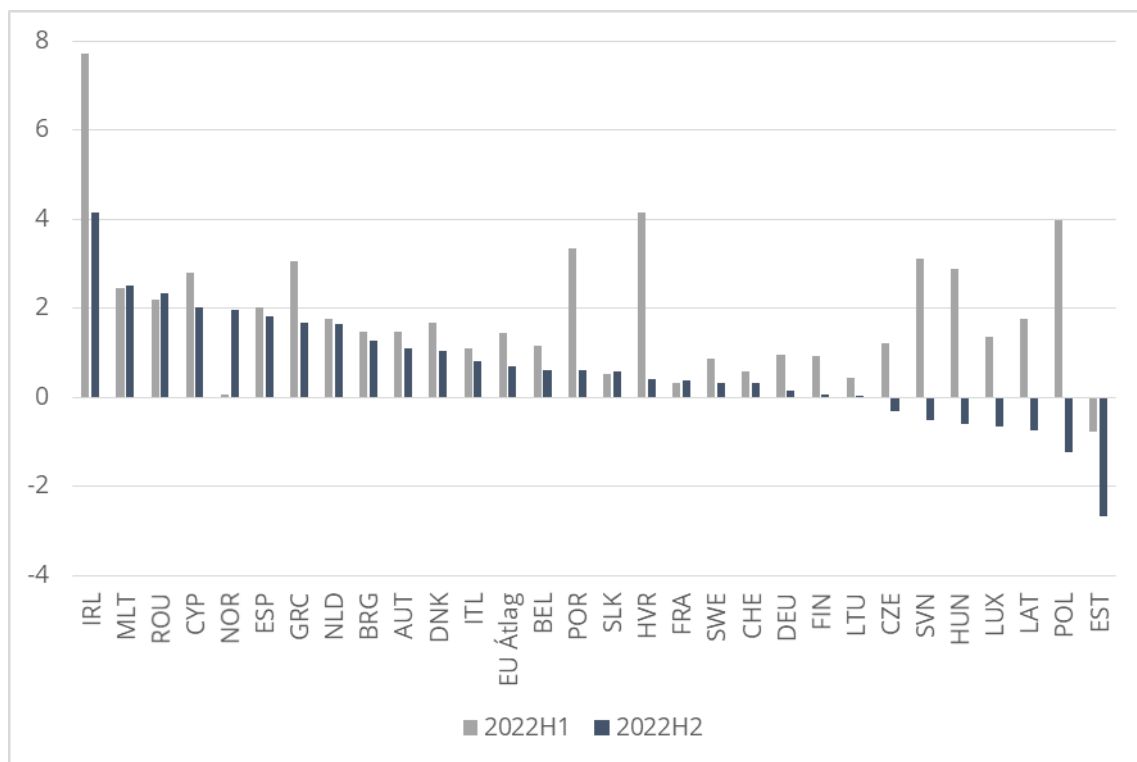
2 Meghatározó hazai trendek

2.1 Makrogazdasági helyzetkép

2.1.1 Reálgazdaság

A magyar gazdaság 2022-ben 4,6 százalékkal növekedett, ami közel egy százalékponttal magasabb volt az EU átlagos növekedésénél. Bár hazánk éves kibocsátása jelentősen nőtt az előző évihez képest, az éven belüli lefutás romló gazdasági helyzetről árulkodik. Az erős kormányzati élénkítéssel megtámogatott első félév után a gazdasági teljesítmény a második félévben jelentősen csökkent, így a második félévi kibocsátás több mint fél százalékkal elmaradt az első féléves szinttől. Az év második felében a magyar gazdaság teljesítménye - az ukrajnai háborúban leginkább érintett országokkal (baltiakkal, lengyelekkel) együtt - messze elmaradt az uniós átlagtól. (1. ábra)

1. ábra: GDP növekedés 2022 első és második felében (az előző félévhez képest, szezonális és naptárhatással korrigálva)



Forrás: Eurostat

A felhasználási oldali adatok alapján a tavalyi gazdasági növekedést a háztartási fogyasztás 5,8 százalékos növekedése hajtotta, míg a közösségi fogyasztás negatív volt, a bruttó felhalmozás és a nettó export pedig csak kismértékben járult hozzá a növekedéshez.

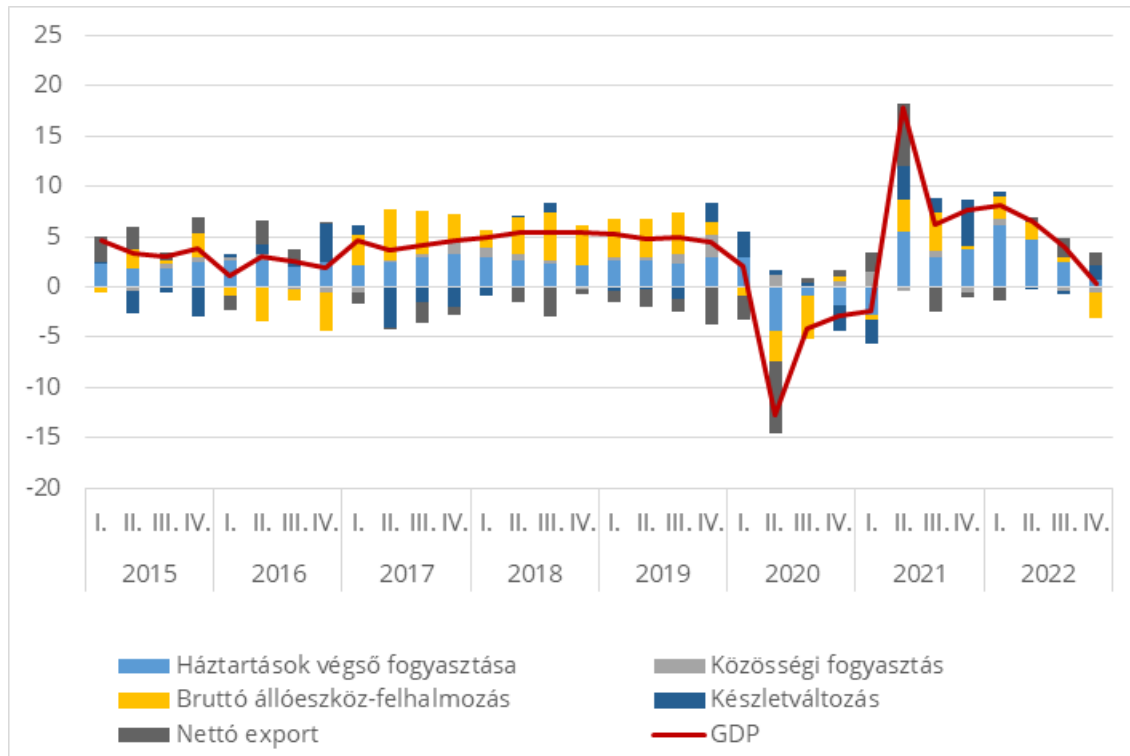
A negyedéves felhasználási oldali GDP adat (2. ábra) jól mutatja, hogy a második félévben a belső kereslet csökkenésnek indult. Az előző negyedévhez képest szezonális és naptári hatással kiigazítva, a

végző fogyasztás a harmadik negyedévben 0,3 százalékkal, a negyedik negyedévben 0,5 százalékkal csökkent. A fogyasztáson belül a közösségi fogyasztás egész évben alacsonynak bizonyult, mivel a közösségi kiadásokra fordítható költségvetési források csökkentek a háborús helyzet okozta extra kiadások és a magas energiaárak miatt. A háztartások tényleges fogyasztásában jól megfigyelhető a gazdasági helyzet éven belüli változása, míg az első félévben a kormányzati és nonprofit intézményektől érkező támogatások jelentősen hozzájárultak a háztartások fogyasztásához, addig ezen támogatások a második félévben csökkentek. A rendkívül magas inflációs környezet, a csökkenő reálkeresetek, a kimerülő megtakarítások és a növekvő hitelkamatok következtében a háztartások fogyasztási kiadásának növekedési üteme is lassult a második félévben.

Az első féléves dinamikus bruttó felhalmozás után a második félévben a beruházási kedv romlásával összhangban a GDP ezen tétele is csökkent. Az előző negyedévhez képest mért szezonális és naptári hatással kiigazított bruttó felhalmozás a harmadik negyedéven 3,6 százalékkal, a negyedik negyedévben 1,3 százalékkal csökkent. A költségvetési szervek beruházása éves szinten 16 százalékkal esett vissza: az év eleji kormányzati költségek, a növekvő kamatok és a visszatartott uniós pénzek az állami beruházások megtorpanásához vezettek. A kormányzathoz köthető kvázifiskális szektorok beruházása is jelentősen csökkent. A második féléves romló fogyasztást és beruházást a nettó export javulása némiképp ellensúlyozta. A hazai export volumene a harmadik negyedévben javult, ahogy az orosz-ukrán háború okozta gazdasági súrlódások enyhültek. Éves szinten a nettó export 0,7 százalékkal nőtt, és pozitívan járult hozzá a teljes kibocsátáshoz.

Várakozásunk szerint a növekedés szerkezete az előző negyedévekhez hasonlóan alakul az idei év első felében, a háztartások fogyasztása tovább mérséklődik, míg az uniós források hiányában és a magas kamatkörnyezet miatt a fiskális kiadások (a kormányzati fogyasztás és beruházás), illetve magánberuházás is alacsony szinten marad.

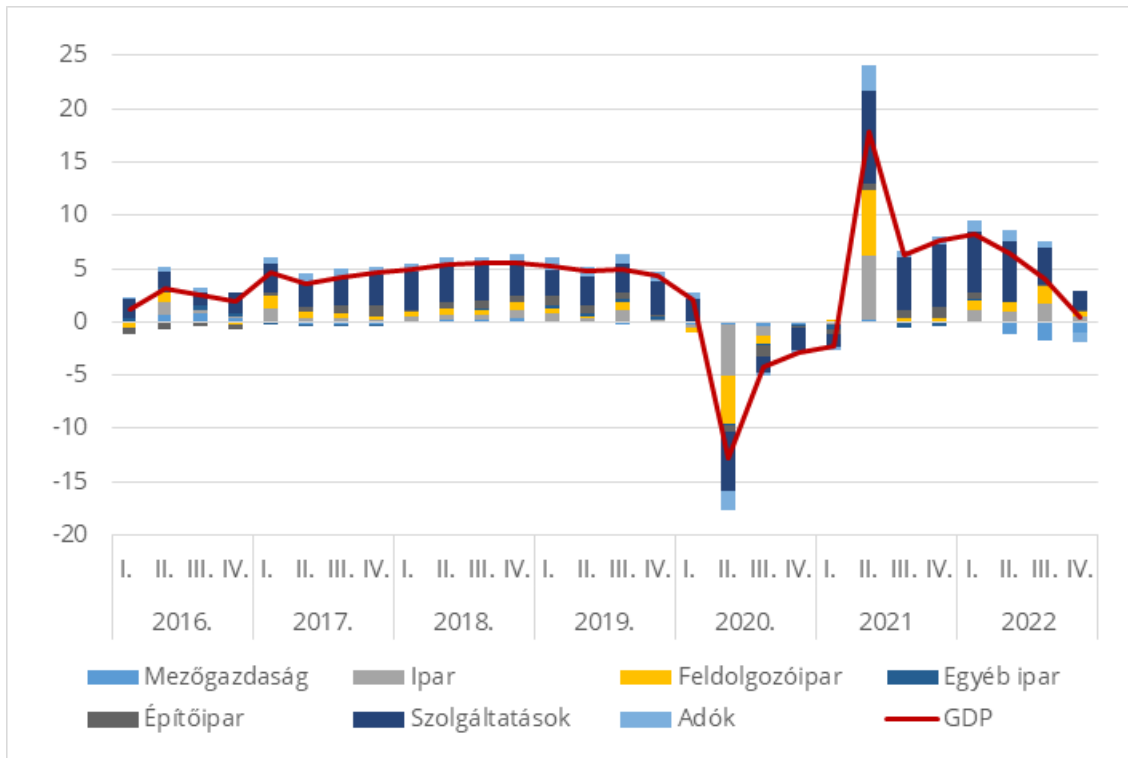
2. ábra: Reál GDP növekedés – felhasználás oldal (év/év, százalék)



Forrás: KSH, OGR számítás

A termelés oldali GDP adatok alapján tavaly a gazdasági növekedést a szolgáltatási szektor 7,2 százalékos, valamint az ipar 5,4 százalékos növekedése hajtotta. Az ipari szektor jó teljesítménye az erős feldolgozóipar növekedésnek volt köszönhető. A negyedéves GDP bontásban látható (3. ábra), hogy a második félévben a kereslet lassulásával összhangban a szolgáltatási szektor növekedése is megállt. A szolgáltatási szektorban a harmadik negyedévben szezonális és naptári hatással kiigazított adatok szerint egy százalékos csökkenés volt tapasztalható, míg a negyedik negyedévben a szektor teljesítménye stagnált. Eközben a kedvezőtlen időjárás okozta aszály miatt a mezőgazdaság egész évben gyengén teljesített: 2021-hez képest 30 százalékkal csökkent a termelése. Az ipari termelés a harmadik negyedévben még növekedni tudott a feldolgozóipar stabil teljesítményének köszönhetően. Az év végi kormányzati költségek hatására az építőipar a negyedik negyedévben enyhén növekedett a korábbi negyedévekhez képest, azonban a feldolgozóipari termelés csökkent, így a teljes ipari termelés alacsonyabb volt, mint a harmadik negyedévben.

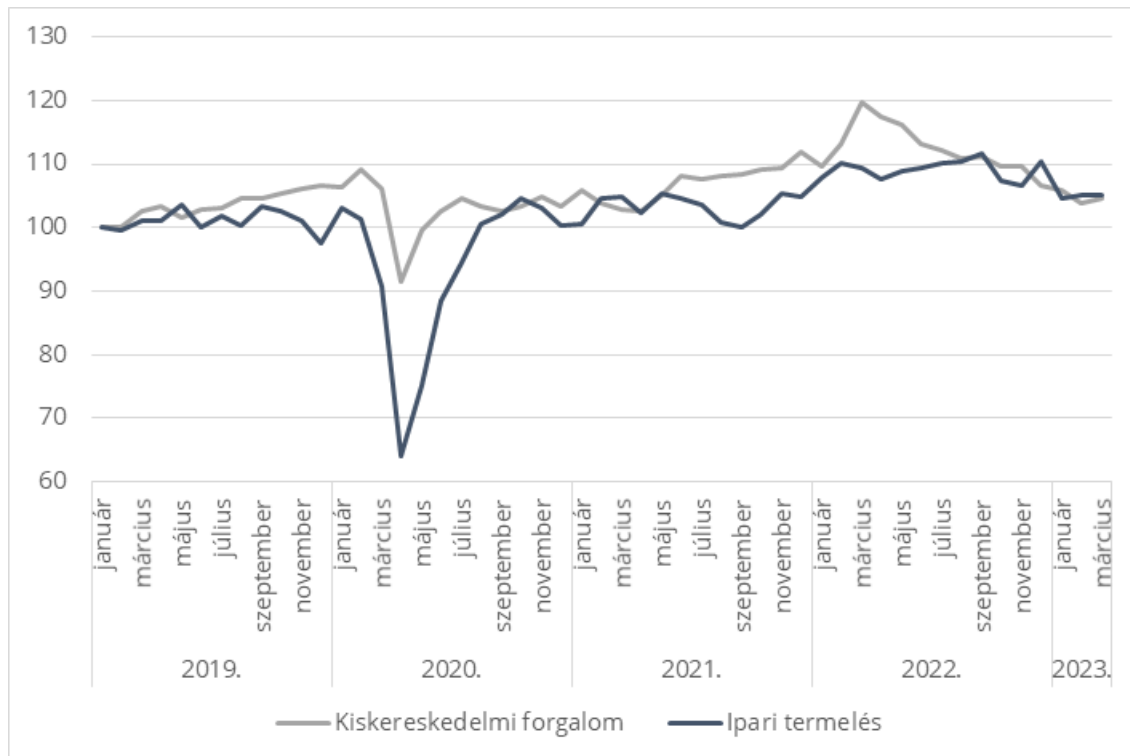
3. ábra: Reál GDP növekedés – termelés oldal (év/év, százalék)



Forrás: KSH, OGR számítás

Az idei év első negyedévére vonatkozó magasfrekvenciájú adatok arra utalnak, hogy mind a kiskereskedelmi forgalom, mind pedig az ipari termelés csökkent (4. ábra).

4. ábra: Kiskereskedelmi forgalom és ipari termelés (szezonális és naptárhatástól megtisztított volumenindex, 2019M01 = 100)

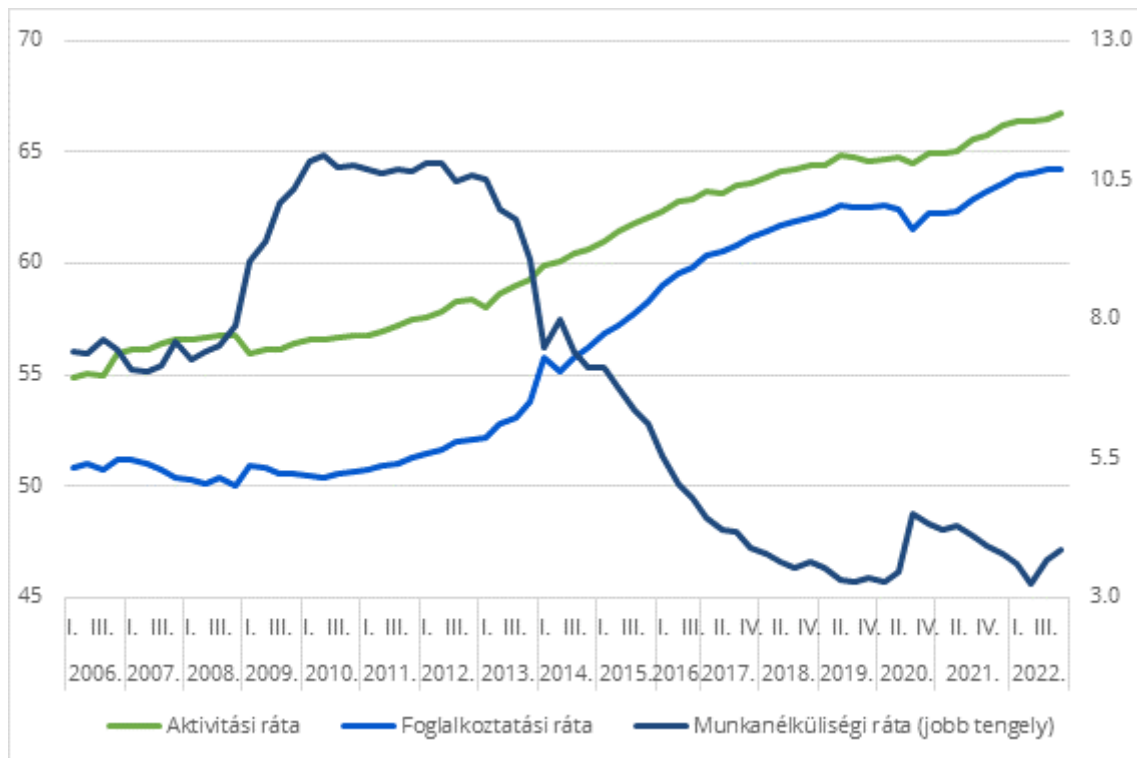


Forrás: KSH, OGR számítás

2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság

A visszaeső gazdasági teljesítmény munkaerőpiacra gyakorolt negatív hatása mérsékelt maradt (5. ábra). A foglalkoztatottak száma minimálisan csökkent az elmúlt év negyedik negyedében és az idei év első negyedében is, ezzel megállítva az elmúlt időszak növekvő trendjét. Ennek ellenére a foglalkoztatási ráta stabilan 64 százalék felett maradt, hiszen a gazdaságilag aktív korúak száma, a teljes népességhez hasonlóan, csökkenő tendenciát mutat. A munkanélküliség növekedésében is tetten érhető a gazdasági helyzet romlása, az idei év első negyedében a munkanélküliségi ráta elérte a 4 százalékot. Márciusban a tavalyi év azonos időszakához képest a munkanélküliek száma közel 10 százalékkal, körülbelül 19 ezer emberrel nőtt. Érdemes azonban megjegyezni, hogy mind a foglalkoztatási, mind pedig a munkanélküliségi ráta továbbra is rendkívül kedvezően alakul, akár regionális, akár történeti összehasonlításban vizsgáljuk. Egyelőre nem látszik, hogy az elmúlt években tapasztalt javuló munkaerőpiaci folyamatok drasztikusan megtorpantak volna. Közben a közfoglalkoztatottak száma továbbra is dinamikus csökken, a tavalyi év negyedik negyedében már csupán 72 ezer fő volt közfoglalkoztatott státuszban.

