

Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés 2025-2027

Elemzés a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2024. árpilis 15.



Köber Csaba – Parragi Bálint – Szilágyi Katalin

Vezetői összefoglaló

Mind a világgazdaság, mind a magyar gazdaság szempontjából a 2023-as év a kiugróan magas infláció letöréséről szól. Bár az infláció világszerte érdemben mérséklődött, ennek komoly reálgazdasági, monetáris és fiskális következményei voltak.

A monetáris politika a világ szinte valamennyi meghatározó régiójában jelentősen szigorított, a fogyasztás és a beruházás világszerte csökkent, a globális gazdasági növekedés lassult. Bár az infláció valóban mérséklődött, az év végére kialakult új egyensúlyi állapot jelentősen eltér a koronavírus-járvány előttitől. Jóval nagyobb a bizonytalanság: a világ számos régiójában éleződik a geopolitikai konfliktus (elsősorban a Közel-Keleten), vagy éppen tartóssá válik a háborús helyzet (Ukrajnában). A geopolitikai feszültségek és a környezeti válság együttes hatására a termelés és szállítás is jóval kockázatosabb a korábbinál (akadozik a szállítás a világ két vezető kereskedelmi átjáróján, a Szezi- és a Panama-csatornán is). Így az inflációs kockázatok továbbra is fennmaradnak, a jegybankok pedig csak óvatosan lazítanak. Ráadásul a beérkező adatok, a bizalmi indexek és az elemzői előrejelzések alapján úgy tűnik, hogy a magyar gazdaság számára leginkább fontos felvevőpiacok, az európai és azon belül is a német gazdaság más régiókhöz képest rosszabb helyzetbe került a nagy világpolitikai turbulenciák miatt.

A magyar gazdaság 2023-ban – Unió viszonylatban is jelentős – gazdasági visszaesést produkált, a bruttó hazai termék 1 százalékkal csökkent. Az elmúlt 20 év legmagasabb hazai inflációja ugyan az év második felében már mérséklődött, azonban ennek jelentős ára volt: a negatív reálkeresetek és a magas kamatok következtében mind a fogyasztás, mind a beruházás drámai mértékben visszaesett. A gazdasági nehézségeket jól tükrözi a költségvetés tavalyi eredménye: a tervezettnél és a 2022-es hiánynál is nagyobb hiányt halmazott fel a kormányzati szektor. Történt ez annak ellenére, hogy a kormányzat a korábbi évekkel ellentétben próbált visszafogott maradni, és adóemelésekkel is növelni bevételeit. A romló költségvetési helyzet nem a fiskális kiengedés, hanem a jelentősen visszaeső konjunkturális helyzet és a majdnem duplájára nőtt kamatkiadások következménye. Az államadósság csökkenése ennek következtében szintén jóval elmaradt a tervezettől: a GDP arányos államadósság a 2022-es értékkel közel megegyező szinten áll, a GDP 73,5 százalékát teszi ki. Összességében a költségvetésre és a gazdaság egészére is elmondható, hogy tavalyi év ismét rendkívüli volt, a hazai gazdaság az elmúlt évek sorozatos globális sokkjai és országspecifikus kilengései hatására nem tud visszatérni az egyensúlyi pályájára.

Az előrejelzési horizonton (2024-27) a legtöbb nemzetközi intézménnyel összhangban azt várjuk, hogy a világgazdasági helyzet az infláció normalizálódása miatt az idei évben valamelyest javul. A hazánk számára legfontosabb német és európai kilátások azonban még mindig borúsak: a strukturális problémák (többek között az ázsiai és orosz kivettség, valamint a fokozódó demográfiai nehézségek) a következő években is visszafogják fő exportpiacainkat. Az infláció mérséklődésével

az idei év második felében a kamatok is világszerte csökkenésnek indulnak, a monetáris feltételek lazulására számítunk. Ezzel valamelyest ellentétesen a költségvetés gazdaságélénkítő mozgásterére külső piacainkon erősen szűkül a megugró kamatkifizetések és az Unióban újra érvénybe lépő fiskális szabályok miatt. Ezek a folyamatok Magyarország lehetőségeit is erősen korlátozzák.

Ezen külső feltételek mellett arra számítunk, hogy az idei évben a magyar gazdaság növekedésnek indul, azonban a növekedés mérsékelt lesz, és az előrejelzési horizontunkon (2024-2027) 3 százalékos körül alakul. A viszonylag alacsony növekedés egyrészt arra vezethető vissza, hogy előrejelzésünk szerint a globális és a hazai kereslet csak lassan áll vissza potenciális szintjére (vagyis a kibocsátási rés tartósan negatív marad). Másrészt meglehetősen pesszimisták vagyunk a magyar gazdaság tartós növekedési potenciáljával kapcsolatban: a demográfiai folyamatok alapján a növekedés extenzív forrásai kimerülőben vannak, miközben egyelőre nem látunk olyan fejleményt, amely tartósan felpörgethetné a magyar gazdaság termelékenységét. Külön keretes írásban foglalkozunk az újrainduló uniós forrásokkal és az épülő akkumulátorgyárakkal, amelyekről a közbeszéd érdemi növekedési hatást vár, ám mindkét tényezővel kapcsolatban szkeptikusak maradunk. Mivel a fiskális politikának sem lesz tere a gazdaság élénkítésére, így várakozásunk szerint a következő évek növekedése ugyan magasabb lesz az Európai Unió átlagánál, tehát a konvergencia folytatódni fog, azonban jócskán elmarad majd a koronavírus-járvány előtti évektől.

Idén arra is számítunk, hogy a folytatódik a fiskális kiigazítás, a költségvetési hiány azonban még az áprilisban módosított kormányzati tervnél is magasabb lehet. Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos hiány 2024-ben is 5 százalékos felett alakulhat. Jelentős kockázatokat látunk a bevétel oldalon (a tavalyi évhez hasonlóan elsősorban az ÁFA és egyéb adóbevételek maradhatnak el a tervezettől), míg a kiadási oldalon a kamatkifizetések tovább emelkednek, és a kormányzati szervek konszolidációja is a tervnél mérsékeltőbb lehet. A makrogazdasági pálya és a költségvetési automatizmusok alapján a következő években (2025-27 között) is a 3 százalékos célt meghaladó hiányra számítunk. Bár az elmúlt évek tapasztalatai alapján a kormány egyszeri intézkedésekkel, diszkrecionális, átmeneti adókiutakozásokkal, illetve a beruházások visszafogásával és késleltetésével képes lehet jelentősen javítani a hiányon, előrejelzésünk arra világít rá, hogy a ma ismert intézkedések egyelőre kevésnek bizonyulhatnak ehhez. Tehát: az államadósság csökkentése és az idővel ismét érvényes uniós fiskális szabályoknak való megfelelés érdekében az eddig nyilvánosságra került intézkedéseknél több kiigazításra lesz majd szükség, a makrogazdasági pálya önmagában nem lesz elegendő a hiány érdemi csökkentéséhez.

A reálgazdasági és fiskális előrejelzésünk alapján a 2021 óta újrainduló adósságcsökkenés lelassul: a GDP-arányos államadósság a következő években lényegében stagnál. Ugyan a gazdasági növekedés önmagában csökkenti az adósságrátát, azonban a mérsékelt konjunkturális kilátások miatt a növekedés egyedül nem fogja tudni semlegesíteni a magasan ragadó reálkamatok és a gyengülő árfolyam hatását. Az elmúlt években az ún. dinamikus tényezők (a növekedés mellett a

magas infláció következtében beeső reálkamat és az erősödő reálárfolyam) rendre az adósságráta csökkenésének irányába hatottak. Előrejelzésünk szerint az adósságráta ezen fájdalommentes csökkentésének időszaka véget ért. A várt árfolyamgyengülés és a magas kamatok mind a forint-, mind a defizaadósság törlesztését növelik, így megakasztják az adósságcsökkenést. Ezért az elsődleges egyenleg mostani lassú javíthatóságánál drasztikusabb fiskális megszorítás szükséges ahhoz, hogy az adósságráta az elkövetkező években is csökkenő pályán maradjon.

Az alappályánk főbb makrogazdasági mutatói

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
									Előrejelzés			
Nominális Kamatláb												
Éves kamat (%)	0.7	0.1	0.3	0.1	0.5	1.3	8.7	10.3	6.5	5.5	4.8	4.4
Eurozóna kamatláb (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	3.8	4.1	3.0	2.6	2.5
Árfolyam												
Nominális árfolyam (EUR/HUF)	311	309	319	325	351	359	391	382	401	403	413	420
(változás % év/év)	0.5	-0.7	3.1	2.0	7.9	2.1	9.1	-2.4	5.0	0.6	2.2	1.7
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	3.0
Fogyasztói árindex (% év/év)	0.4	2.4	2.8	3.3	3.3	5.1	14.5	17.6	4.3	3.4	3.2	3.0
GDP deflátor (% év/év)	1.3	4.0	4.8	4.8	6.4	6.4	14.5	14.6	4.3	3.4	3.2	3.0
GDP												
Reál GDP (% év/év)	2.1	4.3	5.4	4.6	-5.0	7.1	4.6	-0.9	2.7	2.6	3.0	3.0
Kibocsátási rés (Potenciális GDP-arányában, %)	-0.9	0.1	1.8	2.5	-2.1	-0.2	0.5	-2.0	-1.9	-1.8	-1.3	-0.9
Fiskális változók												
Költségvetési hiány (GDP arányában, %)	1.8	2.5	2.1	2.0	7.6	7.2	6.2	6.7	5.2	4.2	3.6	3.4
Ciklikusan igazított hiány (GDP arányában, %)	1.4	2.5	2.8	3.2	6.6	7.1	6.4	5.8	4.4	3.4	3.0	3.0
Államadósság (GDP arányában, százalék)	74.9	72.1	69.1	65.3	79.3	76.7	73.9	73.5	74.1	74.1	74.0	73.5

Forrás: OGResearch számítás

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	2
1 Bevezető	8
2 Meghatározó hazai trendek	9
2.1 Makrogazdasági helyzetkép	9
2.1.1 Reálgazdaság	9
2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság	13
2.1.3 Infláció és monetáris politika	16
2.1.4 Hitelezés	20
2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete	21
2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság	23
2.2.1 Költségvetési hiány	23
2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezők	26
3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk	29
3.1 Meghatározó nemzetközi trendek	29
3.2 Külső feltevések	34
3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok	36
3.4 Költségvetési folyamatok	44
3.5 Államadósság	50
4 Felhasznált irodalom	54
5 Függelék	56
5.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói	56
5.2 A modell bemutatása	56
5.3 Regressziós eredmények – Keretes írás	58

Ábrajegyzék

1. ábra: Reál GDP növekedés 2023-ban (százalék).....	9
2. ábra: Reál GDP növekedés – felhasználás oldal (év/év, százalék).....	11
3. ábra: Reál GDP növekedés – termelés oldal (év/év, százalék).....	12
4. ábra: Kiskereskedelmi forgalom és ipari termelés (szezonális és naptárhatástól megtisztított volumenindex, 2021 átlaga = 100).....	13
5. ábra: Munkaerőpiaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, százalék).....	14
6. ábra: A nominális és a reálbér növekedése a teljes gazdaságban és a versenyszektorban (éves növekedés, százalék).....	15
7. ábra: Éves inflációs mutatók (év/év, százalék).....	17
8. ábra: A jegybanki alapkamat, illetve az egyhetes betéti kamat, az egynapos betéti gyorstender, a kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (százalék).....	18
9. Ábra: Kötelező jegybanki tartalékráta (százalék).....	19
10. ábra: Zérókupon hozamgörbe.....	20
11. ábra: A vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása (tranzakció alapú növekedés, százalék).....	21
12. ábra: A feldolgozó ipari kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek aránya (százalék).....	22
13. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása.....	23
14. ábra: Költségvetési egyenlegjavulás (függőleges tengely, százalék) és egyenleg (vízszintes tengely, GDP százaléka) az EU egyes országaiban.....	26
15. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója.....	27
16. ábra: A dinamikus* komponens.....	28
17. ábra: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása.....	29
18. ábra: A világszerte nyersanyagárak alakulása.....	30
19. ábra: FAO Élelmiszer árindex és részletei (2019 = 100).....	31
20. ábra: A különböző IMF WEO előrejelzések gazdasági növekedés becslései a 2024-es (bal panel) és 2025-ös (jobb panel) évre (év/év, százalék).....	32
21. ábra: Az év/év infláció alakulása 2023 negyedik negyedében és az inflációs célok.....	33
22. ábra: Az alappálya külső feltevései.....	34

23. ábra: Az alappálya főbb makrováltozói	37
24. ábra: A GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések összevetése (év/év, százalék).....	38
25. Ábra: Egy főre jutó reál GDP konvergenciája és a növekedést célzó uniós támogatások	40
26. ábra: Költségvetési hiánymutatók az alappálya mentén (a GDP százalékában)	48
27. ábra: A költségvetési hiányra vonatkozó előrejelzések összevetése (GDP arányában, százalék)	50
28. ábra: Az államadósságráta alakulása	51
29. ábra: Az államadósság kumulált változása 2023-hoz képest (2023 = 0).....	52
30. ábra: A dinamikus komponens és részeinek kumulált hatása az adósságrátára (2022=0)	53
31. ábra: A fiskális blokk kapcsolatrendszere a makrováltozókkal	57
32. ábra: Fő regressziós becslés második szintjének eredménye.....	58

1 Bevezető

Elemzésünk célja a költségvetési hiány és az államadósság rövidtávú, a 2024-2027 közötti időszakra vonatkozó előrejelzése. Az előrejelzés elkészítésekor a 2024. április 14-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 rövidtávon merev árakat, előretékintő 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

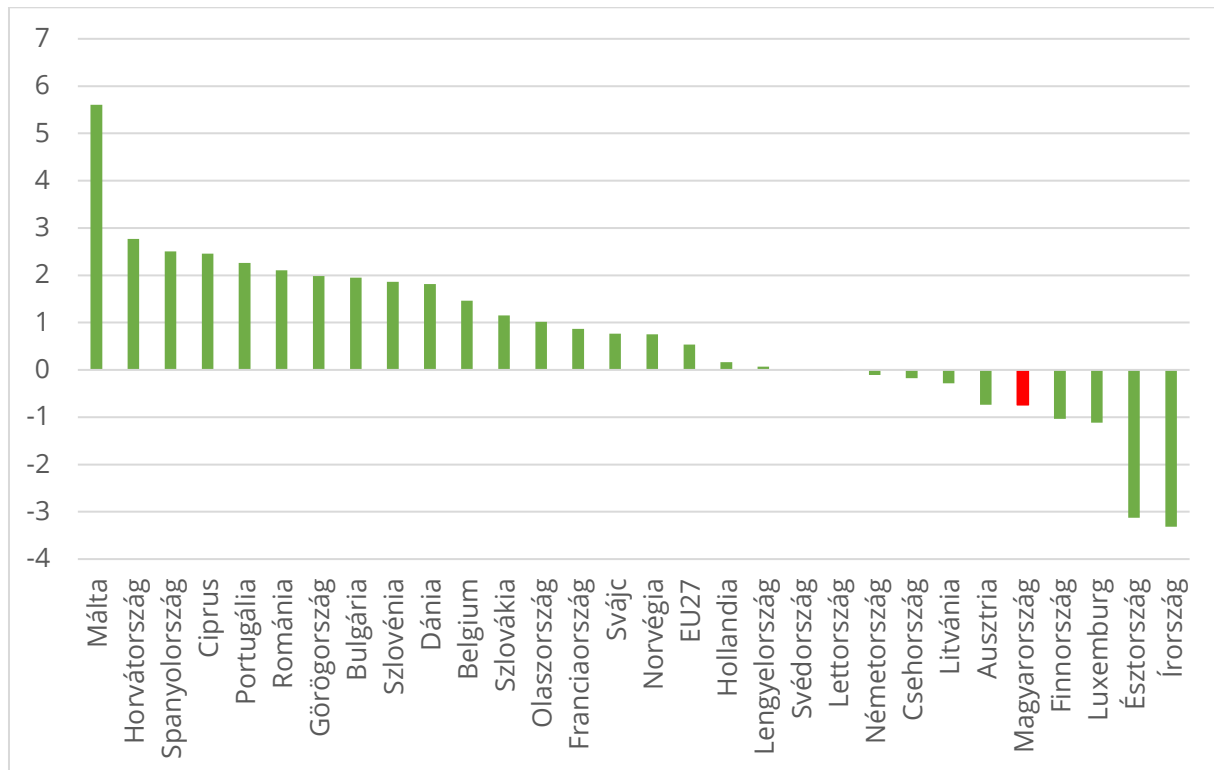
2.1 Makrogazdasági helyzetkép

2.1.1 Reálgazdaság

A magyar gazdasági növekedés 2022-ben kezdődött lassulása a tavalyi évben tovább folytatódott, a bruttó hazai kibocsátás közel 1 százalékkal csökkent 2023-ban. Az első két negyedév jelentősebb csökkenése után a gazdasági teljesítmény valamelyest javult, az utolsó negyedévben éves növekedési alapon stagnált. Ezzel az egész éves teljesítménnyel összességében Magyarország az egyik leggyengébb gazdasági teljesítményt produkálta az Unióban (1. ábra).

Az év első felében tapasztalt csökkenést 0,8 százalékos negyedév/negyedéves korrekció követte Q3-ban a szezonális és naptárhatással igazított adatok szerint. A negyedik negyedévben a kibocsátás ugyanakkor az előző negyedévhez képest stagnált, ami azt vetíti előre, hogy a kilábalás a vártnál lassabb lehet.

1. ábra: Reál GDP növekedés 2023-ban (százalék)



Forrás: Eurostat

A felhasználási oldali adatok alapján elmondható, hogy tavaly a nettó export egyenlege mérsékelte leginkább a visszaesést (5 százalékpontos hozzájárulás az éves növekedéshez), amelynek háttérében az import (azon belül is döntően az áruk) exportnál nagyobb mértékű csökkenése állt (2. ábra). Összességében 4,3 százalékos év/év visszaesés volt megfigyelhető az importban, amelynek legfőbb oka a belföldi fogyasztás jelentős szűkülésében keresendő. Ezt a visszaesést részben kompenzálta csak az export második negyedévtől tapasztalható csökkenése, ami a gyengélkedő európai konjunktúrával magyarázható. Éves szinten az export növekedése rendkívül visszafogott, kevesebb, mint 1 százalék volt.

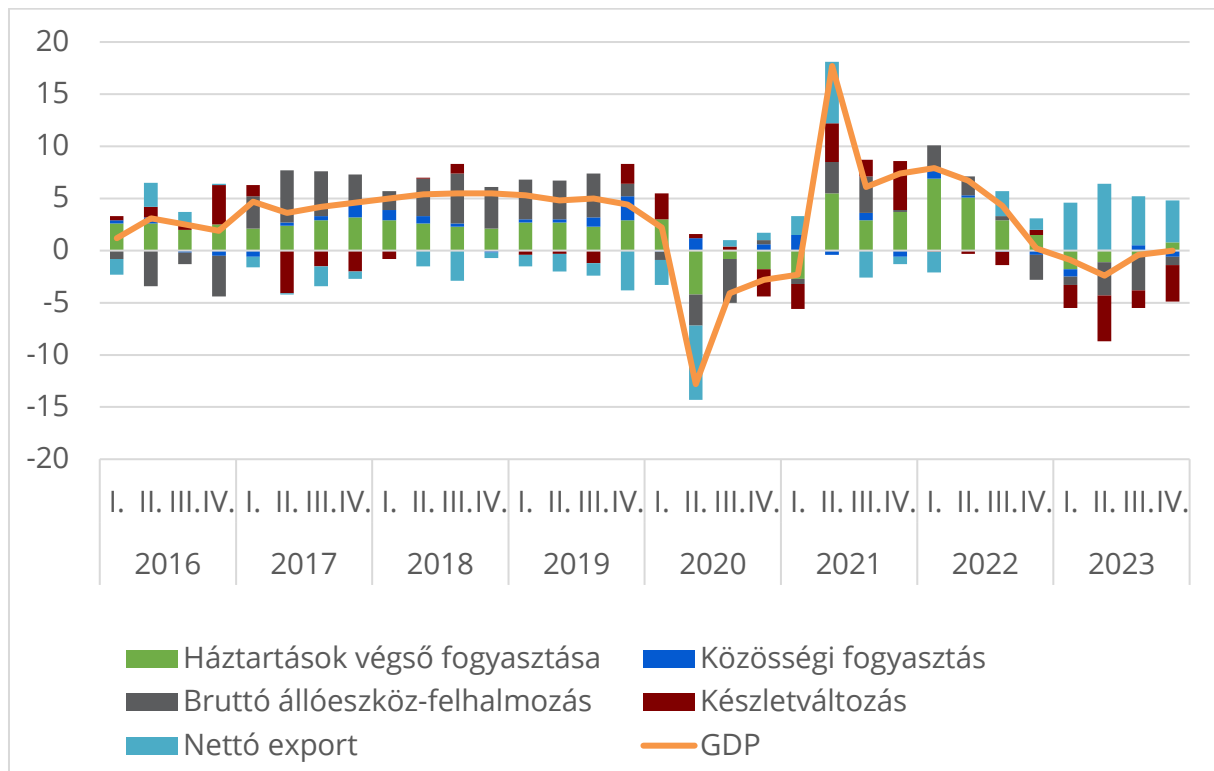
A belső kereslet jelentősen visszaesett a tavalyi év során, a végső fogyasztás 1 százalékkal csökkent éves szinten. A csökkenési ütem 2023 első negyedévében érte el a mélypontot mind a háztartási, mind a közösségi fogyasztás esetében. A háztartások fogyasztása tovább esett az év során az azt megelőző évi azonos negyedévhez képest, de a korábbinál kisebb mértékben, összességében 0,6 százalékponttal járult hozzá az éves szintű összkibocsátás csökkenéséhez. A szezonálisan igazított negyedév/negyedév dinamikák is azt jelzik, hogy az első negyedévtől kezdve valamelyest kilábalásnak indult a lakossági fogyasztás, átlagosan 2 százalékos negyedéves növekedést produkálva az év további részében. A javuló teljesítmény fő oka, hogy az infláció mérséklődésével és a nominális bérek korrekciójával a reálbértömeg növekedésnek indult. A közösségi fogyasztás ezzel szemben egész évben mérsékelt maradt, a kormánzatnak a rendkívül magas kamatköltségek és a csökkenő adóbevételek mellett nem volt tere a gazdaságot érdemben élénkíteni, így a közösségi fogyasztás az egész évben 0,2 százalékponttal csökkentette az összkibocsátást.

