

Világgazdasági változások hatása az EU-ra,
különösen a német gazdaságra, mindezek
hatása Magyarország gazdaságára,
államháztartására

Tanulmány a Költségvetési Tanács részére

Budapest, 2023. szeptember 11.

The logo for OGResearch, featuring the letters 'OG' in a stylized green font followed by the word 'Research' in a dark blue, sans-serif font.

Köber Csaba – Szilágyi Katalin

Vezetői összefoglaló

A magyar GDP-arányos államadósság 2011 után csökkenő pályára állt, és az akkori 81 százalékos csúcsponttól 2019 végére 65 százalék közelébe süllyedt. 2020-ban a világméretű recesszió és a koronavírus-járvány miatt megugró költségvetési hiány hatására az adósságráta ismét a GDP 80 százaléka fölé emelkedett, és alig egy év alatt semlegesítette a korábbi évtized eredményeit. Bár a gazdaság a 2021-ben fokozatosan leküzdötte a járvány okozta nehézségeket, a gazdaság újraindításához szükséges többletkiadások miatt a költségvetési hiány továbbra is magas maradt. 2022-ben pedig újabb nehézségekkel kellett szembesülnünk: az orosz-ukrán háború számos csatornán keresztül szűkítette a fiskális mozgásteret. A visszaeső külső kereslet és a drasztikusan megugró importárak (különösen a gáz- és energiaárak) is erőteljes nyomást helyeztek a forint árfolyamára és az inflációra, amelyre a jegybank a monetáris kondíciók szigorításával reagált. Ráadásul a kormány év eleji (választás előtti) költekezése is hozzájárult ahhoz, hogy az év első felében még dinamikus bővülő gazdasági teljesítmény ellenére sem csökkent érdemben a költségvetési hiány. A magas deficit ellenére az államadósság rátája az elmúlt két évben érdemben csökkent, elsősorban azért, mert a viszonyítás alapja, a nominális GDP (a felpörgő infláció és a járványt követő visszapattnás okozta dinamikus gazdasági teljesítmény miatt) sokkal magasabb lett.

Előrejelzésünk szerint idén és a következő évtizedben is folytatódik a GDP-arányos államadósság mérséklődése, de a csökkenés üteme a járványt megelőző évtizednél jóval mérsékeltebb, a módja pedig fájdalmasabb lesz. Az idei évben arra számítunk, hogy a nyomott külső környezet, a csökkenő reáljövedelmek és a szigorú monetáris kondíciók nyomán a gazdaság recesszióba kerül, vagyis nem lesz lehetőségünk arra, hogy az adósságunkat egyszerűen a nagyobb gazdasági potenciállal állítsuk szembe („kinőjünk”). Az év eddigi adatai alapján a belső kereslet gyengélkedése a vártnál jóval nagyobb lyukat üt a költségvetésben, így az idei évben a kormány csak a költségvetési kiigazításával biztosíthatja a fiskális folyamatok fenntarthatóságát. A magas inflációs környezetben, tartósan cél fölött ragadó maginflációs adatok mellett ráadásul a jegybanknak is csak megfontolt monetáris lazításra van lehetősége. Vagyis a gazdaságpolitika mindkét nagy szereplője továbbra is erősen prociklikus hatást gyakorol a magyar gazdaságra: a kanyarban előzés éveit ezúttal az emelkedőn fékezzük.

Előrejelzésünk alappályája arra is felhívja a figyelmet, hogy a magyar gazdaság nehézségei messze túlmutatnak a ciklikus recesszió átmeneti hatásain. A következő évtized a gazdaság növekedési kilátásai és a költségvetési politika lehetőségei szempontjából nehezebb lesz, mint a megelőző. A pesszimizmusunk elsősorban abból adódik, hogy – mint arra a tavalyi elemzésünkben részletesen kitértünk – a magyar gazdaság kimerítette a gazdasági növekedés legkönnyebben kiaknázható forrását. A demográfiai folyamatok ismeretében a munkaerő extenzív bővülése már nem nagyon tudja támogatni a kibocsátást, a termelékenység érdemi felpörgetéséhez pedig új növekedési

modellre lenne szükség. Ráadásul az emberi erőforrások hatékonyabbá tételéhez komolyabb költségvetési forrásokra is szükség volna, elsősorban az elmúlt évtized vesztes ágazataihoz sorolható oktatás és az egészségügy területén. A potenciális növekedési kilátások körüli baljós jelek sorát idén az is bővíti, hogy a legfontosabb külkereskedelmi partnerünk is gyengélkedik. Elemzésünk arra is felhívja a figyelmet, hogy a német gazdaság előtti nehézségek nem kizárólag ciklikus jellegűek, jó okunk van azt gondolni, hogy a külpiacaink számottevő, strukturális eredetű, elhúzódó lassulásával is számolnunk kell.

Összességében arra számítunk, hogy a következő tíz évben a magyar gazdaság növekedési potenciálja alacsonyabb, így költségvetési lehetőségei korlátozottabbak lesznek. A tartós költségvetési fegyelem mellett az államadósság GDP-arányos rátája még így is csökken, de jóval mérsékeltebb ütemben: közel tíz évre lesz szükségünk ahhoz, hogy koronavírus járványt megelőző szintre tornásszuk vissza az értékét, amely régiós összehasonlításban továbbra is kiugróan magas marad.

A magas adósságráta erősen behatárolja az ország mozgásterét abban, hogy az esetleges negatív külső sokkokat semlegesíteni tudja. Az ország nyitottsága, valamint a nemzetközi piacokba való beágyazottsága is abba az irányba hat, hogy a magyar gazdaság teljesítménye és az államháztartás helyzete továbbra is igen érzékeny a külső fejleményekre. Elemzésünkben az alappálya mellett három alternatív forgatókönyvet vizsgáltunk. Ezek mind olyan külső feltételezéseket jelenítenek meg, amelyek az alappályánkhöz képest kisebb valószínűségűek, de nem tekinthetők szélsőséges, válságszerű eseményeknek.

Az első forgatókönyvben azt tesszük fel, hogy az EU (különösen a magyar szempontból kiemelten fontos német gazdaság) az ukrajnai háború elhúzódása és/vagy a nyersanyagárak újbóli felívelése miatt tartós recesszió kerül. A visszaeső termelés és a magas importárak miatt romlik a külső egyensúly, ami az euró gyengüléséhez vezet, ez pedig – még a gyenge növekedési teljesítmény mellett is – kikényszeríti a reálkamat emelkedését. Ezt a hagyományosan negatív forgatókönyvet idén annyival egészítettük ki, hogy feltettük: a magországok gyengélkedése tovább feszíti a magyar uniós politikai viszonyt, ami a hazai gazdaság szempontjából az euróval szembeni kockázati prémium emelkedésében jelentkezik. Ez a scenárió tehát mind az EU-ban, mind Magyarországon jelentősen rontja a növekedési és a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatos kilátásokat.

A második forgatókönyvben azzal a feltevéssel élünk, hogy az uniós és a magyar politikusok is felismerik a klímaváltozás okozta alkalmazkodási kényszert, és hatékony választ adnak rá. Ez a scenárió számol tehát egyrészt a klímaváltozás természeti következményeivel (elsősorban a mezőgazdaságban jelentkező negatív kínálati sokkal, így tartósan magasabb élelmiszerárakkal és inflációval), másrészt azokkal a gazdaságpolitikai válaszokkal, amelyekkel az uniós országok és hazánk is reagálnak rá (így a zöld átállást támogató beruházások felfutásával, a költségvetési támogatások átmeneti megugrásával, majd hosszú távon a növekedési potenciál emelkedésével). Ez a forgatókönyv a rövid és a hosszú táv közötti átváltást szemlélteti: egy komolyan vett és

következéskesen végigvitt energia-átmenet rövid távon megterheli ugyan a költségvetést, de hosszabb távon javítja a fiskális fenntarthatóságot is.

A harmadik forgatókönyvben azzal számolunk, hogy a következő évtizedeket a nemzetközi konfliktusok és az ezekre adott gazdaságpolitikai válaszok uralják. Ebben a forgatókönyvben a globalizáció megfordul, vagyis a kormányok és a vállalatok – akár rövid távú veszteségek árán is – termelő kapacitásokat telepítenek vissza a működőtőke hagyományos forrásországaiba. Ez a deglobalizációs folyamat felerősítheti a magyar kormány különutas politikáját, erősebbé válhatnak a keleti kapcsolatok, és Magyarország távolabbra kerülhet a nyugati szövetségi rendszertől. Ebben az esetben az átváltás hazánkra gyakorolt hatása éppen fordított, mint az előző forgatókönyvben: rövid távon a működőtőke új, keleti beruházói által felfuttatott kapacitások magasabb növekedési teljesítményt jelentenek, és javítják a fiskális kilátásokat. Hosszabb távon azonban a hagyományos partnerektől és iparágaktól eltérő termelési potenciál növekedési hozzájárulása alacsonyabb lehet, így a növekedés fenntarthatóságát és az adósság dinamikáját is kedvezőtlenül érintheti.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	2
1. Bevezetés.....	9
2. Meghatározó hazai trendek	10
2.1 Makrogazdasági helyzetkép	10
2.1.1 Reálgazdaság.....	10
2.1.2 Infláció és monetáris politika	16
2.1.3 Hitelezés.....	20
2.1.4 A gazdaság ciklikus helyzete.....	21
2.1.5 Külső sérülékenység.....	22
2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság	24
2.2.1 Költségvetési hiány	24
2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői	27
3. Meghatározó nemzetközi trendek.....	31
4. Középtávú előrejelzésünk alappályája.....	40
4.1 Külső feltevések.....	40
4.2 A hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás	42
4.3 Költségvetési folyamatok	45
5. Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra.....	54
5.1 Recesszió Európában, növekvő reálkamatok, romló magyar-uniós viszony	54
5.1.1 Külső feltevések	55
5.1.2 A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás	56
5.2 Klímaváltozás és gazdaságpolitikai alkalmazkodás.....	59
5.2.1 Külső feltevések	60
5.2.2 A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás	61
5.3 Fokozódó nemzetközi helyzet, különutas magyar politika.....	64
5.3.1 Külső feltevések	64
5.3.2 A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás	65
6. Következtetések.....	69
7. Felhasznált irodalom.....	74
8. Függelék.....	75
8.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói	75

8.2 A modell bemutatása75

Ábrajegyzék

Ábra 1: Reál GDP növekedés – felhasználási oldal (év/év, százalék).....	10
Ábra 2: Reál GDP növekedés – termelés oldal (év/év, százalék).....	12
Ábra 3: Munkaerőpiaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, százalék).....	15
Ábra 4: Nominális és reálbér alakulása a versenyszektorban (éves növekedés, százalék)	16
Ábra 5: Éves inflációs mutatók (százalék)	18
Ábra 6: A jegybanki alapkamat, illetve az egy hetes betéti kamat, a kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (százalék)	19
Ábra 7: Zérókupon hozamgörbe	20
Ábra 8: Vállalati és háztartási szektor hitelállományának éves változása (tranzakció alapú növekedés, százalék)	21
Ábra 9: A feldolgozó ipari kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek aránya	22
Ábra 10: Külső finanszírozási képesség (GDP százaléka, szezonálisan igazítatlan).....	23
Ábra 11: A külső finanszírozás szerkezete (GDP százaléka, szezonálisan igazítatlan)	24
Ábra 12: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása	25
Ábra 13: Az államadósság változásának dekompozíciója (milliárd forint)	27
Ábra 14: Az államadósság változásának dekompozíciója	28
Ábra 15: A dinamikus* komponens	29
Ábra 16: A maastrichti államadósság ráta és annak devizaaránya.....	30
Ábra 17: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása	31
Ábra 18: A nemzetközi élelmiszerárak alakulása	32
Ábra 19: Az európai olaj-, gáz- és áramárak MWh-ra átszámolva, euróban.....	32
Ábra 20: Az IFO német üzleti bizalmi index alakulása	33
Ábra 21: Az infláció és az inflációs cél alakulása.....	34
Ábra 22: A globális tőzsdeindexek alakulása	35
Ábra 23: A német és az Európai Unió déli országainak átlagos növekedési üteme	37
Ábra 24: A német gazdaság teljes tényezőtermelékenységének évek növekedési üteme.....	38
Ábra 25: Az alappálya külső feltevései	41
Ábra 26: Az alappálya főbb makrováltozói.....	43

Ábra 27: GDP növekedésre vonatkozó előrejelzések összevetése (év/év, százalék)	44
Ábra 28: Költségvetési hiánymutatók az alappálya mentén (GDP százalékában	49
Ábra 29: A költségvetési mutatók az alappálya mentén	50
Ábra 30: Költségvetési hiány előrejelzések összevetése (GDP arányában, százalék)	51
Ábra 31: Az államadósságráta alakulása	52
Ábra 32: A GDP arányos államadósság változásának dekompozíciója (2022-től kumulált változások, százalékpont).....	53
Ábra 33: Uniós recesszió és megugró reálkamat: külső feltevések	56
Ábra 34: Uniós recesszió és megugró reálkamat: főbb hazai makrogazdasági változók	57
Ábra 35: Uniós recesszió és megugró reálkamat: költségvetési mutatók	58
Ábra 36: Uniós recesszió és megugró reálkamat: államadósságpálya (2022-től kumulált GDP-arányos változás, százalékpont)	58
Ábra 37: Klímaváltozás és gazdaságpolitikai alkalmazkodás: külső feltevések.....	61
Ábra 38: Klímaváltozás és gazdaságpolitikai alkalmazkodás: főbb hazai makrogazdasági változók	62
Ábra 39: Klímaváltozás és gazdaságpolitikai alkalmazkodás: költségvetési mutatók	63
Ábra 40: Klímaváltozás és gazdaságpolitikai alkalmazkodás: adósság mutatók (2022-től kumulált GDP-arányos változások, százalékpont)	63
Ábra 41: Deglobalizáció és különutas magyar politika: külső feltevések	65
Ábra 42: Deglobalizáció és különutas magyar politika: főbb hazai makrogazdasági változók	66
Ábra 43: Deglobalizáció és különutas magyar politika: költségvetési mutatók	67
Ábra 45: Deglobalizáció és különutas magyar politika: adósság mutatók (2022-től kumulált GDP-arányos változások, százalékpont)	68
Ábra 46: Az alternatív pályák összehasonlítása: hazai makrováltozók.....	72
Ábra 47: Az alternatív pályák összehasonlítása: költségvetési mutatók	73

1. Bevezetés

A gyorsan változó globális környezetet jól leírja az a tény, hogy az utóbbi alig három évben mennyire megváltoztak a legfontosabb témák. A koronavírus idén hivatalosan is véget ért. Az orosz-ukrán háború zajlik ugyan, de a kezdeti pánik és a globális nyersanyagárak drasztikus megugrása már a múlté. Az idei év leginkább az infláció visszatéréséről és az összehangolt jegybanki reakciókról szólt szerte a világban. A nemzetközi és hazai elemző műhelyek többségéhez hasonlóan mi is arra számítunk, hogy a defláció szerte a világban a következő évben nagyrészt lezárul, és újra tartósan alacsony marad az áremelkedés.

Bár az inflációval kapcsolatban optimisták vagyunk, a középtávú növekedési potenciállal kapcsolatban jóval kevésbé. Tavalyi elemzésünkben azt mutattuk be, hogy a magyar gazdaság nagyrészt kimerítette a potenciális növekedés könnyen kiaknázzható forrásait, így – új növekedési modell hiányában – a járvány előtti évtizedhez képest a növekedés érdemben lassulni fog. Idén arra is felhívjuk a figyelmet, hogy legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, Németország is némiképp hasonló gondokkal küzd: a német gazdaságra vonatkozó előrejelzések drámai lassulást mutatnak. Az okok is némiképp hasonlóak: a német költségvetési politika is késlekedett abban, hogy a rövid távon fájdalmas, nagy reformokat (az infrastrukturális beruházások, a digitalizáció, a nyugdíjrendszer vagy a zöld átmenet területén) az alacsony kamatok és a kedvező konjunktúra időszakában valósítsa meg.