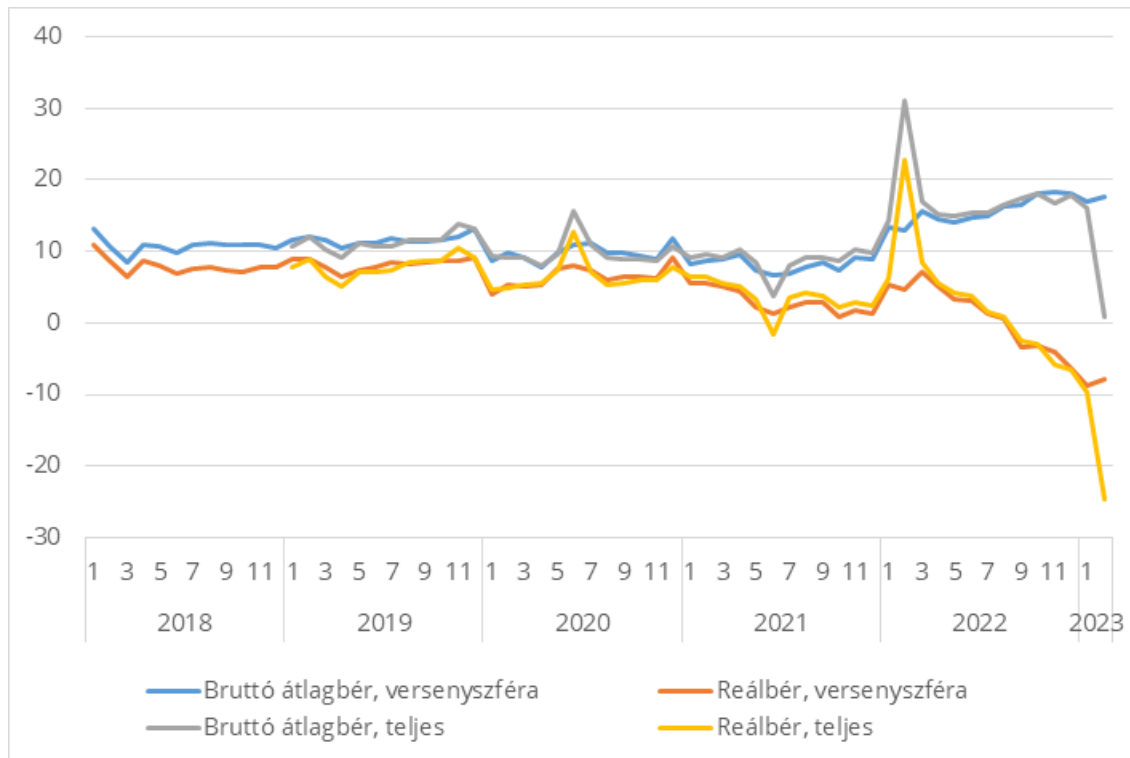
5. ábra: Munkaerőpiaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, százalék)



Forrás: KSH

Az elmúlt évek dinamikus reálkereset-növekedése megállt. Bár 2022-ben a nominális bérek 17 százalékkal növekedtek a munkáltatók teljes körénél és 15 százalékkal a versenyszférában, a gazdasági helyzet romlása és az infláció drasztikus növekedése miatt a bérek reálértéke az év közepétől kezdve csökkent. A versenyszektorban fizetett átlagos reálbér februárban 8 százalékkal csökkent az előző évhez képest, míg a teljes gazdaság átlagos reálbére 25 százalékkal. Fontos megjegyezni, hogy a munkáltatók teljes körében mért keresetváltozást a tavaly februárban kiosztott egyszeri "fegyverpénz" negatív irányba torzítja. Ha ezt a hatást kiszűrjük, a munkáltatók teljes körénél mért reálkereset-csökkenés februárban csupán 9,8 százalékos volt. A januári törvényi béremelések (a minimálbér 16, a garantált bérminimum 14 százalékkal nőtt) nem okoztak drámai elmozdulást az átlagkeresetekben, a teljes bérskálára gyakorolt hatásuk a havi adatokon nem szembetűnő.

6. ábra: A nominális és a reálbér növekedése a teljes gazdaságban és a versenyszektorban (éves növekedés, százalék)



Forrás: KSH

A bérezési adatok arra utalnak, hogy az elmúlt hónapokban romlottak a munkaerőpiaci feltételek, lazult a korábban feszes munkaerőpiac. Bár a vállalatok nem kezdtek tömeges elbocsátásba, a nominális bérnövekedés nem tudja tartani a lépést a magas inflációval, a reálbérek csökkennek. A várt további reálkereset-csökkenés és a lassú foglalkoztatásbeli romlás 2023-ban további visszaesést okozhat a hazai keresletben.

2.1.3 Infláció és monetáris politika

A hazai infláció tavaly 14,5 százalék volt, szeptember óta az éves áremelkedés meghaladja a 20 százalékot, az év/év infláció januárban tetőzött 25,7 százalékon. Áprilisban az éves infláció már „csupán” 24 százalék volt, de a magyar árnövekedés így is messze a legmagasabb Európában (az eurózána inflációja áprilisban 7 százalék volt). A régiós országokhoz képest mért többletinfláció zömét az élelmiszerek drasztikus áremelkedése okozta. Az áremelkedés a háztartások életszínvonalát jelentősen rontja, az infláció miatt a lakosság 40 százaléka csökkentette kiadásait¹. A kormány unortodox gazdaságpolitikai lépései (árstopok és kötelező akciózások) és a jegybank agresszív kamatemelése egyelőre nem tudta érdemben csökkenteni az áremelkedést, és a tényadat mellett az inflációs várakozások is jelentősen meghaladják a jegybank inflációs célját. Bár az éves infláció várhatóan tovább

¹ <https://g7.hu/penz/20230504/a-magyarok-lettek-a-regio-sporolorekorderei-az-ev-elejen/>

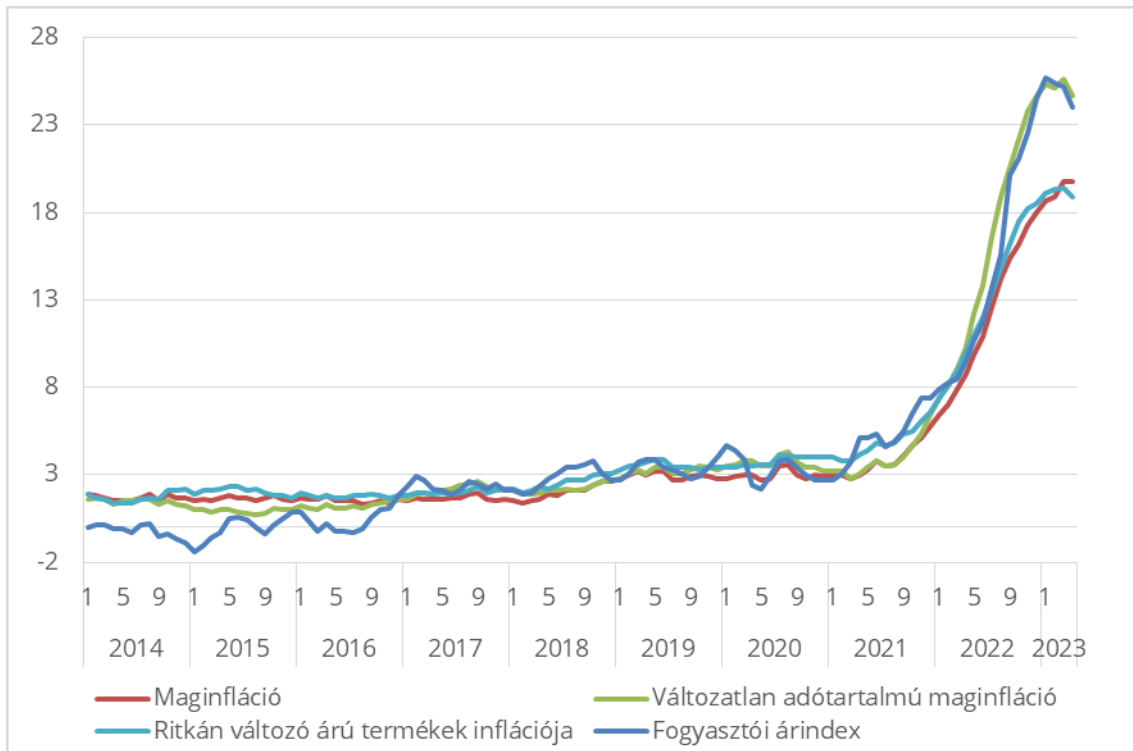
fog csökkenni az év során, az áremelkedés normalizációja lassú lesz, és arra számítunk, hogy az infláció az év egészében két számjegyű marad.

Az infláció elmúlt évben tapasztalt megugrása jelentős részben globális eredetű volt, amelyet a koronavírus-járvány, majd az orosz-ukrán háború kirobbanása és az ennek következtében kialakult élelmiszer- és energiaválság okozott. A tavalyi év második felében, főleg Európában, az energiaárak drasztikusan emelkedtek az ellátási problémák és az oroszoktól való függetlenedés miatt. Az élelmiszerek ára viszont a tavalyi év második felében normalizálódni kezdett, és megállt a világszerte áremelkedés.

A globális faktorok mellett számos országspecifikus tényező okozta a régiós szinten kiemelkedően magas áremelkedést. A tavalyi év elején főleg a fiskális támogatások hatására kialakult keresleti nyomás hozzájárult a magas hazai infláció kialakulásához. A kedvezőtlen időjárási viszonyok következtében visszaesett hazai mezőgazdasági termelés is növelte az élelmiszerek árát. Emellett a fizetési mérleg romlása és a politikai kockázatok miatt tavaly gyorsan gyengülő forintárfolyam növelte az importált árakat. Elemzésünk szerint a kormányzat unortodox gazdaságpolitikája nem tudta csökkenteni az inflációt, sőt. Az ellátás akadása miatt a kormány nem tudta tartani az üzemanyag-árstopot, és amikor azt visszavonták decemberben, az üzemanyag ára egy hónap alatt 33 százalékkal emelkedett. Hasonlóan a benzín árához, a kormánynak a támogatott rezsziákat is változtatnia kellett. Az új árak szeptemberben léptek érvénybe, és egy hónap alatt 60 százalékos inflációt okoztak a fogyasztói kosár „háztartási fűtés és energia” tételében. Az alapvető élelmiszerekre kivetett szabályozott árak nem tudták megállítani az élelmiszerárak drámai emelkedését. A szabályozott árú termékek helyettesítőiben bekövetkezett áremelkedés, valamint a piactorzító árkorlátozás okozta sűrűdés is hozzájárult az élelmiszerárak emelkedéséhez. Emellett a kormány által tavaly év közepén kivetett kiskereskedelmi pótdó, majd a 2023 elején megnövelt kiskereskedelmi adó, illetve a tavalyi évben kivetett vagy növelt adók (például extraprofit adó, alkohol és dohánytermékek jövedéki adóemelése) nagy részét a vállalatok áthárították a fogyasztókra. Érdemes azt is megemlíteni, hogy a kormányzat által kivetett kamatstop gátolta a jegybanki szigorítás hatását, a transzmissziós kamatcsatorna hatékonyságát.

A magas infláció széleskörű. Az élelmiszerárak termékcsoportjában áprilisban az éves infláció 38 százalék volt, márciusban ez az adat 42,6 százalékos értéket mutatott. Viszonyításképpen, az élelmiszere vonatkozó uniós harmonizált fogyasztói árindex átlaga márciusban 19,6 százalék volt. Az iparcikkek éves inflációja ugyan csökken, de még mindig 19 százalékos. A piaci szolgáltatások az iparcikkekhez hasonló tendenciát követnek, áremelkedésük jelentős, éves szinten 18,9 százalék volt áprilisban. Az alkohol és a dohánytermékek éves inflációja is 20 százalék körül alakul. A szabályozott árú termékek árai is jelentősen nőttek éves alapon a megemelkedett energiaszámlák miatt.

7. ábra: Éves inflációs mutatók (százalék)



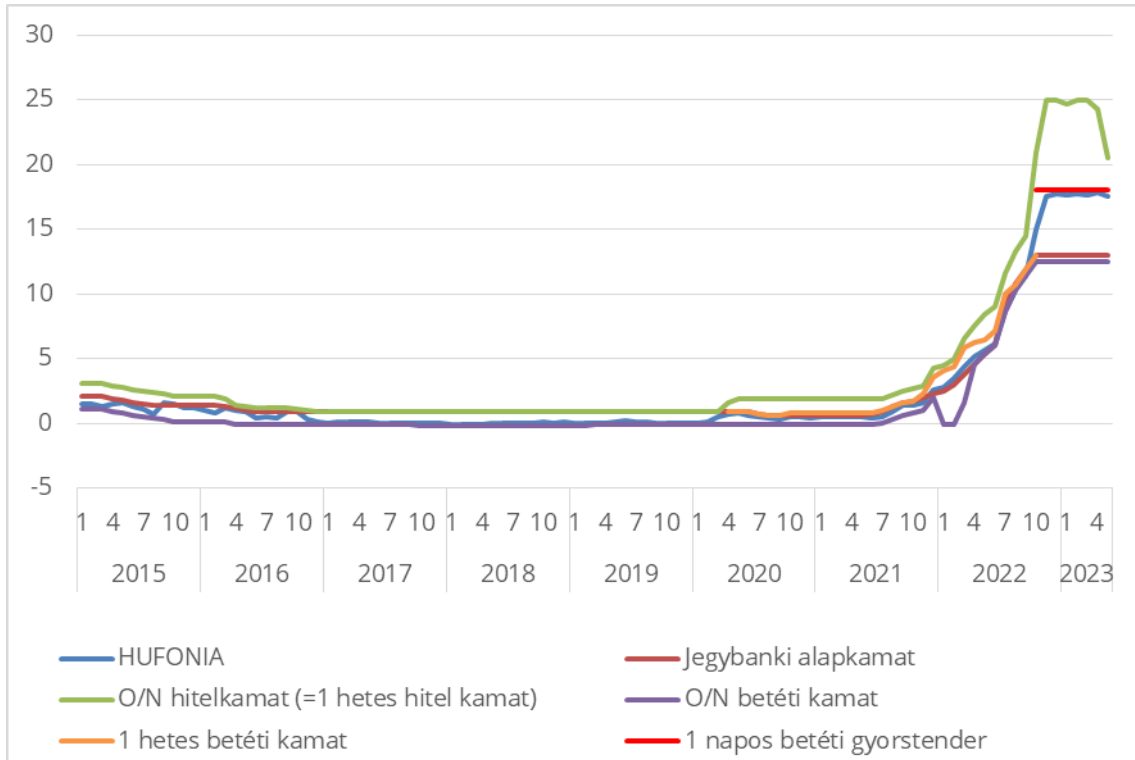
Memo: Szezonálisan igazított adatokból számolva.

Forrás: KSH, MNB

A gazdaságban tapasztalt árnyomásról pontosabb és árnyaltabb képet adnak az úgynevezett inflációs alapmutatók, amelyek kiszűrik a különösen változékony árú termékeket (idényáras élelmiszereket, üzemanyagokat), illetve a hatósági döntések (adóváltozások, szabályozások) árra gyakorolt hatását. Az alapmutatók is a széleskörű inflációról árulkodnak, a feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció még mindig magas, 19,8 százalék volt áprilisban, ugyan év/év alapon itt is látható az infláció mérséklődése. (7. ábra)

A következő hónapokban az infláció csökkenése folytatódni fog. A globális árak mérséklődése, az erősebb forintárfolyam, a csökkenő inflációs várakozások, a visszaeső kereslet és a bázishatás mind az infláció normalizálódását segítik elő. Azonban a dezinfláció lassú lesz, a kormányzat piactorzító intézkedései (árstopok, kötelező akciók) pedig az eddigiekhez hasonlóan nem tudják majd fékezni az inflációt.