2023-ban a beruházási kedv is jelentősen romlott, a bruttó állóeszköz-felhalmozás éves szinten 7,5 százalékkal csökkent. Ez az alszektor a szezonálisan igazított adatok szerint az első negyedéves 2,2 százalékos negyedév/negyedév növekedése után átlagosan 2,9 százalékkal csökkent a második és a harmadik negyedévekben, és csak kismértékben, 0,5 százalékkal tudott növekedni a negyedik negyedévben. Tehát a beruházásokban kevésbé látszik a kilábalás, a reálkamatok még mindig magasak, a globális és uniós pesszimista kilátások pedig továbbra is visszafogják a beruházási kedvet. Optimizmusra ad okot azonban, hogy a hazánknak szánt, de korábban befagyasztott Európai Unió források jelentős részét (közel 50 százalékát) feloldották a tavalyi év végén.¹

¹ 2023 decemberében jóváhagyásra került a magyar helyreállítási terv (RRF) REPowerEU fejezete és az RRF hitel előlege (920 millió euró), továbbá januárban a 2021-2027-es kohéziós forrásokból 10 milliárd euró vált elérhetővé, 450 millió eurót (GDP 0,3 százaléka) pedig azonnal folyósítottak. Így az Unió feloldott a hazánknak szánt teljes forrás mintegy 50 százalékát. Forrás: HVG.hu,

https://hvg.hu/gazdasag/20240102_Magyarország_megkapta_az_EUs_kohezios_forrasok_első_reszet

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



Forrás: KSH, OGR számítás

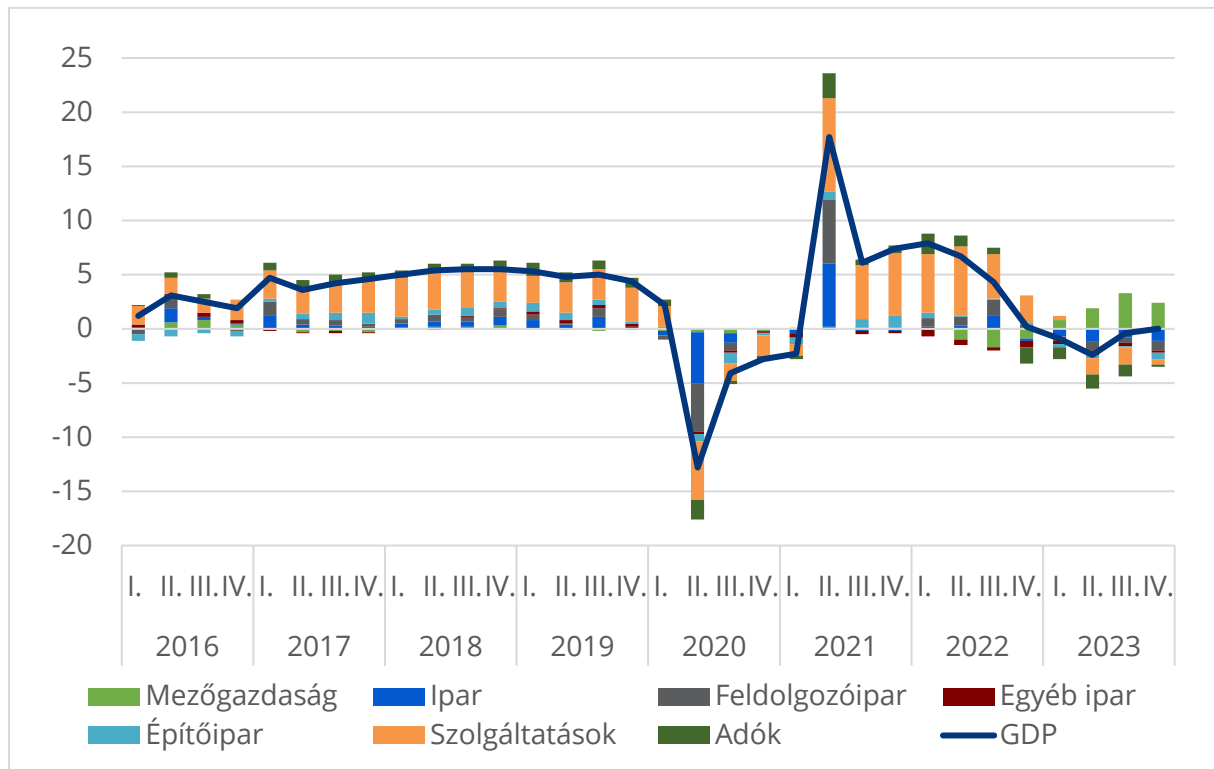
A termelés oldali GDP adatok azt mutatják, hogy a tavalyi éves visszaesés széleskörű volt, csupán a mezőgazdaság kibocsátása nőtt (3. ábra). Az éves növekedéshez az agrárium 2,1 százalékponttal járult hozzá, ennek hiányában a gazdaság 3 százalékkal esett volna vissza. A mezőgazdaság visszapattanása döntően a megelőző, aszályos év rendkívül alacsony bázisának köszönhető. A teljes évet tekintve a reálnövekedés 69 százalékos volt, de a terményátlagok nem múlták felül jelentősen a historikus átlagot.

Az ipari szektor egész évben gyengélkedett, különösen az utolsó negyedévben (5 százalékos év/éves csökkenés), főleg a feldolgozóipar visszaesése miatt, amely egymaga 4 százalékkal csökkent 2022-hez képest. A romló teljesítmény ugyancsak igaz az építőiparra is, amelynek 5,6 százalékkal csökkent az éves kibocsátása. A negyedéves szezonálisan és naptárhatással igazított változások tovább árnyalják az ipari szektorok kilátásait: a leginkább visszaeső negyedévek mind a feldolgozóipar, mind az építőipar esetében az első és az utolsó negyedévek voltak, jelezve, hogy az ipar visszapattanása a vártnál lassabban következhet be. A gyenge ipari teljesítmény legfőbb oka a nyomott globális és hazai kereslet mellett a szigorú monetáris politika által költségessé vált hitelezés volt. A széleskörű visszaesést mutatja, hogy mind a belföldre, mind az exportra termelő ipari volumenindex visszaesett.

Az iparhoz hasonlóan a szolgáltatások is az egész év során csökkenést mutattak a megelőző év azonos időszakához képest. A visszaesés összességében 1,5 százalékos volt, leginkább a

kereskedelem, szállítás és raktározás bezuhanása miatt. Valamelyest árnyalja a képet, hogy a 2022 második fele óta tartó csökkenés a háztartások fokozatosan javuló fogyasztási kedvének köszönhetően az év végére megállt. A fogyasztás tavalyi éves romlása az adóbevételek alakulásába is átgyűrűzött, mivel ez az egyenleg tavalyi év során a megelőző évhez képest mintegy 6 százalékkal csökkent.

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

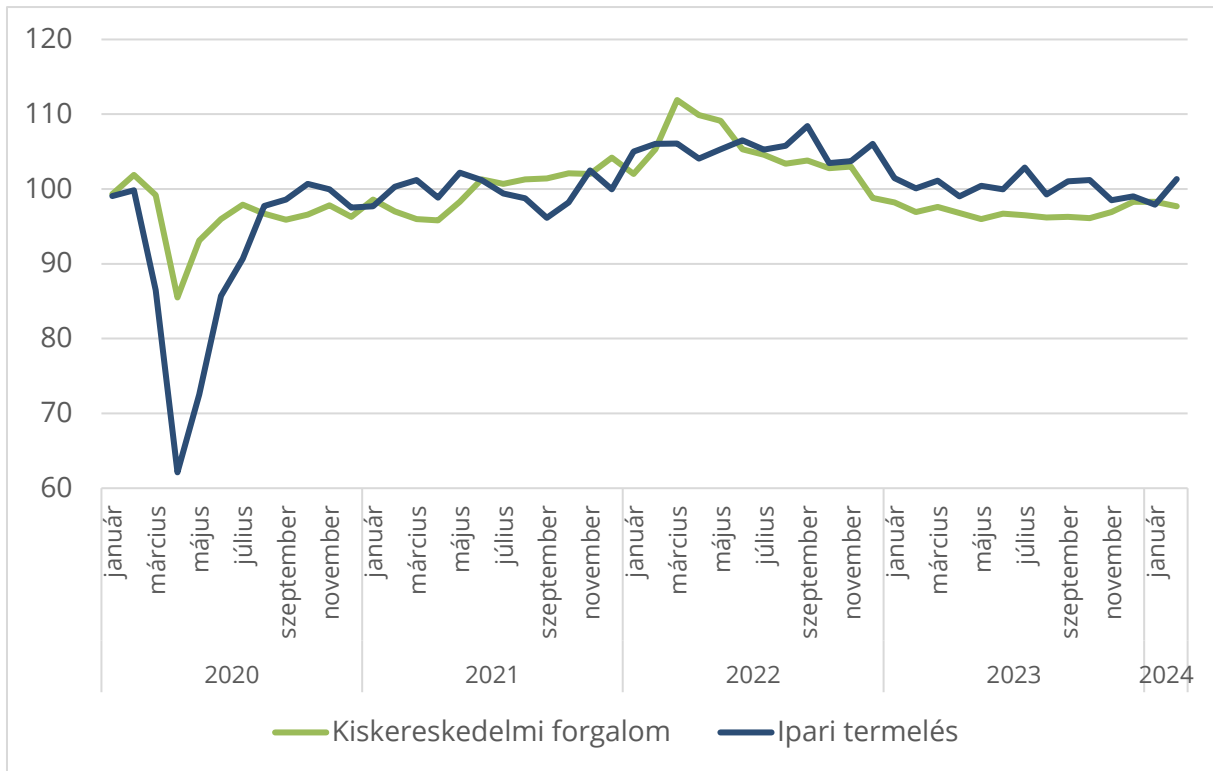


Forrás: KSH, OGR számítás

A kiskereskedelmi forgalomra és az ipari termelésre vonatkozó magasfrekvenciájú adatok egyelőre februárig érthetők el, és jól tükrözik a GDP altételeiben tapasztalt mozgásokat (4. ábra). A kiskereskedelmi forgalomban az előző év októberéig tartó csökkenést váltotta fel egy visszafogott növekedés. Az ipari termelés dinamikájában pedig a szektor tartós gyengélkedése érhető tetten, az index 2022 szeptembere óta húzódó csökkenése révén. Bizakodásra adhat okot azonban a februári beruházási adat, amely jelentősen jobb képet mutat, mint a korábbi hónapok értékei. A GKI márciusi konjunktúraindexe² is alátámasztja a javuló gazdasági várakozásokat, főleg a fogyasztói bizalmi index trendszerű emelkedésével.

²GKI konjunktúraindexe: <https://gki.hu/language/hu/2024/03/25/marciusban-3-ponttal-emelkedett-a-gki-konjunkturaindex/>

4. ábra: Kiskereskedelmi forgalom és ipari termelés (szezonális és naptárhatástól megtisztított volumenindex, 2021 átlaga = 100)



Forrás: KSH, OGR számítás

Várakozásunk szerint az idei gazdasági kilábalás szerkezete az előző negyedévekhez hasonlóan alakul, az év első felében a háztartási fogyasztás élénkülése, a későbbiekben pedig a befektetői bizalmi környezet javulásával fokozatosan a beruházás válik a növekedés motorjává. A növekedést valamelyest visszafogja majd a nettó export: az exportban a globális konjunktúra nehézségei miatt nem várható érdemi javulás és az épülő kapacitások (pl. akkumulátorgyárak) sem javítják még drasztikusan a kiviteli potenciált drámaian, míg a lakossági fogyasztás élénkülésével az import újra növekedésnek indul.

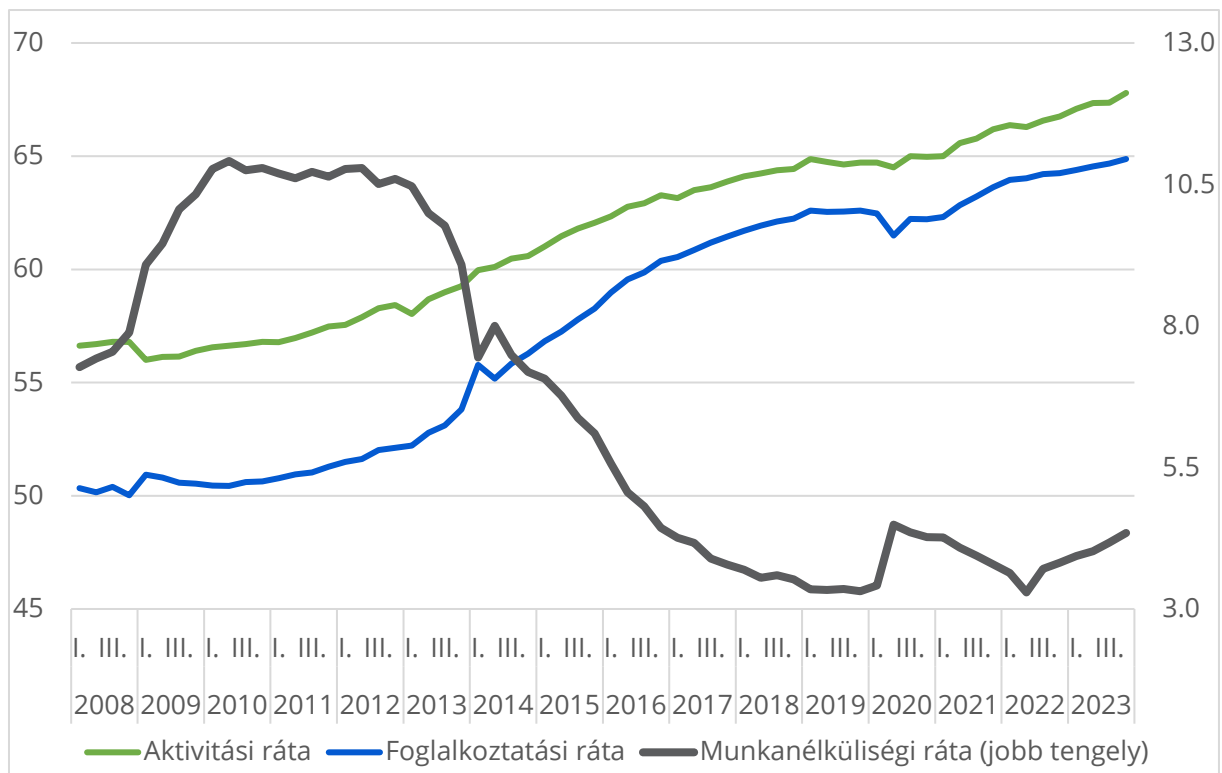
2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság

A gazdasági visszaesés a tavalyi évben már az addig ellenálló munkaerőpiacon is érezte a hatását (5. ábra). A munkanélküliségi ráta a 2022-ben tapasztalt kiugróan alacsony 3,3 százalékról a tavalyi év végére fokozatosan emelkedett egészen 4,3 százalékig. Ez azt jelenti, hogy közel 31 ezer fővel több munkanélkülit regisztráltak, mint 2022 év végén. A ráta növekedése idén tovább folytatódott, februárban a munkanélküliségi mutató 4,6 százalékra nőtt, így elérte a koronavírus-járvány alatt tapasztalt szintet. Ez ugyanakkor egyrészt még mindig messze elmarad a historikus értékétől, másrészt pedig a foglalkoztatás magas szintjével párosul, ugyanis a foglalkoztatottak szezonálisan igazított száma (és ezzel együtt a gazdaságilag aktívaké is) lassuló ütemben ugyan, de folyamatosan nőtt 2023-ban. A foglalkoztatottak számának növekedése a külföldi munkavállalók

számának növekedéséből³ és a gazdaságilag nem aktívak munkaerőpiacra lépéséből ered. Az inaktívok száma 80 ezer fővel csökkent az elmúlt évben, amihez a KSH szerint főleg a nők⁴, és főleg az idős korosztály⁵ munkavállalása járult hozzá. Ez a népesség csökkenő tendenciájával együtt pedig egy tartós növekedést eredményezett a foglalkoztatási rátában, amely év végére elérte a 65 százalékot. A hazai foglalkoztatási ráta régiós és uniós összevetésben is kiemelkedőnek számít⁶ (a régióból egyedül Csehország előzi meg Magyarországot), ami azt vetíti előre, hogy Magyarország elérte a fejlett országok foglalkoztatási szintjét, és a munkaerőpiaci tartalékok kimerülőben vannak.

A foglalkoztatottak számát a közfoglalkoztatottak számának stagnálása is segítette, ugyanis a 2022-es év végéig tartó jelentős csökkenés megállt, a tavalyi év során végig körülbelül 66 ezer főt foglalkoztattak ebben a formában.

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



Forrás: KSH, OGRResearch számítás

³Lásd: <https://www.ksh.hu/s/helyzetkep-2023/#/kiadvany/munkaeropiac/kulfoldi-allampolgarsagu-alkalmazasban-allok-letszama-es-valtozasa-allampolgarsag-szerint-2023>

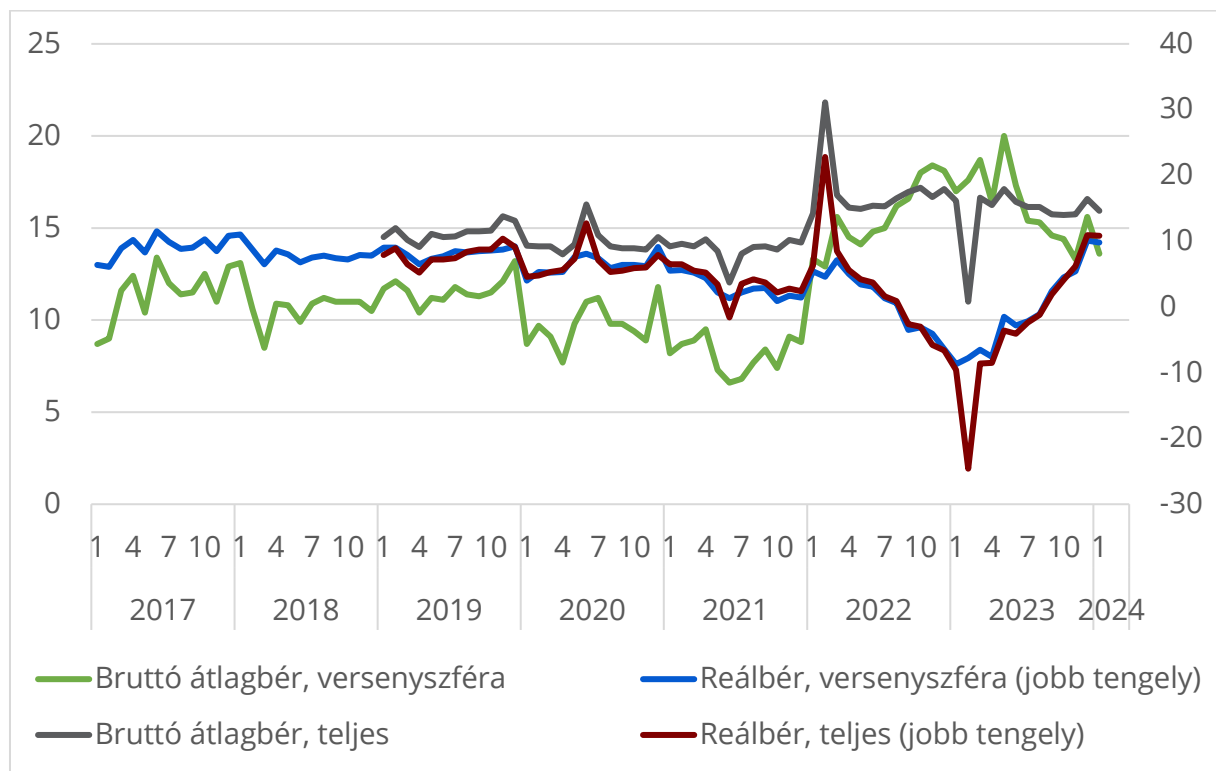
⁴Lásd: https://www.ksh.hu/stadat_files/mun/hu/mun0100.html

⁵ Lásd: https://www.ksh.hu/stadat_files/mun/hu/mun0102.html

⁶Lásd: <https://www.ksh.hu/s/helyzetkep-2023/#/kiadvany/munkaeropiac/a-15-64-evesek-foglalkoztatasi-ratajanak-alakulasa-nemek-szerint-az-eu272020-tagorszagaiban-2023>

A 2022. óta csökkenő reálbérpálya a tavalyi év második felétől pozitív irányba fordult (6. ábra). Habár a bruttó átlagbér éves növekedése szinte megszakítás nélkül lassul majdnem egy éve, az infláció ennél is drasztikusabb korrekciója lehetővé tette a reálbérek növekedését tavaly szeptembertől kezdve. A teljes munkaerőpiacon (versenyszférában) fizetett reálbér jelentős növekedésbe kezdett, decemberben és januárban egyaránt 10 százalékkal (11 százalékkal) emelkedett. A bruttó minimálbér 15 százalékos emelése januárban szintén támogatja a reálkeresetek növekedését, csakúgy, mint a pedagógusok szintén januártól érvényben lévő 32 százalékos béremelése. Fontos megjegyezni, hogy becslésünk szerint a bércorrekció nagy része megtörtént, a reálkeresetek szintje visszapattant a 2022-es év elején mért szintre, és további közalkalmazotti bértábla-korrekció nem várható 2024-ben. Így a reálbérnövekedés várhatóan az elmúlt hónapoknál kisebb mértékben fog folytatódni.

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



Forrás: KSH, OGRResearch számítás

A feszes munkaerőpiac összességében lazulni látszik a munkanélküliség lassú növekedése, a kiírt új álláshelyek (és így a munkaerőkereslet) mérséklődése miatt. De a rendkívül magas foglalkoztatási ráta és az emelkedő bérek egyelőre azt mutatják, hogy a gazdaságot jellemző fundamentális munkaerőhiányban nincs változás.

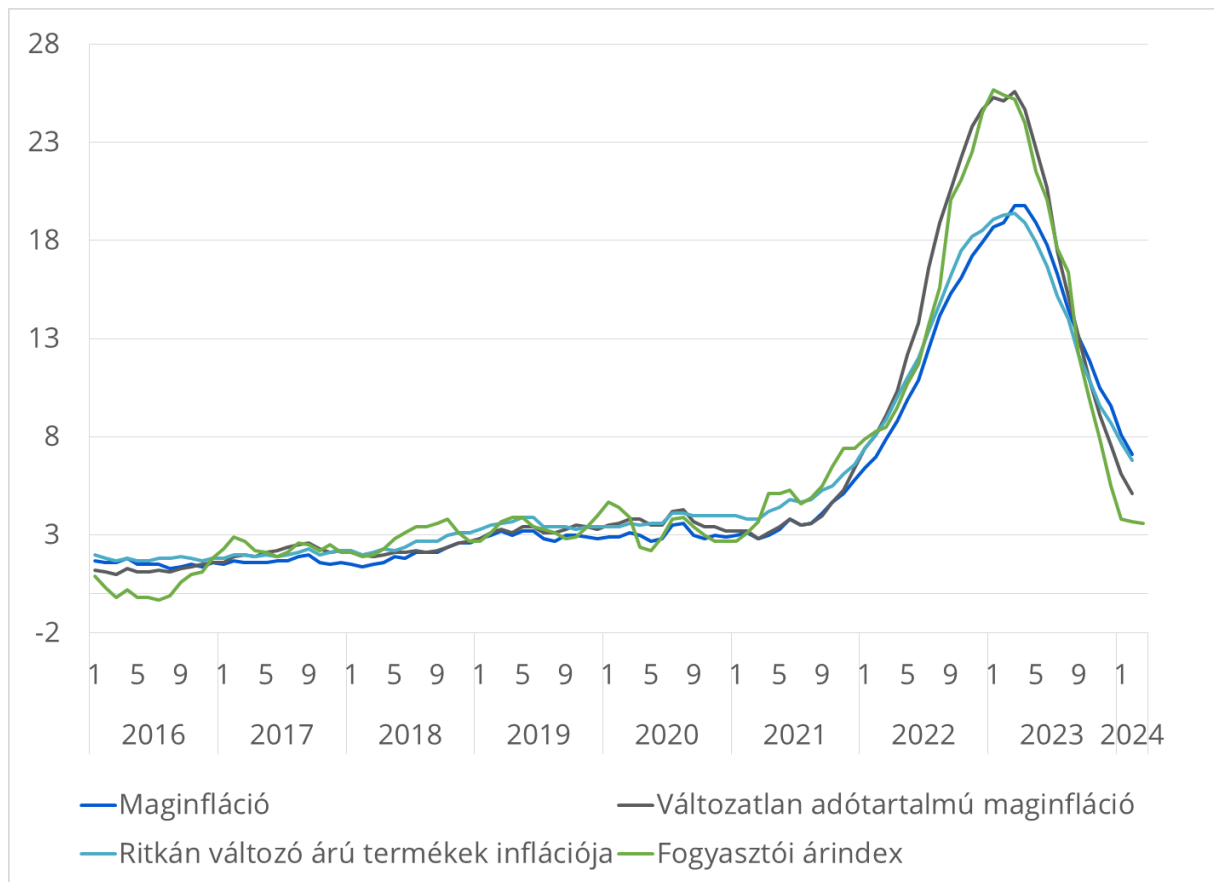
2.1.3 Infláció és monetáris politika

Az elmúlt húsz évben historikus rekordot döntő infláció a tavalyi év során 17,6 százalékos éves átlagot ért el (7. ábra). Az infláció 2023 januárjában tetőzött 25,7 százalékon, majd az áremelkedés üteme lassulásnak indult, idén márciusban 3,6 százalék volt. A hazai árdinamikához képest az Eurózára áremelkedése jóval hamarabb, 2022 őszén és jóval alacsonyabb szinten, 10,6 százalékon tetőzött. A tavalyi infláció az uniós országok között messze hazánkban volt a legmagasabb. A havi dinamikákat elnézve a hó/hó növekedés tavaly februárban csökkent először 1 százalék alá, majd májustól kezdve az év további részében a szezonálisan igazított hó/hó árnövekedés mérséklődött, átlagosan csupán 0,2 százalék volt. A tavalyi dezinfláció idénre lelassult, sőt, a szezonálisan igazított adatokon számított hó/hó infláció átlagosan 0,6 százalékkal növekedett az év első három hónapjában.