Elemzésünk a szokásos felépítést követi: először áttekintjük a magyar és a nemzetközi gazdaság aktuális állapotát, majd a következő évtizedre vonatkozó makrogazdasági és fiskális kivetítésünket. Végül néhány olyan alternatív forgatókönyvet mutatunk be, amelyeket nem tartunk ugyan a legvalószínűbb kimenetnek, de a középtávú jövővel kapcsolatos eltérő világállapotokra, kockázatokra világítanak rá.

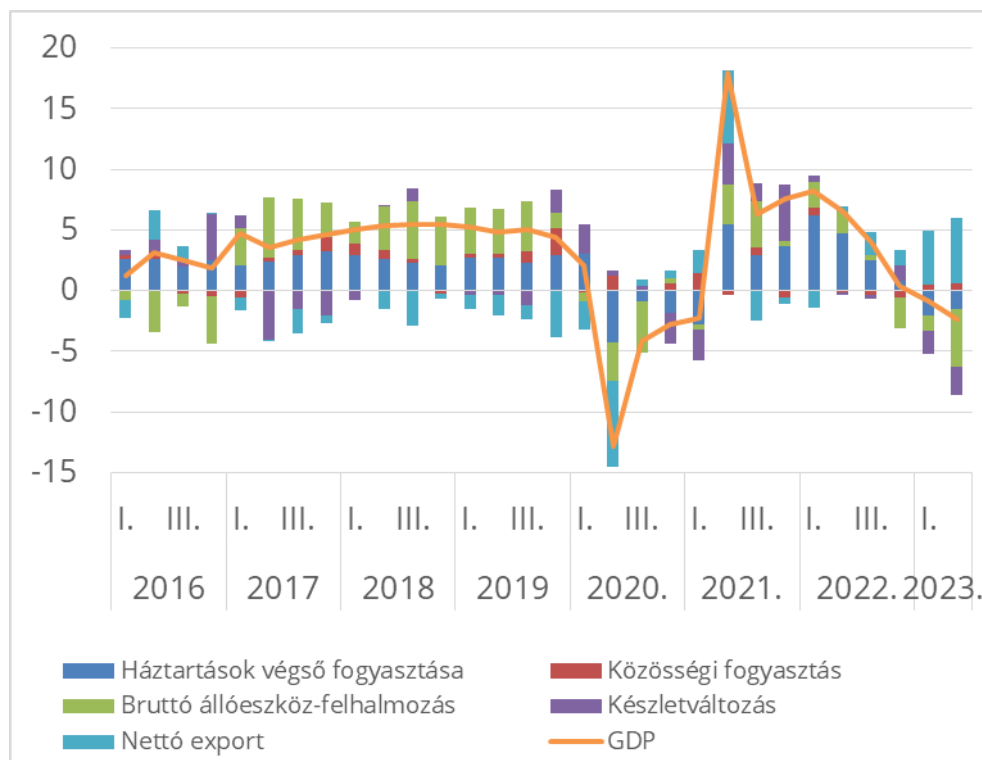
2. Meghatározó hazai trendek

2.1 Makrogazdasági helyzetkép

2.1.1 Reálgazdaság

A magyar gazdaság az idei év első két negyedében a vártnál rosszabbul teljesített: az első negyedévben 0,9 százalékkal, a második negyedévben pedig 2,4 százalékkal maradt el az előző év azonos negyedéhez képest. Ezzel az eredménnyel hazánk gazdasága uniós szinten is az egyik leggyengébb teljesítményt nyújtotta. A romló gazdasági adatokat főként a háztartások csökkenő fogyasztása és a romló beruházási hajlandóság okozza, amelyek a rendkívül magas infláció miatt csökkenő reáljövedelmek, a szigorodó monetáris és fiskális kondíciók és a reálgazdasági helyzetet övező bizonytalanság következményei. Szezonálisan igazított adatok alapján mind az első, mind a második negyedévben csökkent a gazdaság az előző negyedévhez képest, ezen adatok szerint a hazai termelés a tavalyi év harmadik negyedéve óta (vagy egy teljes éve) hanyatlik. Várakozásunk szerint az idei év második felében a gazdasági helyzet némiképpen javul, főleg a javuló reáljövedelmeknek köszönhetően, azonban a GDP éves átlagban így is a tavalyi szint alatt marad.

Ábra 1: Reál GDP növekedés – felhasználási oldal (év/év, százalék)



Forrás: KSH, OGR számítás

*A 2023. második negyedéves adat a KSH első becslése.

A felhasználási oldali GDP adatok (1. ábra) jól szemléltetik, hogy a tavalyi év második félévétől kezdődően mind a beruházások, mind a háztartási fogyasztás csökkenésnek indult, amit csak részben tudott ellensúlyozni a javuló nettó export és a relatíve erős kormányzati fogyasztás.

A háztartások fogyasztása az első negyedévben az előző év első negyedévéhez képest 3,9 százalékos, az előző negyedévhez képest szezonálisan és naptári hatással kiigazított adatokon 2,1 százalékos csökkenést mutat. A második negyedévben csak kismértékben javult a helyzet, az előző év második negyedévéhez képest 3,2 százalékkal csökkent, az előző negyedévéhez képest pedig stagnált a háztartások fogyasztása. A háztartások fogyasztási kiadásainak csökkenését főként a rendkívül magas infláció és ennek következtében csökkenő reáljövedelmek okozták. A kiskereskedelmi forgalom jelentősen, 8,7 százalékkal csökkent az első félévben a tavalyi év első félévéhez képest, az éves reálbércsökkenés pedig júniusban 4,1 százalék volt, így a háztartások fogyasztásának GDP-n belüli csökkenése az egyéb beérkező fogyasztási adatok tükrében még mérsékeltnek is mondható. A kormányzattól érkező társadalmi juttatások pozitívan alakultak az év elején (nyugdíjemelések, közfoglalkoztatottak béremelése), így némileg mérsékelték a tényleges háztartási fogyasztás visszaesését. A közösségi fogyasztás a tavalyi év eleji választások után a második negyedévtől csökkenésnek indult, majd normalizálódott idén: az előző negyedévhez képest szezonálisan és naptári hatással kiigazított adatokon számítva az első negyedévben stagnált, a második negyedévben kismértékben, 0,8 százalékkal növekedett a kormányzati fogyasztás. Így az éves növekedési adatokat vizsgálva a közösségi fogyasztás az első negyedévben az előző év első negyedévéhez képest 4,6 százalékkal csökkent, a második negyedévben a bázishatás kiesésével pedig 2,3 százalékkal növekedett.

A háztartások fogyasztásának visszaesése mellett a beruházások csökkenése járult hozzá legnagyobb mértékben a gazdasági visszaeséshez. Az első negyedévben az előző év első negyedévéhez képest a bruttó állóeszköz felhalmozás 6 százalékos visszaesést produkált, a második negyedévben tovább romlott a helyzet, az előző év második negyedévéhez képest 15,4 százalékkal csökkentek a beruházások. A romló keresleti kilátások és a szigorodó kamatkondíciók mellett az ötven főnél nagyobb vállalatok beruházása 10 százalékkal csökkent a második negyedévben az előző évi azonos időszakához képest, főleg az építőipari beruházásoknál volt megfigyelhető a visszaesés. A kormányzati szektor beruházási kedve is visszafogottan alakult, a második negyedévben 18 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakától. Ez a mérsékelt költségvetési beruházási hajlandóság a romló költségvetési számok és a hiányzó uniós források következménye, a kormányzat sorra törli¹ vagy halasztja el beruházásait. A háztartásokat is tartalmazó egyéb gazdasági forma beruházása is jelentősen csökkent a II. negyedéves

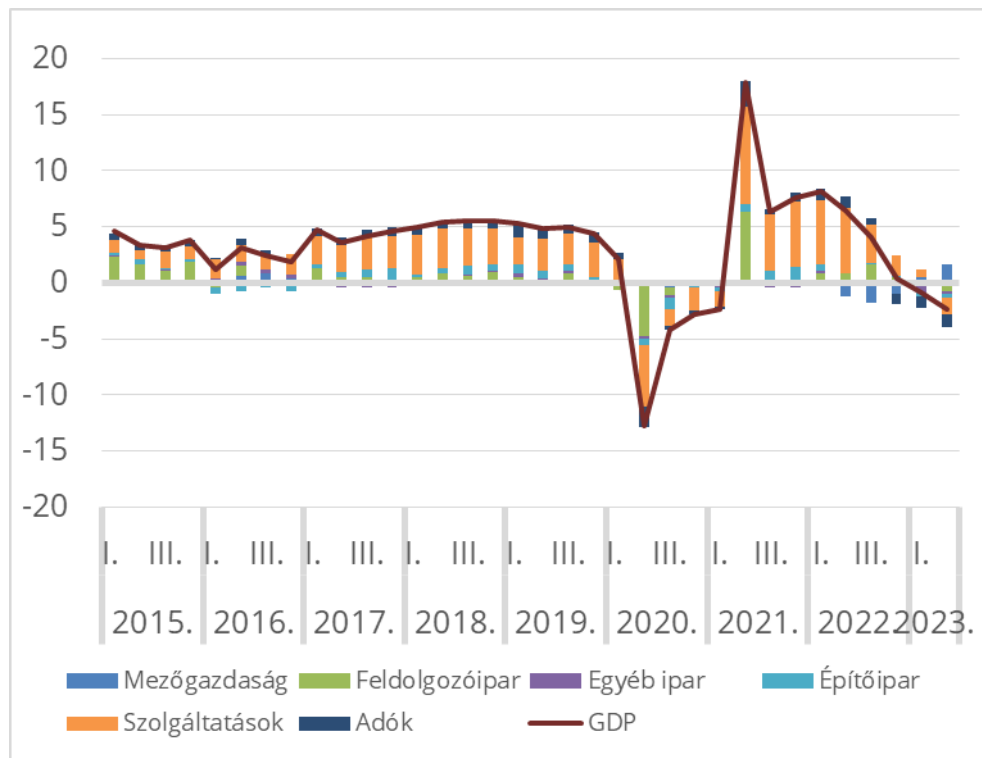
¹ Lásd például

https://hvg.hu/itthon/20230905_DelBudai_Centrumkorhaz_megkozelithetoseg_Magyar_Kozlony_honvedelem_autopalya_vasut_hatarozat

gyorsjelentés² szerint. Így valószínűsíthető, hogy a háztartások általános jövedelemvisszaesése, a növekvő kamatok nem csak a fogyasztás, hanem a beruházások visszaesésével is járt.

A háztartási fogyasztás és a beruházások visszaesését csak részben, de mérsékelni tudta a javuló nettó export teljesítménye. A teljes export az idei év első negyedében 6,6 százalékkal, a második negyedében pedig 0,2 százalékkal volt a tavalyi év azonos időszakában mért értéknél nagyobb. Az export növekedése szinte teljes mértékben a gépek és szállítóeszközök exportvolumenében történő növekedésnek volt köszönhető. Eközben a kereslet és a beruházás visszaesésével és az energiaválság enyhülésével összhangban a hazai import is csökkenésnek indult az előző év utolsó negyedétől kezdve. Az import volumene az idei év első negyedében még 1,9 százalékkal nőtt a bázishatás miatt, azonban a második negyedében az év/év változás már 5,6 százalékos csökkenést mutatott.

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



Forrás: KSH, OGR számítás

*A 2023. második negyedéves adat a KSH első becslése.

A termelési oldali GDP adatokból (2. ábra) kiderül, hogy az idei évben a mezőgazdaság tudott csak mind a két negyedében növekedést mutatni. Az első negyedében a szolgáltató szektor

² Lásd <https://www.ksh.hu/gyorstajekoztatok/ber/ber2306.html>

növekedése még javítani tudta a gazdaság év/év bontású teljesítményét, viszont a második negyedévben már ez a szektor is csökkenést mutatott.

A mezőgazdaság a tavalyi, kiemelkedően rossz, aszályjal sújtott időszak után a várakozásoknak megfelelően gyors növekedést ért el idén, a kibocsátása az első negyedévben 20 százalékkal, a második negyedévben 68 százalékkal volt nagyobb az előző év azonos időszakához képest. Az ipari szektorban kevésbé pozitív a helyzet, a teljes ipari termelés mind az első, mind a második negyedévben elmaradt az előző éves azonos időszakokhoz képest (3,2 és 5,7 százalékkal), a feldolgozóipar és az egyéb ipar is csökkent. Az ipari gyorstájékoztató³ adatok alapján a belföldre értékesítő ipari vállalatok teljesítménye csökkent, ami azt jelenti, hogy a hazai keresletcsökkenés miatt történt visszaesés az ipari termelésben. Ezt támasztja alá a szektorális felbontású adat is, ami szerint a tipikusan külföldi piacra termelő járműgyártás és villamosberendezés volumenindexe növekedni tudott, míg a többi szektoré (például élelmiszer, gumi, műanyag, fémalapanyag) meredeken csökkent. Pozitív fejlemény, hogy a második negyedévben az előző negyedévhez képest a szezonális és naptárhatással igazított adatok azt mutatják, hogy az ipari termelés csökkenése megállt. A drámaian csökkenő beruházás az építőipar hanyatlásában jelentkezik a termelési oldalon, év/év alapon az első negyedévben 8,6 százalékos, a második negyedévben pedig 6 százalékos volt a visszaesés ebben a szektorban.

A tavalyi első negyedévhez képest a szolgáltató szektor növekedése az év elején lassult (1,1 százalék), a második negyedévben pedig 2,4 százalékos csökkenést mutatnak a szolgáltatás szektorai adatok az előző év azonos időszakához képest. A szektorálisan megbontott adatok szerint már az első negyedévben is szinte az összes alszektor termelése csökkent, amelyet a *humánegészségügyi, szociális ellátás* alszektor váratlanul erős növekedése tudott csak kompenzálni. Ezen szektor növekedése kitarott a második negyedévben is, viszont ebben a periódusban már nem tudta ellensúlyozni a többi szektor gyenge teljesítményét, a második negyedévben a belső kereslet csökkenésével (különösen a *kereskedelem, gépjárműjavítás, szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás* alszektor visszaesésével) a teljes szolgáltatás szektor éves növekedési üteme is negatívba fordult át.

Az idei év második félévében várakozásunk szerint a gazdaság lassulása megáll, azonban előrejelzésünk szerint nem várható gyors visszapattanás. A GKI júniusi konjunktúraindexe⁴ alapján a fogyasztói bizalmi index az elmúlt hónapokban ugyan javult, így a csökkenő infláció és a potenciális minimálbér-emelés mellett a háztartási fogyasztásban növekedés várható. Azonban ez a javulás előrejelzésünk szerint mérsékelt lesz, ahogy azt a júliusi kiskereskedelmi adatokból is

³ Gyorstájékoztató, Ipar: <https://www.ksh.hu/gyorstajekoztatok/#/hu/document/ipe2307>

⁴ GKI konjunktúraindexe: <https://www.gki.hu/wp-content/uploads/2023/06/GKI-sajto-osszefoglalo-2306.pdf>

látjuk: az előző hónaphoz képest a kiskereskedelmi forgalom még mindig stagnálást mutat.⁵ A beruházás várakozásunk szerint a hiányzó uniós források miatt legalább a harmadik negyedévig elmarad a tervezettől, a GKI üzleti bizalmi indexe szerint pedig a vállalati szféra várakozásai sem vetítenek elő élénkülő beruházási kedvet. A közösségi fogyasztás a szűkülő fiskális tér mellett alacsony marad. A nettó export növekedése ugyan a második félévben is pozitívan fog hozzájárulni a teljes termeléshez, azonban a növekedés üteme lassul, ahogy exportpartnereink gazdasági kilátásai (különösen Németországé) egyre romlanak, míg az importban a kereslet élénkülésével visszapattanás várható.