8. ábra: A jegybanki alapkamat, illetve az egyhetes betéti kamat, az egynapos betéti gyorstender, a kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (százalék)



Forrás: MNB

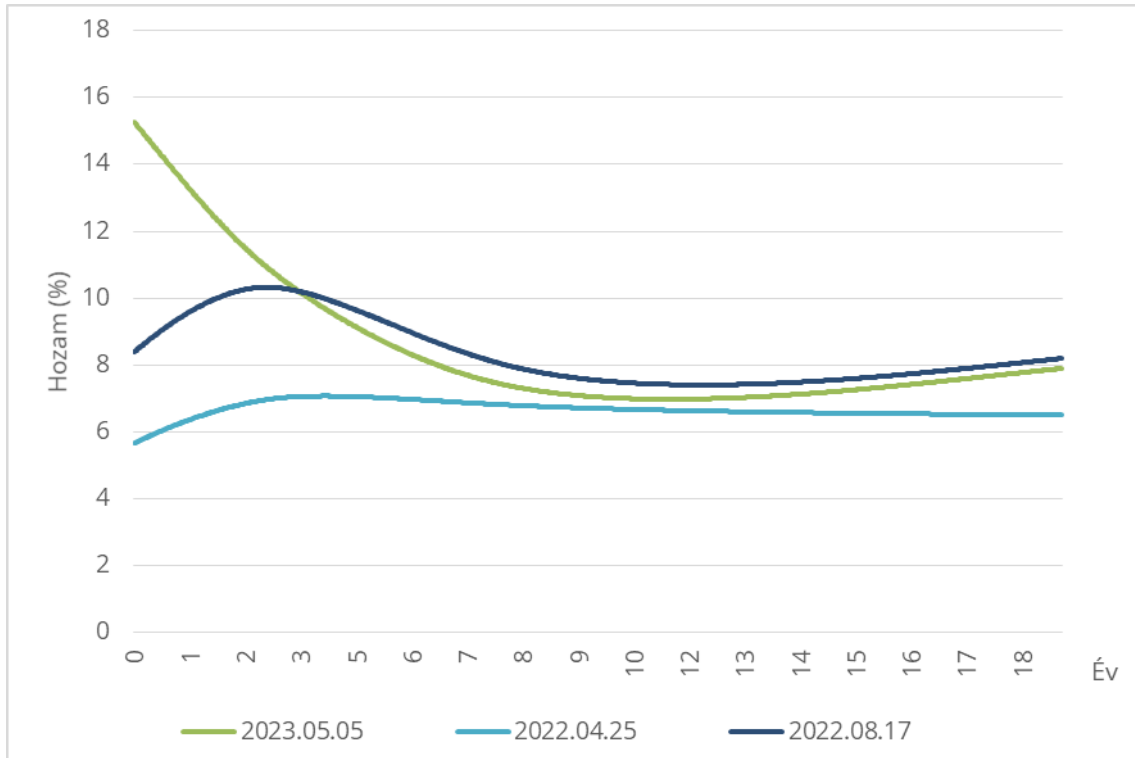
A rekordmagas infláció miatt az MNB tavaly szeptemberben tovább emelte az alapkamatot, majd megállította a hivatalos kamatemelési ciklust. Az alapkamat jelenleg 13 százalékon áll (8. ábra). A szeptemberi kamatemelés nem nyugtatta meg a gazdasági szereplőket, a forint az euróval szemben rohamos mértékben értékelődött le. Így októberben az MNB a pénzügyi folyamatok normalizálása érdekében felfüggesztette a korábban irányadó egyhetes fedezett hiteleszközt, és új irányadó eszközt vezetett be, az egynapos gyorstendert. Az egynapos betéti gyorstender kamatát jóval az alapkamat fölött, 18 százalékbán határozta meg. Emellett a külső egyensúly helyreállítása érdekében vállalta, hogy biztosítja az energiainporthoz szükséges devizalikviditást a piaci szereplők számára, valamint továbbra is használja a rövidlejáratú devizalikviditást nyújtó swap tendereket. Végül a jegybank emelte a kötelező tartalékrátát is. Az MNB külső egyensúlyi válságkezelő intézkedése sikeresnek mondható, a drasztikus árfolyamgyengülés az októberi bejelentések után lassult, majd visszafordult.

Az MNB április végi üléséig nem változtatott a kamatkondíciókon. Azonban a javuló külső egyensúly és az infláció normalizálódása miatt áprilisban minimálisan, de lazított a politikáján: a tavalyi évben kiszélesített kamatfolyosó hitelkamatát 500 bázisponttal csökkentette, 20 százalékra. Ezzel az intézkedéssel némiképpen ellentétes, hogy közben a tartalékrátát tovább emelték. Várakozásaink szerint a nemzetközi viszonylatban kiugró hazai infláció miatt az alapkamaton csak a második félévben fognak lazítani. Azonban a romló gazdasági aktivitásra tekintettel a jegybanki eszköztár egyéb elemeiben történhet enyhítés.

Érdemes megemlíteni, hogy a jegybanki intézkedések hatását mérsékeltek és torzították a kormányzati intézkedések. A banki betétekre kivetett kamatsapka és az egyéb szabályozási intézkedések (például a

jegybanki diszkontkötvény átruházhatóságának korlátozása) gátolják a jegybank azon törekvését, hogy magasabb kamatok segítségével visszafogja az inflációt.

9. ábra: Zérókupon hozamgörbe



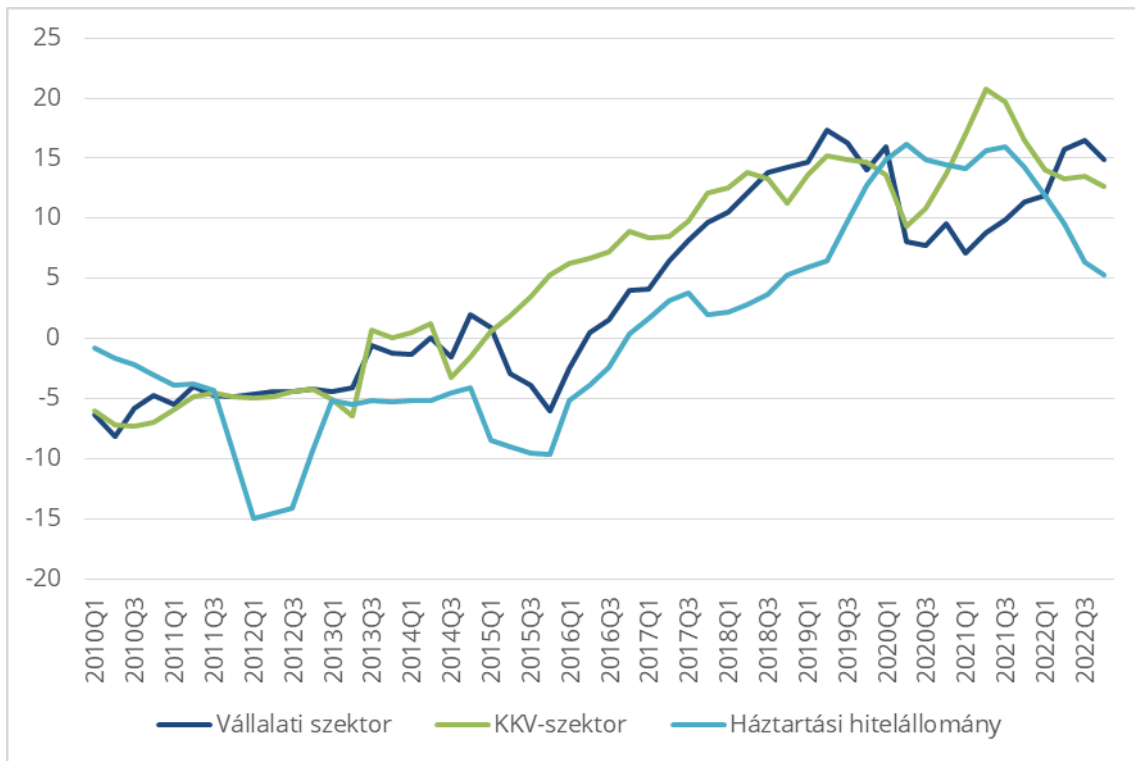
Forrás: Államadósság Kezelő Központ

A szigorodó hazai monetáris politikának és az emelkedő külső kamatoknak köszönhetően a hozamgörbe rövid vége felfelé tolódott az elmúlt hónapokban (9. ábra). A várt kamatcsökkenés hatására a hozamgörbe az első években ugyan csökkenő trendet mutat, azonban a hosszú hozamok mintegy másfél százalékponttal magasabbak az egy évvel korábbi szintnél.

2.1.4 Hitelezés

Az elmúlt évek gyorsuló hitelnövekedése 2022-ben lelassult, főleg a háztartási és a KKV hitelek állományának növekedése csökkent. A tavalyi év utolsó negyedében a kis- és középvállalatok (KKV) szegmensében 12,7 százalék, míg a háztartások körében 5,3 százalék körül volt az éves növekedés (10. ábra). Ez azt jelenti, hogy ezekben a szegmensekben reálértelemben a hitelállomány csökkent.

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



Forrás: MNB

A negyedik negyedévben az újonnan kibocsátott vállalati hitelek 14 százalékkal, míg a KKV-hitelek 38 százalékkal maradtak el a 2021-es szinttől. A kormány által idén elindított vállalati hitelprogramok, mint a Széchenyi Kártya Program MAX+ és a Baross Gábor Újraiparosítási Program, segítenek majd enyhíteni a vállalatok hitelfelvételi kedvének csökkenését, azonban elemzésünk szerint csak részben lesznek képesek ellensúlyozni a szigorodó hitelbírálati szabályokat és a magas kamatokat.

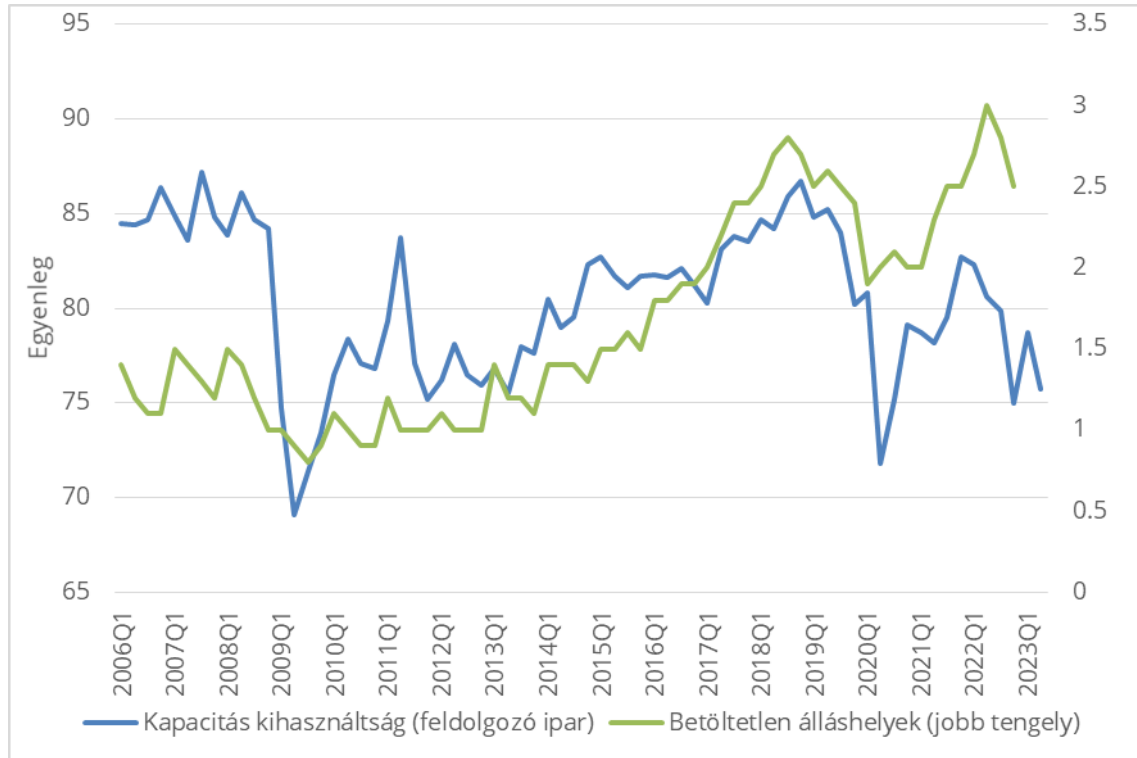
A háztartási hitelek iránti kereslet csökkent a növekvő kamatok, a szigorodó hitelfeltételek és a csökkenő reáljövedelmek miatt. A negyedik negyedévben a háztartások 34 százalékkal kevesebb új hitelt vettek fel, mint egy évvel korábban, és a lakáshitelek esetében a visszaesés több mint 50 százalékos volt. Az idei év első felében a hitelfelvételi kedv várhatóan tovább csökken, a bankok pedig további szigorításokat terveznek a hitelképességi feltételek tekintetében.

2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete

Elemzésünk szerint a tavalyi első félévben a gazdaság meghaladta a potenciális kibocsátás szintjét. Ennek okai a fiskális ösztönzők által generált keresletnövekedés és a romló inflációs várakozások miatt előrehozott lakossági fogyasztás. Közben az orosz-ukrán háború miatti ideiglenes kínálati problémák a potenciális termelést hátráltatták. A második félévben a ciklikus helyzet gyorsan záródott, majd negatív tartományba fordult. Az infláció emelkedése miatt a reáljövedelmek csökkentek, a hitelfelvétel reálértéke csökkent, a fiskális támogatások kimerültek. A foglalkoztatási adatok enyhe romlása mellett a feszes munkaerőpiaci helyzet is lazult. A kapacitás-kihasználtsági mutató jelentős csökkenése is jelzi a belső kereslet visszaesését (11. ábra). Az év első felére becsült pozitív és második felére becsült negatív

kibocsátási rések pontos eredője kérdéses, becslésünk szerint 2022-ben éves szinten a gazdaság a potenciális szintje közelében teljesített.

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



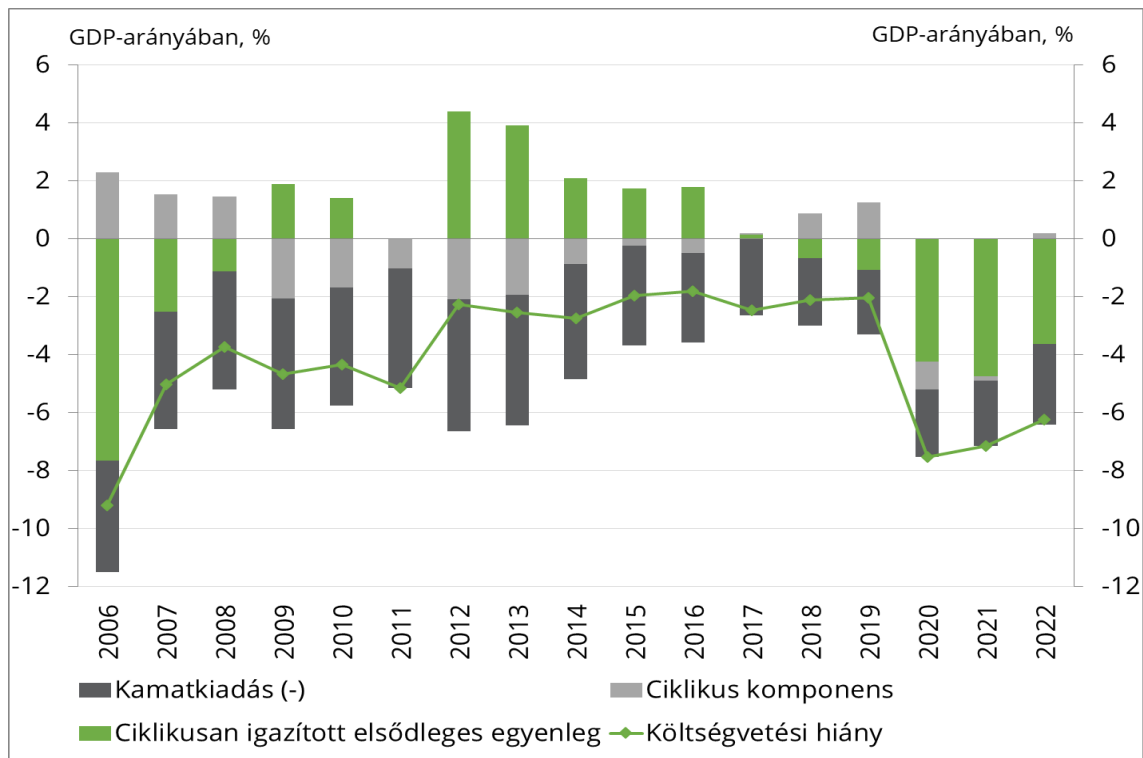
Forrás: Eurostat

2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság

2.2.1 Költségvetési hiány

A költségvetés eredményszemléletű (ESA) hiánya a 2023 március végi EDP adatközlés szerint a GDP 6,2 százalékát tette ki 2022-ben, ami 0,9 százalékponttal alacsonyabb az előző évi hiánynál, viszont 0,1 százalékkal meghaladja a tavaly őszele módosított költségvetési célszámot. (12. ábra)

12. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGR becslés

A hiány tavalyi mérséklődéséhez becslésünk szerint a GDP mintegy 0,5 százaléka járult hozzá a gazdaság javuló ciklikus helyzetéből fakadó magasabb bevételek (főleg az első félévben emelkedő adóbevételek). Eközben az egyszeri kormányzati intézkedések nettó értelemben a GDP 1,2 százaléka növelték a hiányt, miközben a kamatfizetések a GDP arányában növekedtek, és 2,8 százalékos kiadást jelentettek.

A bevételi oldalon a váratlanul magas infláció következtében a tervezettnél több adóbevétel érkezett a költségvetésbe. Az adóbevételeket az év közben kivetett extraprofitadók is jelentősen növelték, amelyeket az energia-ágazatokra, a bányákra, a kiskereskedelmi, pénzügyi és hírközlési szektorokra, valamint a légitársaságokra vetettek ki. A kivetett extraprofitadók közel 700 milliárd forint többletbevételt jelentettek a költségvetés számára, a pénzügyi szervezetek különadója 270 milliárd forinttal, a kiskereskedelmi adóbevétel 70 milliárd forinttal nőtt a kivetett extraadó miatt. A bányajáradék az előirányzat több mint hatszorosára, 250 milliárd forintra nőtt, míg az energiaellátók adóbefizetése is több mint 150 milliárd forinttal volt magasabb a tervezettnél. Ezzel szemben bevételkiesést okozott az EU-s támogatások elmaradása, miután a magyar kormány tavaly sem sikerült megegyezni az EU-s transzferek kifizetésének kritériumairól. Kismértékű bevételkiesést jelentett emellett a munkáltatói adóterhek csökkentése és a 25 év alattiak mentesítése az SZJA alól.