A tavalyi évben tetőző inflációs ciklus jelentős részben globális eredetű tényezőkre vezethető vissza (a koronavírus-járvánnyal összefüggő ellátásilánc-problémák és az orosz-ukrán háború következtében kialakult élelmiszer- és energiaár-robbanás). Ezek a globális sokkokon felül olyan országspecifikus tényezők is hajtották az árakat, mint a 2022-es rossz termés vagy a magas inflációra adott unortodox kormányzati reakciók (a kiskereskedelmet célzó adóemelések, az árstopok piactorzító hatása). Összességében a tavalyi év során a legtöbb árfelhajtó hatás megfordult: a globális energia- és élelmiszerárak csökkentek, a monetáris politika jelentősen szigorodott, a háztartási fogyasztás bezuhant, továbbá a kirívóan magas bázishatás miatt az árnövekedés éves üteme is lassult. Az ideiglenesen bevezetett gazdaságpolitikai intézkedésből pedig már csupán néhány van érvényben idén júniusig (a lakossági jelzáloghitel-sapka, a kiskereskedelmi egységek kötelező akciózása és az online árfigyelő). Emellett fennmaradt a rezsicsökkentés, a szabályozott energiárokban a 2022. őszi jelentős kiigazítás óta nem történt érdemi változás.

Az infláció komponenseit tekintve is látható, hogy a tavalyi év második felében az árnövekedés széleskörűen mérséklődött, bár az idei év első 2 hónapjának dinamikája alapján ez a lassulás megállt, sőt a legtöbb termékkategóriában némileg gyorsuló árnövekedést regisztráltak. Az idei év első két hónapjában a piaci árazású termékek ára átlagosan 0,3 százalékkal, míg a szolgáltatásoké 0,5, az alkohol- és dohánytermékeké 0,3, az üzemanyagé pedig 1,7 százalékkal emelkedett. A két utóbbi kategóriában tapasztalt ugrásnak a fő oka az év eleji jövedékiadó-emelésben, illetve az üzemanyag világgpiaci árának emelkedésében keresendő. A főbb termékcsoportok közül egyedül az élelmiszerek ára stagnált, ami a globális alapanyagárak vártnál gyorsabb és tartósabb csökkenésének köszönhető.

7. ábra: Éves inflációs mutatók (év/év, százalék)



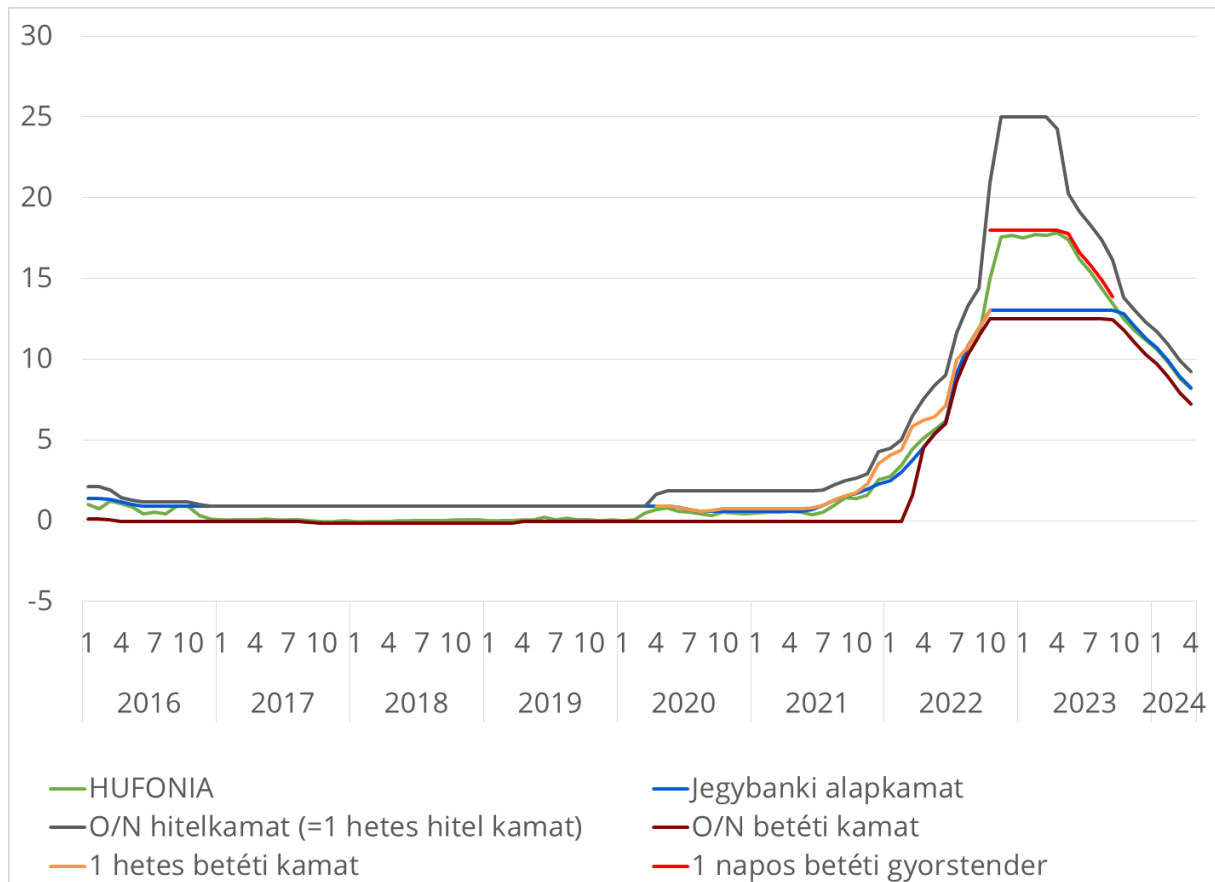
Forrás: KSH, MNB

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) árakra gyakorolt hatását (7. ábra). Az alapmutatók is alátámasztják a fentebb megfogalmazottakat, miszerint az árnövekedés ugyan lassul, viszont vannak olyan termékek, ahol az infláció még mindig magasnak mondható. Tartós árnyomásra utal, hogy a ritkán változó tételek inflációjának mérséklődése kisebb mértékű, a maginfláció pedig februárban majdnem kétszerese volt a teljes fogyasztói árindex növekedésének. Emellett az inflációs várakozások továbbra is magasak, és messze felülmúlják a jegybank inflációs célját.⁷

A következő hónapokban az infláció várhatóan az elmúlt hónapokhoz hasonlóan alakul. Nem várunk további korrekciót az élelmiszer- és az energiaárakban, miközben az egyes piaci árazású termékek esetében az élénkülő kereslet, valamint a gyengülő forintárfolyam lassíthatja a dezinflációt.

⁷ Az MNB felmérése szerint az ideai átlagos inflációs várakozás februárban 8,4 százalék volt.

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

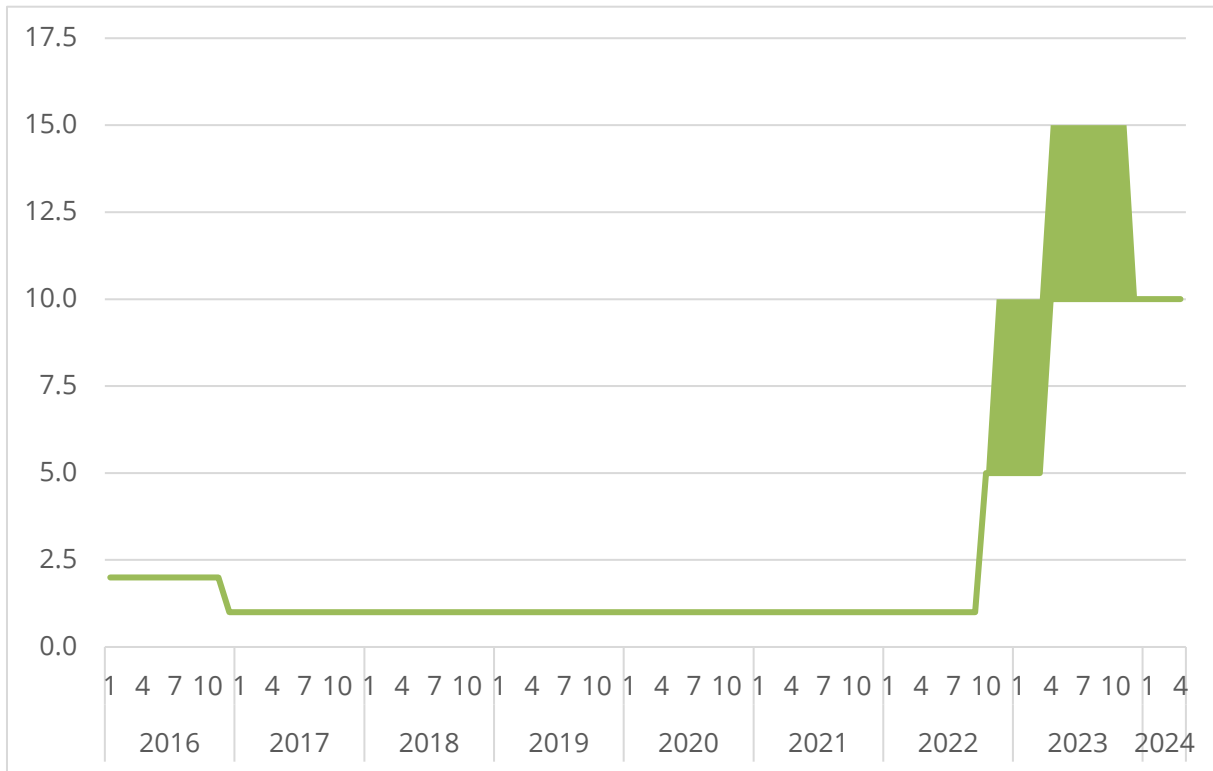


Forrás: MNB, OGRResearch számítás

Az infláció leküzdését célzó monetáris politika valójában már tavaly tavasszal megkezdte lazítását (8. ábra). Az MNB először áprilisban a kamatfolyosó tetejét, majd májusban az egynapos betéti gyorstender kamatlábát csökkentette, ezzel párhuzamosan pedig a HUFONIA is csökkenésnek indult. Az egynapos betéti gyorstender egészen szeptemberig volt az MNB effektív irányadó eszköze, amíg el nem elérte az alapkamat akkori, 13 százalékos szintjét. Ezt követően ezt a monetáris eszközt megszüntették. Tavaly szeptembertől havi szintű, döntően 75 bázispontos kamatvágásokkal csökkenti az MNB az alapkamatot, amely március végére 8,25 százalékra esett.

Ezen felül az MNB a korábbi megemelt kötelező jegybanki tartalékráta sávját (10-15 százalék) idén év elejétől lecsökkentette a sáv alsó limitjére, 10 százalékra (9. ábra). Ez elsősorban technikai igazításnak tekinthető, viszont szintén a jegybank lazítási törekvéseit támogatja.

9. Ábra: Kötelező jegybanki tartalékráta (százalék)



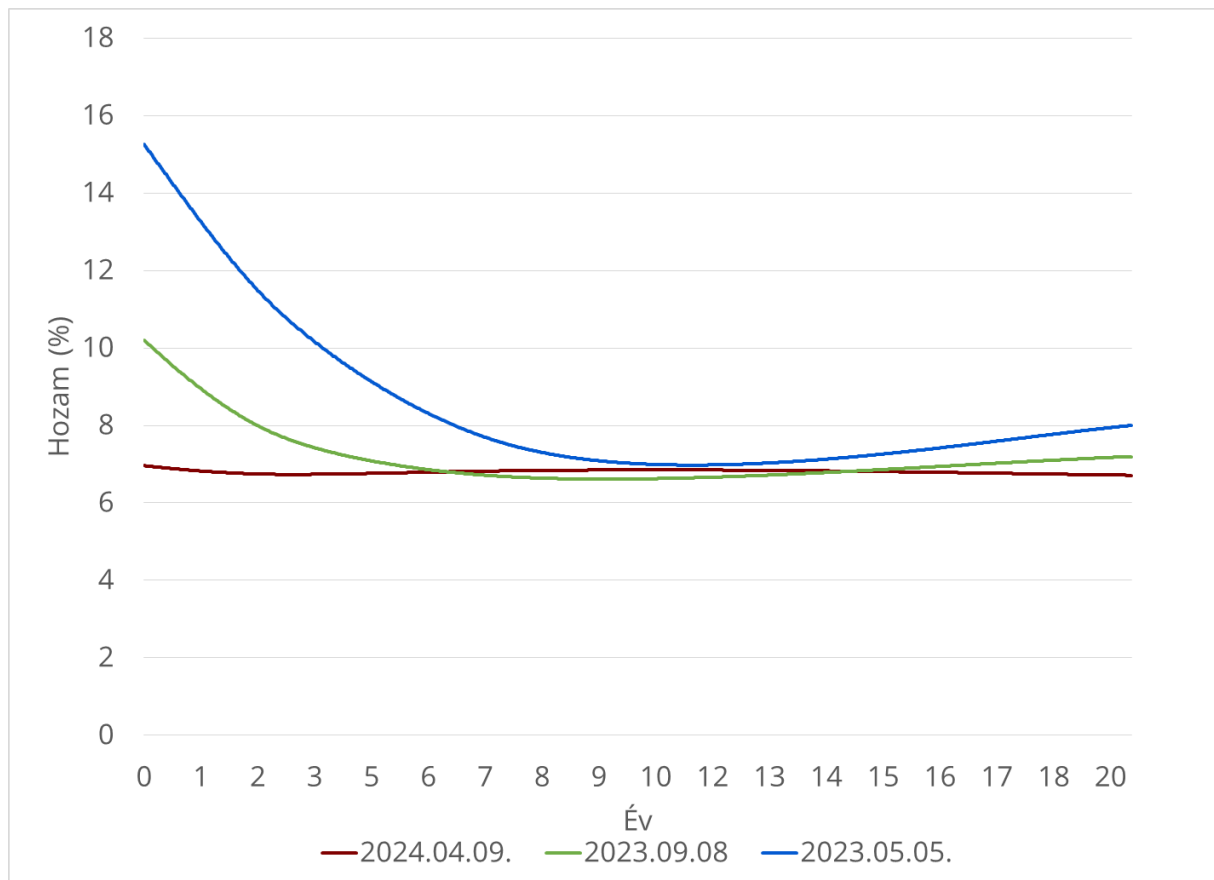
Forrás: MNB, OGRResearch számítás

Régiós összevetésben a jelenlegi 8,25 százalékos alapkamat még mindig magasnak tekinthető⁸, az MNB folytatni kívánja a kamatcsökkentési ciklusát. Ez márcsak azért is indokolt, mivel jelenleg a reálkamat az infláció visszaesése miatt jelentősen pozitív. Azonban várakozásunk szerint a kamatcsökkentés lassabb lesz, mint azt az MNB eddig tette, az év elején megtorpanó dezinfláció miatt. Az MNB kommunikációja szerint 6,5-7 százalékra csökkenthetik az alapkamatot az év közepéig, míg az év végéig 6-6,5 százalékos rátát prognosztizálnak.⁹

⁸ Az alapkamat Csehországban és Lengyelországban 5,75 százalék, Romániában 7 százalék, Szlovákiában 4,5 százalék. Forrás: Trading Economics

⁹ Lásd <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20240326/mnb-uj-szakaszba-lep-a-monetaris-politika-kisebb-kamatcsokkentese-konnek-ezut-an-677073>

10. ábra: Zérókupon hozamgörbe



Forrás: Államadósság Kezelő Központ

A fokozatosan lazító hazai monetáris politika és az egyelőre stabil, de várhatóan a jövőben csökkenő külső kamatok¹⁰ folytán a hozamgörbe rövid vége normalizálódott 7 százalék környékén (10. ábra). A meglehetősen lapos hozamgörbe ugyanakkor azt jelzi, hogy a piac némi további kamatvágás után már nem számít jelentősebb kamatcsökkenésre. A görbe hosszú végén szintén mérséklődtek a hozamok, nagyjából egy-másfél százalékponttal kisebbek az egy évvel korábbi szintnél. Bár ezek a hozamok még mindig magasabbak a historikus átlagnál, jelezve a régiós és országspecifikus kockázatokat és az általánosan magasabb globális kamatkörnyezetet.

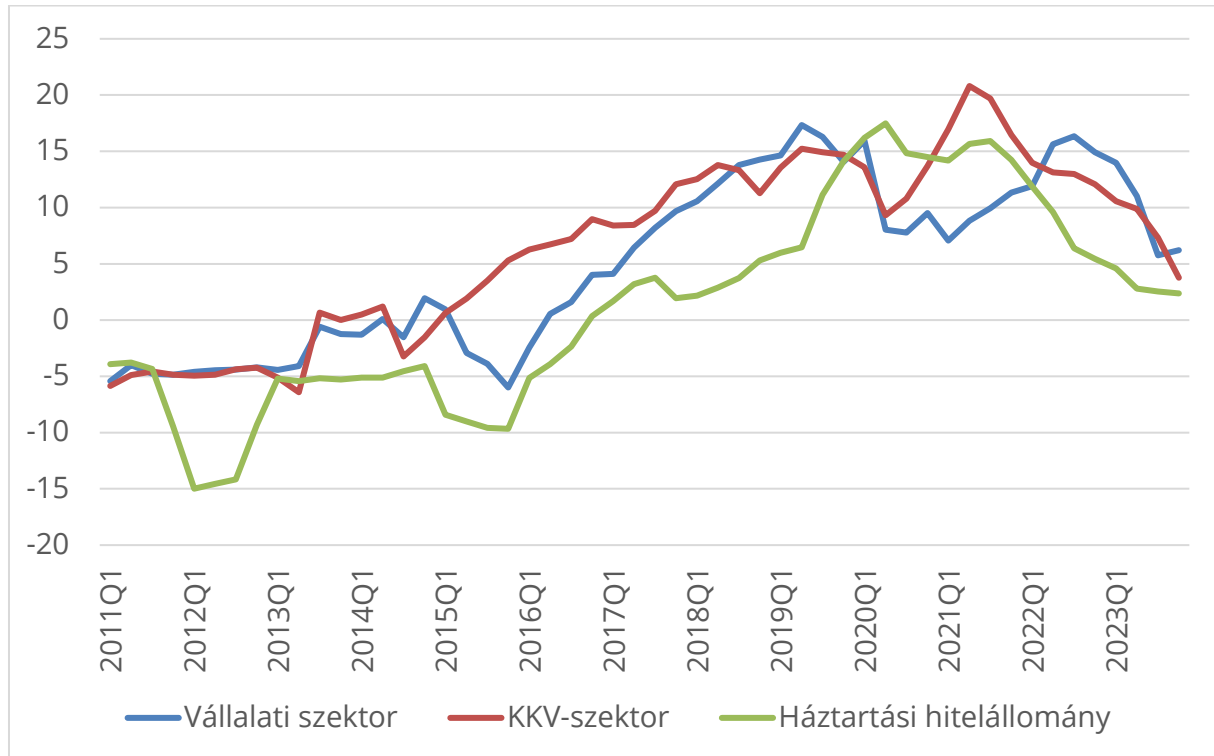
2.1.4 Hitelezés

Az elmúlt időszak lassuló hitelezési trendje folytatódott 2023-ban is (11. ábra). A kis-és középvállalatok (KKV) esetében különösen drámai volt ez az esés, az előző év második felében csupán 6 és 5,6 százalékos volt a teljes hitelállomány növekedése. A háztartások körében is további lassulás volt megfigyelhető, a 2022-es éves átlagos 8,3 százalékos növekedés majdnem a

¹⁰ A FED, az EKB és a Bank of England várhatóan idén júniustól csökkenthet kamatot (lásd részletesebben a 3.1 fejezetben).

harmadára 2,4 százalékra esett tavaly. A hitelállomány reálértelemben vett jelentős csökkenése a reálgazdasági bizonytalanság és a magas kamatok következménye.

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



Forrás: MNB

Az elmúlt időszak gyengélkedésének végét jelentheti azonban, hogy a kereskedelmi bankok a kereslet élénkülését jelezték az év végén a lakáshitelek és fogyasztási hitelek esetében egyaránt. A negyedik negyedévben újonnan szerződött lakáshitelek értéke 21 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest (főként az alacsony bázishatás miatt), a személyi hitelek kibocsátása pedig 43 százalékkal emelkedett. A kamatok és így a forrásköltségek csökkenésével, a hitelfeltételek változatlanásával, továbbá a kedvezményes hitelek körének némi bővítésével¹¹, valamint a Baross Gábor Hitelprogram 200 milliárd forintos keretnövelésével 2024-re a hitelezés további élénkülésére lehet számítani.

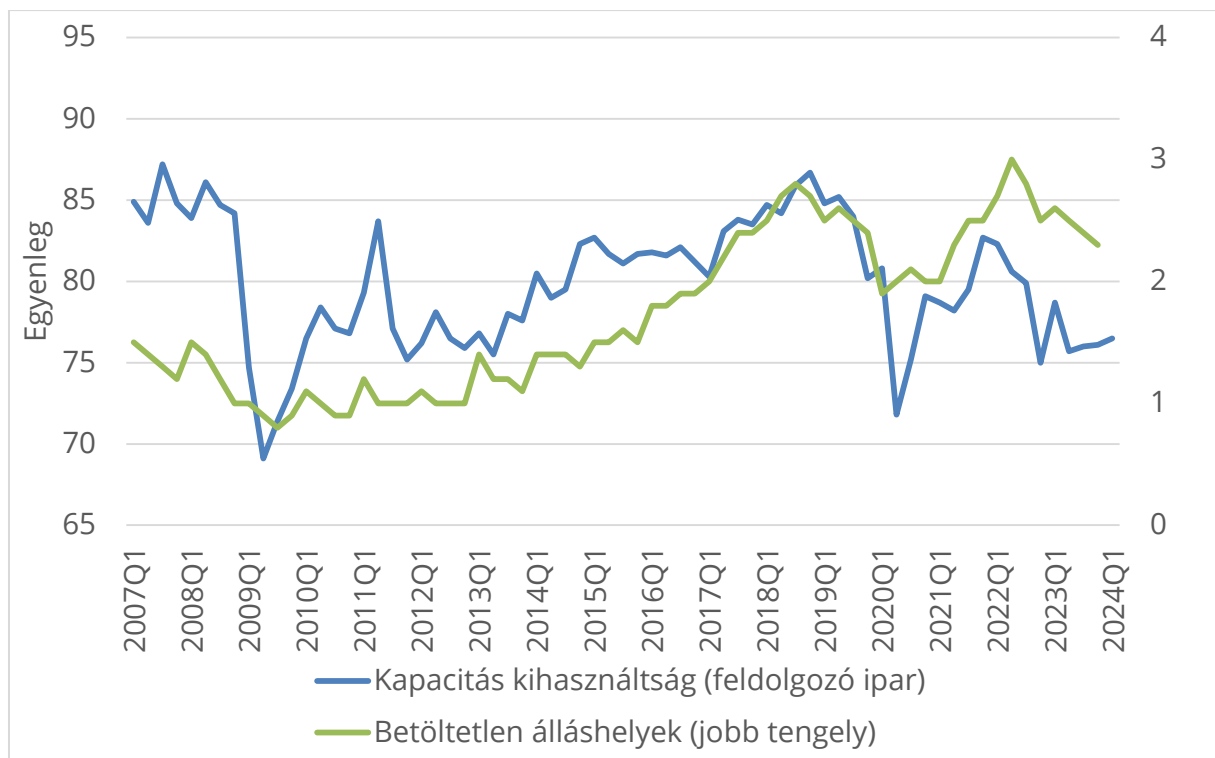
2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete

A tavalyi év során (különösen annak első felében) a kihasználatlan kapacitások szintje tovább nőtt, így a gazdaság jóval a potenciális kibocsátása alatt teljesített, legfőképpen az elapadó lakossági

¹¹ Idén év elejétől indul a CSOK Plusz, megemelkedett a falusi CSOK és a babaváró hitel összege, és a jogosultak köre is bővült.

fogyasztás és a visszaeső beruházások miatt. A 2022 óta lefelé tartó kapacitás-kihasználtsági mutatók is visszaigazolják a ciklikus pozícióról alkotott képünket (12. ábra). Bár a belső felhasználás idén várhatóan fellendülésnek indul a mérséklődő inflációs- és kamatkörnyezetben, a szükségszerű fiskális konszolidáció és a gyengélkedő külső kereslet miatt a ciklikus pozíció csak lassan zárul, a gazdaság teljesítménye továbbra is a potenciális kibocsátási szint alatt alakul az idei évben.