Munkaerőpiac, foglalkoztatottság

A rendelkezésre álló adatok alapján a korábbi előrejelzésünkhöz hasonlóan ismét elmondható, hogy a romló gazdasági teljesítmény munkaerőpiacra, különösen foglalkoztatásra gyakorolt negatív hatása mérsékelte (3. ábra). A foglalkoztatottak száma historikusan magas maradt, a foglalkoztatási ráta a második negyedévben tovább tudott növekedni és elérte a 64,5 százalékot. Mindez az aktivitási ráta növekedése mellett történik, ami szintén rekordmagas szinten, 67,4 százalékon áll. Amellett, hogy a múltbeli trendnövekedés folytatódott, a foglalkoztatás növekedésében közrejátszhat az is, hogy a romló jövedelmi viszonyok mellett többen vállalnak munkát. Ahogy azt az MNB júniusi inflációs jelentése⁶ is taglalja, a gazdaság romló mutatói ellenére feszes munkaerőpiaci helyzet azért is fennmaradhat, mert a vállalatok a gazdasági nehézségek ellenére jelentős profitot tudtak elérni, ami így nem indokolja az elbocsátásokat. Ezen felül az évek óta feszes munkaerőpiaci helyzetben a vállalatok inkább felhalmozzák a munkaerőt és az átmenetileg romló gazdasági helyzet ellenére nem bocsátanak el tömegesen embereket, hogy a gazdasági visszapattanás során ne alakuljon ki náluk munkkerőhiány.

A munkanélküliségi ráta alakulásában kismértékben ugyan, de tetten érhető a romló gazdasági helyzet. A munkanélküliség a tavalyi év második negyedéve óta lassan, de növekszik, a második negyedévben elérte a 4 százalékot. A közfoglalkoztatottak száma az elmúlt negyedévekben tovább csökkent, idén az első negyedévben már csupán 57 ezer embert foglalkoztattak ebben a státuszban. A közfoglalkoztatottakkal korrigált munkanélküliségi ráta 5 százalék volt. Ebben a mutatóban is megfigyelhető némi növekedés az elmúlt két negyedévben, de a ráta még így is historikus szinten alacsonynak mondható.

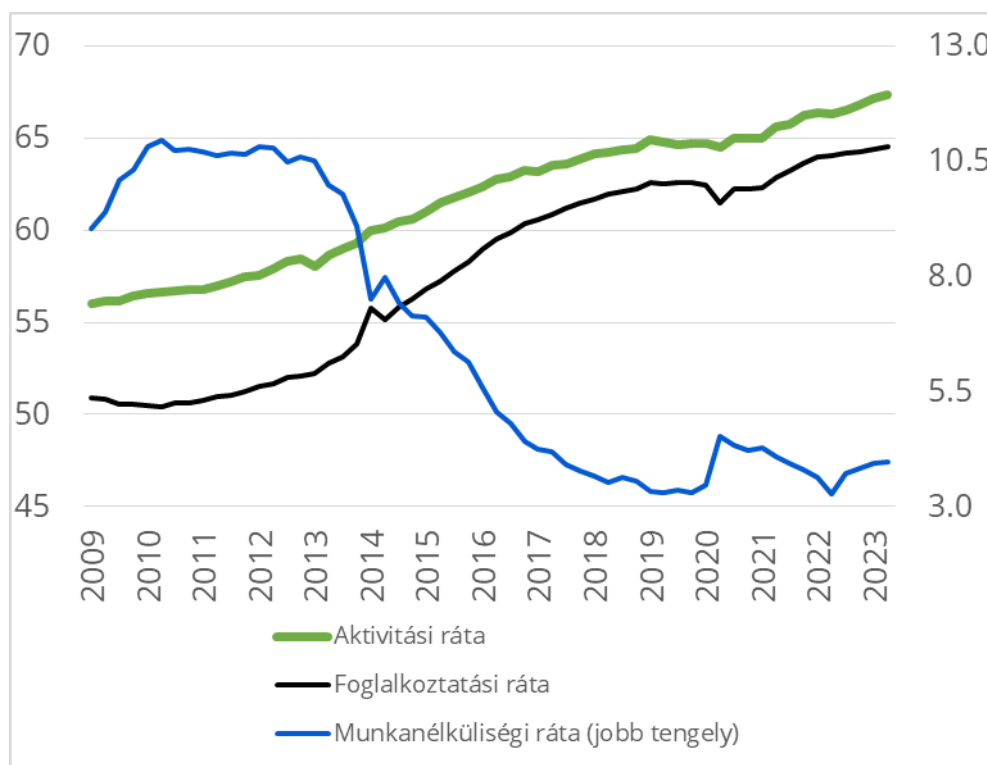
⁵ Gyorstájékoztató, Kiskereskedelem:
<https://www.ksh.hu/gyorstajekoztatok#/hu/document/kis2307>

⁶ MNB, Inflációs jelentés, 2023. június: <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-21.pdf>

Tehát a munkaerőpiac foglalkoztatási szempontból elemzésünk szerint még mindig feszesnek mondható, viszont a munkanélküliség minimális növekedésén keresztül jelentkeznek a gazdasági visszaesés jelei.

Előrejelzésünk szempontjából szükséges megjegyeznünk, hogy számos tényező utal arra, hogy csak nagyon mérsékelt a további növekedési potenciál a foglalkoztatásban. A népesség csökken, a magyar társadalom pedig öregszik. Szintén árnyalja a pozitív hazai foglalkoztatási képet és növekedési potenciált a foglalkoztatás bővülésének területi dekompozíciója. A második negyedéves Munkaerő-felmérés⁷ szerint ugyanis az elsődleges munkaerőpiacon dolgozók csupán 0,5 százalékkal növekedtek a tavalyi év második negyedévéhez képest, míg a külföldön dolgozó magyarok száma jóval nagyobb mértékben, 15,3 százalékkal növekedett. Számításunk szerint tehát a foglalkoztatási növekedés közel egynegyede a külföldön dolgozó magyarok számának növekedéséből fakad.

Ábra 3: Munkaerőpiaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, százalék)



Forrás: KSH

A munkaerőpiac kereseti adataiban drámai fordulat következett be (4. ábra). Bár 2023 első felében a nominális bérek jelentősen, júniusban 16 százalékkal nőttek a munkáltatók teljes körénél, az infláció drasztikus növekedése miatt a bérek reálértéke a tavalyi év szeptembere óta csökken.

⁷ Gyorstájékoztató, Foglalkoztatottság:
<https://www.ksh.hu/gyorstajekoztatok#/hu/document/fog2307>

Júniusban a reálbérek körülbelül 4 százalékkal voltak alacsonyabbak a tavalyi év azonos időszakához képest. A reáljövedelmek visszaesése a versenyszektorban valamivel alacsonyabb, 2,8 százalék volt, a közszféra reálkeresete jóval nagyobb mértékben esett vissza, hiszen a közszférában az év elején csupán kismértékű bércorrekció történt. Ugyan év/év alapon a reálbérek növekedése még negatív, azonban hó/hó alapon a szezonálisan igazított adatokon az látszik, hogy a reálbérek az idei évben már némi korrekciót mutatnak.

Ábra 4: Nominális és reálbér alakulása a versenyszektorban (éves növekedés, százalék)



Forrás: KSH

A bérezési adatok tehát arra utalnak, hogy a foglalkoztatási mutatók tartósan jó eredménye mellett a bérnövekedés nem tudta tartani a lépést a magas inflációval, a reálbérek csökkentek. Azonban a vállalatok nem kezdtek tömeges elbocsátásba és a hó/hó adatok alapján a reálbérek lassan, de növekedésnek indultak. Így várakozásunk szerint az infláció normalizálódásával a munkaerőpiaci helyzet, ezáltal a hazai belső kereslet is javulni fog. Hosszútávon kérdéses azonban az, hogy a foglalkoztatás növekedése mennyire fenntartható, a hazai humántőke megfelelő mértékben képes lesz-e támogatni a gazdasági növekedést.

2.1.2 Infláció és monetáris politika

Az elmúlt hónapokban az éves infláció tovább csökkent, augusztusban az év/év árnyövekedés 16,4 százalék volt. Bár az infláció január óta mérséklődik, még így is messze a magyar adat a legmagasabb Európában. A belső kereslet hanyatlása, a szigorú monetáris politika és a javuló

külpiazi árák hatására az infláció ugyan jelentősen normalizálódik, viszont az inflációs várakozások még mindig magasak.⁸ További potenciális bérnövekedés és a kereslet várt élénkülése miatt a másodkörös inflációs kockázatok fennállnak. A jövő évben tervezett kormányzati intézkedések is megakaszthatják az infláció csökkenését. Így az áremelkedés relatív lassú normalizálódására számítunk, amit alátámasztanak az augusztusi, vártnál magasabb inflációs számok is.

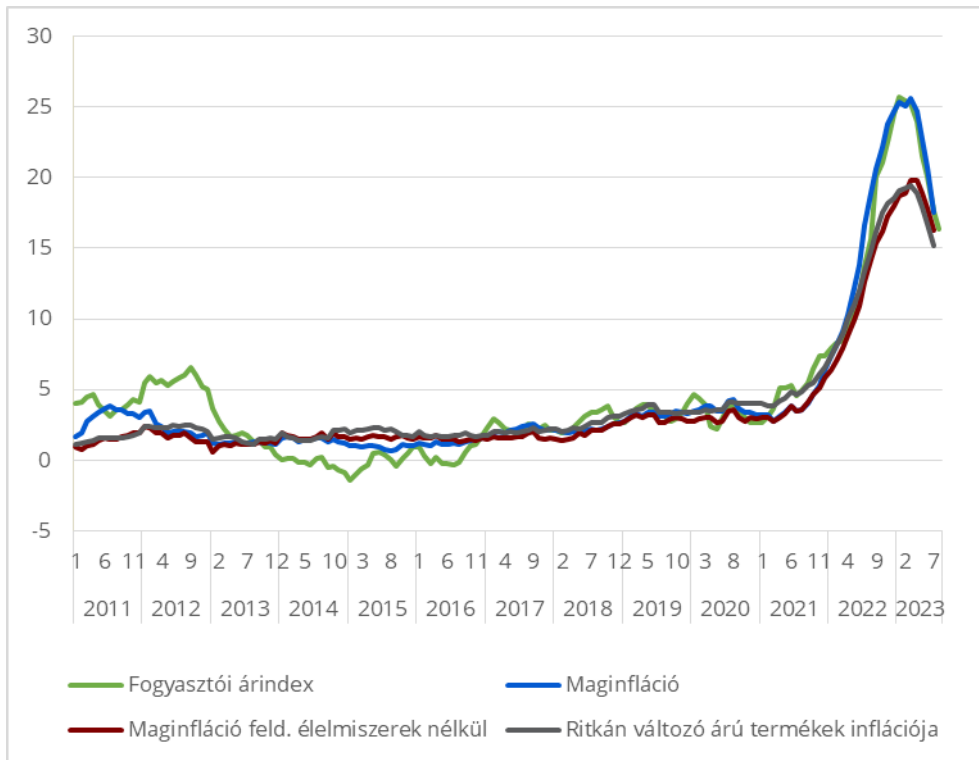
Az infláció tavalyi megugrása jelentős részben globális eredetű volt (koronavírus-járvány utáni keresletélénkülés, orosz-ukrán háború kirobbanása és az ennek következtében kialakult élelmiszer- és energiaválság). A globális áremelkedés az előző év második felétől normalizálódott, mind az élelmiszer, mind a főbb energiahordozók árai (olaj, földgáz) csökkentek, ami a hazai importált infláció lassulásában mutatkozott meg.

A globális események mellett természetesen országspecifikus tényezők is álltak az árnövekedés mögött, amelyek közül több, korábban az inflációt növelő faktor elmúlni látszik. A tavalyi év elején kiemelkedően magas kormányzati támogatások csökkennek, a reálkeresetek nem tudják tartani a lépést az áremelkedéssel, ezért a belső kereslet is romlik, a gazdaság túlfűtöttsége megszűnt. Az ideai kedvező időjárási körülmények hatására a hazai termelés növekedett, a javuló külső egyensúlyi mutatók miatt a forint árfolyama pedig stabilizálódott az elmúlt hónapokban. Az energiaárak csökkennek, ami a hazai szabályozott gázárak ("lakossági piaci ár") változatlan értéke miatt csak kismértékben, a túlfogyasztóknál, illetve a benzinárak csökkenésében érhető tetten.

A lassuló, de éves szinten még magasnak mondható infláció széleskörű. Az élelmiszerárak termékcsoportjában augusztusban az éves infláció 19,5 százalék volt, áprilisban ez az adat 38 százalékos értéket mutatott. Szezonálisan igazított hó/hó adatok szerint a KSH által közölt *Élelmiszerek* termékcsoportban az elmúlt hónapokban volt olyan periódus, hogy az árak csökkentek, tehát defláció volt megfigyelhető. Az iparcikkek éves inflációja 11,4 százalékra csökkent augusztusban. A KSH által közölt *tartós fogyasztási cikkek* termékcsoportban az elmúlt hónapokban szezonálisan igazított adatokon számítva a hó/hó alapon árcsökkenés volt megfigyelhető. A piaci szolgáltatások éves szinten 16,4 százalékos árnövekedést mutatnak, itt a KSH által közölt *szolgáltatás* termék kategóriában az infláció az elmúlt hónapokban hó/hó alapon ugyan csökkent, azonban még mindig 10 százalék körül mozog. Az alkohol és a dohánytermékek éves inflációja is 12,7 százalék körül alakul. A szabályozott árú termékek árai is mérséklődtek a normalizálódó energiaárak miatt.

⁸ Lásd <https://www.mnb.hu/letoltes/inflacios-alapmutato-aktualis-havi-ertekeles.pdf>

Ábra 5: Éves inflációs mutatók (százalék)

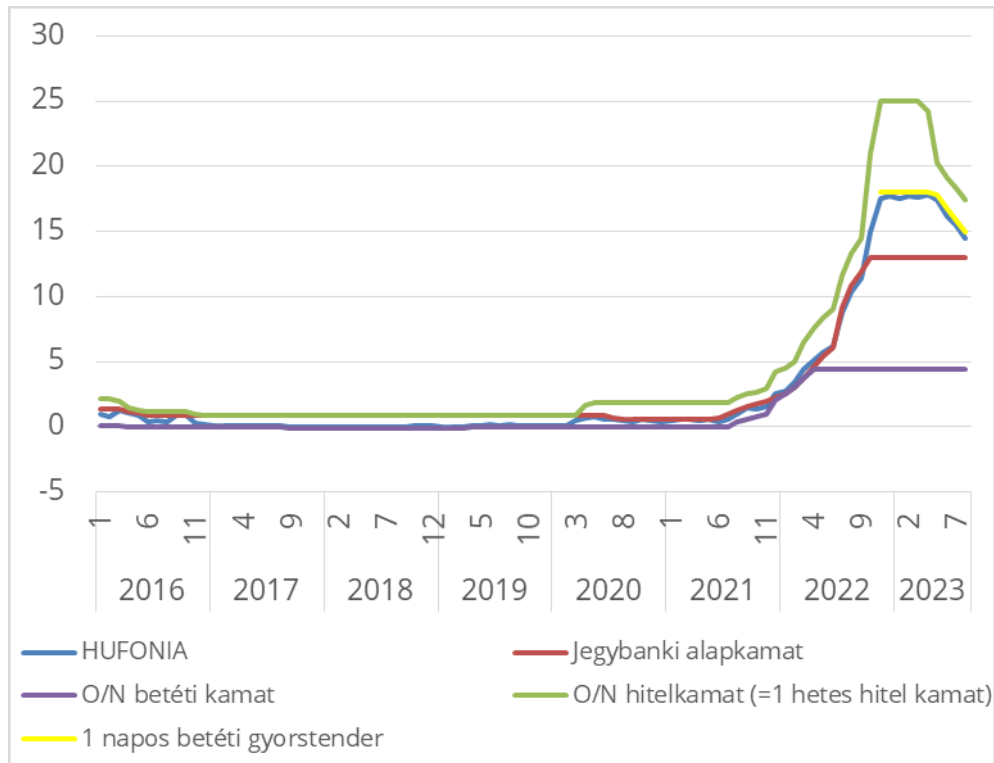


Forrás: KSH, MNB

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. Az alapmutatók is az infláció nagy megugrását, majd normalizálódásának jeleit mutatják. A feldolgozott élelmiszerek nélkül számított maginfláció csökkent, ugyan még mindig 17,6 százalék volt júliusban. (7. ábra)

A következő hónapokban az infláció további mérséklődése folytatódni fog, viszont várakozásunk szerint több helyről érkező inflációs nyomás fogja lassítani a dezinflációt. A teljes infláció csökkenése irányába fog hatni az, hogy várakozásunk szerint a kormányzat is csökkenteni fogja a lakosság felé kiszabott támogatott gázárát. Az élelmiszerárstop eltörlésének, valamint a kötelező akciózásnak érdemi inflációra gyakorolt hatása várakozásunk szerint nem lesz. Ezzel szemben azonban a jövő évben nagyrészt fennmaradó, sőt, a kiskereskedelmi szektorban megnövelt különadók, illetve az üzemanyag jövedéki adójának jövő évi emelése a dezinfláció lassulását fogja hozni.