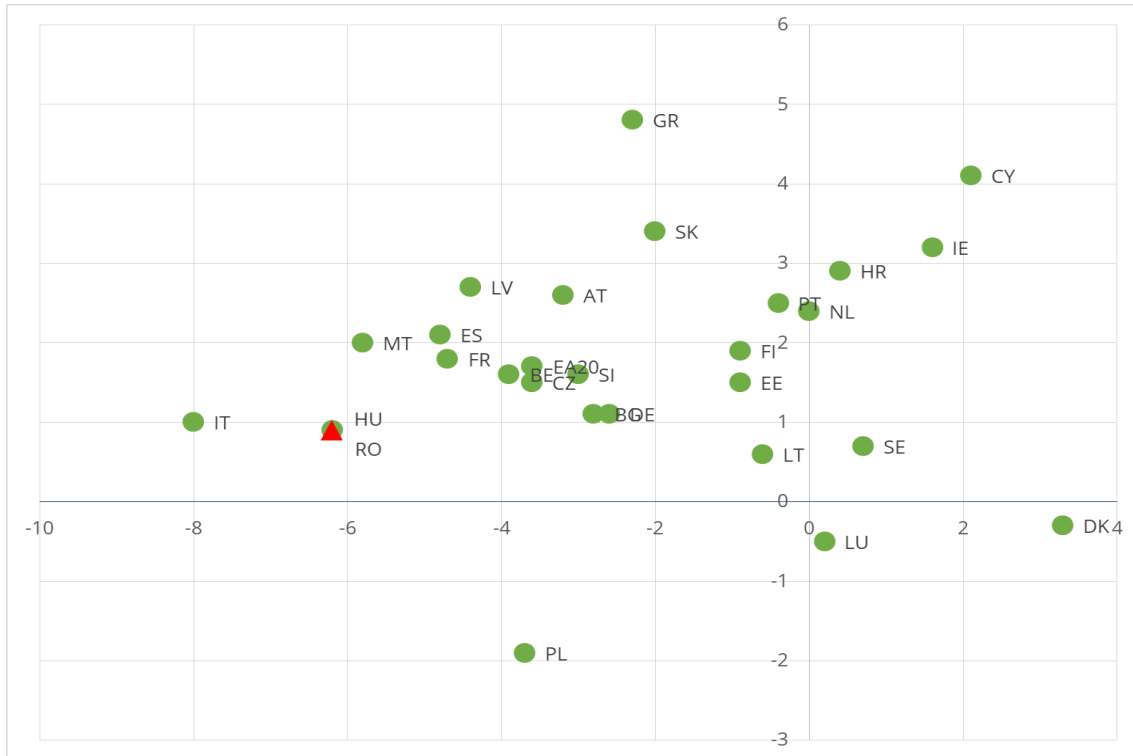
Kiadási oldalon a GDP 1,2 százalékának megfelelő egyszeri kiadással járt a gáztározók feltöltése. Emellett a transzferfizetések is emelkedtek, elsősorban az első negyedévben, az országgyűlési választások előtt, illetve az év végén, amikor például a 13. havi ellátásra jogosult nyugdíjasok a teljes havi (és nem csak az eredetileg tervezett kétheti) juttatást kapták meg. Növekedtek a lakástámogatási kiadások az otthonfelújítási program felfutásának következtében, miközben egyes közfoglalkoztatott csoportokban eseti jelleggel is emelték a béreket (például a februári ún. fegyverpénz egyszeri juttatást

jelentett a rendvédelmi dolgozóknak). A kamatkondíciók szigorodásával a kamatkiadás is jóval az előirányzott fölött alakult. A költségek ellensúlyozásaként a kormány egyes beruházások visszavágásával tudta tartani a tervezett hiányt.²

Össességében 2022-ben nagyjából sikerült tartani a költségvetési hiánycélt, annak ellenére, hogy nőttek a kamatkiadások, az energiaköltségek és a lakossági transferek. A költségvetési egyenleghez nagyban hozzájárultak az átmenetileg magas adóbevételek, amelyeket a vártnál magasabb infláció és az év közepén bevezetett extraprofitadó hajtott. Bár a költségvetési hiány a tervezett szint közelében maradt, fontos megjegyezni, hogy a 2022-es magyar deficit még mindig az egyik legmagasabb volt Európában, csak Olaszországban volt nagyobb a hiány (13. ábra). A tavalyi költségvetési kiigazítás mértéke is messze elmaradt az uniós átlagtól. Így elmondható, hogy a tavalyi is rendkívüli év volt költségvetési szempontból, és a magyar kormány nem tudta érdemben csökkenteni a deficitet, a hiány még mindig jelentősen nagyobb az EU által rögzített 3 százalékos GDP-arányos célnál (12. ábra). Mivel a költségvetésre vonatkozó uniós szabályok 2024-től ismét életbe lépnek, hamarosan elkerülhetlenné válik a valódi fiskális konszolidáció.

² A 2022-es pénzforgalmi egyenleg az eredményszemléletűhöz képest 600 milliárd forint körüli többlethiányt mutat. Az előző év első negyedében kifizetett SZJA visszatérítés az eredményszemléletű egyenlegben a 2021-es évet terhelte. Javították a pénzforgalmi egyenleget az előfinanszírozott EU-s transferek, rontotta viszont a gáztározó egyszeri feltöltése.

13. ábra: 2022-es költségvetési egyenlegjavulás és egyenleg az EU országokban

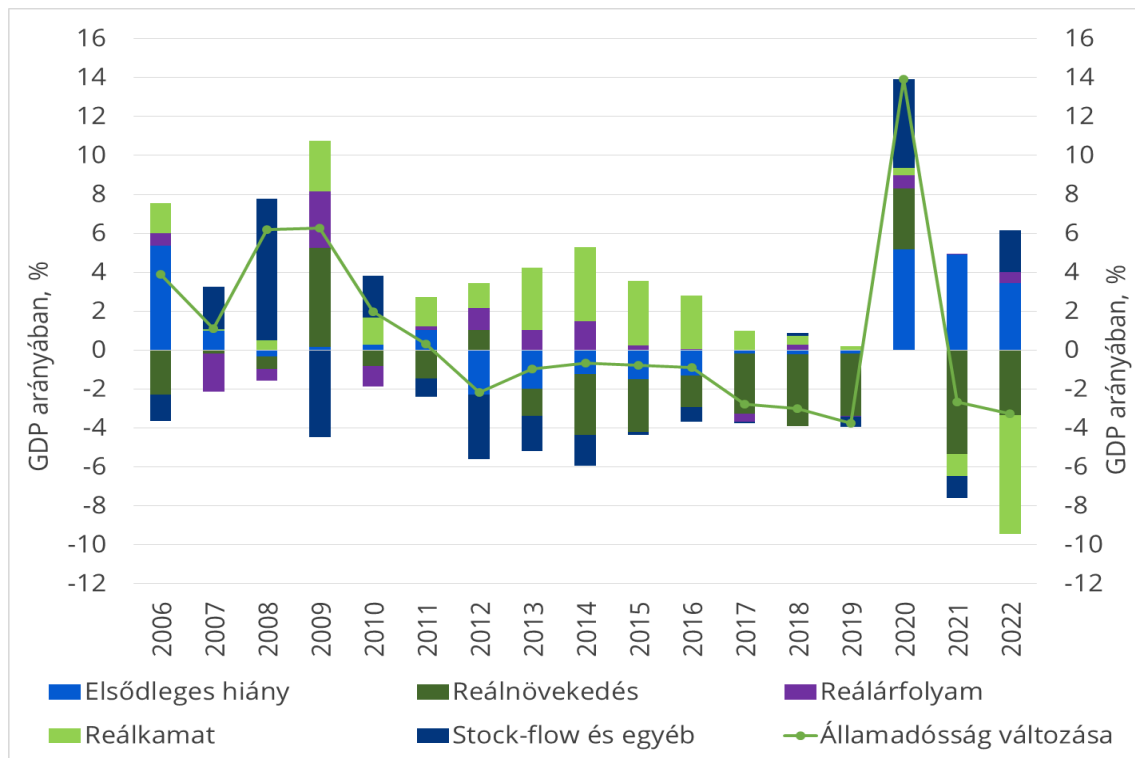


Forrás: Eurostat, OGR számítás

2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői

A 2020-as jelentős megugrás után 2021-ben és 2022-ben is csökkent az államadósság rátája. A bruttó államadósság GDP-arányos értéke 3,3 százalékponttal 73,3 százalékra csökkent. Az adósság mérséklődéséhez az emelkedő infláció és az ebből adódó csökkenő reálkamatterher járult hozzá a legnagyobb mértékben (14. ábra). Az adósságcsökkenést emellett támogatta az éves szinten jelentősnek mondható reálgazdasági növekedés is. A költségvetés elsődleges egyenlege eközben a GDP 3,5 százalékával emelte az adósságrátát, miközben a járvány alatti időszakhoz hasonlóan a kormány 2022-ben is növelte finanszírozási tartalékait.

14. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója



Forrás: KSH, OGRResearch számítás

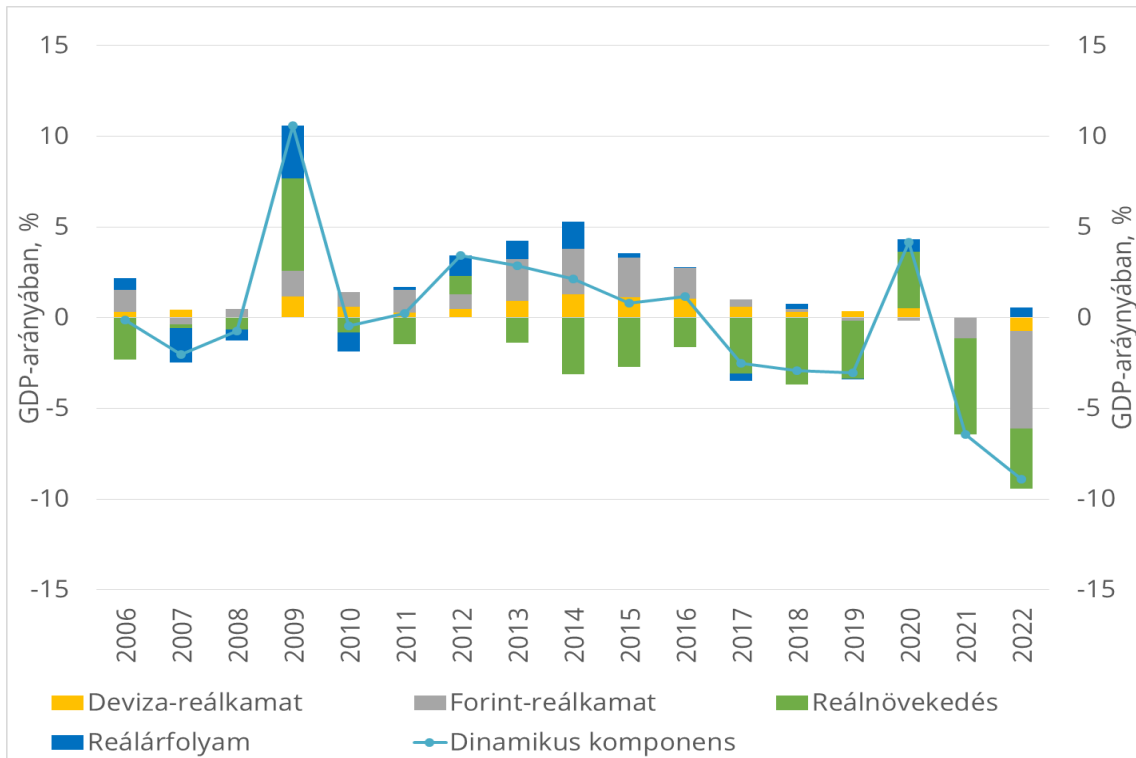
Megjegyzés: A dekompozíció során az implicit forint-reálkamatot és a reálárfolyam változást a GDP-deflátor alapján számítottuk.

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 az infláció drámai megugrásának köszönhető (15. ábra). A nominális kamatok ugyan emelkedtek, de éves szinten nem tudták kompenzálni a magas inflációt, az adósság fokozatos átárzódása⁴ következtében ugyanis a fennálló adósságra fizetett deviza- és forintkamatok csak jelentős késéssel követik a piaci hozamok emelkedését. Így mind a devizában, mind a forintban teljesített reálkamat-kiadások jelentős mértékben csökkentek. Ez a helyzet azonban mindössze egy-két évig jelent „megtakarítást”, hiszen az egyes adósságelemek lejáratával és újrakibocsátásával az adósság a jövőben fokozatosan átárzódik. Márpedig a tartósan magasabb hozamkörnyezet és a folyamatosan csökkenő infláció magasabb reálkamat szintet vetít előre.

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

⁴ Az államadósság átlagos hátralévő futamideje 2022-ben a tavalyi évhez hasonló szinten alakult (6 év).

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.

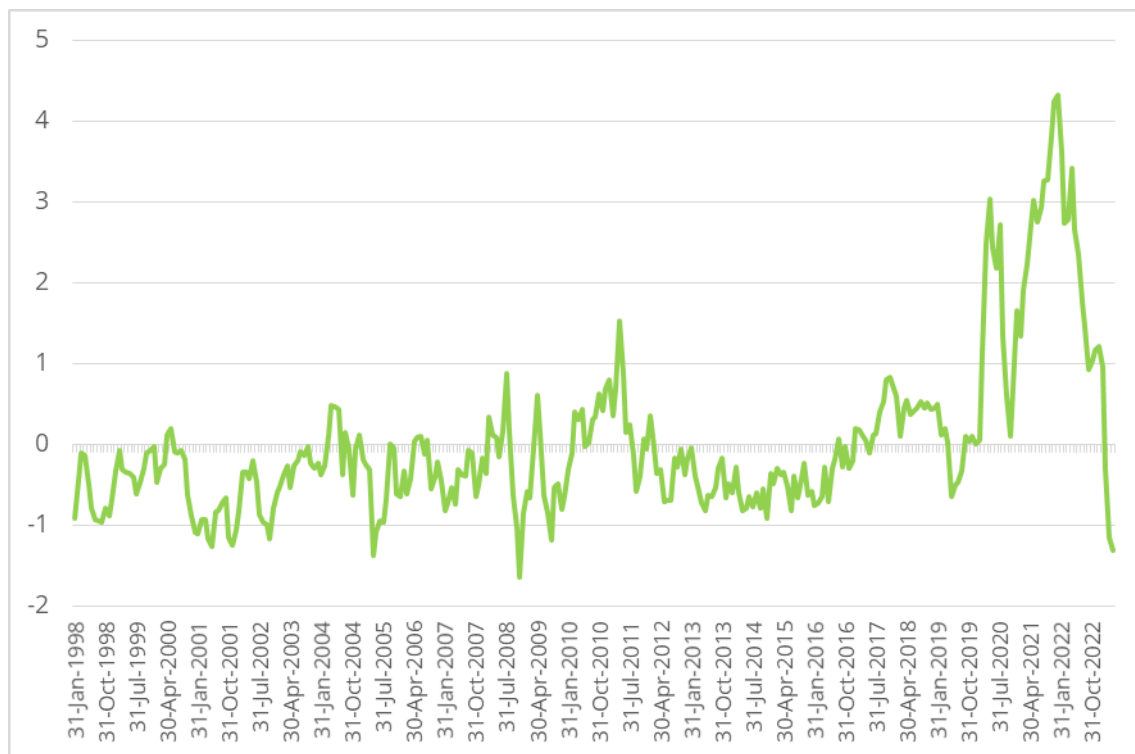
3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk

3.1 Meghatározó nemzetközi trendek

A világgazdasági növekedés idén 2,6 százalékot érhet el, ami a nagy globális sokkaktól (a 2008-as pénzügyi válságtól és a 2020-as koronavírus-járványtól) eltekintve az elmúlt bő két évtized leggyengébb teljesítménye. A lassú növekedés arra hívja fel a figyelmet, hogy bár a leginkább kedvezőtlen külső impulzusok enyhülnek, a negatív sokkok hatása sok esetben tartósnak bizonyul, így a középtávú kilátások is borúsabbak, mint amit a járványt és a háborút megelőző években megszokhattunk.

A világ mára maga mögött hagyta a járvány és az azt követő lezárások miatt kialakuló nehézségeket, a logisztikai problémák megoldódtak, a szállítási idők érdemben csökkentek, az ellátási láncok lényegében visszakapcsolódtak a járvány előtti szintre. A globális értékláncok töredezettségét (így a kínálati oldali korlátokat) megragadó index GSCPI index 2023 februárjában a historikus átlaga alá süllyedt, és azóta is lefelé tart. (16. ábra)

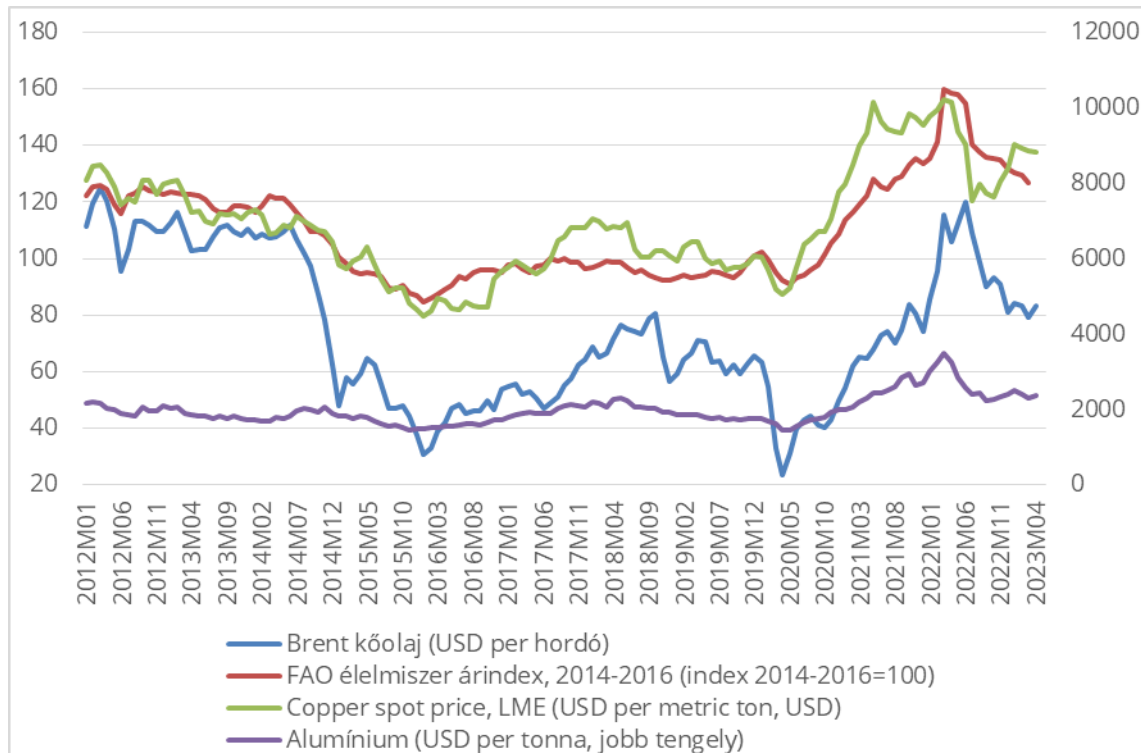
16. ábra: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása



Forrás: Federal Reserve Bank of New York

2022-ben az ukrajnai háború hatására sosem látott magasságokba emelkedtek a globális nyersanyagárak, az idei évben azonban szinte minden fő árukategóriában érdemi árcsökkenést figyelhettünk meg (17. ábra). Míg az elmúlt év a globális infláció visszatéréséről szólt, úgy tűnik, hogy a meglóduló infláció mögötti kínálatoldali (költség-)sokkok mára kifutottak.