12. ábra: A feldolgozó ipari kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek aránya (százalék)



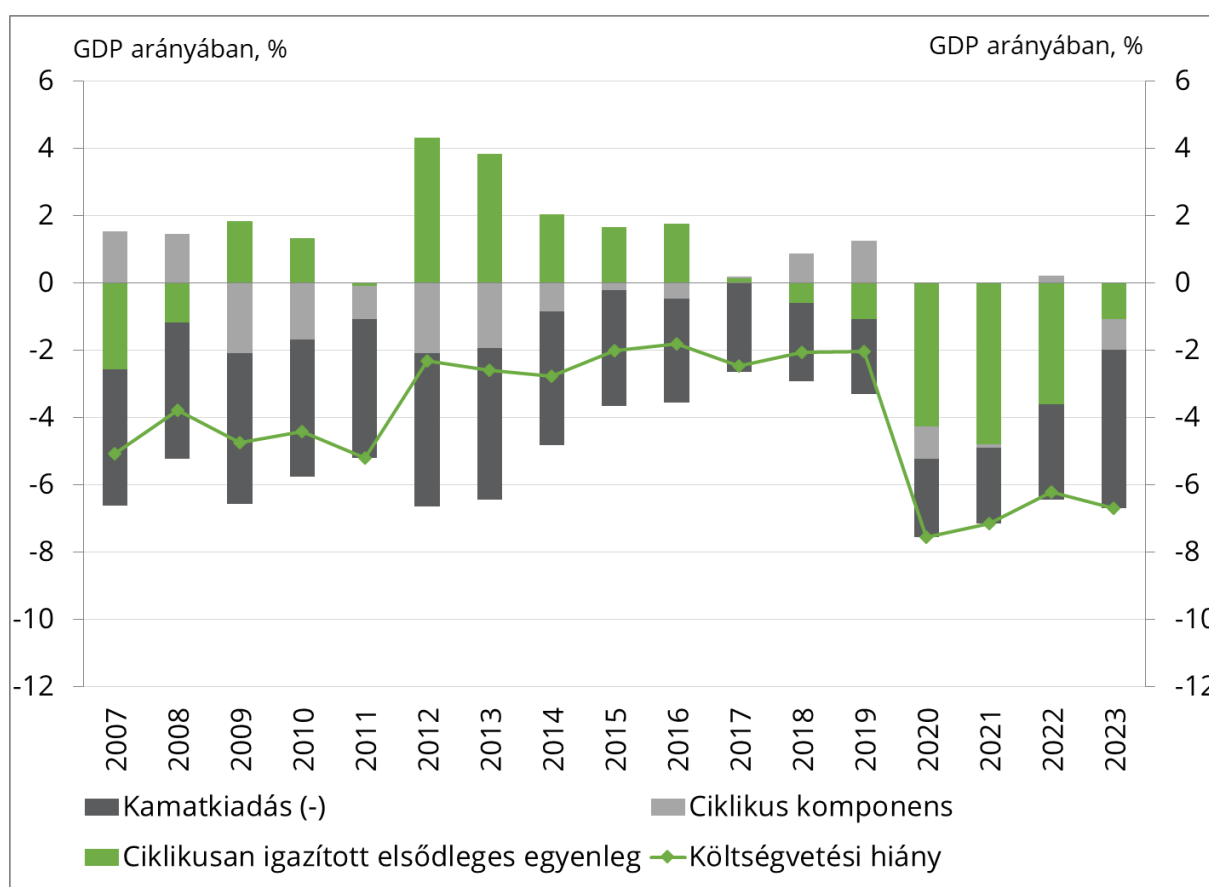
Forrás: Eurostat

2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság

2.2.1 Költségvetési hiány

A költségvetés eredményszemléletű (ESA) hiánya a 2024. áprilisi EDP adatközlés szerint a GDP 6,7 százalékát tette ki 2023-ban, ami 0,5 százalékponttal magasabb az előző évi hiánynál, és jóval elmarad az eredetileg elfogadott 3,5 százalékos, majd a módosított 5,2 százalékos hiánycéltől (13. ábra).

13. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGRResearch számítása

A növekvő hiányhoz becslésünk szerint a GDP mintegy 1 százalékával járult hozzá a gazdaság romló ciklikus helyzete, a fogyasztás visszaesése miatt az adóbevételek jelentősen elmaradtak a tervezettől. Eközben a kamatkiadások drasztikusan, a GDP 4,7 százalékára emelkedtek.

A teljes kormányzati szektor bevétele tavaly a GDP százalékában közel fél százalékkal csökkent a 2022-es évhez képest. A részletes, központi költségvetési teljesítési adatok azt mutatják, hogy számos adónem befizetése elmaradt a várttól, bár a kormány ideiglenes bevételi tételekkel kompenzálni tudta a kieső adóbevételek egy részét. A fogyasztással kapcsolatos adók közel 11

százalékkal maradtak el a módosított tervtől, és a magas infláció ellenére mindössze 4 százalékkal növekedtek a 2022-es évhez képest. Az általános forgalmi adókból származó bevétel mintegy ezer milliárd forinttal volt alacsonyabb a tervezettnél, ami közel a GDP másfél százalékának megfelelő nem várt hiánytöbbletet jelent. Az elmaradó ÁFA-bevételek a fogyasztás visszaesésével magyarázhatóak. A forgalmi adók mellett a jövedéki és a személyi jövedelemadók is valamivel a vártnál gyengébben alakultak. A tavalyi évi költségvetést még mindig támogatták a vállalatokra kivetett különadók (az úgynevezett extraprofit-adók). 2023-ban a GDP 2,2 százalékának megfelelő adóbevétel származott a kivetett különadókból és a kiskereskedelmi adóemelésből. Ez az összeg nagyobb volt, mint a 2022-es különadók bevétele, azonban elmaradt a költségvetésben tervezett 2,5 százalékos GDP-arányos bevételtől, mivel a globális nyersanyagárak mérséklődése miatt a vártnál kevesebb befizetés érkezett az energiaszektortól. Tehát a különadók tétele is tovább növelte a hiányt az előirányzott tervhez képest. A bevételt a vártnál jóval nagyobb mértékben támogatták viszont a költségvetési szervek bevételei (GDP több mint egy százalékának megfelelő többletbevétel a tervezetthez képest), amelyet azonban a kiadás oldalon is nagyobb költség kompenzált, így nettó értelemben a költségvetési szervek kiadásai növelték a hiányt. Emellett az MVM által kifizetett egyszeri osztalékfizetés (GDP 0,4 százaléka) is támogatta a költségvetést. Az uniós támogatások a decemberi jelentős, közel ezermilliárd forintos kifizetésnek köszönhetően az egész évet tekintve a költségvetési tervek szerint alakult, a GDP 3 százalékának megfelelő uniós pénz érkezett hozzánk, ami közel egy százalékponttal volt magasabb a 2022-es GDP-arányos számnál.

A teljes kormányzati szektor kiadása a GDP 0,2 százalékával magasabban alakult a 2022-es évhez képest, és meghaladta a módosított költségvetési tervben megfogalmazott célértéket. A központi költségvetés teljesítési adatai azt mutatják, hogy a költségvetési szervek kiadásai a terv fölött alakultak a GDP 2,8 százalékával, csakúgy, mint a kamatkidadások, melyet a tervben megfogalmazottaknál GDP 0,5 százalékával lettek nagyobbak és a nyugdíjkiadások, ahol a GDP 0,3 százalékának megfelelő volt az extrakiadás. A költségvetési intézmények kiadásának a tervet meghaladó növekedése azt mutatja, hogy az előirányzott, nettó értelemben a GDP közel 2 százalékát kitevő, nominálisan 35 százalékos kiadáscsökkenést az állami intézmények nem tudták tartani, a vártnál magasabb inflációs környezetben a működési kiadásaik növekedtek. Így a kormányzati szervek nettó kiadásai csupán a GDP 0,5 százalékával tudtak csökkenni. Érdemes megjegyezni, hogy a rezsivédelemre fordított kiadások számításaink szerint a tervezettnél a GDP több mint 0,5 százalékával alacsonyabbak voltak, így a 2022-es értékhez közel azonos mértékben, a GDP 2,5 százalékával terhelték a költségvetést.¹² A tervezettnél kisebb volt az uniós beruházások mértéke is, a GDP 1,5 százalékával.

¹² A Rezsivédelmi Alap kiadási oldalát az év közben átcsoportosították, az ott szereplő tételek többek között az Energiaügyi Minisztérium és az önkormányzatok támogatásaként jelennek meg. Így a pontos ráfordítás összegének kiszámítása meglehetően nehéz.

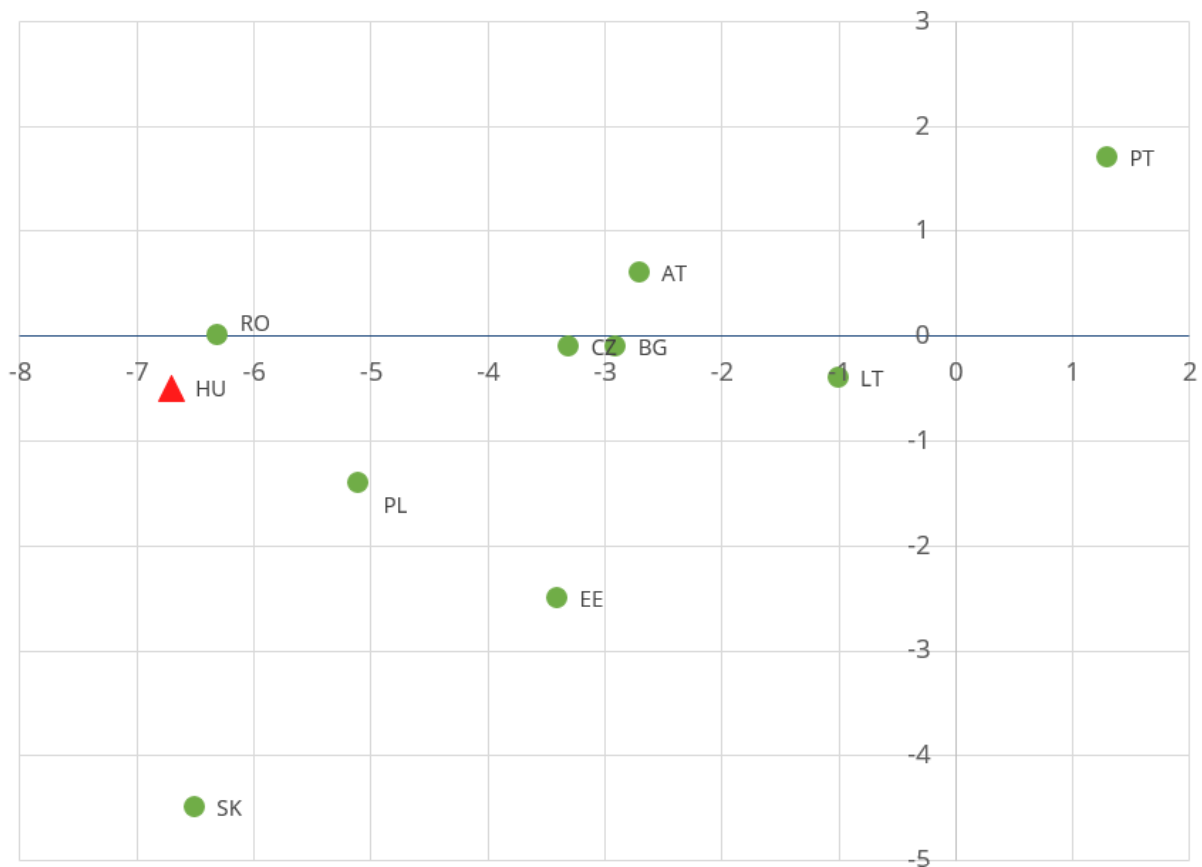
Az áprilisi EDP jelentés szerint a kamatkiadás jóval magasabban alakult a 2022-es szintnél, a GDP közel két százalékkal többet, a GDP 4,7 százalékát kellett az államadósság kamataira költeni. Ennek valamelyest ellentmondó adatot találunk a központi költségvetés teljesítési adataiban, amely szerint a GDP 3,7 százalékát tették ki a kamatkifizetések. Ez az érték a központi költségvetési tervben előirányozottnál 0,4 százalékponttal nagyobb. Historikusan a központi költségvetésben szereplő kamatkiadás és az EDP jelentésben szereplő konszolidált kamatkiadás hasonlóan mozgott, a tavalyi év különbsége kiugró, a központi költségvetésen kívüli szervek kamatkifizetéséről árulkodik, bár részletesebb adatközlés nélkül a különbség pontos forrása nehezen azonosítható.

Összességében 2023-ban számos költségvetési tétel a tervezettől eltérően alakult, és a változások eredőjeként a hiánycélt nem sikerült tartani. A kormányzat átmeneti bevételekkel és az érvényben lévő extraprofitadókkal igyekezte kompenzálni az általános fogalmi adókból származó drasztikus bevételkiesést, a magasabb kamatkiadást és az infláció miatt növekvő kormányzati kiadásokat. A kiadási oldalon a vártnál kisebb rezsitámogatás és a tervezettnél alacsonyabb uniós beruházások fogták vissza a költségeket.

Fontos megjegyezni, hogy a rendelkezésünkre álló régiós adatok szerint tavaly ismét a magyar költségvetési hiány volt a legmagasabb (14. ábra). A költségvetési egyensúly romlása is rosszabb az átlagnál, bár itt érdemes megemlíteni, hogy voltak olyan országok, ahol hazánknál is nagyobb mértékben romlottak a fiskális egyensúlyi hiánymutatók.

Elmondható tehát, hogy a tavalyi évben sem tért vissza a költségvetési egyenleg a koronavírus-járványt megelőző években megszokott alacsony deficithez: ugyan a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg javult, de a romló konjunkturális helyzet és a rendkívül magas kamatkifizetések miatt a tavalyi év is kiugróan gyenge volt költségvetési szempontból. A magyar kormány nem tudta érdemben csökkenteni a teljes deficitet, a hiány még mindig jelentősen meghaladta az EU által rögzített 3 százalékos GDP-arányos célt (14. ábra).

14. ábra: Költségvetési egyenlegjavulás (függőleges tengely, százalék) és egyenleg (vízszintes tengely, GDP százaléka) az EU egyes országaiban

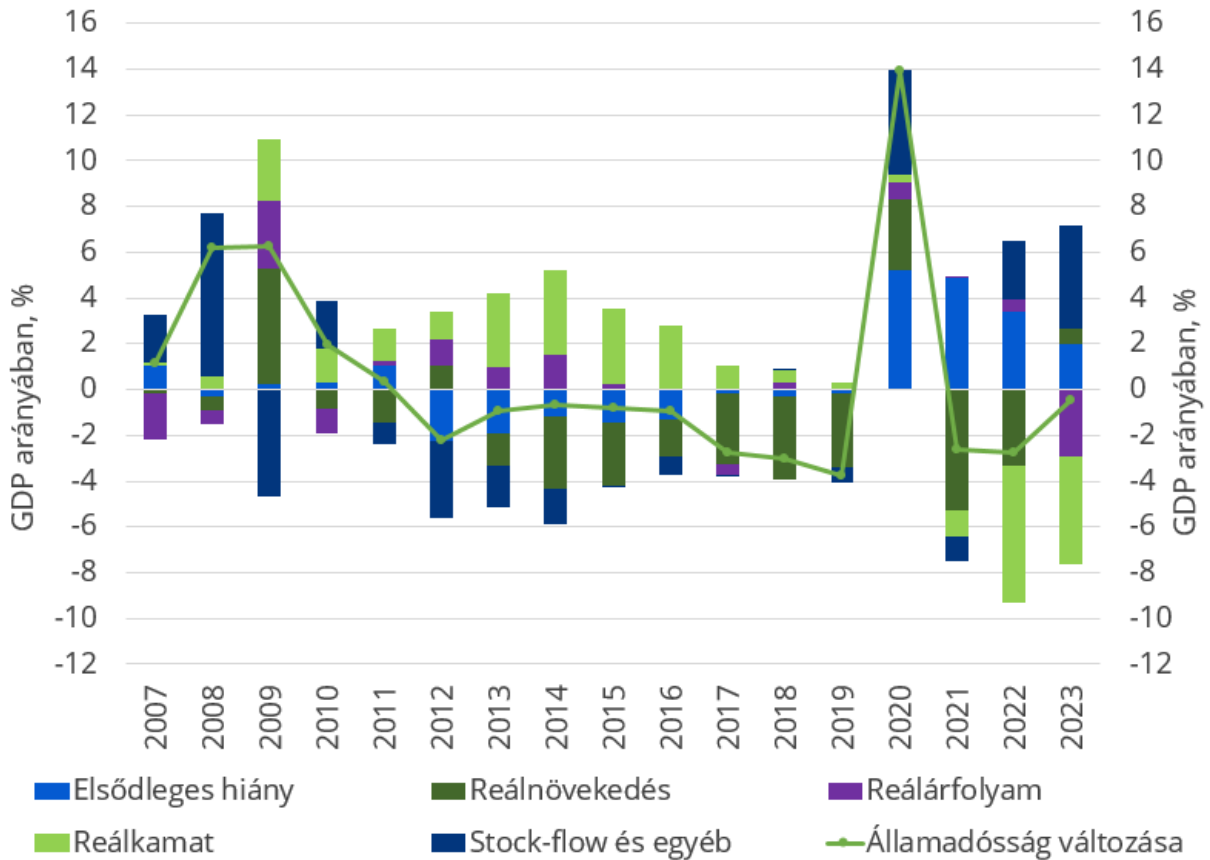


Forrás: KSH, Egyes országok helyi statisztikai hivatalai, OGREsearch számítás

2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői

A 2020-as jelentős megugrás után 2021-ben és 2022-ben is meredeken csökkent az államadósság rátája, de ez a gyorsan csökkenő trend 2023-ban lassult. A bruttó államadósság GDP-arányos értéke csupán 0,5 százalékponttal, 73,5 százalékra csökkent. Az adósság mérséklődéséhez az emelkedő infláció és az ebből fakadó csökkenő reálkamatteher és erősödő reálárfolyam járult hozzá a legnagyobb mértékben (15. ábra). A költségvetés elsődleges egyenlege eközben a GDP 2 százalékaival emelte az adósságrátát, miközben a reálgazdasági visszaesés 0,7 százalékkal növelte az adósságot. A járvány alatti időszakhoz és a 2022-es évhez hasonlóan a kormány 2023-ban is növelte finanszírozási tartalékait és egyéb adósságfelhalmozását (többek között a Vodafone felvásárlásával).

15. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója



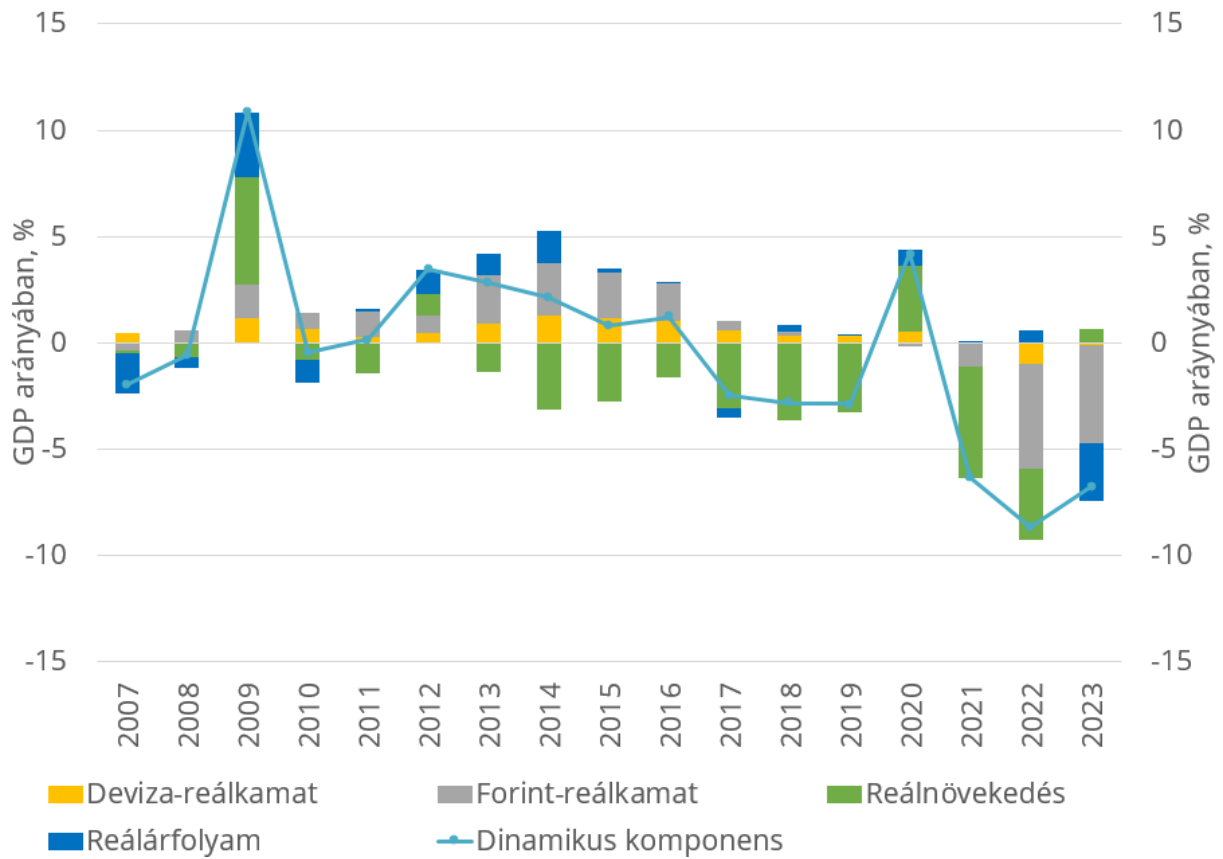
Forrás: KSH, OGRsearch számítás

Megjegyzés: A dekompozíció során az implicit forint-reálkamatot és a reálárfolyam változást a GDP-deflátor alapján számítottuk. A kamatkifizetés devizafelbontásának 2023-as adata nem elérhető, így a kamattehet szétbontása szakértői becslésen alapszik.

A korábbi évekhez hasonlóan tavaly is a dinamikus komponens elemei, azaz a múltban felhalmozott adósságon keresztül ható tényezők segítették leginkább az adósságráta csökkenését. Ez a tavalyi évben elsősorban a magas infláció miatt csökkenő reálkamat és erősödő reálárfolyam hatáson keresztül jelent meg (16. ábra). A nominális kamatok ugyan kifejezetten drámaian emelkedtek, de éves szinten (főleg az év első felében) nem tudták kompenzálni a magas inflációt, az adósság fokozatos átárázódása¹³ következtében ugyanis a fennálló adósságra fizetett deviza- és forintkamatok csak késéssel követik a piaci hozamok emelkedését. Így mind a devizában, mind a forintban teljesített reálkamat-kiadások csökkentek. Ez a helyzet azonban az idei évben várhatóan megfordul, hiszen az egyes adósságelemek lejáratával és újrakibocsátásával az adósság átárázódik. Márpedig a tartósan magasabb hozamkörnyezet és a folyamatosan csökkenő infláció magasabb reálkamat szintet és reálárfolyamhatást vetít előre idénre.

¹³ Az államadósság átlagos hátralévő futamideje 2023-ben a tavalyi évhez hasonló szinten alakult (6 év).

16. ábra: A dinamikus* komponens



Forrás: KSH, OGResearch számítás

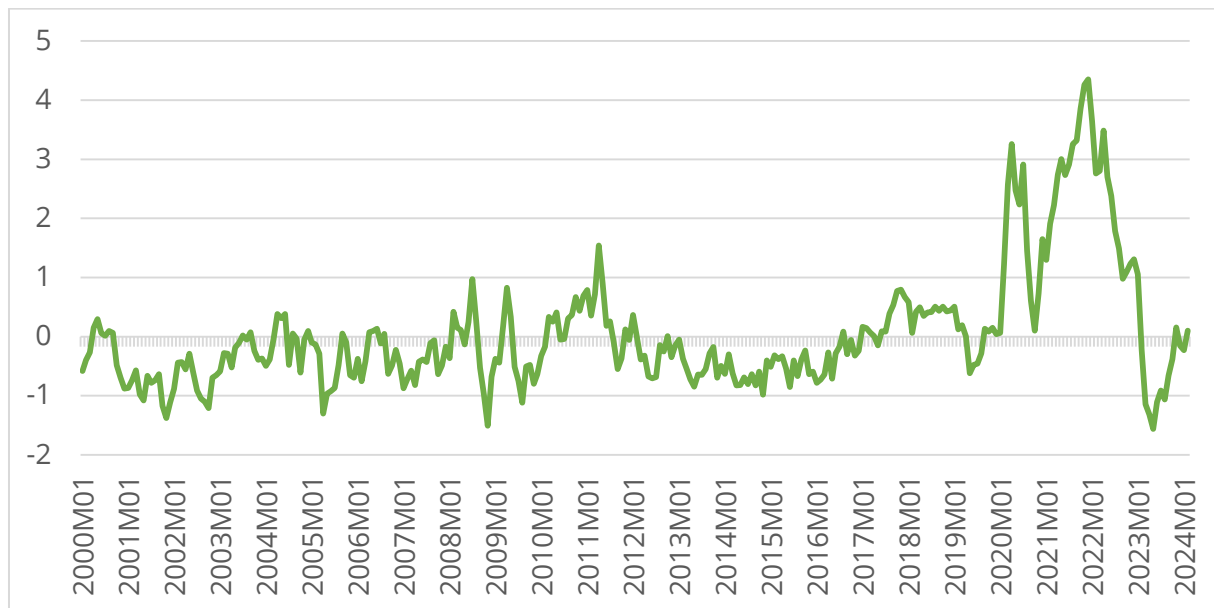
*A dinamikus komponens azt mutatja meg, hogy a makrogazdasági tényezők (a reáلكamat, a reálárfolyam és a reálnövekedés) a múltban felhalmozott adósságon keresztül milyen hatást gyakorolnak az adósságdinamikára.