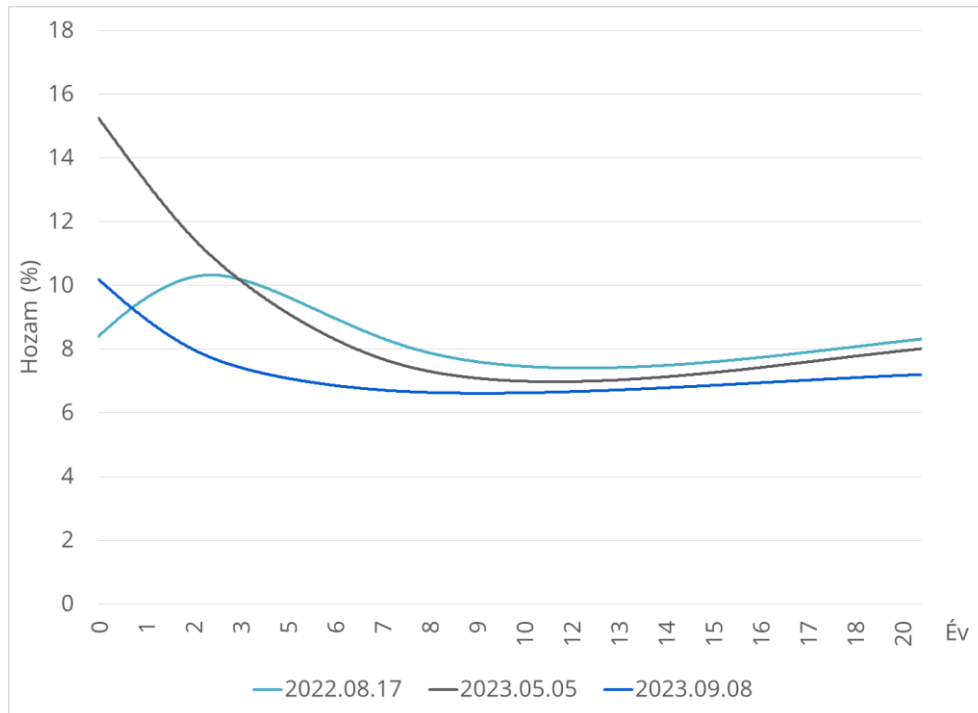
Ábra 6: A jegybanki alapkamat, illetve az egy hetes betéti kamat, a kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (százalék)



Forrás: MNB

A tavalyi kamatemelési ciklusa után áprilistól az MNB a vártnál kicsit gyorsabb ütemben lazítani kezdte a monetáris kondíciókat (6. ábra). Az alapkamaton ugyan még nem változtatott a jegybank, így az tavaly október óta 13 százalékon áll, viszont többlépésben csökkentette a kamatfolyosó tetejét, amely jelenleg 16,5 százalék. Az O/N hitelkamat csökkenésével párhuzamosan az egynapos betéti gyorstender kamata is csökkent, ez a kamat szolgál a tavalyi év végétől kezdve irányadó kamatként. A gyorstender kamata jelenleg 14 százalék, április óta 400 bázisponttal lett alacsonyabb. A lazítás hatására a HUFONIA kamata is csökkent, augusztusban végén 13,5 százalék, a hónapban átlagosan pedig 14,4 százalék volt. Várakozásunk szerint az elmúlt hónapoknál ugyan lassabb ütemben, de a kamatcsökkentési folyamat tovább folytatódik, és az alapkamat is csökkeni fog.

Ábra 7: Zérókupon hozamgörbe



Forrás: Államadósság Kezelő Központ

A lazuló hazai monetáris politika és az élénk állampapírok iránti kereslet következtében a hozamgörbe rövid vége lefelé tolódott az elmúlt hónapokban. Azonban az elhúzódó háború, valamint a régiós és az országspecifikus kockázatok miatt a hozamgörbe hosszú vége még mindig relatív magas, átlagosan 50 bázisponttal az egy évvel korábbi szint felett van.

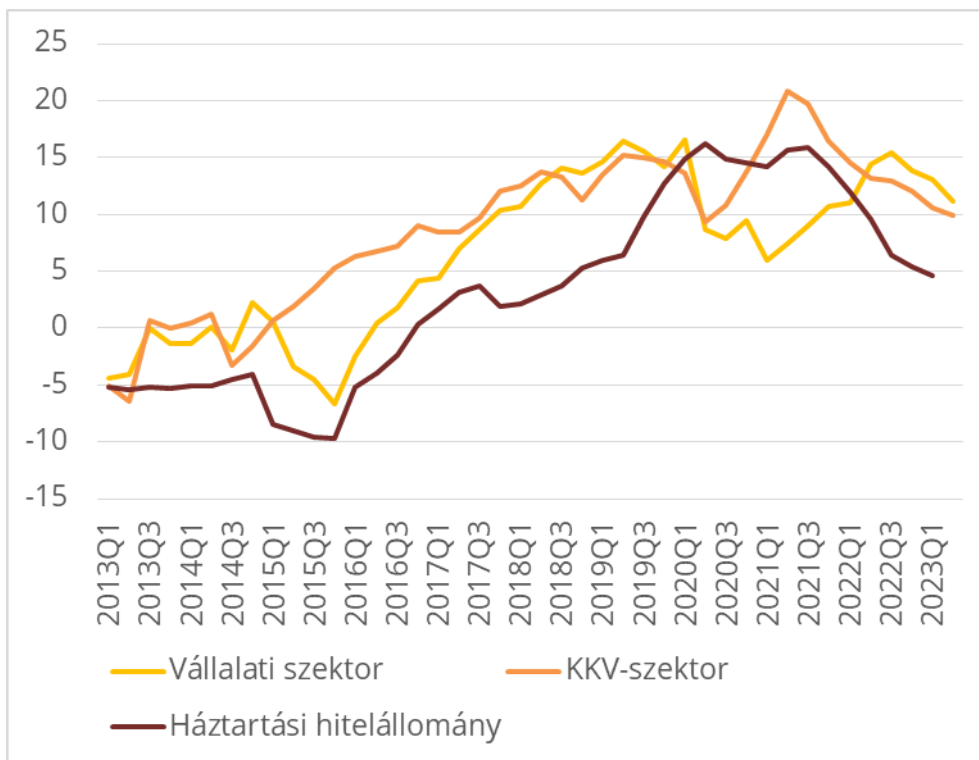
2.1.3 Hitelezés

A reálgazdasági bizonytalanságok és a magas kamatok következtében a hitelnövekedés tovább lassult az elmúlt két negyedévben mind a háztartások, mind pedig a vállalatok piacán (8. ábra).⁹ A vállalati hitelállomány a második negyedévben a megelőző év azonos negyedévéhez képest mindössze 11 százalékkal volt magasabb, az újonnan kibocsátott vállalati hitelek aránya pedig 5 százalékkal elmaradt a tavalyi év második negyedéves értékétől. A vállalati szektoron belül különösen borús adat, hogy a KKV szektor hitelfelvétele esett vissza leginkább drasztikusan, ezen szektorban felvett új hitelek volumene több mint 30 százalékkal marad el a tavalyi évi szinttől a második negyedévben. Az új KKV szektori hiteleken belül tovább erősítették dominanciájukat a támogatott hitelek, melyek aránya 58 százalékra emelkedett, az új Széchenyi Kártya Program Max+ és Baross Gábor Újraiparosítási Programok felfutásával.

⁹ Lásd <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/hitelezesi-folyamatok/hitelezesi-folyamatok-2023-szeptember>

A háztartási hitelek is hasonló dinamikát mutatnak mint a vállalati hitelek, bár a hitelnövekedés csökkenése ezen szektoron belül már korábban elkezdődött. A második negyedévben a lakossági hitelállomány éves növekedése három százalék volt, az új hitelkihelyezések jelentősen csökkentek, a második negyedévben 47 százalékkal maradtak el az egy évvel ezelőtti szinttől. A visszaesés a lakáshiteleknél volt a legnagyobb, itt az új hitelek volumene 67 százalékkal csökkent az egy évvel ezelőtti második negyedévhez képest. A babaváró hitelek felvétele is csökkent, mivel a jövő évtől kezdődően a kedvezményes hitel feltételei szigorodnak, így itt további csökkenés várható. Jövőre szigorodni fognak a CSOK feltételei is, így várakozásunk szerint 2024-ben a lakossági hitelfelvételi kedv továbbra is alacsonyabb lesz, mint az elmúlt években. Rövidtávon viszont a támogatott hitelek jövő év eleji szigorítása miatt magasabb hitelfelvételi hajlandóság várható az idei év utolsó két negyedévében.

Ábra 8: Vállalati és háztartási szektor hitelállományának éves változása (tranzakció alapú növekedés, százalék)



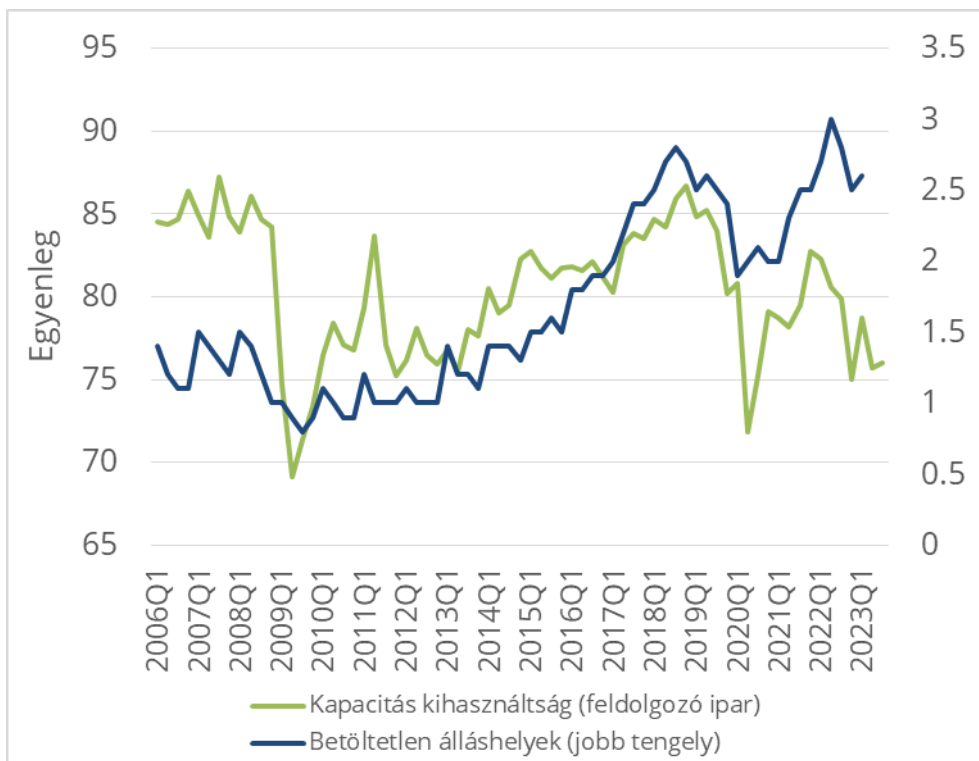
Forrás: MNB

2.1.4 A gazdaság ciklikus helyzete

Elemzésünk szerint a tavalyi év második felétől a kereslet gyors csökkenése miatt a gazdaság a potenciális szintje alatt teljesít. Történik ez azért, mert a magas inflációs környezet a reáljövedelmek csökkenéséhez, a keresetvisszaesés és a fokozott bizonytalanság a beruházások visszafogásához vezet. A stabil külső kereslet ellenére a kapacitáskihasználtsági mutatók romlanak, a belső kereslet csökkenésére és a megnövekedett termelési költségekre reagál az ipari termelés

is. Az év további részében a csökkenő infláció és a lazuló monetáris politika miatt a belső kereslet lassú korrekciójára számítunk, azonban ezt ellensúlyozni fogja a külső kereslet várható gyengülése, így a kibocsátási rész az idei évben mindvégig negatív marad. A kibocsátás az idei évben 2,5 százalékkal marad el átlagosan a potenciális szintjétől.

Ábra 9: A feldolgozó ipari kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek aránya

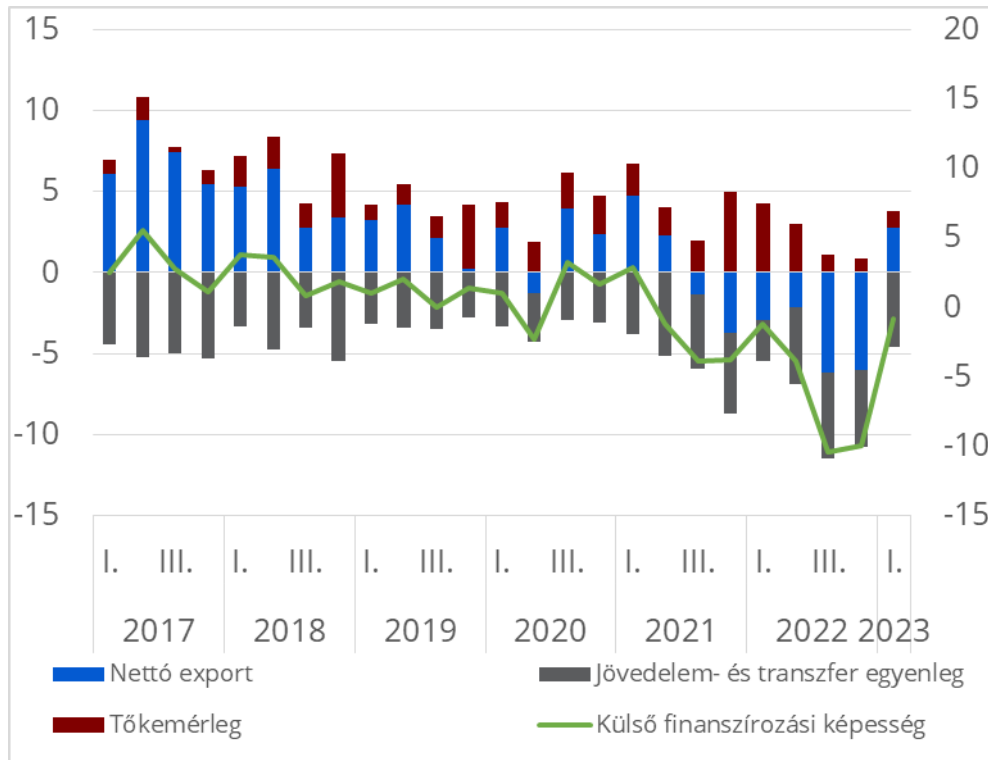


Forrás: Eurostat

2.1.5. Külső sérülékenység

Magyarország külső egyensúlyi pozíciója a tavalyi historikus mélypontot követően az idei év első negyedében javult, a külső finanszírozási igény a GDP 0,9 százalékát tette ki (10.ábra). A javulást főleg a külkereskedelmi egyenleg gyors korrekciója okozta. A javuló nettó export a stabil export, a gyorsan javuló cserearány és a keresletcsökkentés következtében beeső import következménye. Ahogy azt a bruttó hozzáadott érték adatok is mutatják, a külföldi, többnyire exportra termelő vállalatok jövedelme stabil maradt, így az elsődleges jövedelemegyenleg is stabilan negatív volt. A tőkekémlel, amely szinte kizárólag az európai uniós transzfereket tartalmazza az elmúlt negyedévekhez hasonlóan alacsony volt, hiszen az uniós támogatások nagy része még mindig késik.