17. ábra: A világszerte nyersanyagárak alakulása



Forrás: Refinitiv, FAO

A rövid távú kedvezőtlen sokkok hatása azonban számos csatornán át tartós problémákat is okoz. A járvány miatti ellátási nehézségek ugyan megszűntek, de a kínálati kapacitások ideiglenes leépülése a kereslet felfutásával bizonyos termékek piacán tartós szűkösséghez vezetett. Különösen hangsúlyos volt ez a jelenség a félvezetők esetében, az állandósuló chiphiány pedig számos elektronikai eszköz és jármű gyártásában máig érezhető fennakadásokat okozott. A járványra adott nagyon eltérő politikai válaszok és az ebből adódó nézeteltérések mellett a globális chiphiány is hozzájárult ahhoz, hogy a világgazdaság két meghatározó szereplője, az USA és Kína közötti viszony egyre feszültebbé vált, nem meglepő módon a világ első számú félvezető-nagyhatalma, Tajvan kapcsán.⁵ Arra számítunk, hogy a geopolitikai feszültségek középtávon is fennmaradnak, ami negatívan hat a beruházási kedvre és az országok közötti együttműködésre, visszavetheti a nemzetközi kereskedelmet és a működőtőke áramlását, így tartósan fékezheti a fejlődő országok konvergenciáját.

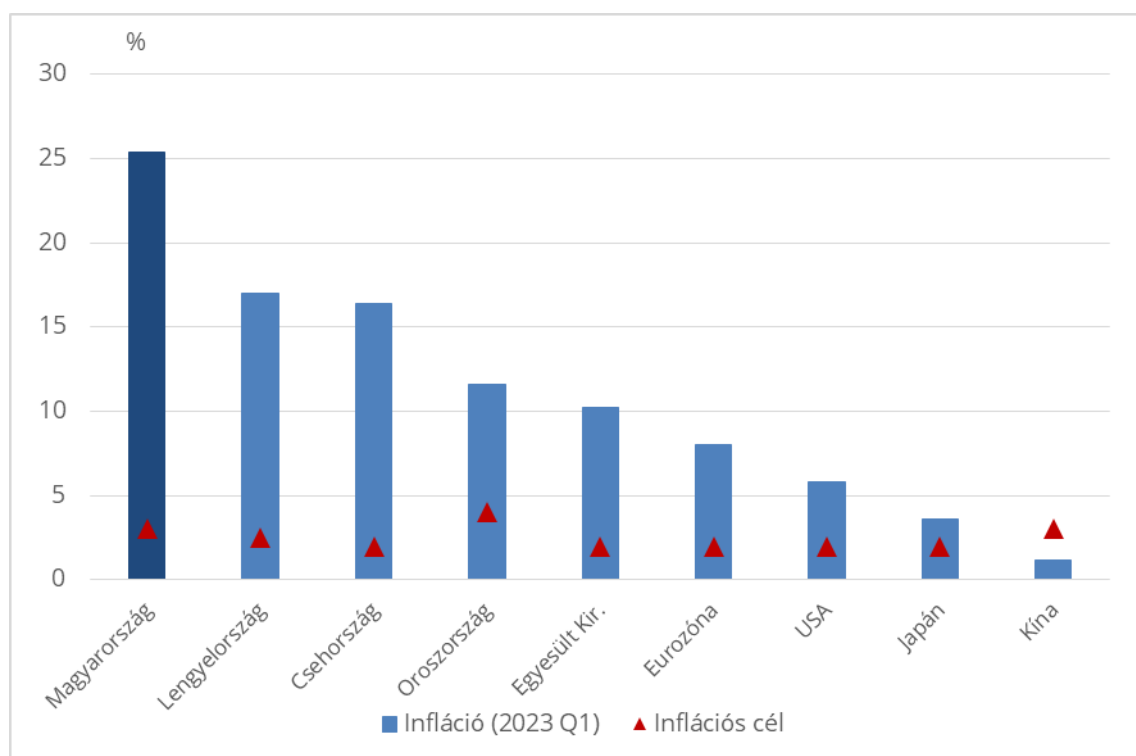
A koronavírus járvány a nemzetközi politikai kapcsolatokon túl az egyes országok fiskális mozgásterére és az inflációs kilátásokra is hosszú és baljós árnyékot vet. A legtöbb országban a járvány kitörése együtt járt a fiskális lazítással, a költségvetési hiány elengedésével. Az államadósság ráták világszerte újból megugrottak, a fiskális fegyelem globális ellenőrei (az Európai Bizottságtól a Nemzetközi Valutaalapig) pedig elnézőek maradtak az újabb és újabb élénkítő csomagokkal. Ez azonban azt is jelenti, hogy bő egy évtizeddel a pénzügyi válság után az államadósság világszerte új csúcsokra ért. Márpedig pont az a 2008-2009-et követő évtized egyik nagy tanulsága, hogy az adósságráta könnyen megugorhat, de annál nehezebb tartósan konszolidálni. Ez azt jelenti, hogy a világgazdaság legnagyobb része jócskán

⁵ A tajvani TSMC gyártja a világ félvezetőinek 65, mikrochipjeinek 92 százalékát.

beszűkült fiskális mozgástérrel és egy fájdalmas adósságkonszolidáció sürgetésében vág neki a következő éveknek.

A járvány tompítását célzó fiskális kiengedés másik, hasonlóan fájdalmas hozadéka, hogy a világ országai egy erősen túlfűtött állapotban szembesültek a nyersanyagárak megugrásával. Ez azzal a következménnyel járt, hogy a költségsokkok könnyen átgyűrűztek a közvetlenül nem érintett termékek árába is, hiszen az élénk kereslet lehetővé tette, hogy a vállalatok fenntartsák a profitrátájukat, és magasabb fogyasztói árakat szabjanak a termékek és szolgáltatások legszélesebb körében. Az infláció (Kína kivételével) minden régióban jócskán a jegybank cél fölé emelkedett. (18. ábra)

18. ábra: Az infláció alakulása 2023 első negyedében és az inflációs célok



Forrás: OECD, FRED

A széleskörű árnyomást tükrözi a nyersanyagoktól megtisztított maginflációs mutatók alakulása, amelyek a teljes fogyasztói árindexhez hasonlóan, azzal párhuzamosan emelkedtek. Ez azért veszélyes, mert jóval hosszabb és erőteljesebb monetáris szigorítás kell a semlegesítésükhöz. A 2022-es évben a jegybankok világszerte kamatemelésbe kezdtek, ami az infláció elleni küzdelem szempontjából öröndetes fejlemény, ugyanakkor a globális konjunktúrára fékezőleg hat, és számos további problémát hoz a felszínre a fejlődő országok adósságfenntarthatósági gondjaitól a pénzügyi rendszerben rejlő kockázatokig. Bár a márciusi bankpánikot a koordinált jegybanki intervenciók gyorsan kioltották,⁶ az

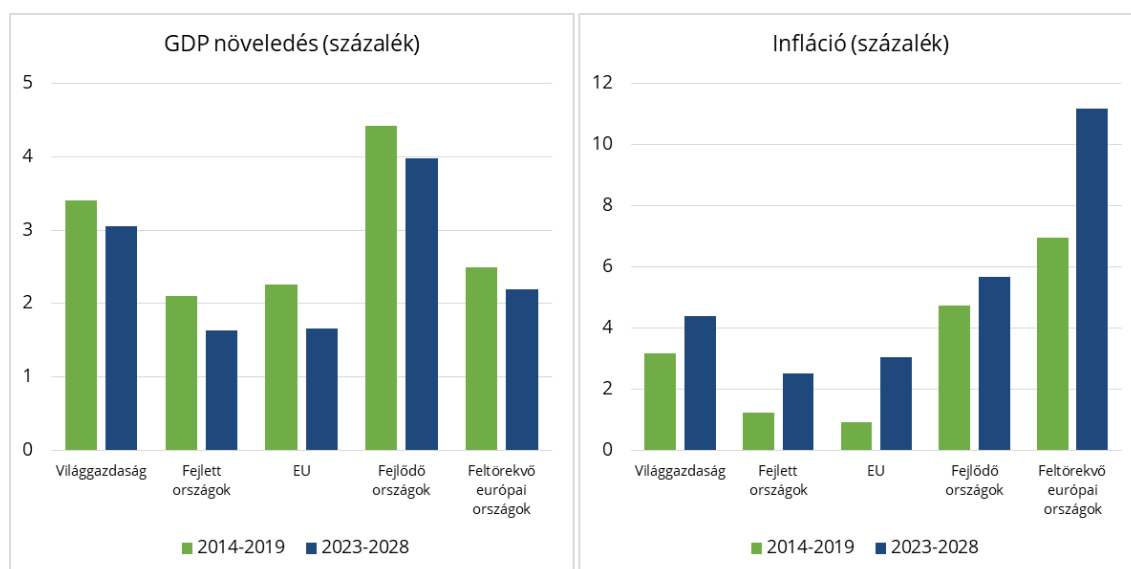
⁶ 2023 márciusában öt napon belül három amerikai kis-, illetve közepes bank ment csődbe, majd a svájci óriásbank, a Credit Suisse is nyomás alá került. A bankszektor részvényei világszerte zuhanni kezdtek, a kockázati felárak megugrottak. A nagy globális jegybankok koordinált likviditásbővítésbe kezdtek, a svájci jegybank pedig segédkezett a Credit Suisse villámgyors felvásárlásában, így viszonylag hamar sikerült megfékezni a globális pánikkal fenyegető helyzetet.

emelkedő rövid hozamok gyorsan erodálják a fix kamatozású hosszú eszközök értékét, ami további kockázatokat is felszínre hozhat.

Végül: a hozzánk legközelebbi globális konfliktus, az ukrajnai háború bő egy év után is tart. Bár a világ (különösen az orosz olajra erősen ráutalt Európa) alkalmazkodott a háború okozta korlátokhoz: jelentős részben levált az orosz energiáról, és az összehangolt fellépésnek köszönhetően nagyrészt visszafordította az energiaárak elszabadulását. A fegyveres konfliktus elhúzódása azonban súlyos károkat okoz a termelő kapacitásokban, elsősorban a megtámadott Ukrajnában és az erőforrásait a hadszíntérre átcsoportosító Oroszországban. A termelőkapacitások sérülésén túl a szállítási nehézségek és a kínálati korlátok (immáron egy másik termékcsoporthoz) ismét felerősödtek, és egyelőre úgy tűnik, hogy tartósan velünk maradnak. Ráadásul a háborús fenyegetettség a világ országait arra ösztönzi, hogy komolyabb költségvetési erőforrásokat csoportosítsanak át harcászati-védelmi célokra, ami a középtávú növekedési kilátásokat is negatívan befolyásolja.

A jó hír tehát az, hogy a világgazdaság túljutott azokon a rövid távú sokkokon, amelyek egy éve igencsak fenyegetőnek látszottak. Még a járványkezelés legszigorúbb országai is feloldottak minden korlátozást, a globális értékláncok nagyrészt visszaépültek. Az ukrajnai háború hatására megugró nyersanyagárak korrigálódtak. A világ és különösen Európa érdemi fennakadások nélkül átvészelte a telet orosz gáz nélkül, és halad a hosszú távú leválás felé. A jegybankok világszerte megkezdték a magas infláció visszaszorítását. A rossz hír pedig az, hogy a sokkok hatása tartósan velünk marad: a világ hosszabb távon töredezettebb lesz, a globalizáció lendülete érdemben lassul, a fiskális mozgástér a világgazdaság egészében érdemben szűkül, az infláció a vártnál makacsabb, az emelkedő kamatok pedig kiélezhetik a bankrendszerbeli kockázatokat. Mindezek eredőjeként a következő öt évben a járványt és a háborút megelőző békeévekhez képest érdemben alacsonyabb növekedésre és magasabb inflációra számítunk a világgazdaság valamennyi nagy régiójában. (19. ábra)

19. ábra: A gazdasági növekedés és az infláció alakulása a világban (a járvány előtti békeévek vs. a középtávú előrejelzés)

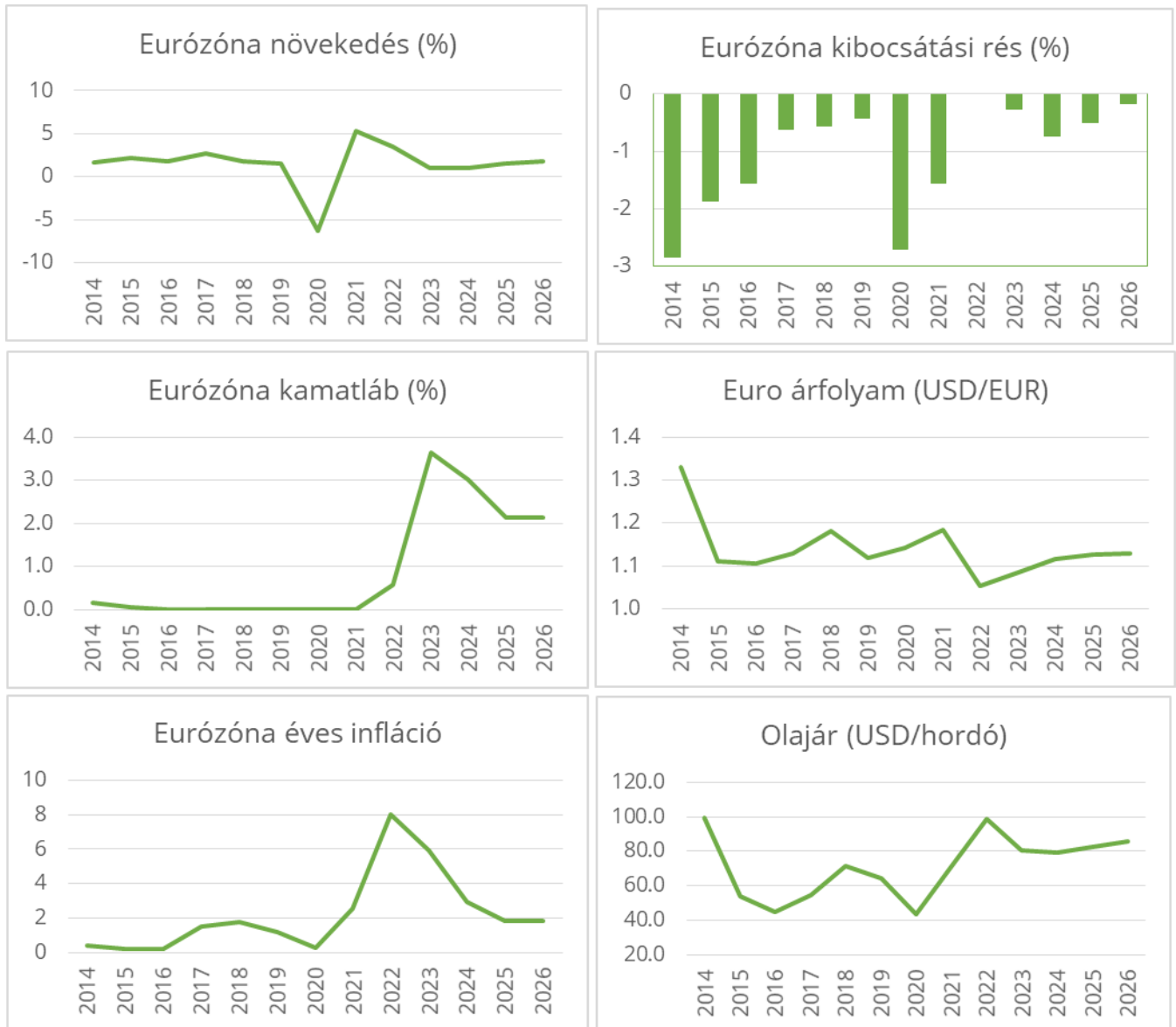


Forrás: IMF

3.2 Külső feltevések

Az előrejelzés alapjául szolgáló modellben a globális költségsokkokat az olajár, a magyar gazdaság számára releváns exportpiacokat az eurózóna testesíti meg, az ezekkel kapcsolatos feltevéseinket a következő ábra foglalja össze. (20. ábra)

20. ábra: Az alappálya külső feltevései



Forrás: OGRsearch

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

Idén az olajár számottevő csökkenésére, majd az előrejelzési horizonton mérsékelt emelkedésére számítunk, vagyis arra, hogy bár a globális költségsokkok 2023-ban jelentősen enyhülnek, középtávon némiképp erősebb árnyomással és tartósan a járvány előtti időszak átlagánál magasabb szintekkel kell számolnunk.

Az eurózána középtávú makrogazdasági folyamatait az előző alfejezetben leírt globális trendek formálják: a nyersanyagárak nyomására átmenetileg megugró infláció, az erre reagálva szigorodó kamatkondíciók és a tartósan alacsony növekedés. Az eurózána a világ gazdaság többi nagy szereplőjénél erősebben sújtja a háború és az Oroszországgal szembeni szankciók. Egyrészt azért, mert a kereskedelmi kapcsolatok élénkebbek, ami számottevően visszaveti az euróövezet külső keresletét. Másrészt a kínálati oldal is jobban érintett: az orosz energiáról való leválás, az alternatív források felkutatása és felfuttatása a termelési költségek átmeneti megugrásával jár. A szigorodó gazdaságpolitikával együtt a következő két évre mindössze 1 százalék körüli növekedést várunk a régióban. Az előrejelzési horizontunkon az eurózána gazdasági növekedését továbbra is lassítják az évek óta jelenlévő strukturális problémák is, így középtávon is alacsony, 1,5 százalék körüli bővülésre számítunk.

Bár az idei évben az infláció az eurózánaiban is jócskán meghaladja az Európai Központi Bank 2 százalékos célját, az emelkedő kamatszint és az amúgy is gyenge kereslet nyomán azt várjuk, hogy az áremelkedés üteme jövőre érdemben csökken, és 2025 első felében visszasüllyed a célra. Az infláció mérséklődésével 2024-ben már a rövid kamatok is csökkenhetnek. Középtávon a 2 százalékos célon stabilizálódó inflációra, a járvány előtti békeévekhez képest megugró, de historikusan és nemzetközi összehasonlításban is alacsony, 2 százalék körüli rövid kamatokra, valamint a járvány előtti időszak átlaga körül stabilizálódó dollár/euró árfolyamra számítunk.