3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk

3.1 Meghatározó nemzetközi trendek

A világgazdasági növekedés 2,6 százalékot ért el a tavalyi évben, a globális kibocsátás így harmadik éve lassul. A tavalyi lassulás legfőbb oka világszerte a megugró infláció, illetve az annak letörésére szolgáló szigorú monetáris politika és magas kamatok. A fogyasztás és a beruházás is egyaránt megcsappant. Habár az inflációt több országban is a vártnál gyorsabban sikerült visszaszorítani, a monetáris lazítás és a gazdasági teljesítmény felpörgése a korábbinál lassabb folyamat lesz, ami az idei év növekedésére is rányomja majd a bélyegét. Bár a logisztikai-szállítmányozási problémák és a globális ellátási láncok akadozása meredeken javult a koronavírus járvány kikutásával, a globális értékláncok töredezettségét mutató GSCPI index meglehetősen volatilis maradt, a gyakori lokális geopolitikai konfliktusok és éghajlati anomáliák¹⁴ miatt (17. ábra). Habár az orosz-ukrán háborúhoz hasonló horderejű konfliktus nem történt az elmúlt években, azonban a Közel-Keleten kiújult háborúk, vagy az elhúzó ellenséges viszonyok a Távol-Keleten (Kína-Tajvan) jelentős kockázatokat rejtenek.

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



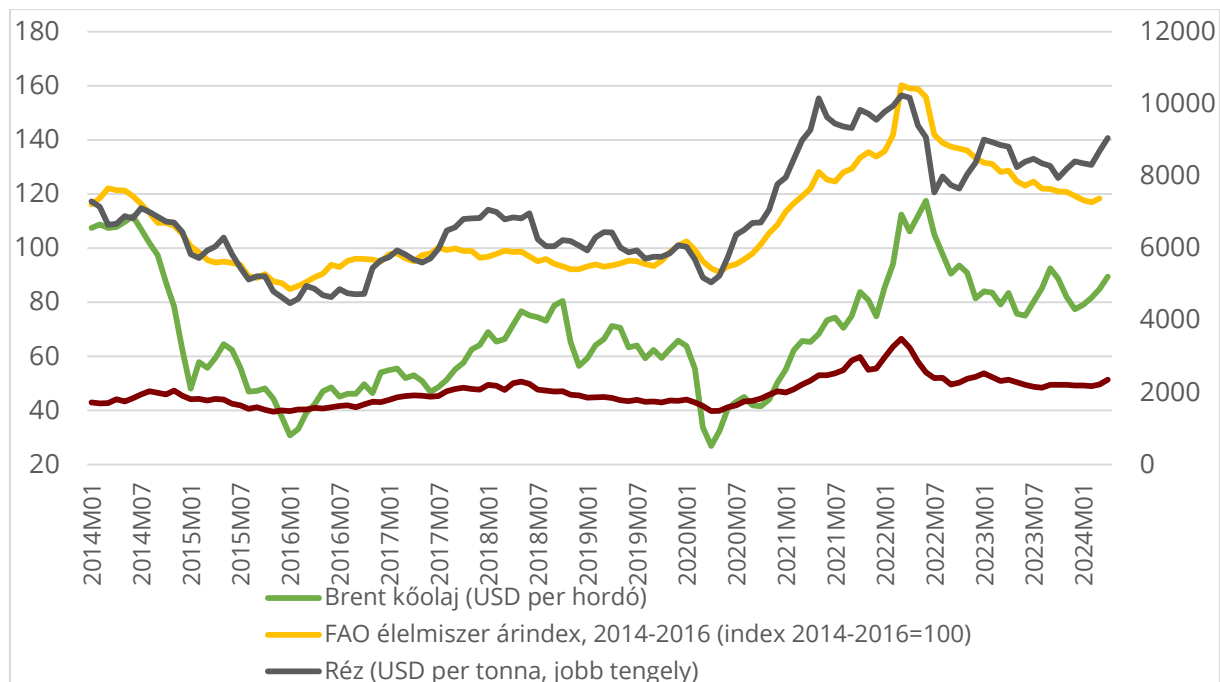
Forrás: FED

¹⁴A világkereskedelemben komoly ellátási zavarokat okoznak többek között az október óta tartó vörös-tengeri kereskedelmi utak mentén előforduló támadások, illetve a Panama-csatornán az esőzések hiányában kialakuló aszály. Előbbinél év/év alapon 50, utóbbinál 32 százalékkal esett a kereskedelem volumene az idei év első két hónapjában. A szélsőséges időjárás a mezőgazdasági nyersanyagok árát is jelentősen befolyásolja. Forrás: IMF Blog, <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2024/03/07/Red-Sea-Attacks-Disrupt-Global-Trade>

A globális nyersanyagárak inflációja a 2022-es kiugróan magas szintjükről még a tavalyi év során visszaeszkedtek a háborút megelőző szintre, és többnyire stabilak maradtak (18. ábra). Ez vélekedésünk szerint azt jelenti, hogy a nyersanyagárak az új normális szintjükre estek, ez a szint jóval magasabb a koronavírus járvány előtti árszintnél, de alacsonyabb a háború kirobbanása utáninál. A kőolaj hordónkénti ára másfél éve átlagosan 82 dollár körül mozog, ami 30 százalékkal nagyobb, mint a 2019-es átlagár. Míg a réz ára 8500, az alumíniumé pedig 2200 dollár/tonna környékén ingadozik, az előbbi 42 százalékkal, utóbbi pedig 26 százalékkal magasabb, mint a 2019-es átlagár. FAO ételindexe pedig a 2022 eleji csúcs óta csökkent, viszont az elmúlt másfél év átlaga így is 30 százalékkal magasabb szinten volt a 2019-es átlagnál.

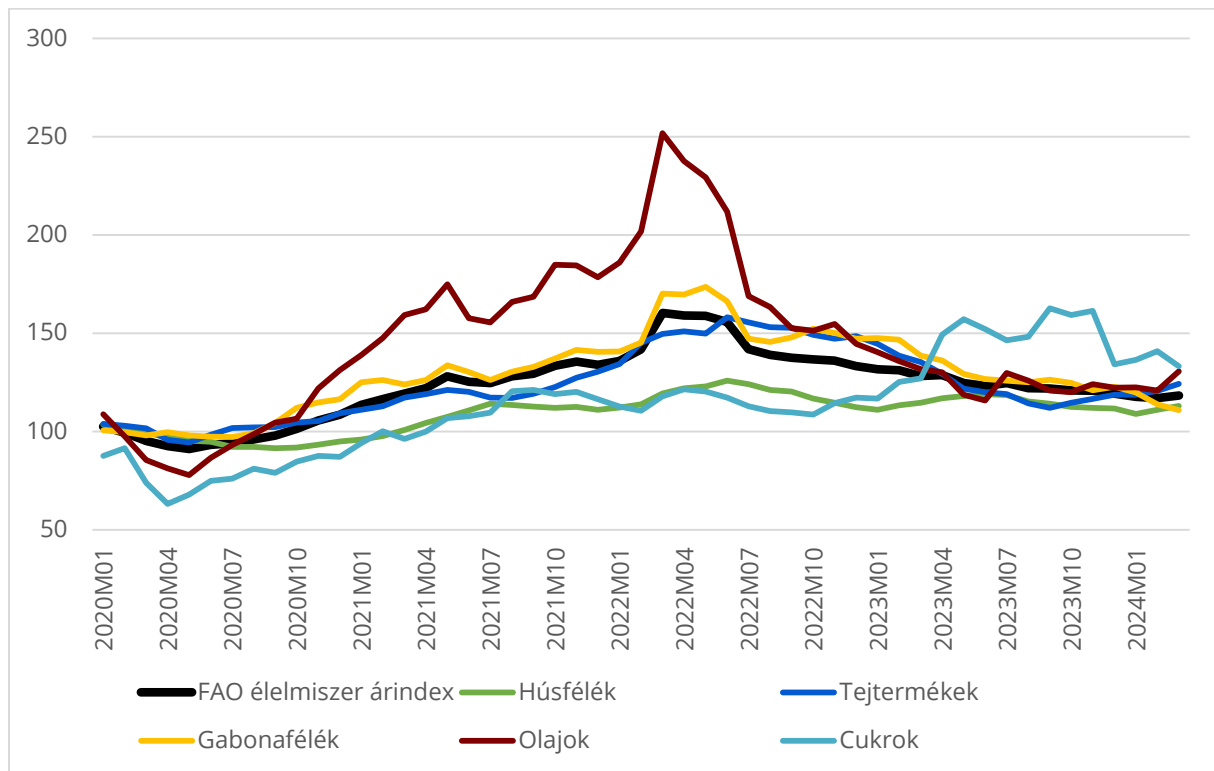
Az eddigi árstabilitást kissé megszakítva indult az idei év, a kőolaj, a réz, az alumínium és az ételindex árindexe is némiképpen növekedett. A kőolaj esetében ez leginkább az OPEC év eleji termelésekorlátozására, a megnövekedett keresletre, az ellátási problémákra és a továbbra is feszült közel-keleti helyzetre vezethető vissza, míg a réz esetében leginkább a fellendülő kereslet az áremelkedés motorja. A FAO ételindexének növekedése is főleg az egyes termékek (nagyreszt növényi olajok) iránt növekvő kereslet eredménye, bár valamelyest a termés is elmaradt a várttól. Várakozásunk szerint a nyersanyagárak rövidtávú áremelkedése ideiglenes lesz, az idei évben relatív stabil nyersanyagárat prognosztizálunk, viszont az elmúlt hónapok történései jól szemléltetik, hogy a globális bizonytalanságok miatt további világszerte árcsökkenésre ezen termékek esetében nem számítunk.

18. ábra: A világszerte nyersanyagárak alakulása



Forrás: Refinitiv, FAO

19. ábra: FAO Élelmiszer árindex és részletei (2019 = 100)

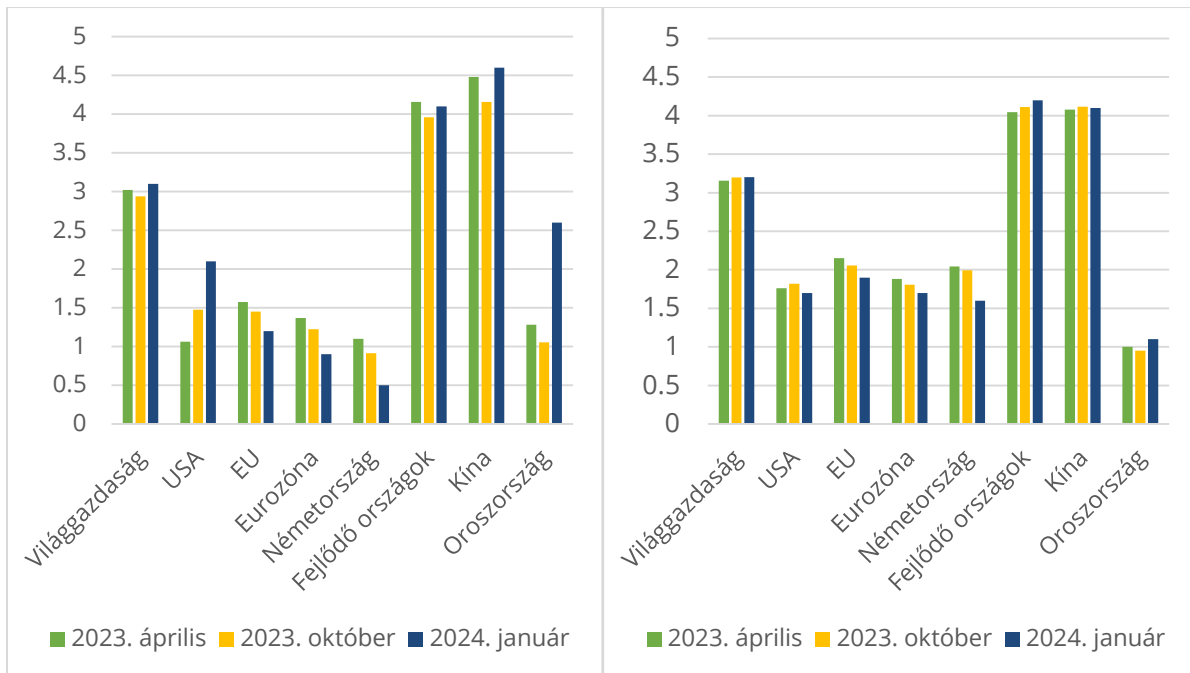


Forrás: Refinitiv, FAO

A borús kereskedelmi kilátások a gazdasági növekedésen is rontanak. A legtöbb országban a szigorú monetáris politika a rendkívüli tavalyi infláció és annak továbbgyűrűző hatása miatt csak lassan enyhül, a növekedési mutatók még mindig vérszegények. Bár érdemes megjegyezni, hogy a fellendülés országok között meglehetősen szóródik. A globálisnál tavaly kisebb növekedést produkált az Egyesült Államok (2,5 százalék), ez azonban még mindig messze felülmúlja Japánt (1,9 százalék) és az EU-t (0,6 százalék) és a rendkívül gyenge Németországot (-0,3 százalék). Ezzel szemben fejlődő gazdaságok, döntően Ázsiában tavaly is robusztusabban növekednek (Kína: 5,2 százalék, India: 6,7 százalék), de a lényegében hadigazdaságra átálló Oroszország is messze a várakozások felett teljesített (3 százalék).

A globális növekedési előrejelzések az idei évre enyhe javulást várnak. Mindenképpen beszédes azonban a növekedési számok előrejelzését és azok revízióját vizsgálva a 20. ábra, amely szerint, míg a világgazdaság és a fejlődő országok idei növekedését összességében nem érte nagy módosítás, addig az Egyesült Államokat felfelé (1 százalékponttal), az EU és különösen Németország növekedését pedig jelentősen lefelé revideálták. A 2025-ös növekedési előrejelzések egyelőre nem változtak számottevő mértékben, habár az EU és Németország esetében konzisztensen csökkentette őket az IMF, jól szemléltetve, hogy az európai gazdasági kilábalás a vártnál nehezebbnek mutatkozik. Az európai növekedés szintje is sokatmondó, mely szerint még 2025-ben sem várható két százaléknál nagyobb gazdasági visszapattnás a régióban.

20. ábra: A különböző IMF WEO¹⁵ előrejelzések gazdasági növekedés becslései a 2024-es (bal panel) és 2025-ös (jobb panel) évre (év/év, százalék)



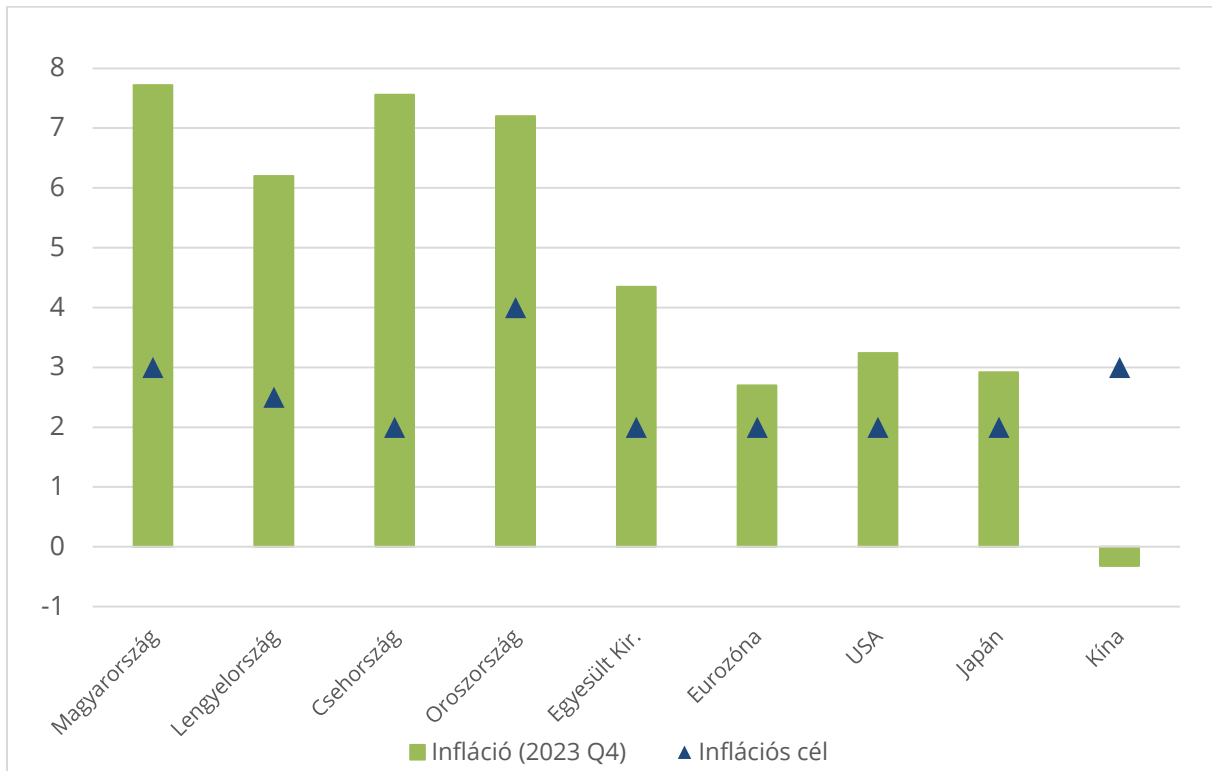
Forrás: IMF

A fejlett országok gazdaságait eddig jelentős mértékben a tartósan szigorú monetáris politika fogta vissza. A FED (5,5 százalék), az EKB (4,5 százalék) és a Bank of England (5,25 százalék) egyaránt historikusan magas értéken tartja az alapkamatot a tavalyi év második fele óta. Habár a tartósan magas kamatok megdrágítják a hiteleket és így visszafogják a fogyasztást és a beruházásokat is, aláásva ezzel a növekedést, a jegybankok eltökéltek abban, hogy kamatcsökkentési periódus csak az infláció visszaszorítása után következhet be. Márpedig a legtöbb régióban (különösen Közép-Európában) az infláció még mindig az adott jegybank célértéke felett mozog (21. ábra), amely így megnehezíti monetáris lazítás folyamatát. A piacok és elemzői becslésünk alapján azonban a jegybanki kommunikációkból arra lehet következtetni, hogy az idei év második felében a nagyobb jegybankok elkezdik a kamatcsökkentést.

A kamatok csökkentése ugyan támogatni fogja a gazdasági növekedést, azonban a drámai gyors növekedés várakozásunk szerint elmarad, főleg a fiskális konszolidációk szükségessége miatt. Ugyanis a világjárvány és (főleg Európában) az elmúlt években tapasztalt nagymértékű állami költségek miatt az államadósságok nőttek, amelyek visszavágása különösen fontos lehet az esetleges jövőbeni sokkok (például ellátási zavarok vagy energiaár-robbanások) elhárításában.

¹⁵ IMF WEO: World Economic Outlook előrejelzések, lásd: <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>

21. ábra: Az év/év infláció alakulása 2023 negyedik negyedében és az inflációs célok



Forrás: OECD, FRED, OGRResearch számítás

Az Európai Unió gazdasága több okból kifolyólag is különösen nehéz helyzetben van. Egyrészt, a régió legnagyobb gazdasága, Németország recesszióba került, a kilábalása pedig a széleskörű strukturális problémák miatt (költséges energiaátmenet, munkaerőhiány, technológiai innováció hiánya és növekvő globális autóiipari verseny) várhatóan lassú lesz.¹⁶ A német gazdaság gyengélkedése visszafogja a velük szoros külkereskedelmi kapcsolatban álló országokat, például Magyarországot is. Másrészt az infláció ragadóságának egyik fő oka a munkaerőpiac tartós, strukturális feszessége, az emiatt kialakuló tartós bérnyomás és a reálbérek folyamatos korrekciója. Az Európai Központi Bank szerint a bértárgyalások és korrekciók, valamint a már megtörtént béremelések inflatorikus hatásai 2024 második feléig várhatóan nem is enyhülnek.¹⁷

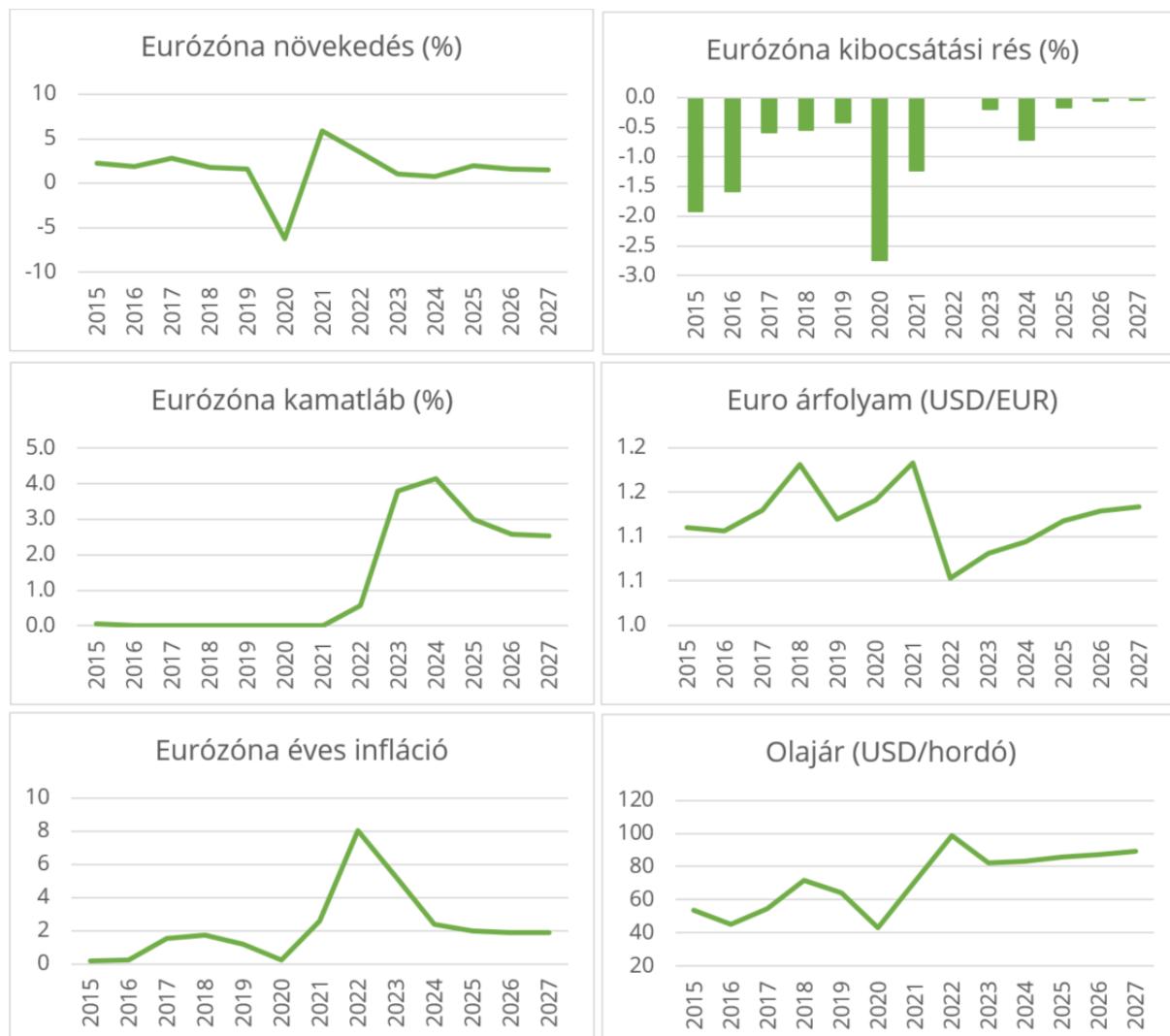
¹⁶A Költségvetési Tanácsnak készült 2023. októberi elemzésünkben részletesebben foglalkozunk Németország strukturális nehézségeivel.