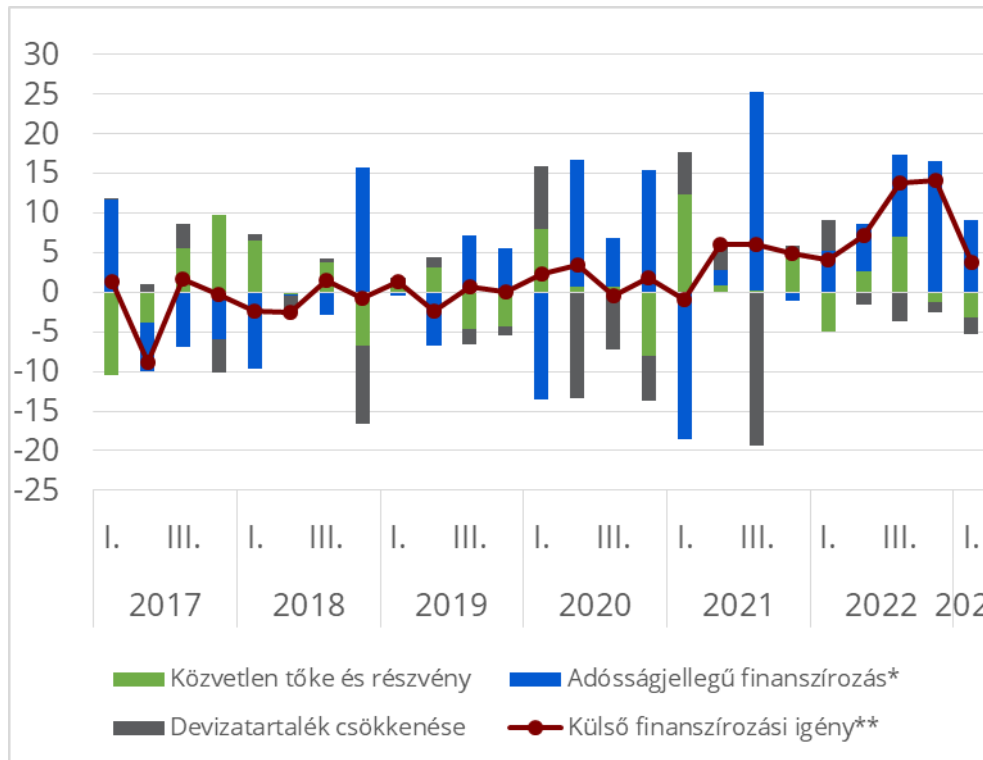
Ábra 10: Külső finanszírozási képesség (GDP százaléka, szezonálisan igazítatlan)



Forrás: MNB, KSH

Az első negyedévre számított működőtőke-beáramlás negatív volt, a devizatartalékok azonban növekedni tudtak. Történt ez azért, mert az adósságtípusú finanszírozás, hasonlóan a tavaly évhez, az első negyedévben is jelentős maradt, az előző négy negyedéves kumulált külső adósságbővülés elérte a GDP 10 százalékát.

Ábra 11: A külső finanszírozás szerkezete (GDP százaléka, szezonálisan igazítatlan)



Forrás: MNB, KSH, OGResearch számítás

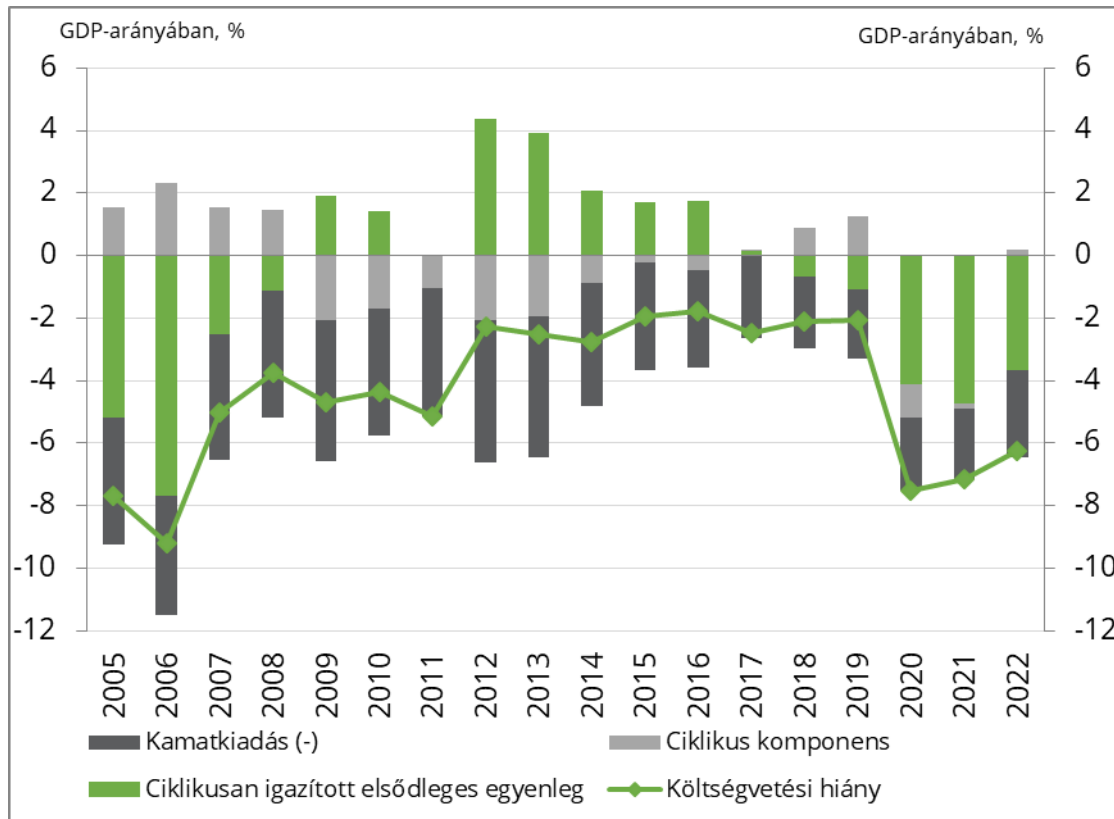
Megjegyzés: *A közvetlen tőke alá tartozó tulajdonosi hitelek nélkül, ** A pénzügyi mérleg oldaláról számított külső finanszírozási képesség.

2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság

2.2.1 Költségvetési hiány

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

Ábra 12: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGR becslés

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

A bevételi oldalon a váratlanul magas infláció következtében a tervezettnél több adóbevétel érkezett a költségvetésbe. Az adóbevételeket az év közben kivetett extraprofitadók is jelentősen növelték, amelyeket az energia-ágazatokra, a bányákra, a kiskereskedelmi, pénzügyi és hírközlési szektorra, valamint a légitársaságokra vetettek ki. A kivetett extraprofitadók közel 700 milliárd forint többletbevételt jelentettek a költségvetés számára. Ezzel szemben bevételkiesést okozott az EU-s támogatások elmaradása, miután a magyar kormány tavaly sem sikerült megegyezni az EU-s transzferek kifizetésének kritériumairól. Kismértékű bevételkiesést jelentett még a munkáltatói adóterhek csökkentése és a 25 év alattiak mentesítése az SZJA alól.

Kiadási oldalon a GDP 1,2 százalékaival megfelelő egyszeri kiadással járt a gáztározók feltöltése. Emellett a transzferfizetések is emelkedtek, főleg az első negyedévben, az országgyűlési választások előtt, illetve az év végén, amikor a 13. havi ellátásra jogosult nyugdíjasok a teljes havi (és nem csak az eredetileg tervezett kétheti) juttatást kapták meg. Növekedtek a lakástámogatási

kiadások, az otthonfelújítási program felfutásának következtében, miközben egyes közfoglalkoztatott csoportokban eseti jelleggel is emelték a béreket. A kamatkondíciók szigorodásával a kamatkiadás is jóval a tervezett fölött alakult. A költségek ellensúlyozásaként a kormány egyes beruházások visszavágásával tudta tartani a hiányt.¹⁰

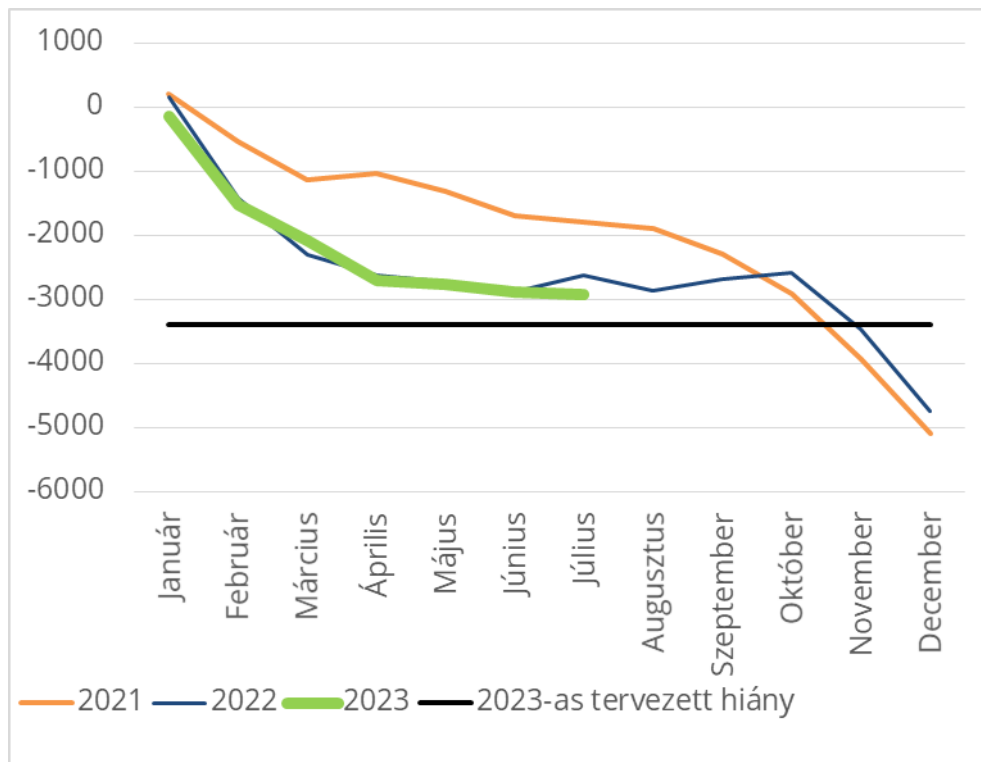
Összességében tehát 2022-ben nagyjából sikerült tartani a költségvetési hiánycélt, annak ellenére, hogy nőttek a kamatkadások, az energiaköltségek és a lakossági transzferek. A költségvetési egyenleghez nagyban hozzájárultak az átmenetileg magas adóbevételek, amelyeket a vártnál magasabb infláció és az év közepén bevezetett extraprofitadó hajtott. Bár a költségvetési hiány a tervezett szint közelében maradt, fontos megjegyezni, hogy a 2022-es magyar deficit még mindig az egyik legmagasabb volt Európában, csak Olaszországban volt nagyobb a hiány. A költségvetési kiigazítás mértéke is messze elmaradt az uniós átlagtól. Tehát a tavalyi is rendkívüli év volt költségvetési szempontból, a magyar kormány nem tudta érdemben csökkenteni a deficitet, a hiány még mindig jelentősen nagyobb az EU által rögzített 3 százalékos GDP-arányos célnál (12. Ábra).

Az idei év első nyolc hónapjaiban a tervezett 3,9 GDP százalékos éves hiánycél közel 95 százalékát már elérte a költségvetés¹¹. Az év elején kifizetett magas rezsitámogatás, és közszféra béremelése, valamint a magasabb nyugdíjkifizetés miatt a kiadások jelentősen megugrottak, miközben az adóbevételek elmaradtak a tervezettől a romló gazdasági helyzet miatt, az extraprofitadóból származó bevétel jelentős része pedig inkább az év második részében fog beérkezni. Az uniós források késlekedése mellett így jelentős hiányt halmozott fel már az első nyolc hónapban a központi költségvetés. A folyamatokról részletesebben a 4.3 fejezetben írunk.

¹⁰ A 2022-es pénzforgalmi egyenleg az eredményszemléletűhöz képest 600 milliárd forint körüli többlethiányt mutat. Az előző év első negyedében kifizetett SZJA visszatérítés az eredményszemléletű egyenlegben a 2021-es évet terhelte. Javították a pénzforgalmi egyenleget az előfinanszírozott EU-s transzferek, rontotta viszont a gáztároló egyszeri feltöltése.

¹¹ <https://www.portfolio.hu/gazdasag/20230908/ekkora-lyuk-korabban-soha-nem-volt-a-koltsegyvetesben-augusztusban-638569>

Ábra 13. Az államadósság változásának dekompozíciója (milliárd forint)



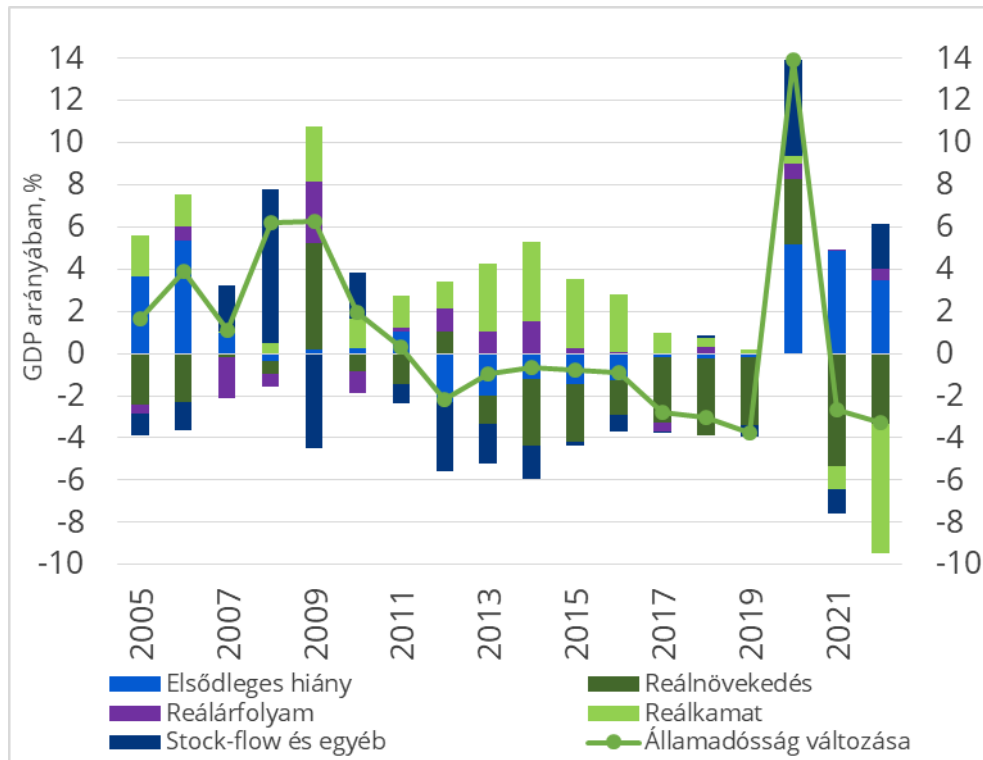
Forrás: MÁK, KSH, OGR számítás

*A tanulmány lezárásáig az augusztusi adatok csupán sajtóforrásokban jelentek meg, nem érhetőek el a hivatalos MÁK és PM jelentésekben.