3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok⁷

2023-ban a hazai gazdasági növekedés számottevő lassulására számítunk. Az orosz-ukrán háború következtében romló nemzetközi környezet, illetve a részben globális, részben hazai okokra visszavezethető magas infláció ugyanis az idei évben gyakorol majd igazán markáns hatást a hazai gazdasági teljesítményre. 2022-ben a külső kereslet mérséklődését, illetve az infláció reáljövedelem- és keresletcsökkentő hatását részben ellensúlyozta a laza költségvetési politika, a gyenge forint és a kamatokat csak lassan korrigáló, összességében ugyancsak laza monetáris politika. 2022 második felében a GDP már csökkent, azaz a gazdaság recesszióba került, de ez az éves növekedési adatokban csak visszafogottan tükröződött.

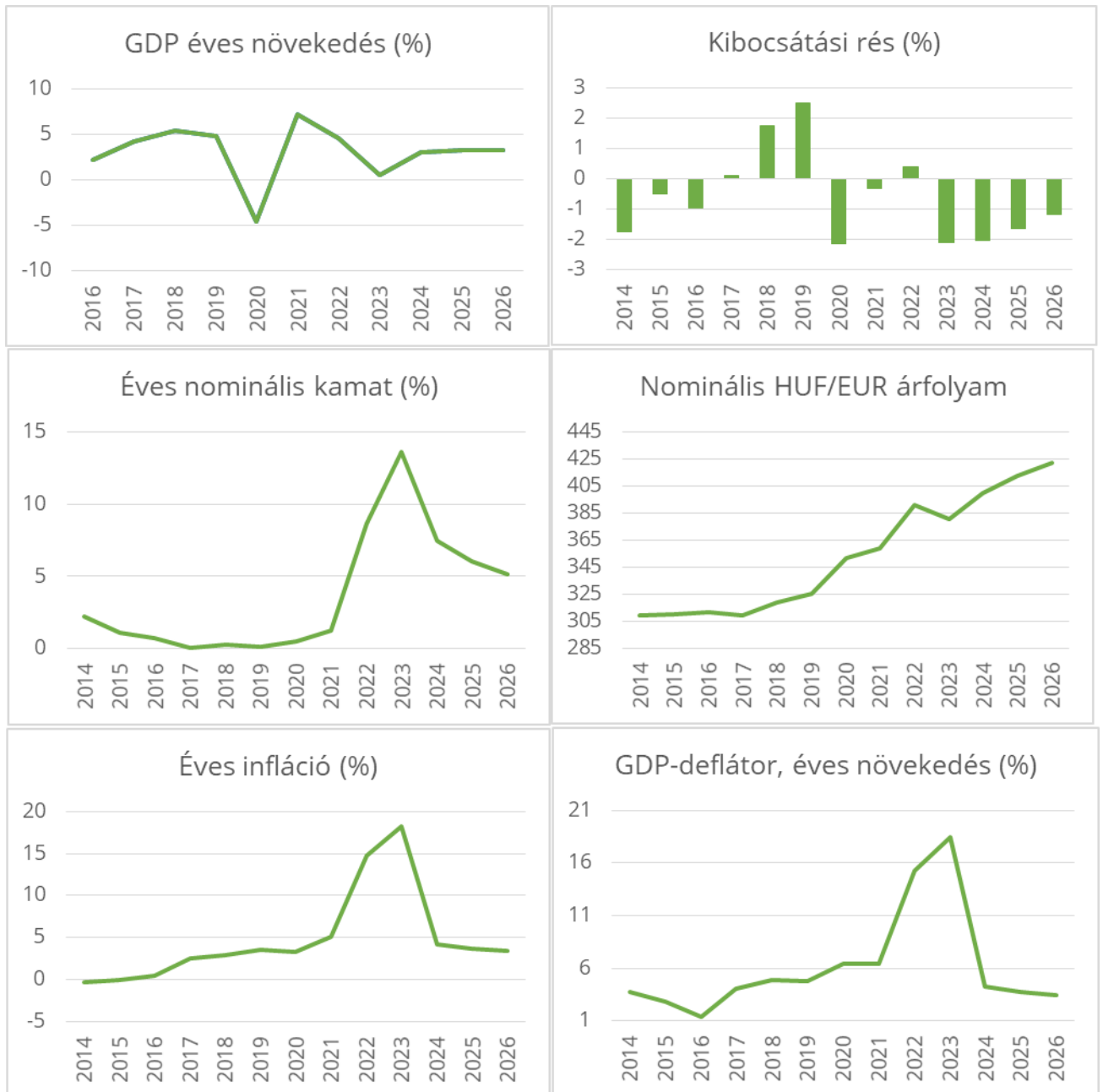
2023-ban mind a fiskális és monetáris politika, mind a bankok csökkenő hitelkínálata érdemi prociklikus hatást gyakorol a hazai gazdasági folyamatokra. A jegybank a magas inflációs környezetben csak fokozatosan csökkenti majd a rövid lejáratú kamatok, ami az infláció várt mérséklődése mellett a reálkamatok emelkedéséhez vezet. Emellett a forint árfolyamának elmúlt hónapokban tapasztalt, részben a kamatemelésekkel összefüggő markáns erősödése is a monetáris kondíciók szigorodása irányába hat. Ezt a folyamatot erősíti a 2023-ra tervezett jelentős mértékű költségvetési kiigazítás, ami

⁷ 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.

mind a fiskális fenntarthatóság biztosítása, mind a növekvő finanszírozási költségek, illetve az inflációs kockázatok miatt is elengedhetetlen. A kormány idén körülbelül a GDP 4 százalékát kitevő költségvetési szigorítást tervez, amit részben egyes átmeneti kiadások kiesésével (mint a gáztározók feltöltésének a 2022-es GDP 1,2 százalékát kitevő költsége), részben az újonnan kivetett válságadókkal, illetve egyes kiadási tételek inflációtól elmaradó növelésén keresztül valósít meg. A kedvezőtlen gazdasági környezetben, a növekvő kockázatokkal és emelkedő finanszírozási költségekkel párhuzamosan a bankok is csökkentik hitelkínálatukat. A fent részletezett, cikluserősítő hatások mellett a kilábalás csak fokozatosan megy végbe. Így ugyan 2023 második felében már a GDP élénkülésére számítunk, az éves növekedési mutató így is csak 0,5 százalék közelében alakulhat.

2022 átlagában a magyar gazdaság kibocsátása még kismértékben meghaladta az egyensúlyi szintet, így a kibocsátási rés enyhén pozitív volt. 2023-ban a reáljövedelmek markáns csökkenése és az ezzel összefüggésben kialakuló fogyasztás- és beruházásviszsaesés mellett a kibocsátási rés erősen negatívvá válik, és elérheti a GDP -2 százalékát.

21. ábra: Az alappálya főbb makrováltozói

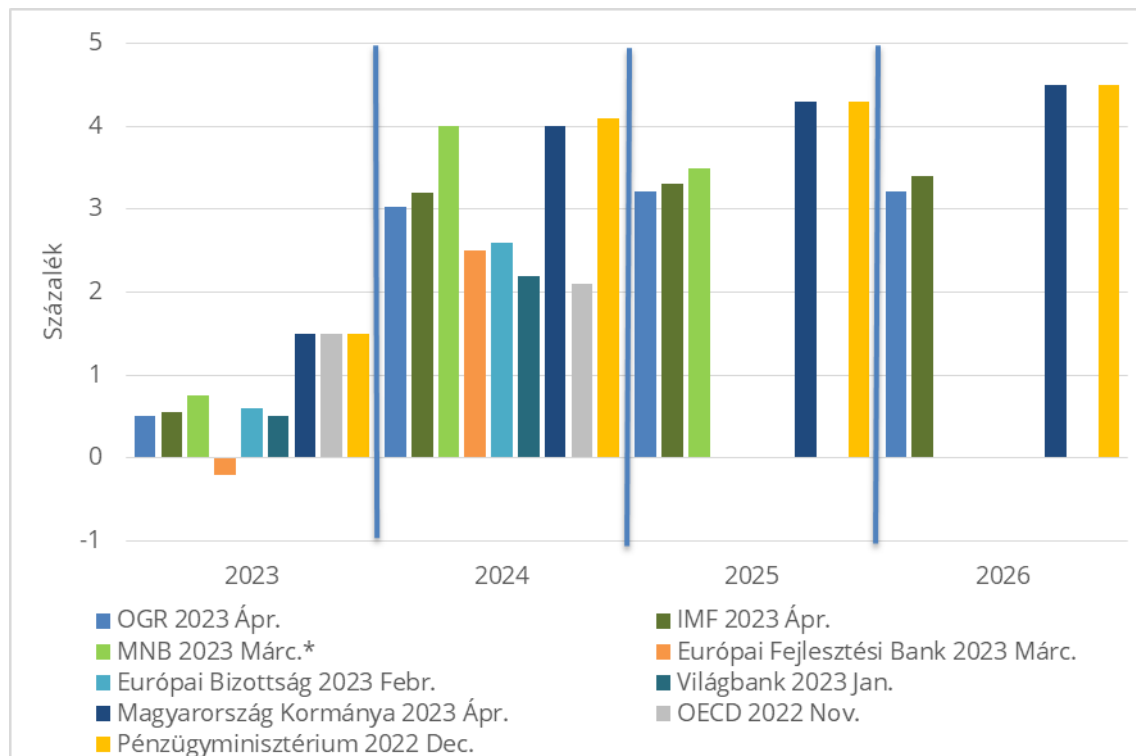


Forrás: OGRResearch

2024-ben folytatódhat a gazdasági kilábalás. A gazdaság korrekcióját mind külső, mind belső tényezők lassítják. A háború elhúzódása, illetve az azzal kapcsolatos jelentős kockázatok következtében a külső kereslet tartósan kedvezőtlen marad. Emellett a költségvetési hiány fokozatos mérséklése és a tartósan magasabb reálkamat is fékezi a belső kereslet fellendülését. Ennek megfelelően nem számítunk a 2021-ben tapasztalhoz hasonló gyors korrekcióra, illetve a negatív kibocsátási rés gyors záródására. A 2024-es GDP növekedése várakozásunk szerint 3 százalék körül alakulhat, ami a következő két évben 3,2 százalékra emelkedhet. A magyar gazdaság növekedése így várakozásunk szerint továbbra is meghaladja az eurózána növekedését, tehát folytatódik a konvergencia, annak üteme azonban érdemben elmarad a korábbi időszak átlagától. 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.

22. ábra: A GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések összevetése (év/év, százalék)



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

Az inflációs előrejelzésünk 2023-ra 18 százalék feletti árnyövekedést feltételez, ami 3,5 százalékpontos gyorsulást jelent a 2022-ben mérthez képest, és érdemben meghaladja az EU-s tagországok esetében várt, átlagosan 6,5 százalék körüli szintet. Összességében arra számítunk, hogy a 2021-2022-ben érkező külső inflációs sokkok az elmúlt évek laza költségvetési és monetáris politikája következtében tartósan emelték az inflációs várakozásokat és csak lassú, elnyújtott dezinflációt tesznek lehetővé. Ennek megfelelően 2023 végéig kétszámjegyű áremelkedés várható. 2024-ben az adminisztratív árkorlátozások kivezetése, illetve lazítása újabb ideiglenes inflációs nyomást jelenthet majd, így várakozásunk szerint az éves átlagos infláció 2024-ben is a jegybanki célsáv felett, átlagosan 4,3 százalék körül alakul. Az inflációs nyomás enyhülésével a nominális kamatok is mérséklődhetnek. Viszont a kockázati felárak és a globális finanszírozási költségek tartós emelkedése következtében az egyéves nominális kamat bőven az elmúlt időszak átlagos szintje felett maradhat, és az előrejelzési időhorizont végén, 2026-ban is 5 százalék felett alakulhat.

2023-ban a forint euróval szembeni árfolyama éves átlagban mintegy 2,8 százalékkal erősödhet, ami várakozásaink szerint az árfolyam enyhe túlértékelttségéhez vezet. Így 2024-ben az árfolyam korrekciójára, azaz 5 százalékos gyengülésére, majd 2025-2026-ban az inflációs különbözethez megfelelő, fokozatosan lassuló forintgyengülésre számítunk.

A 2023-as gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzésünk közel van az Európai Bizottság, az IMF, a Világbank előrejelzéséhez, valamint az MNB által megadott előrejelzési sáv közepéhez. A 2024-es prognózisunk a többi intézmény által publikált növekedési előrejelzés átlaga körül alakul, miközben a későbbi évek esetében előrejelzésünk némileg alacsonyabb növekedéssel számol, ami elsősorban Magyarország hosszú távú növekedési kilátásainak eltérő megítélésére vezethető vissza (22. ábra és Keretes írás).

Keretes írás: A középtávú növekedési feltevésünkről

A magyar adósságráta dekompozíciója (lásd a 14. ábrát) arra világít rá, hogy az elmúlt tíz évben a GDP-arányos államadósság markáns leépülése elsősorban a magyar gazdaság dinamikus bővülésén múlt. Ezért a jövőbeli adósságpálya szempontjából kulcsfontosságú, hogy mit gondolunk a magyar gazdaság középtávú növekedési potenciáljáról. Mivel ezzel kapcsolatban a piaci konszenzusról némiképp pesszimistábbak vagyunk, az alábbiakban arra teszünk kísérletet, hogy a fő termelési tényezőkre tett feltevések bemutatásával transzparenssé tegyük a növekedési prognózisunkat. Ebben a keretes írásban amellet érvelünk, hogy a potenciális növekedés tényezőire tett valószerű feltevések mellett a magyar gazdaság növekedése középtávon érdemben lassul, és nehezen emelkedhet 2,5 százalék fölé.

Egy ország hosszabb távú vagy potenciális növekedését a bővíthető termelési tényezői (a munkaerő és a tőkeállomány), valamint az ezen fizikai inputok kombinálásának hatékonysága (az ún. teljes tényezőtermelékenység, az angol rövidítéséből: TFP) határozza meg. Tehát: egy ország növekedési potenciálja azon múlik, hogy mennyi plusz mozgástér rejlik a fizikai inputok hasznosításában, illetve hogy mit feltételezünk a tényezőfelhasználás jövőbeli hatékonyságáról (vagy másként: a termelési technológia fejlődéséről).

Kezdjük a növekedés extenzív tényezőivel! A középtávú munkaerőállomány a demográfiai folyamatok és a nettó bevándorlás eredője. A demográfiai trendek a következő évtizedekre nagyjából adottak, és nagy biztonsággal számíthatók. A munkaképes korú lakosság előrejelzésénél elfogadtuk az Eurostat viszonylag friss kivetítését, amely évi 0,8 százalékos csökkenéssel számol.⁸ A nettó migráció körül nagyobb a bizonytalanság, de itt is elfogadtuk az Eurostat becslését. Ez alapján a 2022-es csúcstól (csaknem 50 ezer fős nettó növekmény) követően a Magyarországra érkező nettó bevándorlás gyorsan mérséklődik, de tartósan pozitív marad. A következő tíz évben az emberek nemzetközi áramlása átlagosan mintegy 20 ezer fővel bővíti a magyar munkaerőállományt.

A tőkeállomány alakulását két tényező határozza meg. Az egyik az állományt bővítő beruházás, a másik a meglévő állomány amortizációja. A beruházások jövőbeli alakulásáról elfogadtuk a Nemzetközi Valutaalap februárban publikált előrejelzését, ami kifejezetten magas GDP-arányos beruházási rátát vázol fel.⁹ Bár az IMF feltevése szerint a tavalyi 31 százalékos csúcstól a beruházási ráta idén és a következő években némiképp mérséklődik, így is stabilan magas marad, és a 29 százalékos átlagos értéke messze meghaladja az EU hosszú távú, 22 százalék körüli átlagát. Az előrejelzés mögötti

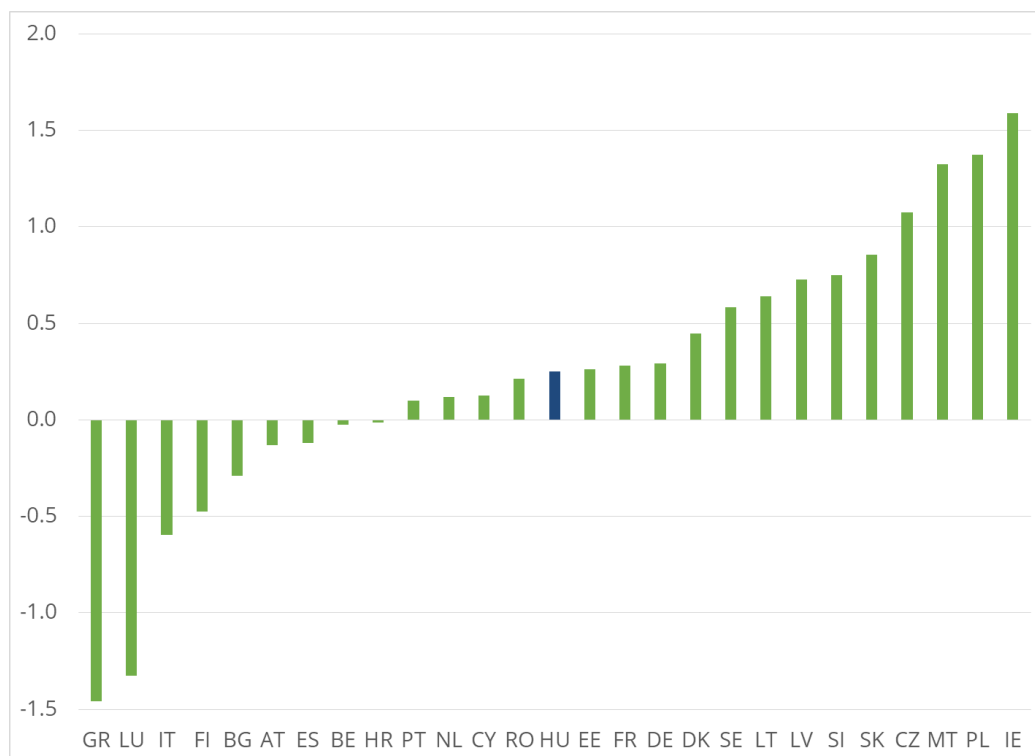
⁸ Forrás: Eurostat (<https://ec.europa.eu/eurostat/web/population-demography/population-projections>). Más intézmények demográfiai projekciói is hasonló eredményre jutnak, hiszen a demográfiai trendek lassan változnak, és a középtávú prognózisokat a múltbeli folyamatok erősen determinálják.