¹⁷Lásd: Reuters. <https://www.reuters.com/markets/europe/ecb-faces-bumpy-road-low-inflation-wages-rise-2024-01-18/>

3.2 Külső feltevések

Az előrejelzés alapjául szolgáló modellben a globális költségsokkokat az olajár, a magyar gazdaság számára releváns exportpiacokat az Eurózána testesíti meg, az ezekkel kapcsolatos feltevéseinket a következő ábra foglalja össze. (22. ábra)

22. ábra: Az alappálya külső feltevései



Forrás: OGREsearch számítás

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

Az Eurózána növekedési kilátásai továbbra is visszafogottak. Ahogy azt az előző fejezetben is részleteztük, a régióra vonatkozó becslések folyamatosan romlottak az előző előrejelzésünkhöz képest. 2024-re az euróövezetben mindössze a GDP 0,8 százalékos növekedését várjuk, ezzel a fejlett gazdaságok közül ezen régió növekedési kilátásai a leggyengébbek. Az erőtlen teljesítmény háttérében a visszafogott fogyasztási kilátások húzódnak, itt csak az év második felében várható fellendülés, a tervezett lazuló monetáris politikával összhangban. A régió kiemelkedően fontos

kereskedelmi partnerének, Kínának a keresletében is csak elnyújtva, az év második felében várható élénkülés. Ennek következtében az idei évre becslésünk szerint továbbra is negatív irányba nyílik az eurózóna kibocsátási rése, vagyis a kereslet még jobban elmarad a potenciális kibocsátástól. Mindeközben az euróövezet strukturális problémái, többek között az ázsiai és az orosz kivettség, valamint a demográfiai nehézségek fennmaradnak. Ezen nehézségek leginkább hazánk fő kereskedelmi partnerét, Németországot érintik, de a teljes euróövezetben is mérsékelt középtávú növekedési kilátásokat eredményeznek. Ennek következtében előrejelzésünk szerint átlagosan a GDP másfél százalékos növekedése várható évente 2026-2027-ben.

Az olajár tavalyi korrekciója után további csökkenésre nem számítunk. Sőt, az előrejelzési horizonton az árak mérsékelt emelkedését várjuk, a növekvő geopolitikai kockázatok miatt. Az infláció jelentősen csökkent az Eurózónában a továbbra is szigorú monetáris kondícióknak és a normalizálódó világpiaci élelmiszer- és energiaáraknak köszönhetően. Azonban a szolgáltató szektorban mért infláció még mindig a jegybanki cél felett mozog és ragadósnak bizonyul. Így előrejelzésünk szerint a régió inflációja csak 2025 első felében tér majd vissza az EKB 2 százalékos céljára.

A dezinfláció megindulásával és a vérszegény gazdasági teljesítmény miatt az EKB várakozásunk szerint az év közepétől kezdve megindítja a kamatcsökkentő ciklusát. Mivel a monetáris lazítás megfontoltabb lesz, mint az USA-ban, az euró erősödésére számítunk a dollárhoz képest.

3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok¹⁸

2024-ben a magyar gazdasági teljesítmény javulásnak indul. A gazdasági kilábalást főleg hazai tényezők hajtják, miközben a háború következtében hangsúlyossá vált strukturális problémák miatt fő kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye és ezáltal a külső keresleti kilátásaink továbbra is kedvezőtlenek maradnak.

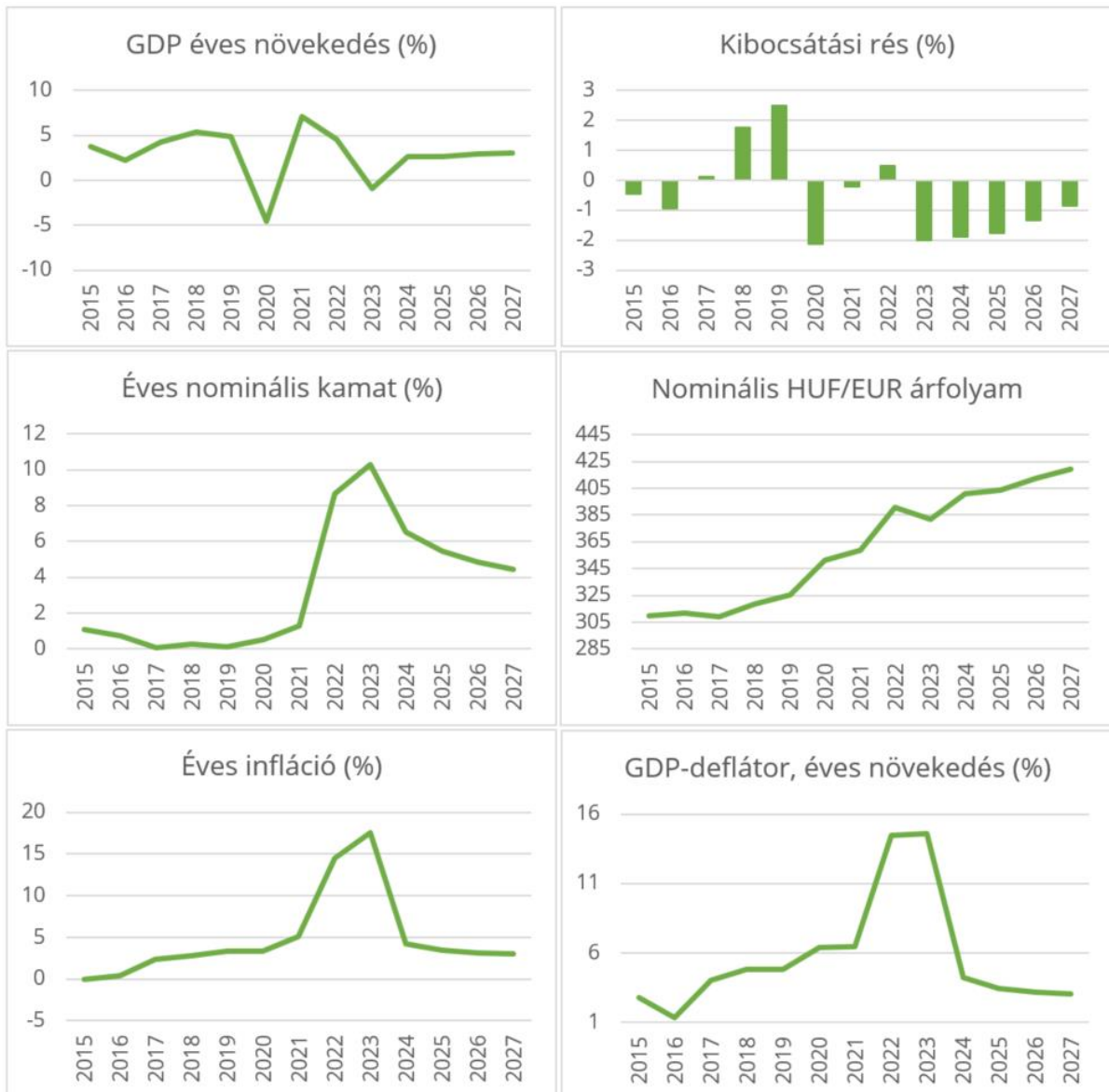
Az idei évben a szigorú monetáris politika várakozásunk szerint enyhülni fog. Azonban a mérséklődő infláció és a lassuló kamatcsökkentési ciklus miatt a reálkamatok még mindig historikusan magasán maradnak, így nem várható gyors fellendülés a hitelezésben. Mindeközben a fiskális politikában további szigorítás várható, előrejelzésünk szerint a kormánynak nem marad tere a fiskális élénkítésre. Ugyan a tervezettnél nagyobb költségvetési hiánnyal számolunk, mivel a kamatköltségek az idei évben is kiugróan magasak lesznek, az elsődleges hiány némi csökkentése elengedhetetlen lesz.

A hazai fellendülést várakozásunk szerint az év első felében a fogyasztás fogja leginkább támogatni. A mérséklődő infláció és a korrigáló bérek a reálbér és a belső kereslet élénküléséhez vezetnek. Az év második részében várakozásunk szerint a beruházás is magára talál, a fogyasztás fellendülése segíteni fogja az üzleti bizalom javulását, csakúgy, mint a lazuló monetáris politika, illetve a tavalyi év végén beérkezett uniós támogatások. Az ipari nagyberuházások valamelyest ellensúlyozni tudják majd a továbbra is gyengélkedő klasszikus ipari (autóipari) beruházásokat, bár az érkező nagyberuházások növekedési hatásával kapcsolatban konzervatívak vagyunk, ahogy azt a keretes írásunkban (lásd az 39. oldalon) részletesebben kifejtjük. A külső kereslet nyomott marad, míg az import a fellendülő fogyasztás és a nagyberuházások magas importtartalma miatt fellendül, így a nettó export kevésbé fogja tudni támogatni a növekedést.

A hazai belső keresletből fakadó cikluserősítő hatások jelentős részét a költségvetési szigorítás és a külső keresleti nehézségek ellensúlyozzák, ezért a negatív kibocsátási rész záródása előrejelzésünk szerint fokozatosan megy csak végbe. Ennek következtében 2024-ben a GDP növekedése várakozásunk szerint csupán 2,5 százalék körül alakul.

¹⁸ 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.

23. ábra: Az alappálya főbb makrováltozói



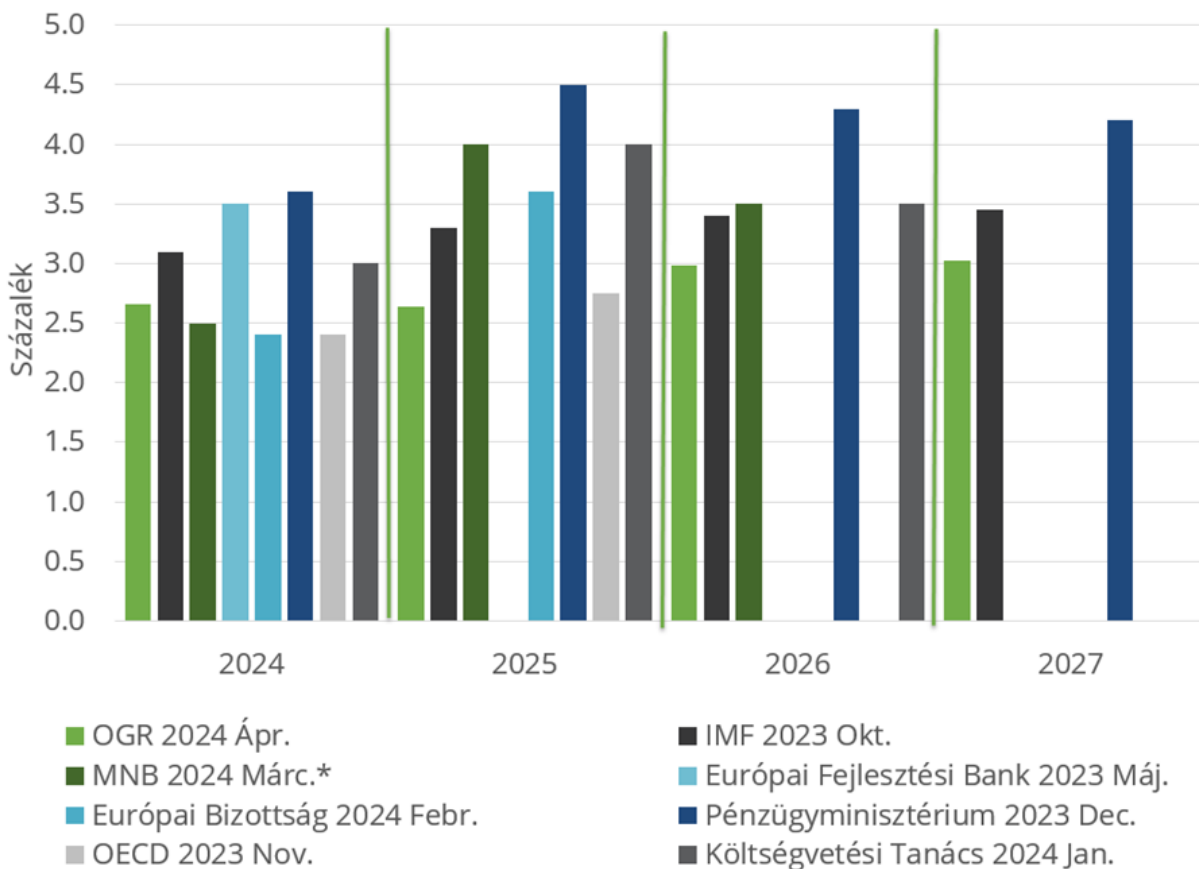
Forrás: OGRResearch számítás

2025-ben és az előrejelzésünk további éveiben a magyar gazdaság csak lassan tér vissza potenciális szintjére, a kibocsátási rés végig negatív marad, főleg a lassú külső keresleti helyreállítás és a szükséges fiskális szigorítás következtében. Így bár várakozásunk szerint a magyar gazdasági növekedés továbbra is meghaladja az Eurózóna növekedését, tehát folytatódik a konvergencia, annak üteme elmarad a korábbi időszak átlagáról. Érdeemes megjegyezni, hogy gazdasági előrejelzésünket a szokottnál még mindig 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.

A 2024-es gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzésünk közel van az Európai Bizottság, az IMF és a Világbank előrejelzéséhez, valamint az MNB által megadott előrejelzési sáv közepéhez és a

Pénzügyminisztérium áprilisban revidiált növekedési előrejelzéséhez. A későbbi növekedési prognózisunk valamivel a többi intézmény által publikált növekedési előrejelzés alatt alakul, ami elsősorban a lassan kilábaló külső keresleti feltevéseinkre vezethető vissza. Fontos megjegyezni, hogy a Magyarország középtávú növekedési kilátásait támogató külső tényezőkkel szemben (EU-s pénzek, akkumulátorgyárak) meglehetősen szkeptikusak vagyunk. Az utóbbi feltevéseinket részletesebben kifejti a 39. oldalon található keretes írásban.

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



Forrás: OGRResearch számítás, Európai Fejlesztési Bank, MNB, IMF, Pénzügyminisztérium, Világbank, Európai Bizottság, OECD. * Az MNB esetében a sávos előrejelzések közepét tüntettük fel.

Előrejelzésünk 2024-re átlagosan 4,25 százalékos inflációt feltételez, ami jelentős csökkenés a 2023-as 17 százalékos inflációhoz képest. Azonban ez az érték még mindig magasabb a jegybank 3 százalékos inflációs céljánál és az Eurozóna tagországok esetében várt 2 százalékos inflációnál. Összességében arra számítunk, hogy a külső élelmiszerinflációs sokkok mérséklődnek, azonban a világpiacon nyersanyagárak körüli kockázatok, a szolgáltató szektor ragadós árai és a még mindig magas várakozások következtében a dezinfláció mérséklődik.

Az infláció korrekciója a nominális kamatok további csökkentésének enged teret, bár a háborút övező bizonytalanság, az országspecifikus kockázatok, valamint a magasabb globális finanszírozási

költségek miatt a nominális kamatok az elmúlt évek historikus átlaga fölött, 5 százalék körül normalizálódnak majd 2027-re.

2024-ben a forint euróval szembeni árfolyama az elmúlt hónapokhoz hasonlóan tovább gyengül, éves átlagban mintegy 5 százalékkal fog leértékelődni a hazai valuta. Az árfolyamgyengülés oka, hogy a külkereskedelmi partnereinknél magasabb tavalyi infláció miatt a forint erősen túlértékelt, valamint várakozásunk szerint a külkereskedelmi mérleg is romlani fog az idei évben. Az árfolyam korrekciója után az inflációs különbség és a lassú reálkonvergencia eredményeként fokozatos forintgyengülésre számítunk. Az euróárfolyam 2027-ben várhatóan 420 körüli szintet ér el.

Keretes írás: A gazdasági növekedést támogató tényezők értékelése

Az utóbbi időszakban a hazai gazdasági kilátásokkal kapcsolatos élénk diskurzus két meghatározó témája volt az uniós források, illetve az akkumulátorgyártáshoz kapcsolódó nagyberuházások gazdaságélénkítő hatása. Keretes írásunkban ezekkel kapcsolatban fejtjük ki a meglehetősen konzervatív nézőpontunkat.

EU-s támogatások

A 2004-es uniós csatlakozásunk óta évente átlagosan a bruttó nemzeti jövedelem (GNI) közel 3 százalékának megfelelő (nettó) uniós forrás érkezett hazánkba. Ezzel az EU-s támogatás mértéke az uniós országok között Magyarországon az egyik legmagasabb (az uniós átlag a 2004-2020-as időszakra az országok bruttó nemzeti jövedelmének 1,2 százaléka volt). A kiugróan magas uniós forrásbeáramlás hazánk viszonylag alacsony fejlettségi szintjének és kimagaslóan jó forráslehívási képességének köszönhető. Ekkora összegnél¹⁹ jogosan merül fel a kérdés, hogy vajon milyen mértékben járultak hozzá az EU-s támogatások hazánk elmúlt években tapasztalt növekedéséhez, konvergenciájához.

Ez a kérdés már csak azért is aktuális, mert a tavalyi évtől kezdődően jelentős uniós források kerültek befagyasztásra a hazánkkal kapcsolatos jogállamisági aggályok miatt, és féltő, hogy az uniós pénzek hiányának komoly fiskális és reálgazdasági kárai lesznek. Ahogy fentebb írtuk, előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a továbbra befagyasztott források hamarosan feloldásra kerülnek, amelynek természetesen pozitív hatása lesz a költségvetésre és az előfinanszírozással megkezdett beruházásokra. Az azonban korántsem egyértelmű, hogy a transzferek felpörgésének mekkora lesz a ciklikus hatásokon túlmutató, a hosszú távú gazdasági növekedésre gyakorolt hatása.

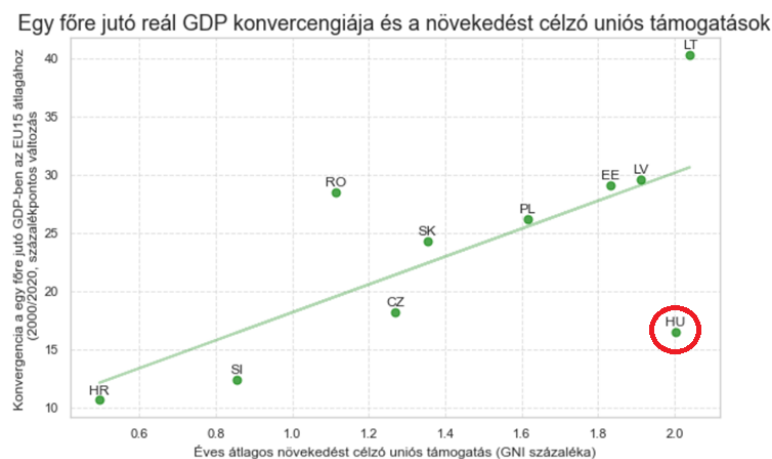
¹⁹ Összehasonlításképpen, az 1948 és 1952 közötti Marshall-terv során az EU-s országok átlagosan körülbelül az akkori GDP 2 százalékának megfelelő támogatást kaptak. Hazánk átlagos éves támogatása ennél nagyobb, pedig a Marshall terv csupán pár évig tartott, míg az uniós transzferek közel 20 éve érkeznek. Forrás: <https://www.esm.europa.eu/speeches-and-presentations/eu-recovery-plan-new-marshall-plan-speech-klaus-regling>

A témát az Európai Központi Bank munkatársaival közös elemzésünkben jártuk körül²⁰. Vizsgáltunkban arra kerestük a választ, hogy az elmúlt közel 20 év adatai alapján szignifikánsnak mondható-e az uniós transzferek hatása a hosszú távú reálgazdasági felzárkózásra, illetve van-e olyan gazdasági/politikai/társadalmi tényező, amely jelentős mértékben befolyásolja a transzferek hatékonyságát. A témában végzett korábbi kutatások eredményei kifejezetten vegyesnek mondhatóak, attól függően, hogy milyen mintán és milyen módszertannal készült az elemzés.²¹ Ennek tükrében a mi eredményeinket is érdemes óvatosan kezelni, és fontos az eredmények robusztusságát is megvizsgálni.

Elemzésünk vizsgált időszaka az 1998 és 2020 közötti évek voltak, így felölelve három teljes uniós költségvetési ciklust. Elemzésünkben az összes uniós országot használtuk, így 28 ország szerepel a mintánkban. A növekedési hatás pontosabb megértéséhez az uniós transzferek körét leszűkítettük a kifejezetten a növekedést és a konvergenciát célzó strukturális és kohéziós támogatásokra, valamint az Előcsatlakozási Támogatási Eszközre, és ezek hatását néztük az egy főre jutó bruttó hazai termék növekedésére.

A leíró statisztikai adatok nagyrészt támogatták hipotézisünket: az uniós transzferek átlagos mértéke és az EU15 országaihoz való konvergencia között pozitív korreláció figyelhető meg (25. Ábra). Már ezen az egyszerű ábrán is látszik, hogy az országok között jelentős eltérések vannak: Magyarországra például kimagasló mennyiségű uniós transzfer érkezett, viszont a felzárkózásunk üteme elmaradt a hozzánk hasonlóan sok támogatást kapó országoktól.

25. Ábra: Egy főre jutó reál GDP konvergenciája és a növekedést célzó uniós támogatások



Forrás: OGREsearch számítás

²⁰ Augusztin, Iker, Monisso, Szilágyi, Szörfi (2024, előkészületben): The effectiveness of EU funds – an empirical investigation. ECB Working Paper (2024, előkészületben).

²¹Lásd:

https://www.bruegel.org/sites/default/files/wp_attachments/WP_2012_14_cohesion__2_.pdf

Regressziós elemzésünk a klasszikusnak mondható keresztmetszeti növekedési regressziókra épül, ahol a növekedést a termelési tényezőknek (munka, tőke) és a termelékenységnek tulajdonítjuk. Mivel a transzferek több csatornán keresztül is hathatnak, ezért a hatás elkülönítése végett érdemes kétlépcsős regressziót építeni, ahol először kiszűrjük a transzferek beruházásra gyakorolt hatását, majd a második lépésben a beruházást, mint kontrollváltozót már a transzferektől tisztított formában használjuk. Az irodalomban megfogalmazottakhoz hasonlóan kontrollváltozónak a termelési tényezőkön felül intézményi változókat is használunk. Joggal feltételezhetjük, hogy egy ország intézményi minősége nem csak a termelékenységen keresztül hat a növekedési potenciálra, hanem az uniós transzferek hatékony felhasználását is befolyásolhatja. A végső modellspecifikációnk²² egy olyan (keresztmetszeti és időbeli fix hatásokat is tartalmazó) kétlépcsős panelregresszió, ahol a termelési tényezők és az intézményi változók szerepelnek kontrollváltozóként.

Előzetes eredményeink alapján elmondható, hogy nem tudjuk alátámasztani a transzferek közvetlen (feltétel nélküli) szignifikáns növekedési hatását. Ez az eredmény a lehetséges modellspecifikációk széles körében robusztusnak mondható.

Az 5.3 Függelékben található táblázat tartalmazza a pontos regressziós eredményt, amely azt mutatja, hogy csak olyan országokban pozitív és szignifikáns a transzferek növekedési hatása, ahol a korrupció alacsony. Például Észtország esetében, ahol a korrupció rendkívül alacsony, a GNI 1 százalékpontjának megfelelő transzfer növekedési hatása 0,2 százalék. Azonban ez a hatás egy magas korrupciósintű ország esetében negatív szignifikáns is lehet, vagyis minden más tényező változatlansága mellett egy korrump országban az „ingyenpénz” akár átok is lehet.

Regressziós eredményeink alátámasztják tehát az előzetes óvatosságunkat. Csupán a beáramló transzferek nem garantálják a gazdaság növekedését, a támogatások hatékony allokálása és elköltése (vagyis a források felhasználásának az esetleges korrump megfontolásoktól való megtisztítása) is szükséges a várt pozitív hatás eléréséhez.

Beruházások az akkumulátorgyártás területén²³

A kormányzat a hosszútávú gazdasági felzárkózás egyik zálogának tartja az akkumulátorgyártás hazai felpörgetését – ahogy ezt a Magyar Nemzeti Akkumulátor Iparági Stratégia 2030 című dokumentumban²⁴ kifejtik. Az elmúlt években – a kormányzati elképzelésekkel összhangban - rendkívüli mértékben megnőtt az akkumulátorgyártáshoz köthető, főleg ázsiai eredetű

²² A fő specifikáció megtalálható részletesebben a Függelék 5.3 fejezetében.

²³ Az elemzés nagymértékben támaszkodik Győrffy (2023) tanulmányára.

²⁴ Lásd: <https://kormany.hu/dokumentumtar/nemzeti-akkumulator-iparagi-strategia-2030>

működőtőke beáramlása, a Költségvetési Tanács (2024) elemzése²⁵ szerint több mint 6 ezer milliárd forintnyi (a 2023-as GDP 8 százalékának megfelelő) külföldi tőke érkezett ebbe a szektorba.