2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői

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

Ábra 14: Az államadósság változásának dekompozíciója



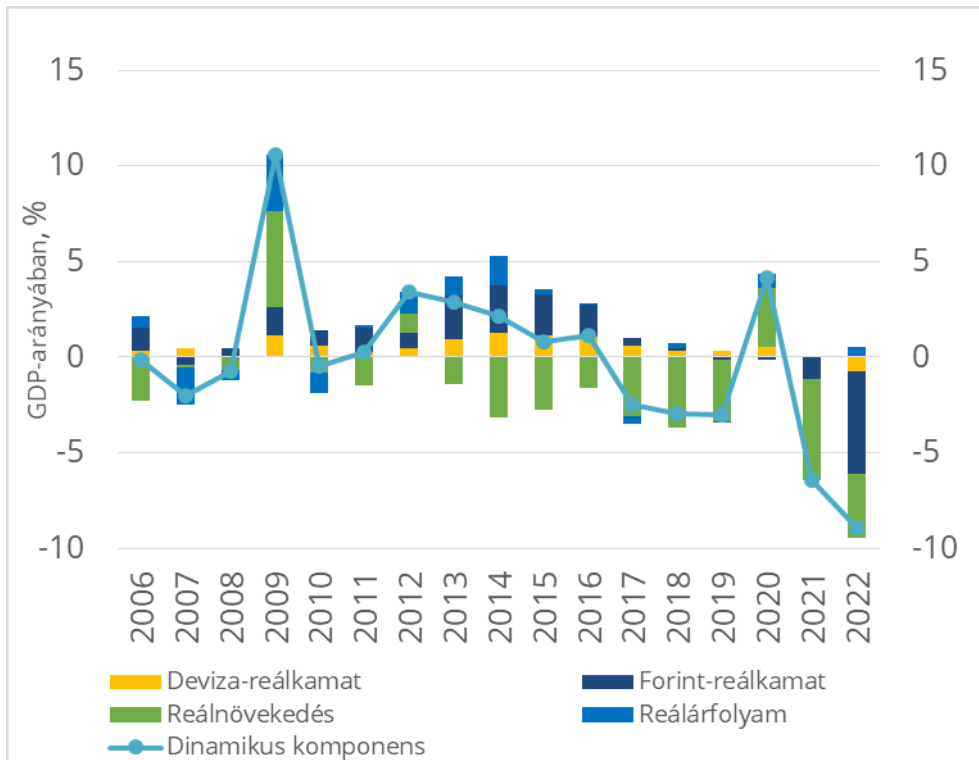
Forrás: KSH, OGResearch számítás

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

A dinamikus komponens, azaz a múltban felhalmozott adósságon keresztül ható tényezők rendkívüli mértékben segítették az adósságráta csökkenését, ami elsősorban a magas induló adósságszintnek és az infláció drámai megugrásának köszönhető (15. ábra). A nominális kamatok ugyan emelkedtek, de éves szinten nem tudták kompenzálni a magas inflációt, az adósság fokozatos átárazódása¹² következtében ugyanis a fennálló adósságra fizetett deviza- és forintkamatok csak jelentős késéssel követik a piaci hozamok emelkedését. Így mind a devizában, mind a forintban teljesített reálkamat-kiadások jelentős mértékben csökkentek. Ez a helyzet azonban mindössze rövid ideig jelent „megtakarítást”, hiszen az egyes adósságelemek lejáratával és újrakibocsátásával az adósság a jövőben fokozatosan átárazódik. Márpedig az idejében is magas hozamkörnyezet és a folyamatosan csökkenő infláció magasabb reálkamat szintet vetít előre.

¹² Az államadósság átlagos hátralévő futamideje 2022-ben a tavalyi évhez hasonló szinten alakult (6 év).

Ábra 15: A dinamikus* komponens

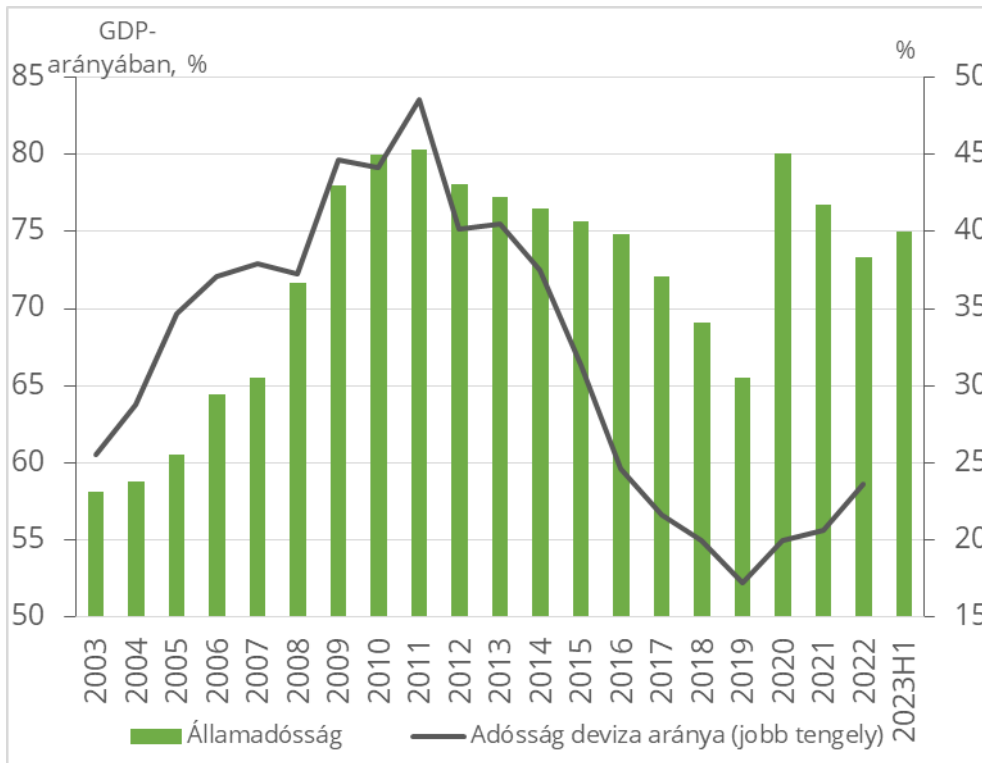


Forrás: KSH, OGResearch számítás

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

2023 első felében az államadósság a várakozásokkal valamelyest ellentétesen emelkedett, az adósságráta – elsősorban a romló reál GDP és a magas első félévi deficit miatt – a 2022 év végi 73,3 százalékról 75 százalékrára emelkedett 2023 első félévének végére (16. Ábra).

Ábra 16: A maastrichti államadósság ráta és annak devizaaránya

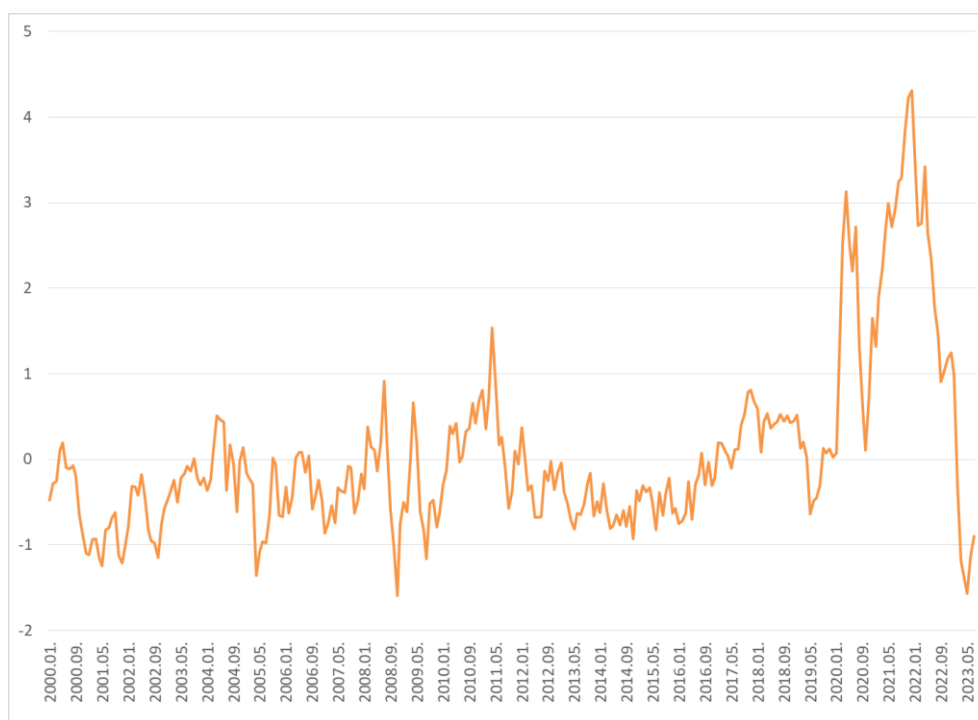


Forrás: ÁKK, OGR számítás

3. Meghatározó nemzetközi trendek

A világban folytatódik a kilábalás: a világgazdaság mára nagyrészt túljutni látszik a koronavírus-járvány és az ukrajnai háború sokkján is. Miután az év elején Kína is megnyitotta a határait, és majd három év után feloldotta a járványügyi korlátozásait, 2023 májusában a WHO hivatalosan is lezártnak nyilvánította a COVID-19 járványt. A globális ellátási láncok gyakorlatilag visszaépültek a járvány előtti szintre (17. ábra).

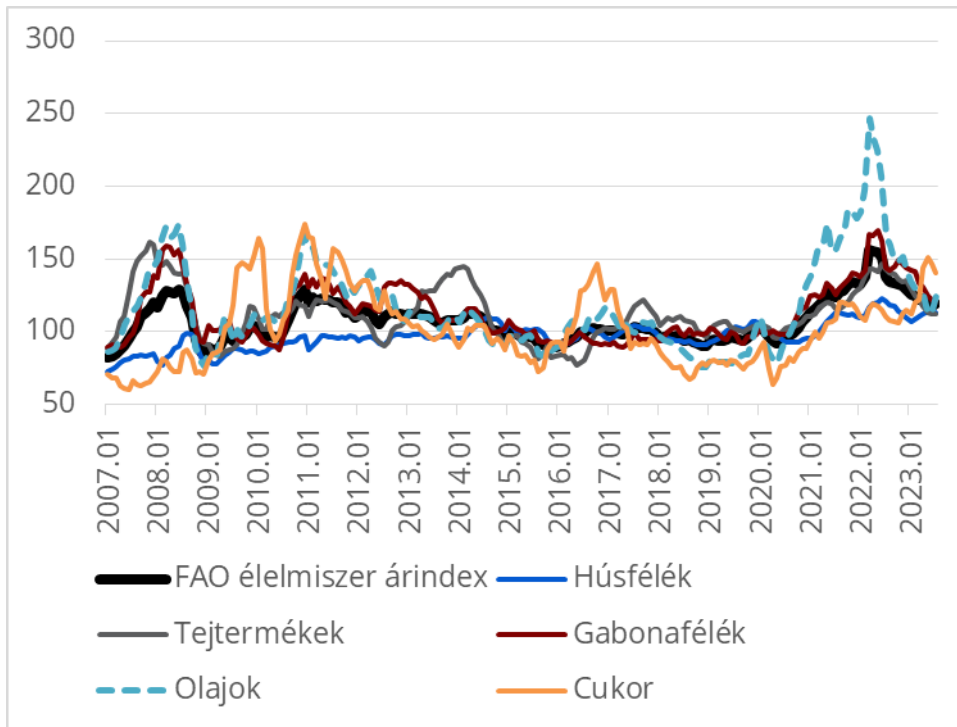
Ábra 17: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása



Forrás: Federal Reserve Bank of New York

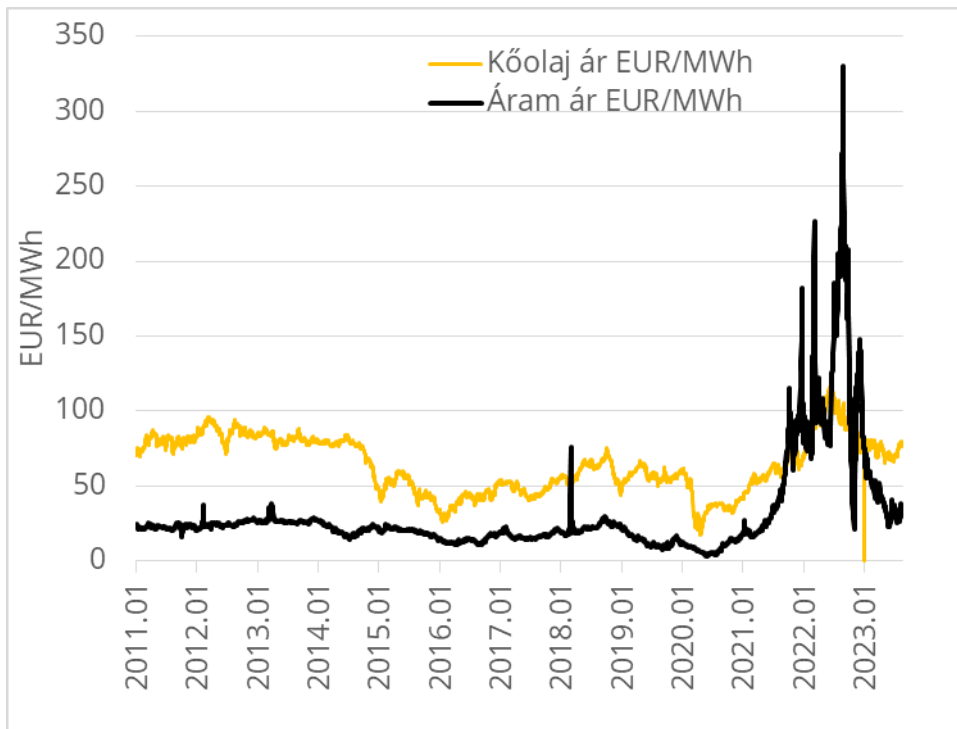
Az élelmiszer- és energiaárak drámai emelkedése pedig 2022 második felében visszafordult, és mára az árak nagyjából visszatértek az ukrajnai háború előtti szintre (18. ábra és 19. ábra). Ezek a kedvező fejlemények segítik a sokkok utáni felépülést, a rövid távú kilátások azonban távolról sem rózsásak. A tavalyi 3,5 százalék után idénre 3, jövőre pedig mindössze 2,4 százalékos, az elmúlt húsz év átlagától elmaradó világgazdasági bővüléssel számolunk. A hazai kilátások szempontjából különösen rossz hír, hogy a globális lassulás főleg a fejlett országokra és azon belül is elsősorban Európára koncentrálódik.