⁹ Forrás: IMF (<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/02/02/Hungary-2022-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-529090>)

feltevések szerint a külföldi működőtőke beáramlása (különösen a kormányzat által kiemelt prioritásként kezelt akkumulátorgyártás területén) a következő években is magas maradhat, és az uniós pénzek várva várt megérkezése is kedvező hatással lehet. Másrészt a szigorodó kamatkondíciók, a szűk fiskális mozgástér és az ukrajnai háborúval összefüggő geopolitikai bizonytalanság azt jelzi, hogy a jelenlegi beruházási ráta középtávon inkább csökkenni fog. Az amortizációs rátát (a nemzetközi növekedési vizsgálatok bevett gyakorlata szerint) a Penn World Table alapján állítottuk be.

Végül: a teljes tényezőtermelékenységgel kapcsolatban a megelőző bő egy évtizedhez képest kifejezetten optimisták vagyunk. A magyar gazdasági növekedés forrása a járvány előtti bő évtizedben kifejezetten extenzív volt, leginkább a munkaerő és a tőkeállomány bővülésére épült. A hatékonyság javulása viszonylag keveset, kevesebb mint évi fél százalékot tett hozzá a GDP növekedéséhez, amivel Magyarország az uniós középmezőnyben helyezkedik el (23. ábra). Fontos megjegyezni, hogy nagyon sok múlik a számítás alapjául szolgáló periódus megválasztásán. Számításainkban mi a világgazdaság két konjunkturális csúcspontja közötti időszakra végeztük el a számítást (2008-2019). Ha egy évvel később (a 2009-es mélypontról) indítjuk a számítást, akkor a Magyarországra becsült TFP éves átlagban 1 százalékra emelkedik. Azt azonban az uniós összehasonlítás is jól mutatja, hogy hosszabb időszakon át kifejezetten ritka az évi másfél százalékot meghaladó hatékonyságjavulás.

23. ábra: A teljes tényezőtermelékenység évi átlagos növekedési üteme az EU országokban 2008 és 2019 között



Forrás: Eurostat és Penn World Table alapján saját számítás

Vegyük tehát a következő alapfeltevéseket a 2023 és 2028 közötti időszakra!

- A teljes tényezőtermelékenység évi 1,5 százalékra gyorsul.

- A demográfiai trendeket ellensúlyozza a pozitív szaldójú nettó bevándorlás. Marad továbbá némi tér a foglalkoztatási ráta növelésére is, amely az időszak végére az uniós országok élbolyába kerül (és a 2013-19 közötti trend meghosszabbításaként 80 százalékra emelkedik). Számításaink alapján így a munkaerőállomány (az elmúlt évtizedhez képest érdemi lassulás mellett) évi 1,2 százalékkal bővíthet.

- A bruttó beruházási ráta az IMF előrejelzésének megfelelően tartósan magas marad, és a következő években jóval a korábbi arány felett, 30 százalék közelében alakul. Ekkor (az amortizáció feltételezett változatlansága mellett) a tőkeállomány éves átlagos növekedési üteme 1,1 százalék lesz, ami némiképp lassuló dinamikát jelent.

A fenti, megítélésünk szerint kifejezetten optimista feltevések mellett a magyar gazdaság potenciális (vagyis a termelési tényezők dinamikájából levezethető és a ciklikus hatásoktól megtisztított) kibocsátása évi 2,5 százalékkal növekedhet. A ciklikus tényezők rövid távon eltéríthetik a tényleges növekedést attól, ami a tőke, a munka és a technológia középtávú „természetes” dinamikájából következik, de a termelési függvény alapján „alulról” összerakott potenciális növekedési ütem hosszabb távon a legjobb becslésünk a magyar gazdaság trendszerű bővülésére. Mivel feltevéseink szerint a jelenlegi kibocsátás elmarad a potenciálistól, az előrejelzési horizonton a kibocsátási rés alulról záródik, ami némiképp emeli az aktuális kibocsátás növekedési ütemét. A 2023 és 2028 közötti időszakban az előrejelzésünkben a potenciálisnál némiképp magasabb, átlagosan évi 2,7 százalékos gazdasági növekedéssel számolunk.

3.4 Költségvetési folyamatok

A kormány a tavalyi év közepén elfogadott 2023. évi költségvetési törvényt decemberben jelentősen módosította. A költségvetés decemberi újratervelését a kormány szerint a tavalyi év második felében megváltozott gazdasági helyzet indokolta: a növekvő energiaköltségek, a magasabb infláció, az alacsonyabb növekedési kilátások, a gyengébb árfolyam és a szigorúbb kamatkondíciók. Az eredeti költségvetési tervhez képest a magasabb infláció és a kiterjesztett extraprofitadók következtében a tervezett adóbevételek a GDP 5 százalékával emelkedtek. A költségvetés kiadásai is jelentősen megugrottak, elsősorban a megnövelt Rezsivédelmi Alap (GDP 2,5 százaléka), a magasabb nyugdíj- és kamatkidadások, valamint az emelkedő kulturális, sport és közbiztonsági kiadások miatt. Így az idei előirányzott hiánycél a GDP 3,9 százalékára nőtt. A decemberben módosított költségvetés 1,5 százalékos gazdasági növekedéssel és 15 százalékos inflációval számol.

A továbbiakban a decemberben elfogadott költségvetési előirányzatokat hasonlítjuk össze a tavalyi évi költségvetéssel.

2023-ban a *kiadások növekedése* irányába hat és meghatározó szerepet játszik a rezsivédelmi támogatás növelése. Jelenleg a Rezsivédelmi Alap a GDP 3,2 százalékát teszi ki, ami 2,5 százalékponttal nagyobb, mint tavaly. A kormány szerint az Alap növelése azért szükséges, mert a lakossági rezsitámogatás a tavalyihoz képest megduplázódik, ami a GDP 1 százalékának megfelelő többletkiadást jelent, és idén a kormány bizonyos mértékben kiterjeszti a támogatást a vállalati szektorra is. Az OTP

számításai szerint¹⁰ a csökkenő tőzsdei gázár költségvetésre gyakorolt pozitív hatása idén még nem lesz érezhető, a tavalyi évben megkötött kedvezőtlen fedezeti ügyletek miatt a kormánynak valóban szüksége lesz a Rezsivédelmi Alap teljes összegére. A Rezsivédelmi Alap feltöltése mellett idén jelentősen nőni fog a nyugdíjkiadás is (a GDP 1 százalékával), az inflációkövető nyugdíjmelés és a tavalyi évben teljes egészében visszaépített 13. havi nyugdíj miatt. Emellett a kamatkidadások is jóval magasabbak lesznek (szintén a GDP 1 százalékával), és az állami dolgozók egy részének (az ápolóknak, az egészségügyi szakdolgozóknak és a tanároknak) a bére is emelkedik. Végül: a költségvetés idén is elkülönít egy jelentős összeget (a GDP több mint 1 százalékát) olyan további, egyelőre nem meghatározott kiadásokra, mint a rendkívüli kormányzati intézkedések, a beruházási alap vagy a céltartalék. 2023-ban a *kiadások csökkenése* irányába hat a lakástámogatások csökkentése (GDP 0,3 százaléka), illetve a tavaly kifizetett egyszeri fegyverpénz kifutása. Ezen felül a kormány „magán” is takarékoskodik: a költségvetési és szakmai szervek kiadásai jelentősen, a GDP 1,8 százalékával csökkennek.

Az idei évben a *bevételek növekedése* irányába hatnak a magasabb vállalati különadók (extraprofitadók). A tavalyi év közepén kivetett, eredetileg ideiglenesre tervezett extraadókat a decemberi költségvetési módosítás során tovább növelték, illetve kiterjesztették a gyógyszergyártókra is. Így idén az energiaágazat befizetései a GDP 0,6 százalékával növelik a bevételt, a növekvő bányajáradék, a gyógyszergyártói extraprofitadó és az egyéb profitadók pedig a GDP 0,4 százalékának megfelelő bevételtöbbletet jelentenek. Az extra vállalati adók mellett jelentős bevételnövekedés várható az uniós pénzek kifizetéséből (GDP 1 százaléka). A kormányzat számottevő SZJA növekedéssel is számol, de ahogy azt a Költségvetési Tanács¹¹ elemzésében kifejti, ez nagyrészt a bázishatásnak köszönhető, vagyis annak, hogy a 2022. év eleji családi adóvisszatérítéssel idén már nem kell számolni.¹² Kismértékű tényleges SZJA növekedés és szociális járulékbévitel növekedés (GDP 0,2 százaléka) várható az eltörölt KATA adónem miatt. Emellett a benzinárstop decemberi kivezetése nyomán megnövekedett üzemanyagár az inflációt meghaladó mértékben növelheti majd az általános forgalmi adót. A költségvetés jelentős extra bevételre számít a társasági adóból is (GDP 0,2 százaléka). A magas, előrejelzésünk szerint a költségvetési törvényben tervezett lényegesen meghaladó infláció is a költségvetés bevételi oldalát támogathatja. 2023-ban a *bevételek minimális csökkenését* fogja csak okozni a kormány azon intézkedése, amely a személyi jövedelemadó alóli mentességet a 25 évnél fiatalabbak után kiterjeszti a 30 évnél fiatalabb anyákra is.

Összességében megítélésünk szerint a kormány 2023-ban érdemben szigorít a költségvetési politikán, főleg a költségvetési szervek kiadásainak csökkentésén keresztül. A bevételi oldalon az extraprofitadók és az uniós források növekedése, illetve a magas infláció fogja támogatni a befizetéseket. Ezen többletbevételek megteremtik a lehetőséget a Rezsivédelmi Alap rendkívüli feltöltésére, a magasabb kamat- és nyugdíjfizetésekre is. Azonban mind az uniós források, mind a fogyasztáshoz köthető adóbevételek alakulását negatív kockázatok övezik. Emellett várakozásunk szerint a kormány által előrejelettnél alacsonyabb lesz a gazdasági növekedés, a költségvetés ciklikus komponense 1

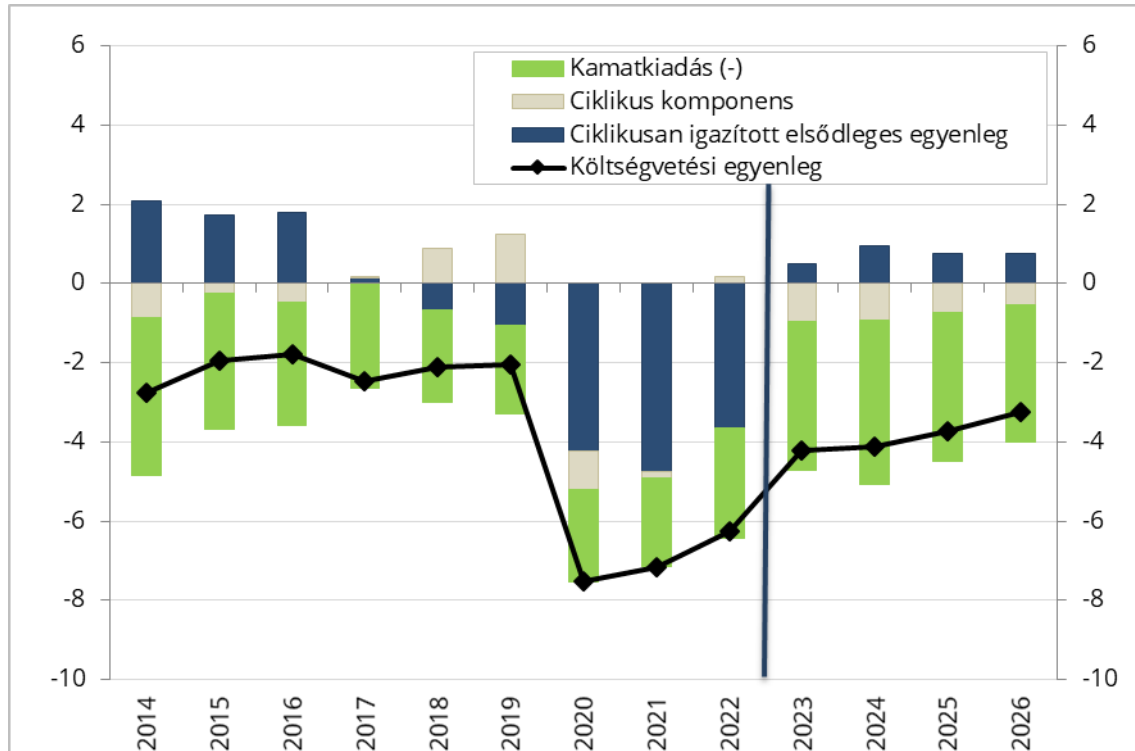
¹⁰ OTP Flash Report – Deficit, 2023/04/05:
https://www.otpbank.hu/static/elemezisokozpont/other/elemezsek/17958_FlashReportDeficit_20230405.pdf

¹¹ A Tanács I/2023.01.12. sz. Határozata, KVT/1-2/2023

¹² Megjegyzendő, hogy eredményszemléletben amúgy sem a 2022-es évet terheli az adóvisszatérítés.

százalékkal romlik, ami tovább növeli a hiányt. Becslésünk szerint ezért az idei évi költségvetési hiány a bejelentettnél valamivel nagyobb, a GDP 4,2 százaléka lesz (24. ábra).

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



Forrás: OGR

2024-ben várakozásaink szerint a teljes költségvetési hiány hasonlóan alakul majd, mint az idei évben. A kormányzat folytatja a költségvetési kiigazítást, nem vezet be további, hiányhatással járó intézkedéseket, miközben az energiaválság miatt meghozott átmeneti intézkedések nem terhelik tovább a költségvetést. Azonban jelentős bevételkiesést fog okozni az extraprofitadókból származó befizetések csökkenése. Egyrészt várakozásunk szerint az adók bizonyos szektorokban kivezetésre kerülnek, másrészt elemzésünk szerint a vállalatok extraprofitja is csökkenni fog. Emellett a strukturális hiány növekedése irányába hat az MNB veszteség elszámolása is, ami becslésünk szerint a GDP 0,2 százalékaival növelheti a kiadásokat.¹³ Mivel a politikai nyilatkozatok szerint a kormányzat család- és nyugdíjtámogató intézkedései, valamint az állami bérfejlesztési programok folytatódni fognak, és a honvédelmi kiadások sem csökkennek, így további kiadáscsökkentő/bevételnövelő intézkedések nélkül a ciklikusan igazított hiány csak kismértékben tud majd javulni. Emellett előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés továbbra is negatív marad, vagyis nem járul hozzá a költségvetési hiány csökkenéséhez. Az adósság fokozatos átárzódásával az államadósság implicit kamatköltsége tovább emelkedik, így a GDP-arányos kamatkiadások a GDP 0,3 százalékaival növekedhetnek. Összességében elmondható, hogy

¹³ A jegybanktvörvény tavaly év végén elfogadott módosítása szerint a jegybanki veszteséget a kormánynak nem egy, hanem öt éven belül kell megtérítenie. Így a korábbi becslésünkhöz képest az ezzel összefüggő költségvetési kiadás 2024-ben alacsonyabb lesz, azonban a felhalmozott veszteségek kifizetése hosszabb ideig fog tartani. Számításaink szerint 2025-ben a GDP 0,4 százalékát, 2026-ban pedig a GDP 0,6 százalékát kell a költségvetésnek az MNB veszteségének finanszírozására fordítani.

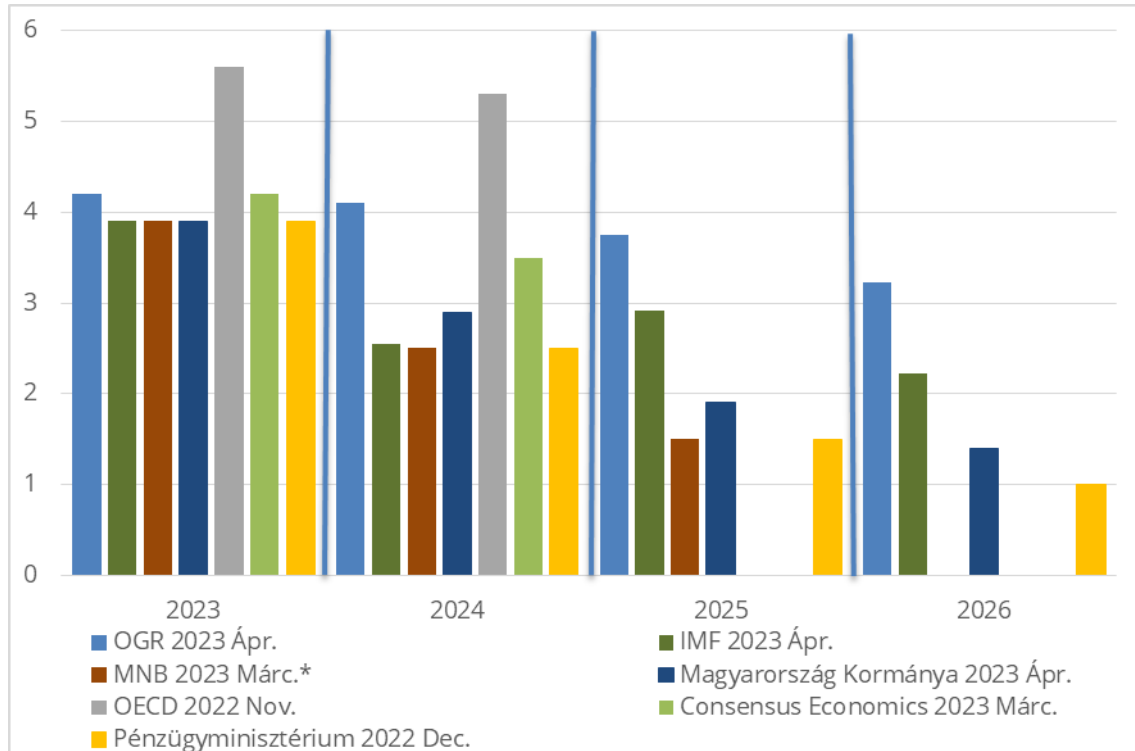
számításaink szerint további kormányzati intézkedések nélkül a költségvetés hiánya csupán a GDP 0,1 százalékaival csökkenhet, és a GDP 4,1 százaléka körül alakulhat.

2025-26-ban a konzervatív költségvetési politika folytatódni fog a kormányzat működési és egyéb kiadásainak további csökkentésével. Eközben az MNB veszteségtérítési igénye némiképp tovább emelkedik a 2024-re becsült összeghez képest. A kibocsátás továbbra is a potenciális szintje alatt marad, a negatív kibocsátási rés lassan záródik, így a ciklikus komponens változása csupán enyhén, évente a GDP 0,2 százalékaival csökkenti a költségvetési hiányt 2025-ben és 2026-ban. Eközben a GDP-arányos kamatkidadások becslésünk szerint lassan mérséklődnek: 2025-ben a GDP 0,4 százalékaival, 2026-ban pedig a GDP 0,3 százalékaival csökkentik a hiányt. Így az eredményszemléletű hiány 2024-ben a GDP 3,7%, 2026-ban pedig 3,2% körül alakulhat.