A nagyberuházásoknak köszönhetően Magyarország már most a világ egyik legnagyobb akkumulátorgyártói termelőképességgel rendelkező országa, és a tervek szerint a termelési kapacitás csak növekedni fog. 2021-ben és 2022-ben a külföldi működőtőke több mint 40 százaléka érkezett ebbe az iparágba (Győrffy, 2023), és további nagyberuházások várhatóak a területen, például a debreceni CATL gyár 3000 milliárd forintos beruházása. (Bár fontos megjegyezni, hogy az MNB által közölt adatok alapján az Ázsiából érkező működőtőke-beáramlás jelentősen csökkent a tavalyi év során.)

Érdeemes tehát jobban megvizsgálni, hogy valóban ebben a gyorsan felfutó (tavaly az ipari árbevétel több mint 5 százalékát elérő) iparágban rejlik-e a gazdasági fellendülésünk és stabil egyensúlyunk záloga.²⁶ A következőkben megpróbáljuk elkülöníteni a különböző lehetséges hatásokat.

- *Fiskális hatás:* Az akkumulátorgyártás fiskális hatása mérsékelt. Először is a termelésből származó bevétel a külföldi vállalatokat illeti, így az állam csak közvetett formában, az adóbevételeken keresztül húzhat hasznot a termelésnövekedésből. Ám ezeket az adóbevételeket is ellensúlyozza az, hogy a kormány jelentős pénzügyi támogatásokat nyújtott a cégeknek azért, hogy hazánkba telepítsék a termelésüket. 2023 elejéig több mint 600 milliárd forint²⁷ (2023-as GDP közel 1 százaléka) támogatást, főként vissza nem térítendő támogatást fizetett a kormány a hazánkba települő külföldi akkumulátorgyártóknak. Így a beruházások megtérülése igencsak hosszútávú, Győrffy (2023) becslése szerint például a gödi akkumulátorgyár miatt a Samsungnak adott támogatás közel 20 év alatt térül csak meg az állam számára.

- *Külső egyensúlyi hatás:* A termelés felfutása természetesen az export növekedését fogja eredményezni, ezt a pozitív külső egyensúlyi hatást azonban számos tényező tompítja. Az akkumulátorgyártás erősen importigényes, hiszen hazánk nem rendelkezik az akkumulátorokhoz szükséges nyersanyaggal, de egyelőre a későbbi termeléshez szükséges energiával sem. Emellett a külföldi exportálók nyereségüket nagy valószínűséggel kiviszik az országból, amely az elsődleges jövedelemegyenleg romlásához fog vezetni. Tehát a nettó hatás a vártnál vélhetően sokkal

²⁵Lásd: <https://www.parlament.hu/documents/d/koltsegvetesi-tanacs/a-koltsegvetesi-tanacs-haromeves-kitekintese-a-makrogazdasag-es-a-koltsegvetes-folyamatairol>

²⁶Lásd: <https://g7.hu/vallalat/20230917/tobb-mint-100-szazalekkal-no-az-akkuipar-magyarorszagon-de-volt-ez-mar-4400-szazalek-is/>

²⁷Lásd: <https://g7.hu/vallalat/20230320/64-millio-forintba-kerul-egy-akkumulatorgyari-munkahely-a-magyar-allam-szamara/>

mérsékeltébb lesz, összhangban például az IMF folyó fizetési mérlegre vonatkozó előrejelzésével, ami csak enyhe javulást feltételez a következő évekre.²⁸

- *Reálgazdasági hatás:* A hatás itt is mérsékeltébb lehet a vártnál. Természetesen az ipari termelés ezen alszektora a kapacitásbővítések hatására drasztikusan növekedni fog, azonban a beruházási szakaszban ezt ellensúlyozza majd a kapacitások kiépítésének magas importigénye. Az iparág hosszútávú termelékenységbővítő hatásához pedig érdemes megvizsgálni, hogy rendelkezünk-e az iparághoz szükséges kompetenciákkal, van-e komparatív előnyünk az akkumulátorok termelésében. Gyórfy (2023) összefoglalása szerint ehhez a szektorhoz alapvetően energia, víz, föld és munkaerő szükséges. Elemzése szerint főleg energia és víz tekintetében egyáltalán nem erős a magyar gazdaság, energiaszükségletünk közel 60 százalékát most is importáljuk. Mivel az idetelepülő gyártók az ellátási lánc alacsonyabb hozzáadott értéket generáló szakaszához tartoznak, leginkább alacsonyan képzett munkaerőre van szükség a termeléshez. Azonban, ahogy azt a 2.1.2 fejezetben taglaltuk, a hazai munkaerőpiac igencsak feszesnek mondható, az elérhető hazai munkaerő mennyisége erősen korlátos. Így az alapvető termelési tényezők alapján nem látszik, hogy hazánknak ebben a szektorban komparatív előnye volna, tehát ez lenne az a szektor, ahol legjobban tudnánk kamatoztatni szűkös munkaerőnket és energiánkat. Hazánkkal ellenben például Svédország (Norvégiával és Finnországgal együttműködve) több nélkülözhetetlen inputban is kiemelkedik az európai országok közül – erre épít az ország akkumulátorgyártási stratégiája is (Gyórfy, 2023).

Végül pedig érdemes megjegyezni, hogy a szektoron belüli foglalkoztatási körülmények²⁹, a termeléshez köthető környezeti és természeti kockázatok mind árnyalják az esetleges gazdasági pozitívumokat.

Összességében tehát ennél a szektornál is óvatosak vagyunk a gazdasági kilátásokkal kapcsolatban. Így mind az uniós támogatások, mind az akkumulátorgyártás esetében mérsékelt termelékenységnövelő hatást várunk.

²⁸Lásd: <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>

²⁹ Lásd: Czirfus (2022). Akkumulátoripari fellendülés magyarországon. Friedrich Ebert Stiftung. <https://library.fes.de/pdf-files/bueros/budapest/19980-20230301.pdf>

3.4 Költségvetési folyamatok

A tavaly nyáron elfogadott költségvetési terv szerint a kormány 2024-ben jelentős kiigazítást tervezett végrehajtani, amellyel elérte volna az uniós 3 százalékos költségvetési hiánycélt, a GDP 2,9 százalékának megfelelő hiányt.³⁰

Azonban az elmúlt hónapokban beérkező makrogazdasági adatok és költségvetési teljesítési számok a tervhez képest jelentősen rosszabbak, így nyilvánvalóvá vált, hogy az előirányzott hiány nem tartható. Március végétől már a kormányzati kommunikáció is arról árulkodott, hogy az idei költségvetés módosításra szorul. Ezzel összhangban az április elején publikált EDP jelentésben az ESA arányos költségvetési hiányt a kormány 2,9 százalékról 4,5 százalékra módosította, és a Pénzügyminisztérium áprilisban megjelent publikációjában³¹ is 4,5 százalékos hiányról ír. Azonban a költségvetést még nem módosította a kormányzat, csupán egyes beruházások elhalasztásáról érkezett információ, így a fiskális folyamatok elemzését a szokásosnál nagyobb bizonytalanság övezi.

Az egyes tételek részletes vizsgálata előtt érdemes összefoglalni, hogy a makrogazdasági környezet a tavalyi költségvetési tervben megfogalmazottakhoz képest hogyan alakult:

- A 2023-as évet tekintve a reálgazdaság a tervben prognosztizálnál rosszabbul teljesített, a költségvetési terv 1,5 százalékos növekedéssel számolt, míg a GDP 1 százalékkal csökkent. Így a tavalyi nominális GDP, a lassabb reálnövekedés és a tervben becsült értékhez hasonló GDP deflátor mellett, alacsonyabb volt a vártnál. Ezen felül, ahogy azt a 2.2 fejezetben is kifejtettük, voltak olyan bevételi tételek, különösen az ÁFA, amelyek nominális értéke jelentősen (esetenként akár több mint 10 százalékkal) elmaradt a tervben előirányzott értéktől.
- 2024-re a költségvetés makrogazdasági alappályájában a kormány eredetileg 4 százalékos növekedéssel és 6 százalékos átlagos inflációval számol. Mind a kettő jóval a várakozásunk felett van, amit már maga a kormányzat³² is belátott.

A tavalyi tervezettnél lényegesen alacsonyabb nominális számok és a túlzottan optimista makrogazdasági feltevések miatt fennáll a veszélye annak, hogy a költségvetés nominális bevételei idén is elmaradnak a tavaly nyáron készült költségvetési előirányzattól. Tehát csupán az eltérő

³⁰ Ezt a becslést publikálta a Pénzügyminisztérium a tavaly decemberi konvergenciajelentésében.

³¹Lásd: <https://kormany.hu/hirek/a-kormany-csokkenti-a-koltsegvetes-hiany-es-az-allamadossagot>

³²Lásd: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20240411/a-675-milliard-forintos-kiigazito-csomag-sem-lesz-eleg-de-fontos-idot-nyert-maganak-a-kormany-679953>

makrogazdasági számok miatt is féltő, hogy a kiadás oldal jelentős korrekciója nélkül az idei költségvetés hiánya nagyobb lesz a tervezettnél.

A következőkben először összehasonlítjuk a tavalyi év közepén elfogadott költségvetési előirányzatot a 2023-as teljesítési számokkal. Ezután kitérünk arra, hogy elemzésünk és a kormányzati kommunikáció alapján mely tételekben várható a költségvetés revíziója és becslésünk szerint (további diszkrecionális változtatás nélkül) mekkora hiány reális az idei évre.

2024-es költségvetési terv és a 2023-as teljesítés főbb tételeinek összehasonlítása:

- 2024-ben a tavalyi évhez képest **bevételekiesést** jelent az extraprofitadók egy részének kivezetése. Mivel van olyan adónem (például a kiskereskedelmi adó), ahol az adókulcsok tovább emelkedtek, így az extraprofitadóból származó bevételkiesés csupán a GDP 0,3 százaléka lesz. A GDP 0,1 százalékának megfelelő bevételkiesést jelent a közműadó eltörlése, valamint 0,2 százalékos bevételkiesést jelent a MVM osztalékfizetésének várható csökkenése is. Így a bevételcsökkentő tételek összesen körülbelül a GDP 0,6 százalékát teszik ki.
- Ezen tételeket ellensúlyozzák az olyan kisebb **bevételelnövelő tényezők**, mint a jövedéki adó emeléséből származó, a GDP 0,3 százalékának megfelelő többlet, a minimálisnak mondható, GDP-arányosan 0,1 százalékos uniós forrásból származó pluszbevétel, valamint a költségvetési tervben váratlanul magas, a GDP 0,4 százalékának megfelelő szociális hozzájárulásból való bevételnövekedés. A tavalyi realizált számokhoz képest a tervben drasztikusan nőnek az áfabevételek is, amelyek így a GDP 1,3 százalékának megfelelő bevételnövekedést eredményeznének. Ez utóbbi tétel realitását a későbbi bekezdésekben elemezzük. Így a bevételnövelő tételek összesen körülbelül a GDP 2,1 százalékát teszik ki.
- A kormány a tavalyi teljesített költségvetési számokhoz képest jelentős **kiadáscsökkentést** tervez a kormányzati szektor működésében. A kormányzati szervek nettó kiadásain és az önkormányzati szervek támogatásán együttesen a GDP 1,6 százalékának megfelelő megtakarítást terveznek. Emellett jelentős kiadáscsökkentést vár a kormány a normalizálódott energiaárak miatt csökkenő rezsitámogatáson is. A Rezsivédelmi alapra és a lakossági rezsitámogatásra együttesen GDP 1,5 százalékkal kevesebbet tervez a kormány idén költeni. Emellett az eredeti tervben a GDP 0,5 százalékának megfelelő mértékben tervezi csökkenteni az állami beruházásokat is a kormány, valamint a tavalyi évnél alacsonyabb állami vagyonnal kapcsolatos kiadással és társadalombiztosítási támogatással számol a terv (összesen a GDP 1 százaléka). Ezen kiadáscsökkentő tételek összesen a GDP 4,6 százalékát teszik ki.
- Végül a kormány költségvetési tervében szerepelnek olyan **kiadásnövelő elemek** is, mint a GDP 0,6 százalékára rúgó honvédelmi kiadásnövekedés, az uniós beruházások 0,7 százalékos növekedése, valamint a GDP 0,2 százalékának megfelelő kamatkiadás-

növekedés. Emellett, a korábbi évek gyakorlatához hasonlóan a kormány elkülönít a GDP 1,5 százalékának megfelelő tartalékalapot is. Ezen kiadásnövelő tételek összesen a GDP 3 százalékát teszik ki.

Összességében megítélésünk szerint a kormány 2024-ben valamelyest szigorítana a költségvetési politikáján, főleg a költségvetési szervek kiadásainak csökkentésén és a beruházások visszafogásán keresztül. Emellett a kormány magas adóbevételekkel számolt, ami várakozásaik szerint fedezi a magasabb honvédelmi és a megugró kamatkiadásokat. A rezsivédelmi támogatások csökkenése a tervek szerint jelentősen enyhít majd a kormányzat kiadás oldalán.

Számos olyan eleme van azonban a fent elemzett költségvetési tervnek, amelyet megítélésünk szerint jelentős negatív kockázat övez, vagy a tervezettől eltérő makrogazdasági kilátások, vagy pedig a további beérkező információk alapján.

- Az általános forgalmi adókból származó bevételek a tavalyi év során jelentősen elmaradtak a várttól, összesen a GDP 9,4 százalékának megfelelő bevétel érkezett ebből a tételből, amely alacsonyabb a 2022-es értéknél (10,1 százalék). A kormány idei tervében azonban nagyobb bázisról indul, mint a tavalyi tényadat, és jelentős növekedéssel számol, így a 2023-as tényadatokhoz képest idénre 23 százalékos nominális növekedést jelez előre. A költségvetés terve szerint az ÁFA bevételek így elérik majd a GDP 10,6 százalékát, amely az elmúlt 10 év legmagasabb GDP-arányos bevétele lenne. Becslésünk szerint és a beérkező két havi tényadat tükrében ez a terv túlzottan optimista. Ugyan a kereslet élénkülésével korrekció várható a forgalmi adókban, azonban adóemelés nélkül ez a megugrás kisebb lesz a tervezettnél. Számításunk szerint az ÁFA-bevétel a tavalyihoz képest növekedhet, elérheti a historikus GDP arányos átlagát (9,8 százalék), de még ebben az esetben is a GDP 0,8 százalékának megfelelő bevételkiesést jelent a tervhez képest.
- A 2023-as tényadatok számos egyéb bevétel oldali elemnél elmaradtak a költségvetési tervben használt viszonyítási alaptól, vagyis számos tételnél túl magas nominális bázisra épített a kormány. Számításunk szerint főleg a szociális hozzájárulásokból, az extraprofit-adóból és a személyi jövedelemadóból származó bevételek esetében vannak erős negatív kockázatok. Becslésünk szerint körülbelül a GDP 0,8 százalékának megfelelő bevételkiesés származhat ezen tételekből.
- A kormányzat a tavalyi tényszámokhoz képest az idei évre is jelentős kiadáscsökkentéssel számol a kormányzati szerveknél. Azonban a tavalyihoz hasonlóan várakozásunk szerint ezt idén sem fogja tudni tartani a kormány, hiszen ez a közszolgáltatások súlyos minőségi romlásához vezetne. Becslésünk szerint a kormányzati szervek megszorítása így csak kisebb mértékű lesz, amely a költségvetési előirányzathoz képest a GDP 0,7 százalékának megfelelő kiadásnövekedést okozhat.

- Emellett várakozásunk szerint a tavalyi eltérő tényadat miatt magasabb lesz az idei nyugdíjkifizetés is, amely így a GDP 0,3 százalékának megfelelő többletkiadást jelent a költségvetési tervhez képest.

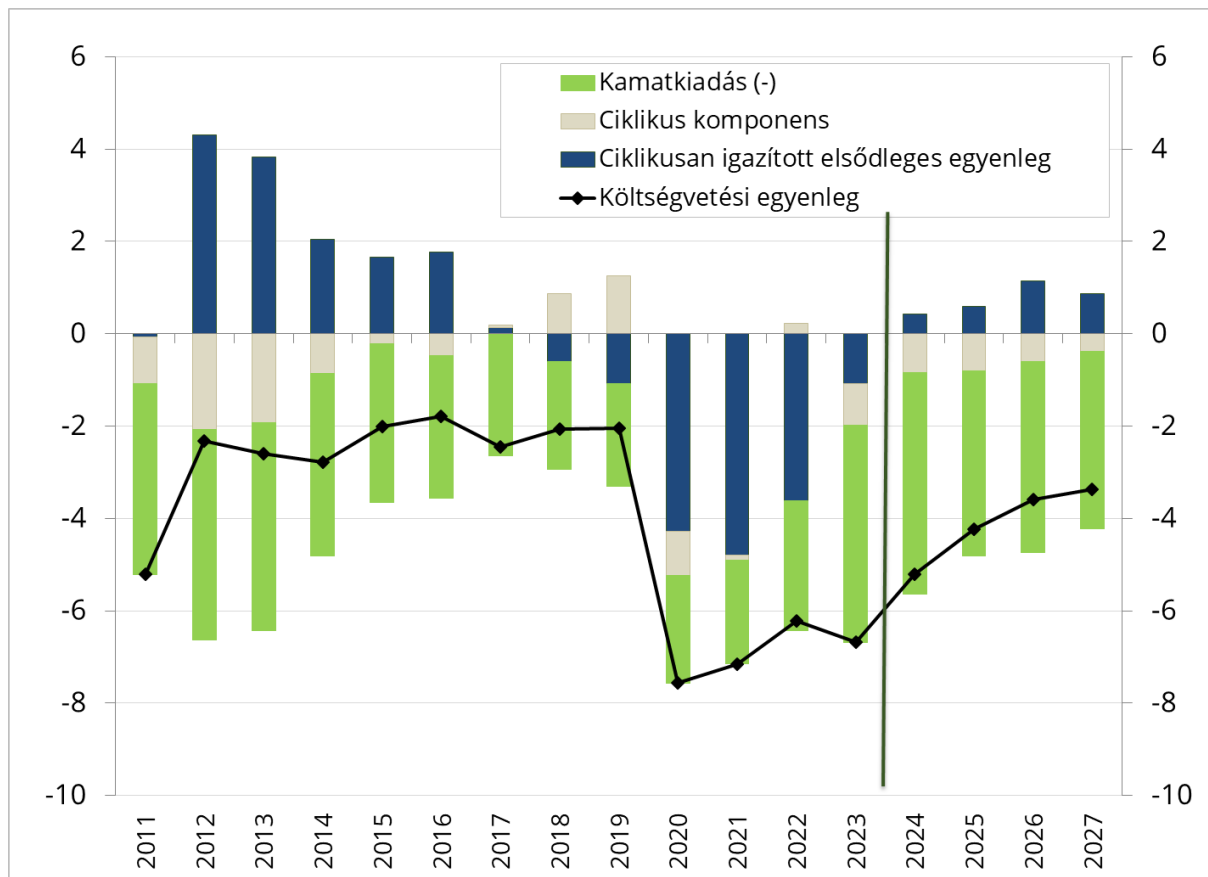
Várakozásunk szerint a fenti tételek a GDP közel 2,6 százalékának megfelelő hiányromlást okoznak a költségvetési tervhez képest. Az áprilisban bejelentett³³ közel 675 milliárd forintos (GDP 0,8 százaléka) beruházáscsökkentés szükséges megszorítás, de nem lesz elég ahhoz, hogy semlegesíteni tudja a fenti tételeket. Így becslésünk szerint, amennyiben a kormányzat nem tesz további kiadáscsökkentő lépéseket, a költségvetési hiány a GDP 5 százaléka fölött fog alakulni (26. ábra).

Az idén februárban elfogadott módosított uniós költségvetési szabályozás³⁴ alapján a 3 százalékos hiánycél és/vagy a hosszútávon a GDP 60 százalékát meghaladó államadósság a korábbiakhoz hasonlóan kötelezettségszegési eljárást fog maga után vonni. Azonban az új szabályozás országspecifikusabb és valamivel megengedőbb egyes (például a zöld átmenetet segítő) beruházási tételek esetében. Emellett rövidtávon, 2025-2027-ben az új szabályozás engedékenyebb a hiánycél elérésével és a költségvetési szigorítással, amennyiben az országnak növekednek a kamatterhei. Tehát az uniós fiskális szabályok idén ugyan életbe lépnek, és az idei magyar költségvetési terv nagy valószínűséggel kötelezettségszegési eljárást von maga után, de a valamivel rugalmasabb és még csak most körvonalazódó szabályok miatt várakozásunk szerint az elkövetkező néhány évben a magyar kormány nem lesz drasztikus fiskális megszorításra kényszerítve.

³³Lásd: <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20240411/a-675-milliard-forintos-kiigazito-csomag-sem-lesz-eleg-de-fontos-idot-nyert-maganak-a-kormany-679953>

³⁴Lásd: <https://www.portfolio.hu/unios-forrasok/20240212/indulhat-az-uj-eljaras-magyarorszag-ellen-megvan-a-dontes-az-eu-ban-az-elszamoltatasrol-668433>

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



Forrás: OGREsearch számítás

2025-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 kevésbé terhelik tovább a költségvetést. Várakozásunk szerint a kormány valamilyen formában fenn fogja tartani az extraprofitadókból származó befizetések egy részét. Emellett a strukturális hiány növekedése irányába hat majd az MNB veszteségének elszámolása is, ami becslésünk szerint a GDP 0,4 százalékával növelheti a kiadásokat 2025-ben.³⁵ 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 átázódásával az

³⁵ A jegybanktörvény 2022 év végén elfogadott módosítása szerint a jegybanki veszteséget a kormánynak nem egy, hanem öt éven belül kell megtérítenie. 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. Azonban a szabályozást övező vita miatt ezen kiadási tétel körüli erős a bizonytalanság.

államadósság implicit kamatköltsége továbbra is magasan marad, így a GDP-arányos kamatkidadások átlagosan csupán 0,5 százalékponttal fognak csökkenni. Összességében elmondható, hogy számításaink szerint további kormányzati intézkedések nélkül a költségvetés hiánya 2025-ben csupán a GDP 1 százalékával csökkenhet, és a GDP 4,2 százaléka körül alakulhat.

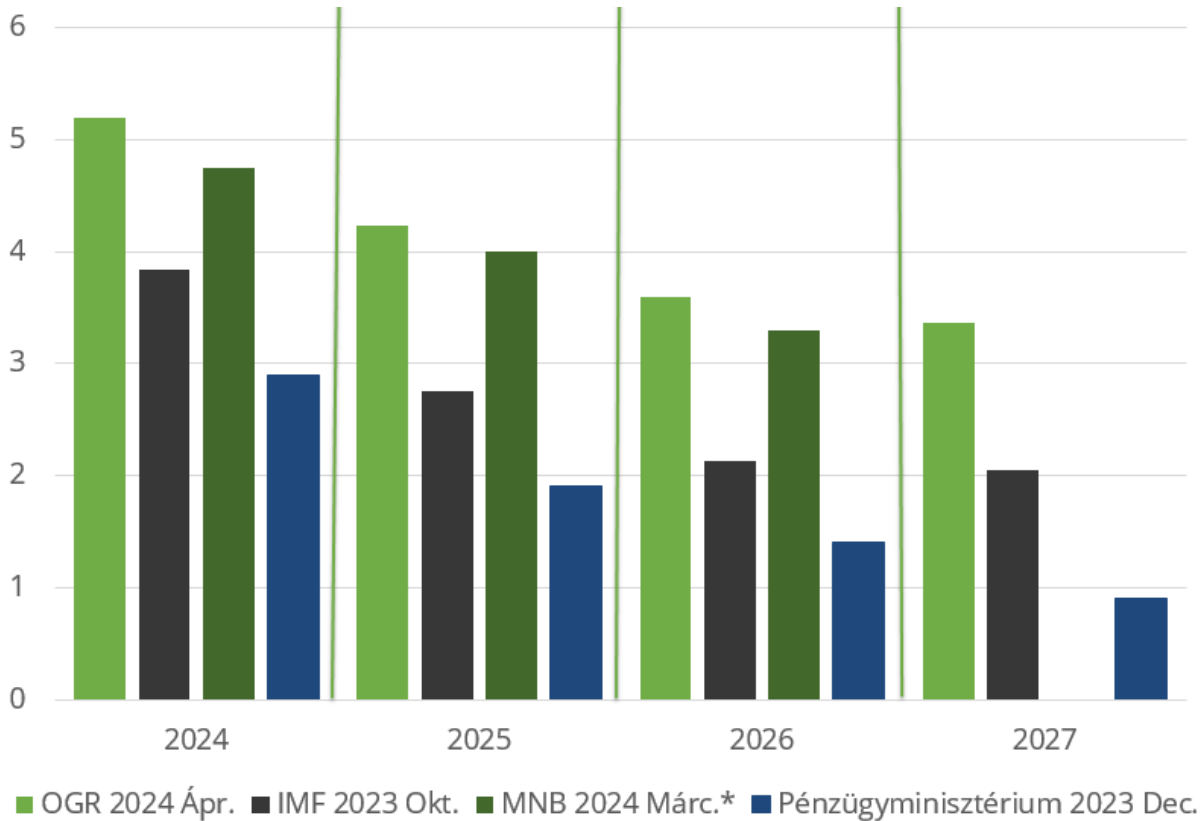
2026-27-ben a konzervatív költségvetési politika folytatódni fog a kormányzat működési és egyéb kiadásainak további csökkentésével. Eközben az MNB veszteségtérítési igénye némiképp tovább emelkedik a 2025-re becsült összeghez képest. A kibocsátás továbbra is a potenciális szintje alatt marad, a negatív kibocsátási rés lassan záródik, így a ciklikus komponens változása csupán enyhén, évente a GDP 0,2 százalékával csökkenti a költségvetési hiányt 2026-ban és 2027-ben. Eközben a GDP-arányos kamatkidadások becslésünk szerint lassan mérséklődnek: 2026-ban a GDP 0,4 százalékával, 2027-ban pedig a GDP 0,2 százalékával csökkentik a hiányt. Így az eredményszemléletű hiány 2026-ban a GDP 3,6%, 2027-ban pedig 3,4% körül alakulhat.