Ábra 18: A nemzetközi élelmiszerárak alakulása



Forrás: FAO

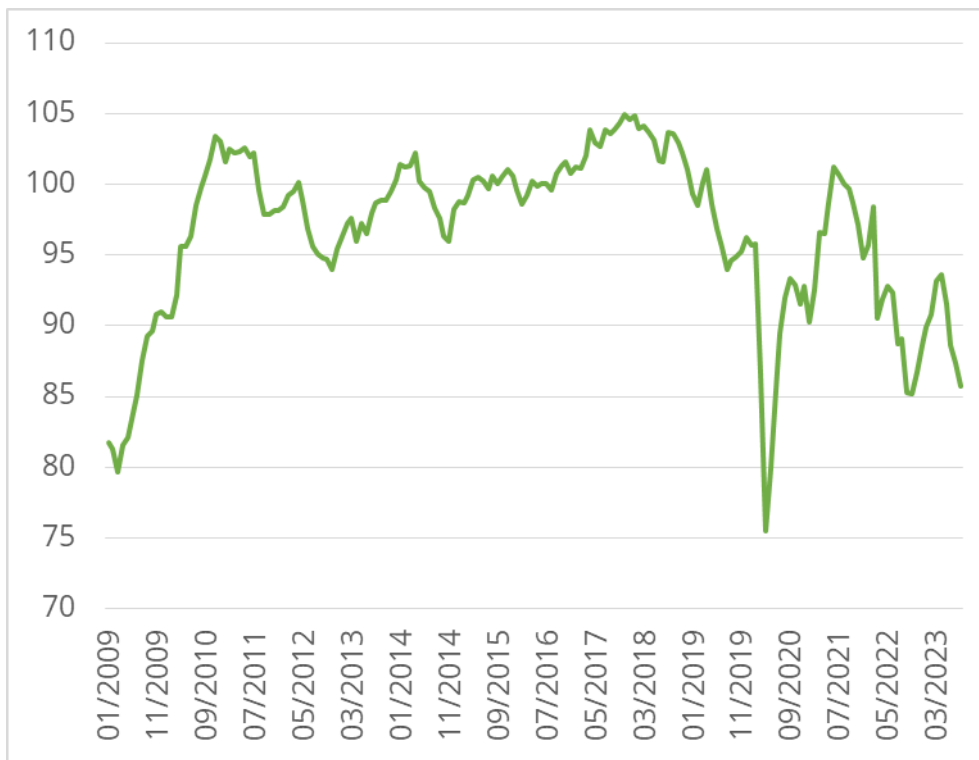
Ábra 19: Az európai olaj-, gáz- és áramárak MWh-ra átszámolva, euróban



Forrás: Refinitiv

A magyar külgazdasági kilátások szempontjából az is kedvezőtlen fejlemény, hogy a fejlett országok növekedése inkább a szolgáltató szektorra koncentrálódik, vagy másként: a világgazdasági bővülés a korábbi időszakhoz képest jóval kevésbé húzza magával a világkereskedelmet. Ez részben a pandémia utáni időszak természetes velejárója, a korlátozások után az emberek élvezni azokat a szolgáltatásokat, amelyektől évekig megfosztódtak. Az eurózónában ez a szerkezeti eltolódás elsősorban a déli, turizmusra építő országoknak jelenthet erős keresleti ösztönzést, és kedvezőtlenebbül érinti a német feldolgozóipart. Az is baljós jel, hogy a meglóduló inflációra erősen szigorodó monetáris kondíciók elsősorban a produktív és erősen kereskedelem-intenzív beruházásokat fékezik, ami szintén rosszul érinti a hagyományosan a feldolgozóiparra építő német gazdaság külső keresletét. Végül, a német gazdaságot a fejlett országok többségénél jóval erősebb szálak fűzik azokhoz a régiókhöz (Oroszországhoz, Kelet-Európához, Kínához), amelyek a világgazdaság válságövezetivé, de legalábbis gyengélkedő szereplőivé léptek elő. Nem meglepő tehát, hogy a német vállalatok konjunktúrával kapcsolatos várakozásai meglehetősen pesszimisták (20. ábra). A német gazdaság gyengélkedéséről lásd a keretes írásunkat a 34. oldalon.

Ábra 20: Az IFO német üzleti bizalmi index alakulása

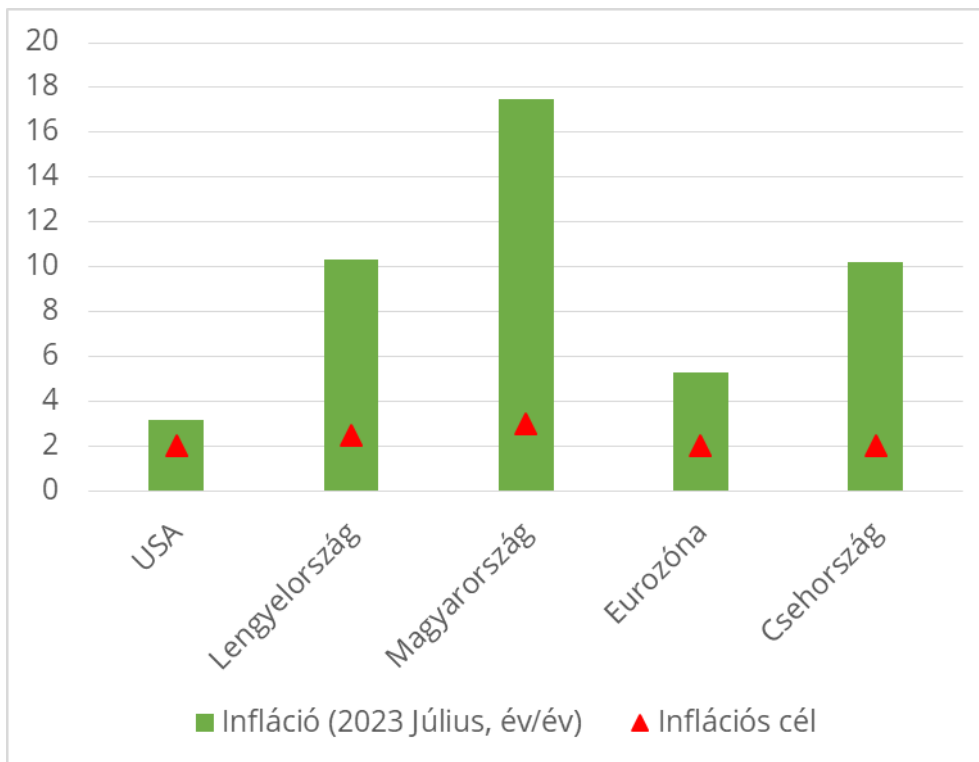


Forrás: IFO

Az inflációs mutatók 2022 vége óta csökkennek a világban. Ennek számos oka van: megszűntek az ellátási láncokat érintő korlátozások, korrigálódtak a globális nyersanyagárak, így csökkentek a

szállítási költségek is, a jegybankok pedig szerte a világon összehangolt kamatemelésbe kezdtek. Bár az infláció visszafordulása örömteli fejlemény, aggodalomra adhat okot, hogy az általános árnyomást megjelenítő maginflációs mutatók világszerte jóval lassabban csökkennek, és szinte minden nagy régióban a jegybanki cél fölött ragadtak (21. ábra). A feszes munkapiaci kondíciók (a járvány előtti szinthez képest alacsonyabb munkanélküliséget és magasabb foglalkoztatást látunk a fejlett országokban) azt sugallják, hogy a dezinfláció akár hosszú ideig is eltarthat. Ennek megfelelően és a nagy jegybankok kommunikációja alapján a szigorú monetáris kondíciók elhúzódására számítunk.

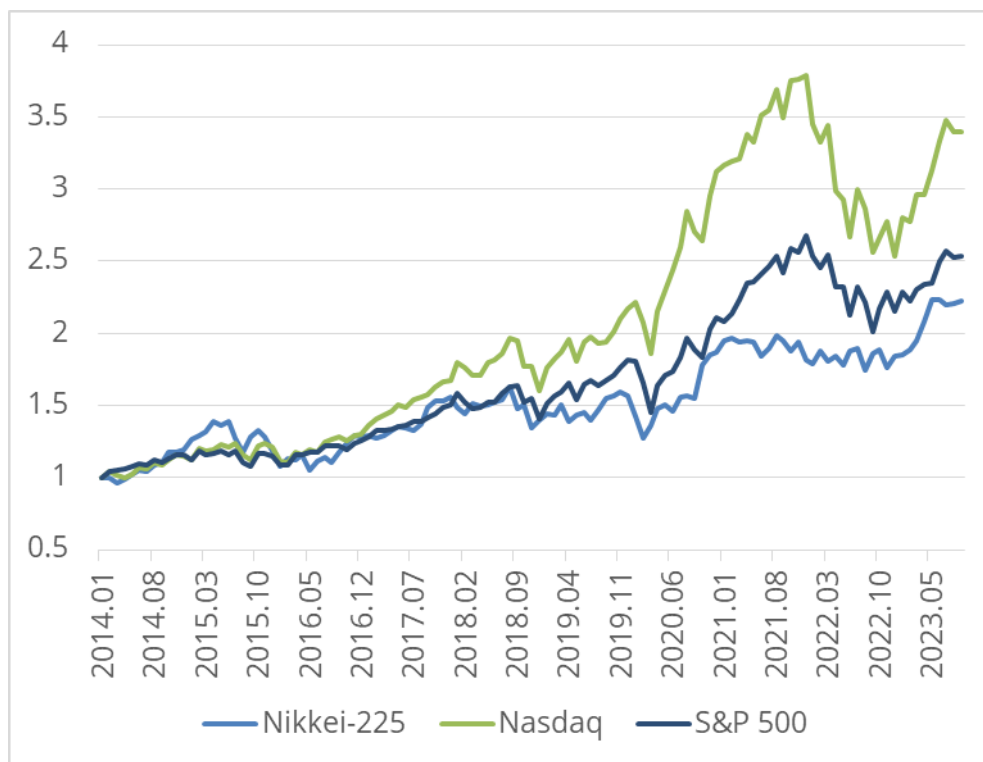
Ábra 21: Az infláció és az inflációs cél alakulása



Forrás: Eurostat

A szigorú kamatkondíciók és a lassuló banki hitelezés ellenére a pénzügyi piacokon élénk maradt a kereslet. A tőzsdeindexek – különösen a mesterséges intelligenciára szakosodott cégek részvényei – meredeken emelkedtek (22. ábra). A vártnál jobb amerikai makroadatok hatására a dollár érdemben gyengült az utóbbi fél évben, a hozamgörbe lejjebb toldódott, a globális kockázati étvágy erősödött. A gyengülő dollár némi enyhülést hozott a feltörekvő országok finanszírozásában, és világszerte tovább nyomhatja lefelé a nemzetközi nyersanyagárakat. Ráadásul a gyengülő dollár a világgazdaság többi régiójában is a monetáris politika enyhítésének irányába hat.

Ábra 22: A globális tőzszeindexek alakulása



Forrás: Refinitiv

Németország: Európa motorjából Európa beteg embere?

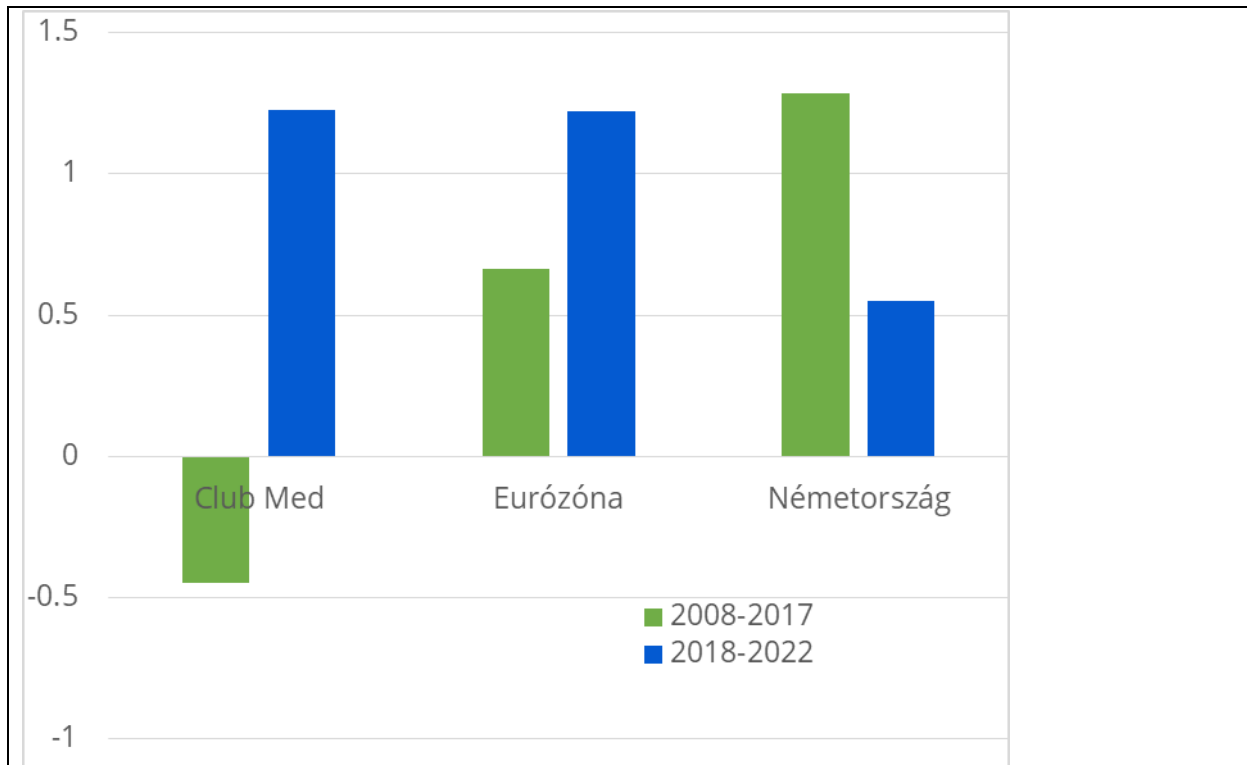
A német a világ negyedik legnagyobb gazdasága, és messze a legnagyobb gazdasági hatalom Európában és az Unióban (a német nominális GDP közel harmadával magasabb a második legnagyobb franciánál). A német gazdaság erejét talán az szemlélteti legjobban, hogy a lényegesen szegényebb keleti területeket is sikeresen integrálta: mára minden jóléti mutatóban is Európa élvonalába tartozik. Németország ráadásul népességarányos vagy területi súlyához képest aránytalanul intenzíven van jelen a világkereskedelemben: a világ harmadik legtöbbet exportáló országa. Kiemelkedően jól teljesít a gazdaság komplexitását leíró mutatókban, exporttermékei Japán után a második legösszetettebbek a világon. Magyarország számára kiemelten fontos külgazdasági partner: a külkereskedelmünk negyede Németországgal bonyolódik, és a hazánkban működő külföldi tőkeberuházások több mint ötödét német vállalatok adták.

A német gazdaság ereje a 2008-as pénzügyi válságot követően és a 2011-12-es európai adósságválság időszakában különösen felértékelődött. Részben azért, mert ekkorra érték be azok a 2000-es évek elején bevezetett munkapiaci reformok, amelyek jelentősen megnövelték a munkakínálatot, és rugalmasabbá tették a munkapiacot, vagy másként: megnyitották az utat az olcsó foglalkoztatási formák (részidős, határozott idejű) felé.¹³ Az alacsony munkaerőköltségek a hagyományosan kiváló mérnöki kapacitásokkal párosulva óriási exportpotenciált jelentettek a német feldolgozóiparnak. Nem csoda, hogy a példátlan világgazdasági bővülés és a szinte korlátlan ázsiai felvevőpiac elhozta a német gazdaság aranykorát: a pénzügyi válságot követő évtizedben Németország volt az EU messze legmegbízhatóbban teljesítő gazdasága, az egyetlen nagyobb európai gazdaság, amely tartani tudta a lépést az Egyesült Államokkal. Ebben az időszakban ráadásul az Unió déli (ún. Club Med¹⁴) országai az adósságválságot követő fiskális megszorítások korszakát éltek, és az évtized átlagában a gazdaságuk zsugorodott (23. ábra).

¹³ Az ún. Hartz-reformokról lásd: <https://www.centreforpublicimpact.org/case-study/hartz-employment-reforms-germany> vagy <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15162.pdf>

¹⁴ Az EU déli (Club Med) országai közé a következőket soroltuk: Franciaország, Olaszország, Görögország, Spanyolország és Portugália.