Várakozásunk szerint tehát az ESA-szemléletű költségvetési hiány az előrejelzési horizonton tovább csökken, de további fiskális megszorítás nélkül még 2026-ban is a GDP 3 százaléka felett marad. A feltételezett konzervatív fiskális politika következtében a strukturális hiány a 2022-re becsült 5 százalékos értékről 2026-ra 2,7 százalékra csökken, azaz a költségvetés hiánya elemzésünk szerint a potenciálissal megegyező kibocsátás mellett 2,7 százalék közelében alakulna. A strukturális egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk 2026-ban is jelentős mértékben meghaladja az Európai Bizottság szabályrendszere által a 2020-2022 közötti időszakra kitűzött 1 százalékos célértéket (a 2023-2025 közötti időszakra vonatkozó célértéket és a pontos uniós fiskális iránymutatást még nem ismerjük). Mivel a 2020-ban felfüggesztett uniós fiskális szabályok 2024-től újra életbe lépnek, az Európai Bizottság további fiskális megszorítást javasolhat a 3 százalékos hiánycél és 1 százalékos strukturális deficitcél eléréséhez.

A korábbi előrejelzésünkhöz hasonlóan a teljes időhorizonton jelentős *bevételi kockázatot* jelentenek az EU források elérhetőségével kapcsolatos bizonytalanságok. Előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy a kormánynak a következő hónapokban sikerül megegyeznie az EU-val a jogállamiság eljárás által érintett kérdésekben, aláírnia a Magyarország Helyreállítási és Újjáépítési Terv végleges működési megállapodását, és elfogadnia a Partnerségi Megállapodását és operatív programját. Így idővel elérhetővé válnak a helyreállítási alap (2021-2026 között a járvány utáni gazdaságélénkítésre szánt pénzügyi alap), valamint 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.

25. ábra: A költségvetési hiányra vonatkozó előrejelzések összevetése (GDP arányában, százalék)



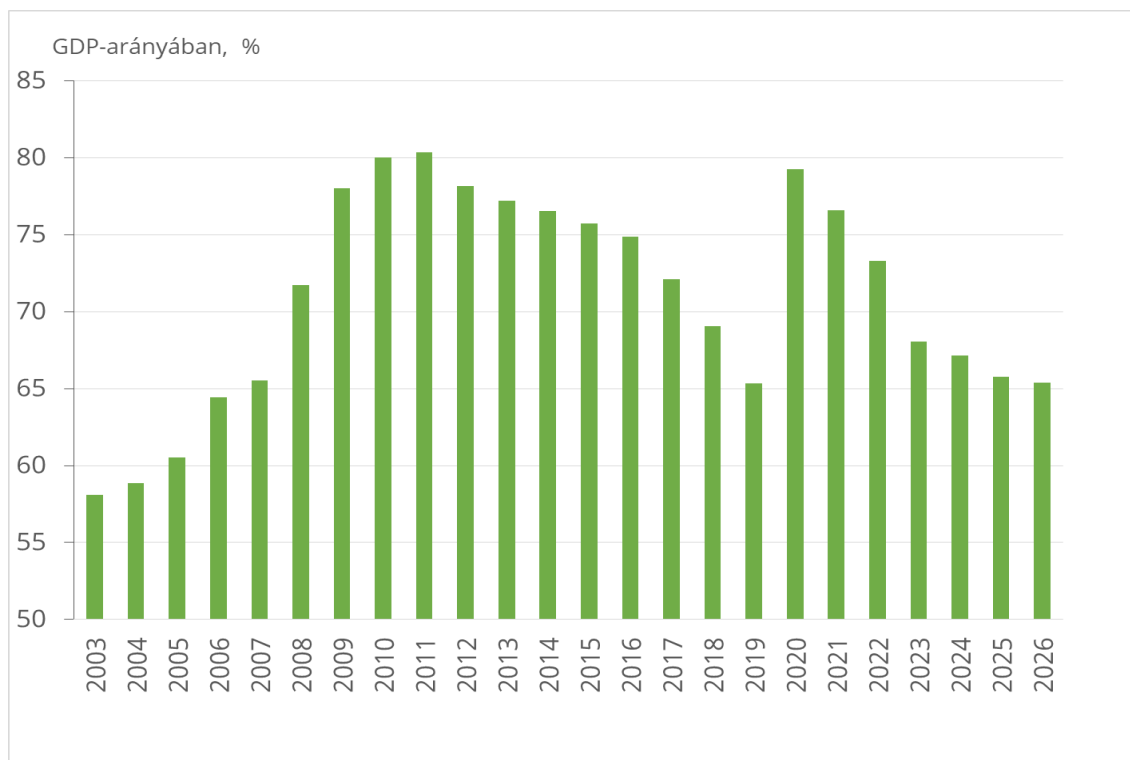
Forrás: OGR saját számítás, MNB, IMF, Pénzügy Minisztérium, Consensus Economics, OECD * Az MNB esetében a sávos előrejelzések közepét tüntettük fel.

A 2023-2026 közötti időszakra vonatkozó költségvetési előrejelzésünk a többi intézményhez képest magasabb hiányt becsül. Bár előrejelzésünk során a költségvetés jelentős korrekciójával számolunk, azonban elemzésünk szerint az eddig bejelentett kormányzati költségcsökkentő/bevételnövelő intézkedések a GDP 3 százalékánál magasabb hiányt vetítenek előre (25. ábra).

3.5 Államadósság

Az előrejelzési horizonton az államadósság rátájának lassú csökkenésére számítunk: a mutató a 2022 végén mért 73,3 százalékról 2026-ra 7,9 százalékponttal csökkenhet. Az adósságráta várhatóan a GDP 68 százalékára csökken idén, és a GDP 65,4 százalékát éri el 2026-ban (26. ábra). 2023-ban a magas infláció miatt akár nagyobb adósságcsökkenés is lehetséges lenne, azonban a kormányzat által bejelentett és tervezett intézkedések, a Vodafone felvásárlása (GDP 0,5 százaléka), az uniós Helyreállítási Alap hitelének lehívása (GDP 3 százaléka) vagy a Budapest Airport többségi tulajdonának tervezett megvásárlása (GDP 2 százaléka) a bruttó államadósság növelésével járnak. Így várakozásunk szerint az ideai államadósság a Konvergenciaprogramban megfogalmazott 69,7 százaléknál nem lesz lényegesen alacsonyabb.

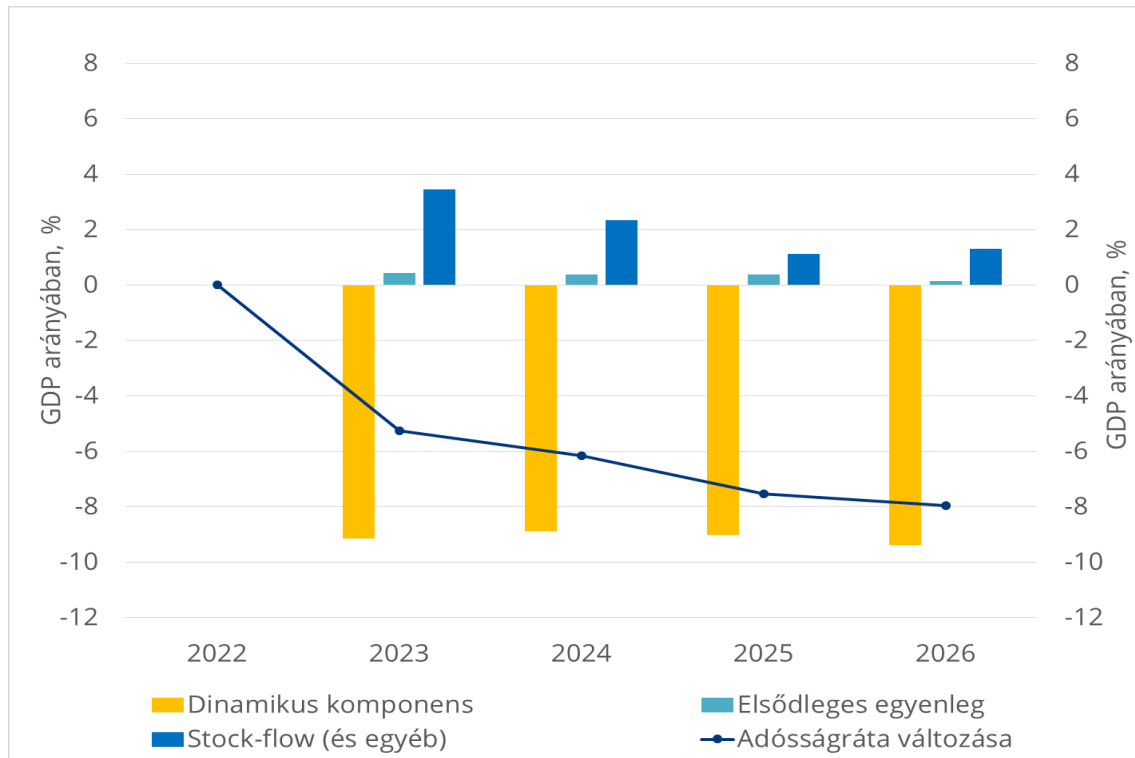
26. ábra: Az államadósságráta alakulása



Forrás: KSH, OGR

A költségvetés elsődleges egyenlege fokozatosan javul: 2023-ban még negatív, 2024-2025-ben nulla közeli, majd 2026-ban pozitív értéket vesz fel. Ennek megfelelően az elsődleges egyenleg 2023-ban még növeli az adósságrátát, a 2024-2026 közötti időszakra a kumulált hatása pedig nullához közelít. Az adósságrátát összességében növelik a költségvetési hiányt nem befolyásoló, úgynevezett *stock-flow tételek*, például a korábban említett Vodafone felvásárlás.

27. ábra: Az államadósság kumulált változása 2022-höz képest (2022 = 0)



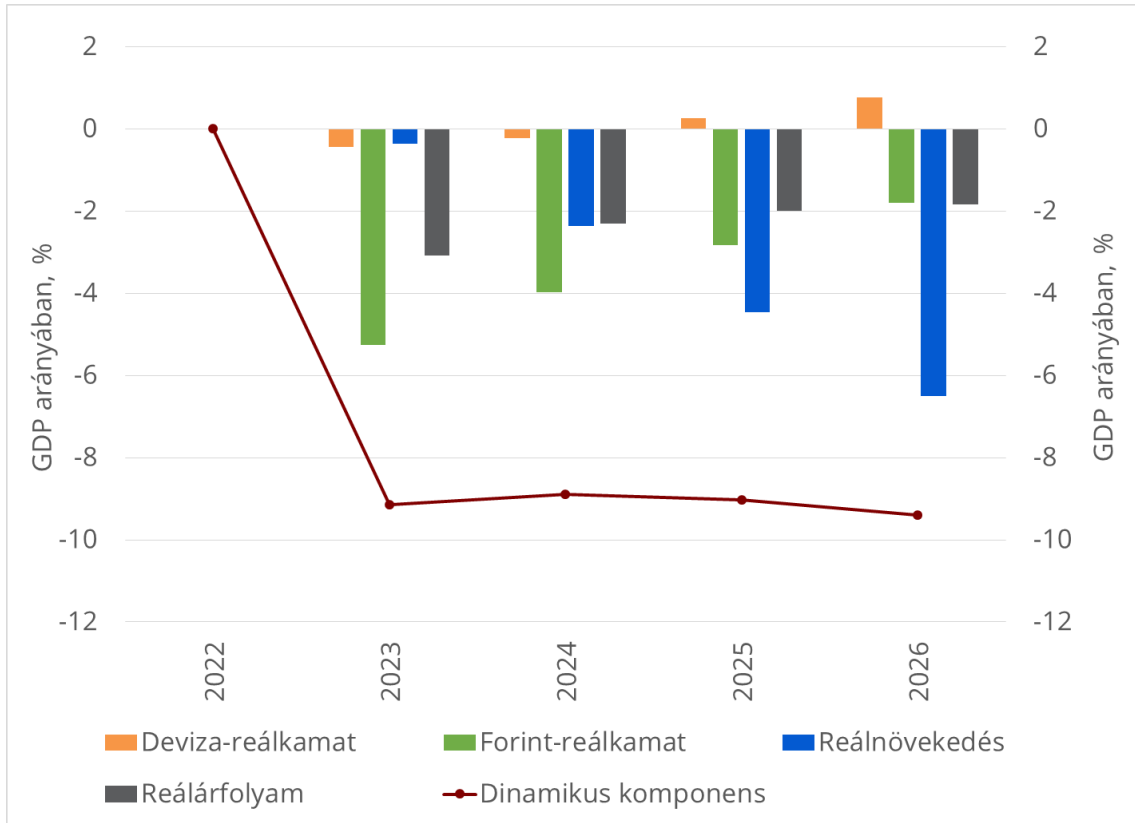
Forrás:

OGR

Megjegyzés: A dinamikus komponens a reálkamat, a reálárfolyam és a reálnövekedés, 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 reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés hármass 2023-26-os időszakra kumulált adósságcsökkentő hatása becslésünk szerint eléri a GDP 9,5 százalékát. 2023-ban a továbbra is magas infláció hatására a forintadósság reálkamata negatív marad (28. ábra). Az adósság átárazódásával és az infláció lassulásával ez a hatás 2024-től megfordul, azonban a forintadósságra fizetett reálkamat kumulált adósságcsökkentő hatása az előrejelzési horizonton a GDP közel 2 százaléka lesz. A GDP növekedése érdemben csak 2024-től fogja támogatni az adósságcsökkenést, hiszen idén alacsony gazdasági aktivitást várunk. A reálnövekedés kumulált adósságcsökkentő hatása az előrejelzési horizonton a GDP 6,5 százaléka. A tavalyi gyenge árfolyamszinthez képest erősödő forint idén éves alapon reálárfelértékelődéshez vezet, így a reálárfolyam alakulása a teljes horizonton a GDP közel 2 százalékának megfelelő kumulált adósságcsökkenést okoz.

28. ábra: A dinamikus komponens és részeinek kumulált hatása az adósságrátára (2022=0)



Forrás: OGR

4 Felhasznált irodalom

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

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

Eurostat (2023): Population Projections. March 2023

<https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/w/DDN-20230330-1>

International Monetary Fund (2023): World Economic Outlook, April 2023

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>

International Monetary Fund (2023): Hungary – 2022 Article IV Consultation: Staff Report. February 2023

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2023/02/02/Hungary-2022-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-and-Statement-by-the-529090>

Költségvetési Tanács (2023): A Költségvetési Tanács Véleménye Magyarország 2023. évi központi költségvetéséről szóló 2022. évi XXV. törvény módosítására irányuló törvényjavaslat tervezetéről

<https://www.parlament.hu/documents/126660/64323598/1-2023.01.12.+A+KT+V%C3%A9lem%C3%A9nye+Magyarorsz%C3%A1g+2023.+%C3%A9vi+k%C3%B6zponti+k%C3%B6lts%C3%A9gvet%C3%A9s%C3%A9r%C5%91l+sz%C3%B3l%C3%B3+2022.+%C3%A9vi+XXV.+t%C3%B6rv%C3%A9ny+m%C3%B3dos%C3%ADt%C3%A1s%C3%A1r%C3%B3l.pdf/7b4e9f77-f6a0-7948-2e45-7fef450cd0a9?t=1673519841939>

Magyarország Kormánya (2023): Magyarország Konvergencia Programja. 2023. április

https://commission.europa.eu/system/files/2023-05/2023-Hungary-CP_hu.pdf

Magyar Nemzeti Bank (2022): Költségvetési Jelentés. Féléves elemzés az államháztartási folyamatokról. 2022. október

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/koltsegvetesi-jelentes/koltsegvetesi-jelentes-jelentesek/koltsegvetesi-jelentes-feleves-elemzes-az-allamhaztartasi-folyamatokrol-2022-oktober>

Magyar Nemzeti Bank (2022): Költségvetési jelentés. A 2023. évi költségvetési törvényjavaslat elemzése. 2022. július

<https://www.mnb.hu/letoltes/koltsegvetesi-jelentes-2022-06.pdf>

Magyar Nemzeti Bank (2023): Inflációs jelentés. 2023. március

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2023-03-30-inflacios-jelentes-2023-marcius>

OECD (2023): OECD Economic Outlook, Interim report. March 2023

<https://www.oecd.org/economic-outlook/march-2023/>

OTP (2023): Flash Report – Deficit. 2023 április

https://www.otpbank.hu/static/elemzesikozpont/other/elemzesek/17958_FlashReportDeficit_20230405.pdf

Pénzügyminisztérium (2022): Makrogazdasági és költségvetési előrejelzés, 2022-2026. 2022. december

<https://kormany.hu/dokumentumtar/makrogazdasagi-es-koltsegvetes-elorejelzes-2022-2026>

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	2025	2026
Nominális Kamatláb								Előrejelzés			
Éves kamat (%)	0.7	0.1	0.3	0.1	0.5	1.3	8.7	13.6	7.5	6.1	5.2
Eurozóna kamatláb (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	3.6	3.0	2.1	2.1
Árfolyam											
Nominális árfolyam (EUR/HUF)	311	309	319	325	351	359	391	380	400	413	422
(változás % év/év)	0.5	-0.7	3.1	2.0	7.9	2.1	9.1	-2.8	5.1	3.3	2.3
Árak											
Inflációs cél (% év/év)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Fogyasztói árindex (% év/év)	0.5	2.5	2.9	3.6	3.3	5.1	14.7	18.2	4.3	3.7	3.4
GDP deflátor (% év/év)	1.3	4.0	4.8	4.8	6.4	6.4	15.3	18.4	4.3	3.7	3.4
GDP											
Reál GDP (% év/év)	2.1	4.3	5.4	4.6	-5.0	7.2	4.6	0.5	3.0	3.2	3.2
Kibocsátási rés (Potenciális GDP-arányában, %)	-1.0	0.1	1.8	2.5	-2.1	-0.3	0.4	-2.1	-2.0	-1.7	-1.2
Fiskális változók											
Költségvetési hiány (GDP arányában, %)	1.8	2.5	2.1	2.0	7.5	7.1	6.2	4.2	4.1	3.7	3.2
Ciklikusan igazított hiány (GDP arányában, %)	2.2	2.4	1.3	0.9	8.5	7.3	6.1	5.1	5.0	4.5	3.8
Államadósság (GDP arányában, százalék)	74.9	72.1	69.1	65.3	79.3	76.6	73.3	68.1	67.2	65.8	65.4

Forrás: OGRResearch

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 hosszútávú 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 deficitcél 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).

29. ábra: A fiskális blokk kapcsolatrendszere a makrováltozókkal