Várakozásunk szerint tehát az ESA-szemléletű költségvetési hiány az előrejelzési horizonton tovább csökken, de további fiskális megszorítás nélkül még 2027-ben is a GDP 3 százaléka felett marad. A feltételezett konzervatív fiskális politika következtében a strukturális hiány a 2023-re becsült 6 százalékos értékről 2027-ra 3 százalékra csökken, azaz a költségvetés hiánya elemzésünk szerint a potenciálissal megegyező kibocsátás mellett 2,7 százalék közelében alakulna. A strukturális egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk 2027-ben is jelentős mértékben meghaladja az Európai Bizottság szabályrendszere által a 2020-2022 közötti időszakra kitűzött 1 százalékos célértéket (a 2023-2025 közötti időszakra vonatkozó célérték és a pontos uniós országspecifikus fiskális iránymutatás még kidolgozás alatt van). Mivel a 2020-ban felfüggesztett uniós fiskális szabályok idén újra életbe lépnek, az Európai Bizottság további fiskális megszorítást javasolhat a 3 százalékos hiánycél eléréséhez.

A korábbi előrejelzésünkhöz hasonlóan a teljes időhorizonton jelentős *bevételei kockázatot* jelentenek az EU források elérhetőségével kapcsolatos bizonytalanságok. Előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy a kormánynak a következő évben sikerül megegyeznie az EU-val a fennmaradó jogállamisági kérdésekben. Így elérhetővé válnak a befagyasztott helyreállítási alap, valamint a 2021-27-es uniós költségvetés források fennmaradó részei is.³⁶ Amennyiben nem sikerül a feleknek megegyezni, a költségvetés akár a GDP több százalékát elérő EU forrástól eshet el idén és az elkövetkező években.

³⁶ A források közel fele, 18 milliárd euró továbbra se elérhető.

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



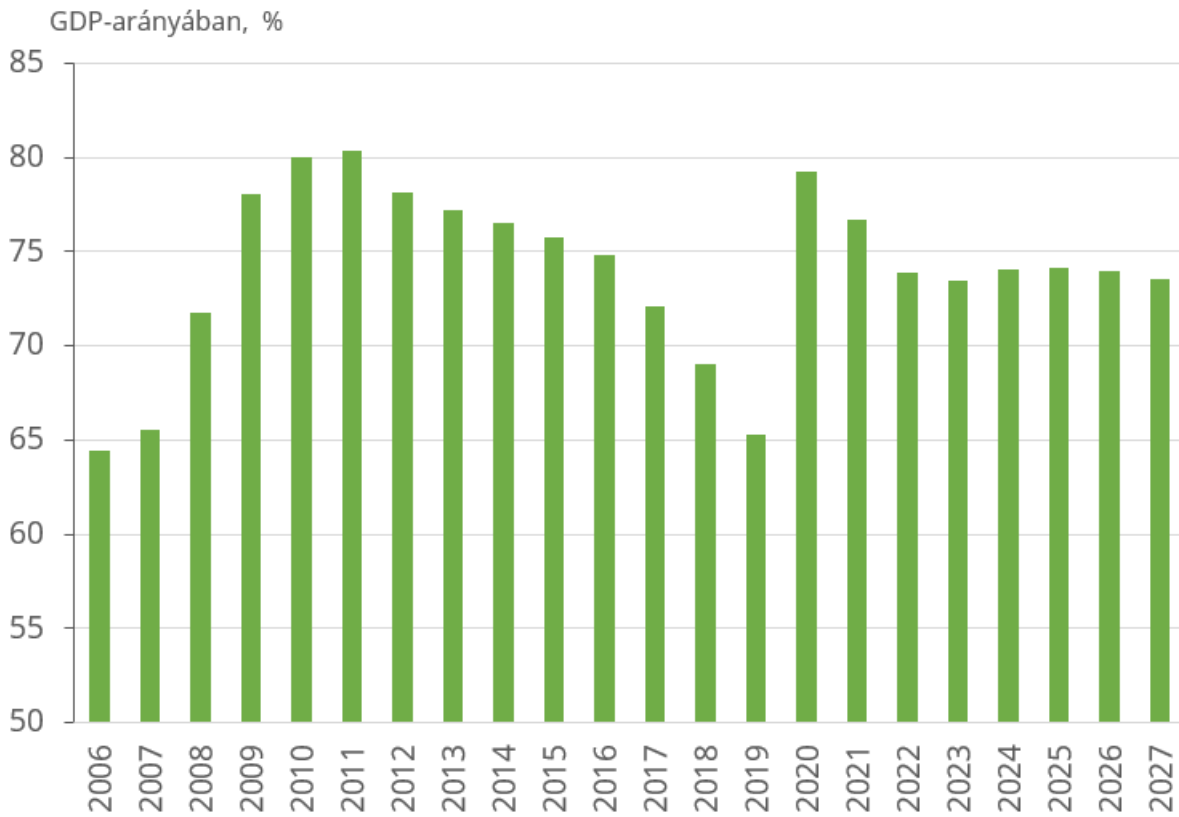
Forrás: OGRResearch számítás, MNB, IMF, Pénzügyminisztérium, * Az MNB esetében a sávos előrejelzések közepét tüntettük fel.

A 2024-2027 közötti időszakra vonatkozó előrejelzésünk a többi intézményhez képest magasabb hiányt becsül (27. ábra). Bár előrejelzésünk során a költségvetés jelentős korrekciójával számolunk, elemzésünk szerint az eddig bejelentett kormányzati költségcsökkentő/bevételnövelő intézkedések a GDP 3 százalékánál magasabb hiányt vetítenek előre.

3.5 Államadósság

Az előrejelzési horizonton az államadósság rátájának stagnálására számítunk: a mutató a 2023 végén mért 73,5 százalékról 2027-re érdemben nem csökken. Az adósságráta várhatóan a GDP 74 százalékára körül marad idén, és a GDP 73,5 százalékát éri el 2027-ben (28. ábra). 2024-ben a gazdasági növekedés miatt akár nagyobb adósságcsökkenés is lehetséges lenne, azonban a költségvetés hiánya, az uniós Helyreállítási Alap hitelének lehívása (GDP 3 százaléka) vagy a Budapest Airport többségi tulajdonának tervezett megvásárlása (GDP 2 százaléka) mind a bruttó államadósság növelésével járnak. Így várakozásunk szerint az ideai államadósság az EDP jelentésben megfogalmazott 73,2 százaléknál némiképp magasabb lesz.

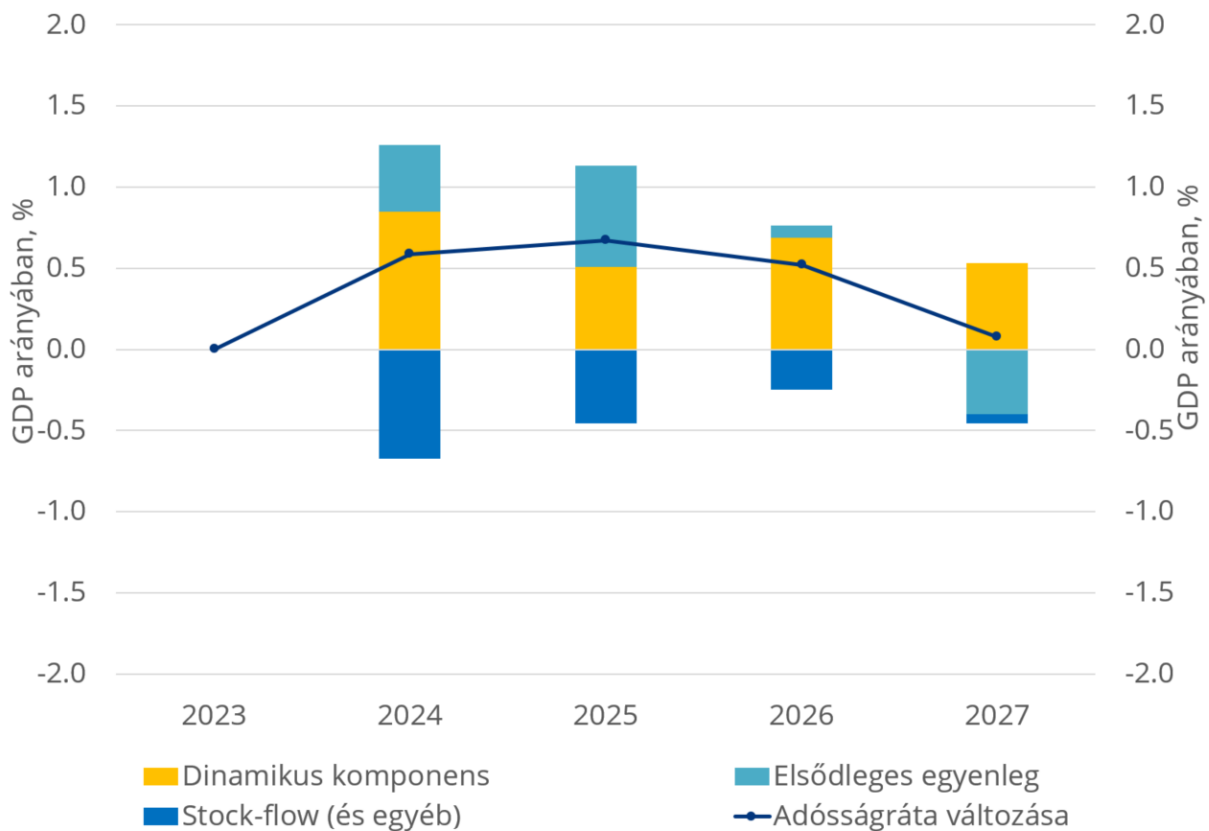
28. ábra: Az államadósságráta alakulása



Forrás: KSH, OGRResearch számítás

Ahogy azt korábban kifejtettük, a költségvetés elsődleges egyenleg ugyan fokozatosan, de tovább javul: 2024 és 2025-ben még negatív, 2026-ban nulla közeli, majd 2027-ben pozitív értéket vesz fel (29. ábra). Ennek megfelelően az elsődleges egyenleg 2025-ig még növeli az adósságrátát, 2027-re viszont a kumulált adósságcsökkentő hatása 0,5 százalék lesz. Az adósságrátát összességében némileg mérséklük a költségvetési hiányt nem befolyásoló, *úgynevezett stock-flow tételek*.

29. ábra: Az államadósság kumulált változása 2023-hoz képest (2023 = 0)

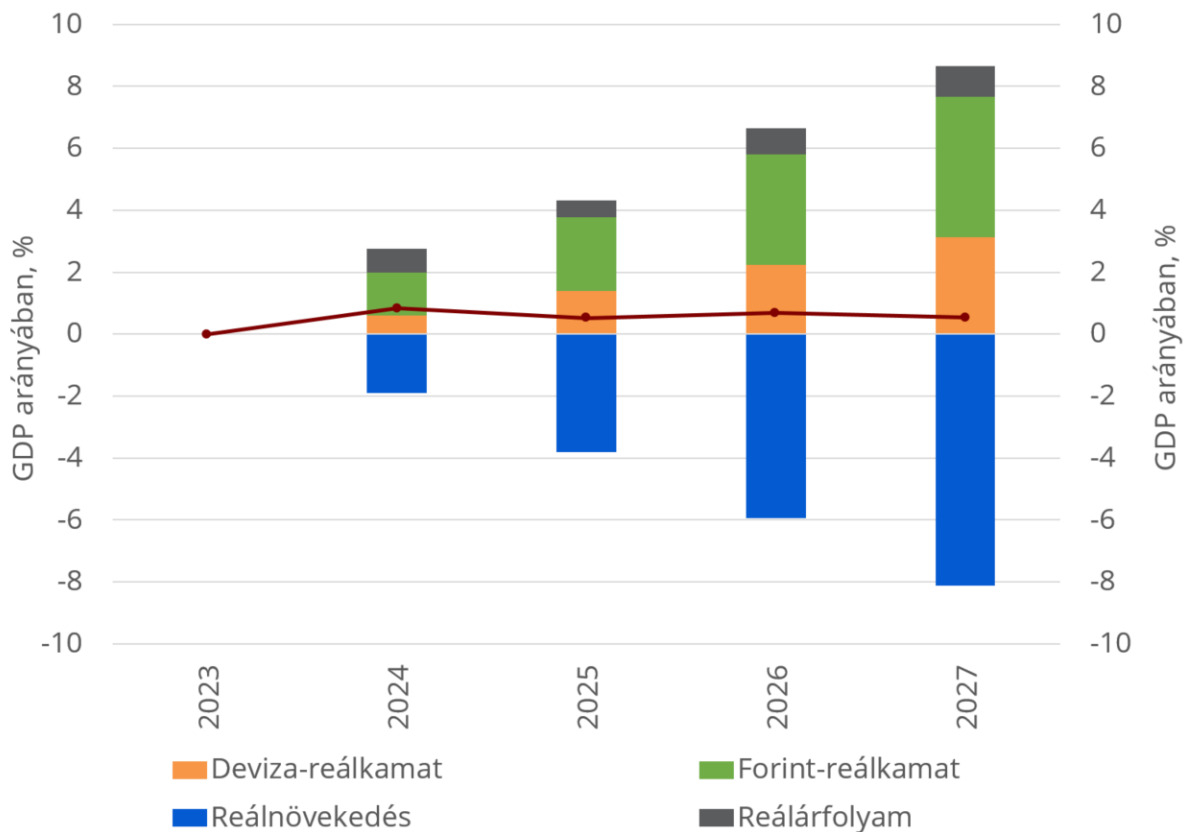


Forrás: OGREsearch számítás

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 hármának a 2024-27-es időszakon becslésünk szerint adósságnövelő hatása lesz, a GDP mintegy 0,5 százalékának megfelelő mértékben. Az elmúlt három évben, főleg a magas inflációnak köszönhetően a dinamikus komponenseknek jelentős adósságcsökkentő hatása volt (14. ábra). Azonban ez a trend idéntől kezdődően megfordul (30. ábra). Az adósság átárazódásával és az infláció lassulásával, valamint a reálárfolyam korrekciójával mind a forintadósságra, mind a devizaadósságra fizetett reálkamat növeli az adósságot. Ezt csak részben tudja majd kompenzálni a gazdasági kilábalás. A forintra fizetett reálkamat kumulált adósságnövelő hatása 2027-ig a GDP mintegy 4,5 százalékának, a deviza-reálkamat adósságnövelő hatása a GDP 3,1 százalékának felel meg. A reálnövekedés mindeközben a GDP 8,1 százalékának megfelelő mértékben csökkenti az adósságot.

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



Forrás: OGREsearch számítás

4 Felhasznált irodalom

European Commission (2023): European Economic Forecast. Winter 2024

https://economy-finance.ec.europa.eu/publications/european-economic-forecast-winter-2024_en

Győrffy D. (2023): Iparpolitika és akkumulátorgyártás Magyarországon és Svédországban. KÖZGAZDASÁGI SZEMLE, LXX. ÉVF. 2023. MÁRCIUS

<https://www.kszemle.hu/tartalom/cikk.php?id=2109>

International Monetary Fund (2023): World Economic Outlook, October 2024,

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-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 (2024): A Költségvetési Tanács hároméves kitekintése a makrogazdaság és a költségvetés folyamataira

<https://www.parlament.hu/documents/d/koltsegvetesi-tanacs/a-koltsegvetesi-tanacs-haromeves-kitekintese-a-makrogazdasag-es-a-koltsegvetes-folyamatairol>

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

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

Magyarország Kormánya - Technológiai és Ipari Minisztérium (2022): Nemzeti Akkumulátor Iparági Stratégia 2030. 2022. szeptember

<https://kormany.hu/dokumentumtar/nemzeti-akkumulator-iparagi-strategia-2030>

Magyar Nemzeti Bank (2023): Költségvetési Jelentés. Féléves elemzés az államháztartási folyamatokról. 2023. november

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/koltsegvetesi-jelentes/koltsegvetesi-jelentes-jelentesek/koltsegvetesi-jelentes-feleves-elemzes-az-allamhaztartasi-folyamatokrol-2023-november>

Magyar Nemzeti Bank (2024): Inflációs jelentés. 2024. március

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2024-03-28-inflacios-jelentes-2024-marcius>

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

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

OTP (2024): Flash Report – Deficit. 2024 április

https://www.otpbank.hu/static/elemzesikozpont/other/elemzesek/18704_FlashReportDeficit_20240404.pdf

Pénzügyminisztérium (2023): Makrogazdasági és költségvetési előrejelzés, 2023-2027. 2023. december

<https://cdn.kormany.hu/uploads/document/3/30/309/30994348ca1ade182556c0a35e09b2fef18167ea.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	2025	2026	2027
Nominális Kamatláb									Előrejelzés			
Éves kamat (%)	0.7	0.1	0.3	0.1	0.5	1.3	8.7	10.3	6.5	5.5	4.8	4.4
Eurozóna kamatláb (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	3.8	4.1	3.0	2.6	2.5
Árfolyam												
Nominális árfolyam (EUR/HUF)	311	309	319	325	351	359	391	382	401	403	413	420
(változás % év/év)	0.5	-0.7	3.1	2.0	7.9	2.1	9.1	-2.4	5.0	0.6	2.2	1.7
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	3.0
Fogyasztói árindex (% év/év)	0.4	2.4	2.8	3.3	3.3	5.1	14.5	17.6	4.3	3.4	3.2	3.0
GDP deflátor (% év/év)	1.3	4.0	4.8	4.8	6.4	6.4	14.5	14.6	4.3	3.4	3.2	3.0
GDP												
Reál GDP (% év/év)	2.1	4.3	5.4	4.6	-5.0	7.1	4.6	-0.9	2.7	2.6	3.0	3.0
Kibocsátási rés (Potenciális GDP-arányában, %)	-0.9	0.1	1.8	2.5	-2.1	-0.2	0.5	-2.0	-1.9	-1.8	-1.3	-0.9
Fiskális változók												
Költségvetési hiány (GDP arányában, %)	1.8	2.5	2.1	2.0	7.6	7.2	6.2	6.7	5.2	4.2	3.6	3.4
Ciklikusan igazított hiány (GDP arányában, %)	1.4	2.5	2.8	3.2	6.6	7.1	6.4	5.8	4.4	3.4	3.0	3.0
Államadósság (GDP arányában, százalék)	74.9	72.1	69.1	65.3	79.3	76.7	73.9	73.5	74.1	74.1	74.0	73.5

Forrás: OGRsearch

5.2 A modell bemutatása

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

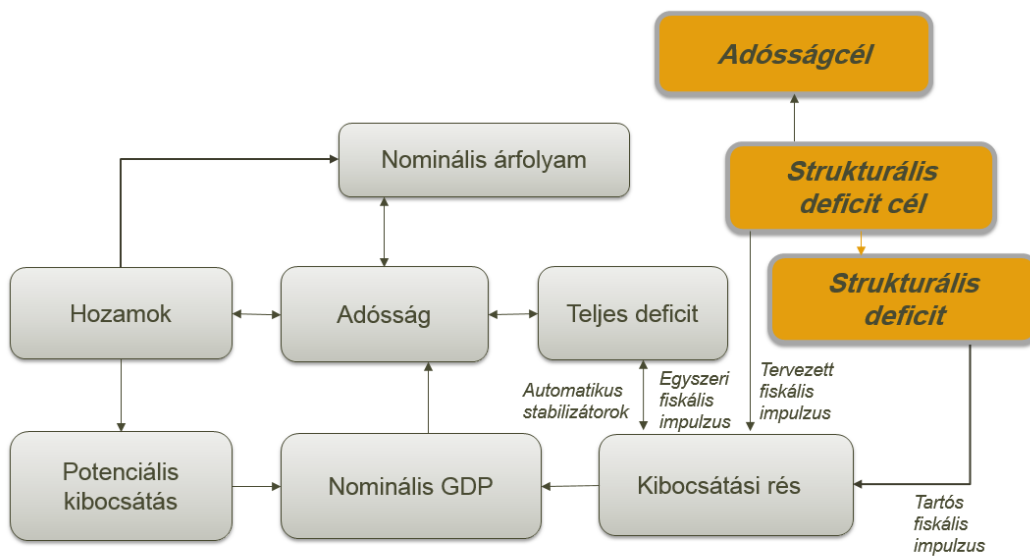
Az általunk használt modell annyiban speciális, hogy a költségvetési politika nemcsak rövid, hanem hosszútávon is hat a gazdaságra, így lehetővé válik a fiskális konszolidációk különböző időtávú hatásainak vizsgálata és az ehhez kapcsolódó átváltások értékelése. A rövid és középtáv eltérése miatt a modell 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 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).

31. ábra: A fiskális blokk kapcsolatrendszere a makrováltozókkal



5.3 Regressziós eredmények – Keretes írás

32. ábra: Fő regressziós becslés második szintjének eredménye

PanelOLS Estimation Summary						
Dep. Variable:	growth	R-squared:	0.2448			
Estimator:	PanelOLS	R-squared (Between):	-0.0645			
No. Observations:	587	R-squared (Within):	0.3427			
Date:	Fri, Dec 15 2023	R-squared (Overall):	0.2203			
Time:	00:48:01	Log-likelihood	-1226.7			
Cov. Estimator:	Unadjusted	F-statistic:	34.558			
Entities:	28	P-value	0.0000			
Avg Obs:	20.964	Distribution:	F(5,533)			
Min Obs:	18.000	F-statistic (robust):	34.558			
Max Obs:	22.000	P-value	0.0000			
Time periods:	22	Distribution:	F(5,533)			
Avg Obs:	26.682					
Min Obs:	15.000					
Max Obs:	28.000					
Parameter Estimates						
	Parameter	Std. Err.	T-stat	P-value	Lower CI	Upper CI
resid_gfcf	0.1359	0.0309	4.3948	0.0000	0.0752	0.1966
diff_human	0.0732	0.0788	0.9284	0.3536	-0.0817	0.2280
diff_emp	0.8918	0.0824	10.822	0.0000	0.7299	1.0537
fund_gni_lagged	-2.5241	0.8114	-3.1110	0.0020	-4.1180	-0.9303
fund_gni_lagged:corruption_rank	0.0291	0.0114	2.5581	0.0108	0.0068	0.0515

F-test for Poolability: 14.931
P-value: 0.0000
Distribution: F(48,533)

Included effects: Entity, Time

Regressziós változók:

'*growth*': Egy főre jutó GDP növekedés vásárlóerő paritáson számítva

- Függő változó
- Adatforrás: World Bank

'*resid_gfcf*': Transzferektől szűrt GDP százalékában mért állóeszköz felhalmozás

- Kontrollváltozó
- Adatforrás: World Bank

'*diff_human*': Emberi erőforrás minőségének százalékos változása (Minőségi változó: legalább középiskolát végzettek aránya a 25-65 éves népesség körében)

- Kontrollváltozó
- Adatforrás: Eurostat

'*diff_emp*': Foglalkoztatás növekedése

- Kontrollváltozó
- Adatforrás: Eurostat

'fund_GNI_lagged': Növekedést támogató unió transzferek a GNI százalékában (1 éves eltolással)

- Fő magyarázó változó
- Adatforrás: European Comission

'fund_GNI_lagged:corruption_rank': Növekedést támogató uniós transzferek a GNI százalékában és a korrupciós indikátor interakciója

- Fő magyarázó változó, interkációs tag
- Adatforrás: European Comission, WGI