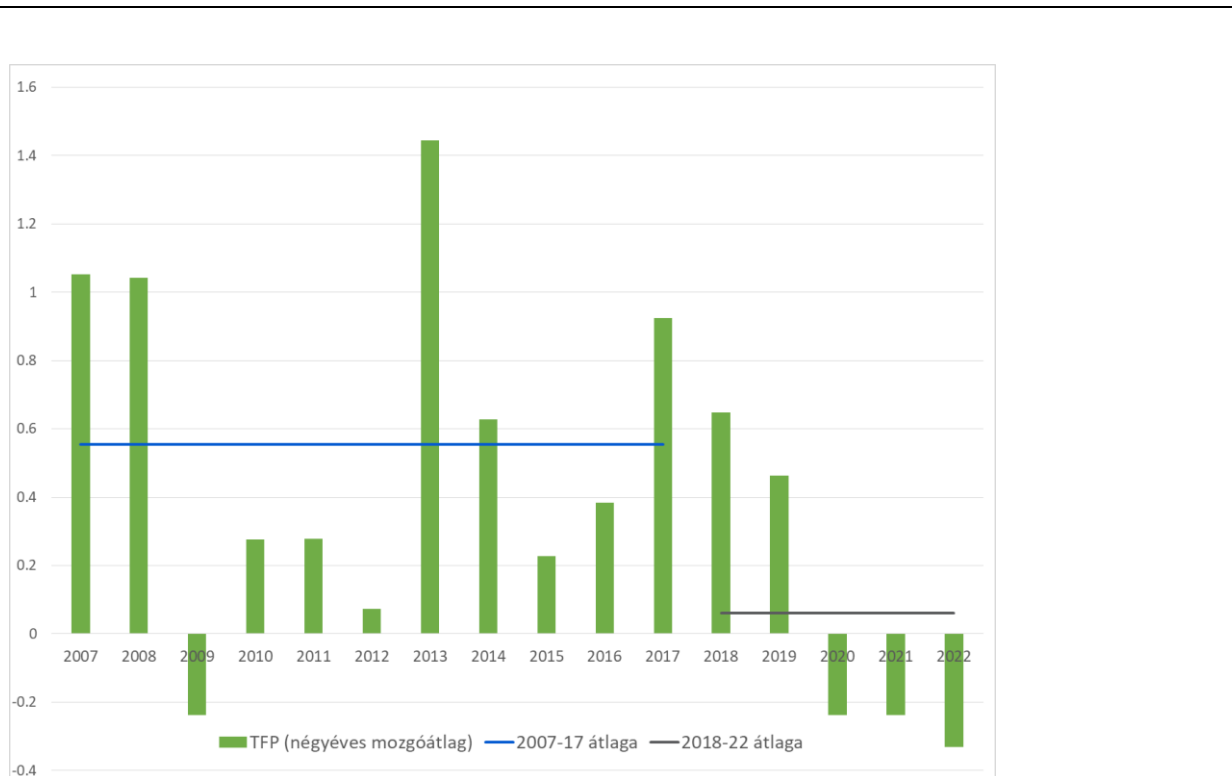
Ábra 23: A német és az Európai Unió déli országainak átlagos növekedési üteme



Forrás: IMF

A fenti ábráról az is kiderül azonban, hogy a német gazdaság az utóbbi években erőteljes lassulásnak indult, mára a növekedési üteme messze elmarad az EU vagy az eurózóna átlagától. A helyzet az ukrajnai háború után vált kritikussá: az elmúlt három negyedévben a német gazdaság stagnált vagy zsugorodott, és 2023-ban – a nagy gazdaságok közül egyedülként – csökkenhet a GDP. A problémák azonban nem csak az aktuális geopolitikai nehézségekkel függenek össze. Az IMF előrejelzése szerint a következő öt évben a német gazdaság bővülése a legtöbb nagy nyugati országtól (USA, Nagy-Britannia, Franciaország, Spanyolország) elmarad. Ráadásul a német gazdasági növekedés dekompozíciója arra is rávilágít, hogy a teljes tényezőtermelékenység már évek óta lassul.

Ábra 24: A német gazdaság teljes tényezőtermelékenységének évek növekedési üteme



Forrás: IMF, saját számítás

A német gazdaság legfontosabb strukturális nehézségei a következők:

Geopolitikai kitettség. A nagy európai gazdaságok a német gazdaság függ a legjobban a kínai felvevőpiactól. A Kínába irányuló német export a GDP 3,5 százalékát teszi ki, ami több mint kétszeres arány az EU átlagához képest. A kínai lassulás így Németországnak jobban fáj, mint az EU többi országának.

Exportszerkezet. A német export az EU átlagánál messze jobban támaszkodik a feldolgozóiparra, és jóval nagyobb arányban tartalmaz energaintenzív termékeket (az ipari célú gáz- és áramfogyasztás csaknem 50 százalékkal magasabb, mint Franciaországban, Olaszországban vagy Spanyolországban). Így a globális kereslet COVID utáni szerkezeti változása (a szolgáltatások relatív erősödése az árukkal szemben) már önmagában kedvezőtlenül érinti a német gazdaságot. Erre adódik az orosz gázzal való leválás és a magas energiaárak problémája, amelyek mind hátráltatják a német ipar nemzetközi versenyképességét.

Elmaradt technológiai alkalmazkodás. A német gazdaság legfontosabb exportcikkei az autógyártáshoz kötődnek. A vezető német autógyárak sokáig annyira jól teljesítettek, hogy nem érezték a technológiai váltás igényét. Mára némiképp elment a világ a nagy német autógyártók mellett: ma a négy legnagyobb német vállalat (BMW, Mercedes, Porsche, Volkswagen) piaci kapitalizációja a felét sem éri el a Tesláénak. Tavaly pedig Kína (hagyományosan a német autók

első számú felvevőpiaca) személyautókból nettó exportórré vált, és az elektromos és hibrid modelleket gyártó helyi BYD-ből már többet adnak el, mint a német márkákból.

Az energiaátmenet bizonytalanságai. Az eredeti terv szerint Németország olcsó orosz gázzal és megújuló energiával cserélné le az atomenergiát. A terv egyik lába sem látszik működni: orosz gáz nem jön, a megújulók felfutását pedig számos adminisztratív és technológiai nehézség hátráltatja. A drága energia kilátása és az ellátással kapcsolatos bizonytalanság pedig sokba kerül Németországnak: a különösen nagy fogyasztó vegyipari cégek (BASF, Lanxess) már elkezdtek a németországi üzemeik átszervezését és bezárását. A többiek megtartása pedig sokba kerül: az acélipari óriásvállalat, a ThyssenKrupp 2 milliárd eurós kormányzati támogatást kapott a zöld átmenethez, az amerikai Intel pedig kormányzati garanciát szeretne kicsikarni arra, hogy a magdeburgi leányvállalata a következő két évtizedben fix energiaköltséggel működhessen.¹⁵

Idősödő társadalom, sok eltartott. Európa nagy országai közül Németországban a legmagasabb a hamarosan nyugdíjba menő 60-64 évesek aránya. A következő bő tíz évben a munkaerőállomány csaknem 15 százaléka esik ki. Néhány éven belül a munkaerőhiány drámaivá válhat. Az EU-n belüli munkaerőáramlás lehetőségei mára nagyrészt kimerültek, így Németország még több harmadik országbelinek kínál munkalehetőséget. Eközben az országba érkező menekültek (legutóbb 1,1 millió ukrán) nagy része gyermek vagy kisgyermekes nő, akik rövid távon inkább a költségvetést terhelik.

Tülbürokratizált, alacsony hatékonyságú állam. Németország hagyományosan nagyon rosszul teljesít az állami szolgáltatások korszerűsítésében. A gazdálkodó szervezeteknek 120 nap kell a működési engedély beszerzéséhez (több mint háromszor annyi, mint a sokat kárhóztatott Görög- vagy Olaszországban). Az építési engedélyek másfélszer annyi időbe telnek, mint az OECD átlagában. A klinikai kísérletek engedélyeztetése annyira lassú, hogy a biotechnológiai cégek külföldre telepítik a kutató laborjaikat.

A digitális átmenet nehézségei. Az információs technológiába való beruházás a nagy fejlett országok közül Németországban a legalacsonyabb, csaknem fele az amerikai vagy a francia értéknek. Az Eurostat adatai szerint csak a bolgárok, az olaszok és a románok használnak a németeknél kevesebb digitális állami szolgáltatást.

Elmaradt infrastrukturális beruházások. Németország a zéró környéki kamatszintek mellett is ragaszkodott a kiegyensúlyozott költségvetéshez. A fiskális szigor mellett számos infrastrukturális és honvédelmi fejlesztés elmaradt. Ezek egyrészt eleve csökkentik a német vállalatok termelékenységét, másrészt a megoldásukra a közeljövőben, magasabb kamatok és számos egyéb szorongató kihívás mellett kell forrást találni.

¹⁵ Lásd: <https://www.economist.com/leaders/2023/08/17/is-germany-once-again-the-sick-man-of-europe>

4. Középtávú előrejelzésünk alappályája

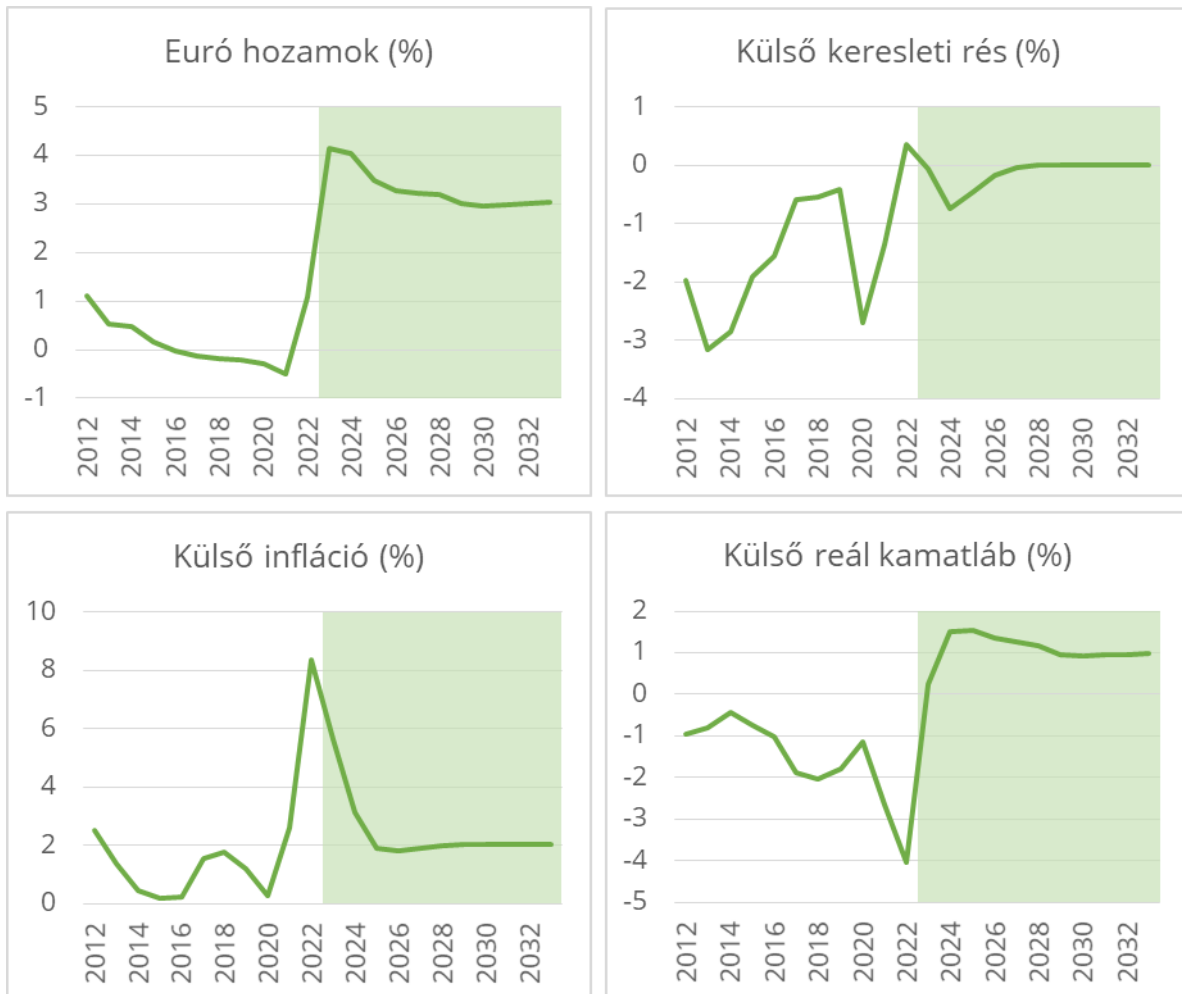
Ebben a fejezetben bemutatjuk a középtávú, 2033-ig tartó előrejelzésünk alappályáját. A később bemutatásra kerülő alternatív forgatókönyvekben azt elemezzük, hogy a nemzetközi környezettel kapcsolatos eltérő feltevések milyen hatást gyakorolnak a makrogazdasági és fiskális változókra az alappályához képest.

4.1 Külső feltevések

Az eurózóna a teljes előrejelzési horizonton visszafogott gazdasági növekedést mutat: idén a GDP bővülése némiképp meghaladja az 1 százalékot (1,2 százalék), jövőre pedig kismértékben elmarad tőle (0,9 százalék). Ezzel a teljesítménnyel az euróövezet a nagy országok/régiók közül mindkét évben lefelé lóg ki. A relatíve gyenge teljesítmény háttérében az húzódik meg, hogy az eurózónát a többi régiónál/országcsoporthoz erőteljesebben érinti az ukrajnai háború és a kínai kereslet gyengülése. A magasabb energiaárak és az energiaellátási nehézségek az IMF számításai szerint érdemben csökkenthetik a német gazdaság potenciális kibocsátását, így az egész eurózóna hosszabb távú növekedési kilátásait is. Középtávon az eurózóna gazdasági növekedését továbbra is lassítják az évek óta jelenlévő strukturális problémák és a demográfiai folyamatok is – hosszabb távon is csak valamivel 1 százalék feletti növekedést várunk.

A gyenge külső kereslet és a szigorú monetáris kondíciók miatt a következő években ismét negatívba fordul az eurózóna kibocsátási rése, vagyis a kereslet elmarad a potenciális kibocsátástól. A ciklikus visszaesés azonban az elmúlt évek nagy válságaihoz képest mérsékelt marad, ugyanakkor hozzájárul az infláció normalizálásához. Előrejelzésünk szerint az infláció 2024 végére visszatérhet az EKB 2 százalékos céljára. A dezinfláció megindulásával pedig 2024-től az európai kamatok is csökkenhetnek. Előrejelzésünk szerint az euróövezetben valamivel tovább fennmaradnak a szigorúbb kamatfeltételek, mint az USA-ban, így a dollárhoz képest lassan tovább erősödő euróra számítunk.

Ábra 25: Az alappálya külső feltevései



Forrás: OGResearch

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

A globális gazdaság konszolidációja és a kereslet felfutása az elmúlt hónapokban az olajárak emelkedéséhez vezetett. Az előrejelzési horizonton a mostani szint körüli, enyhén emelkedő olajárpályára számítunk, az élénkülő világgazdasági aktivitásnak és az OPEC+ országok termeléskorlátozó intézkedéseinek eredményeként. Az olajárakra nézve inkább lefelé irányuló kockázatokat látunk: a kínai gazdaság további lassulása vagy az Iránt és Venezuelát sújtó olajembargó feloldása érdemben csökkentheti az árakat. A globális élelmiszerárak szintén emelkedtek az utóbbi időben, amit a szélsőséges időjárási viszonyok mellett az indiai rizsexport korlátozása és a Fekete-tengeri gabonaegyezmény vége is felerősített. Arra számítunk, hogy az élelmiszerárak a teljes előrejelzési horizonton magasak maradnak.

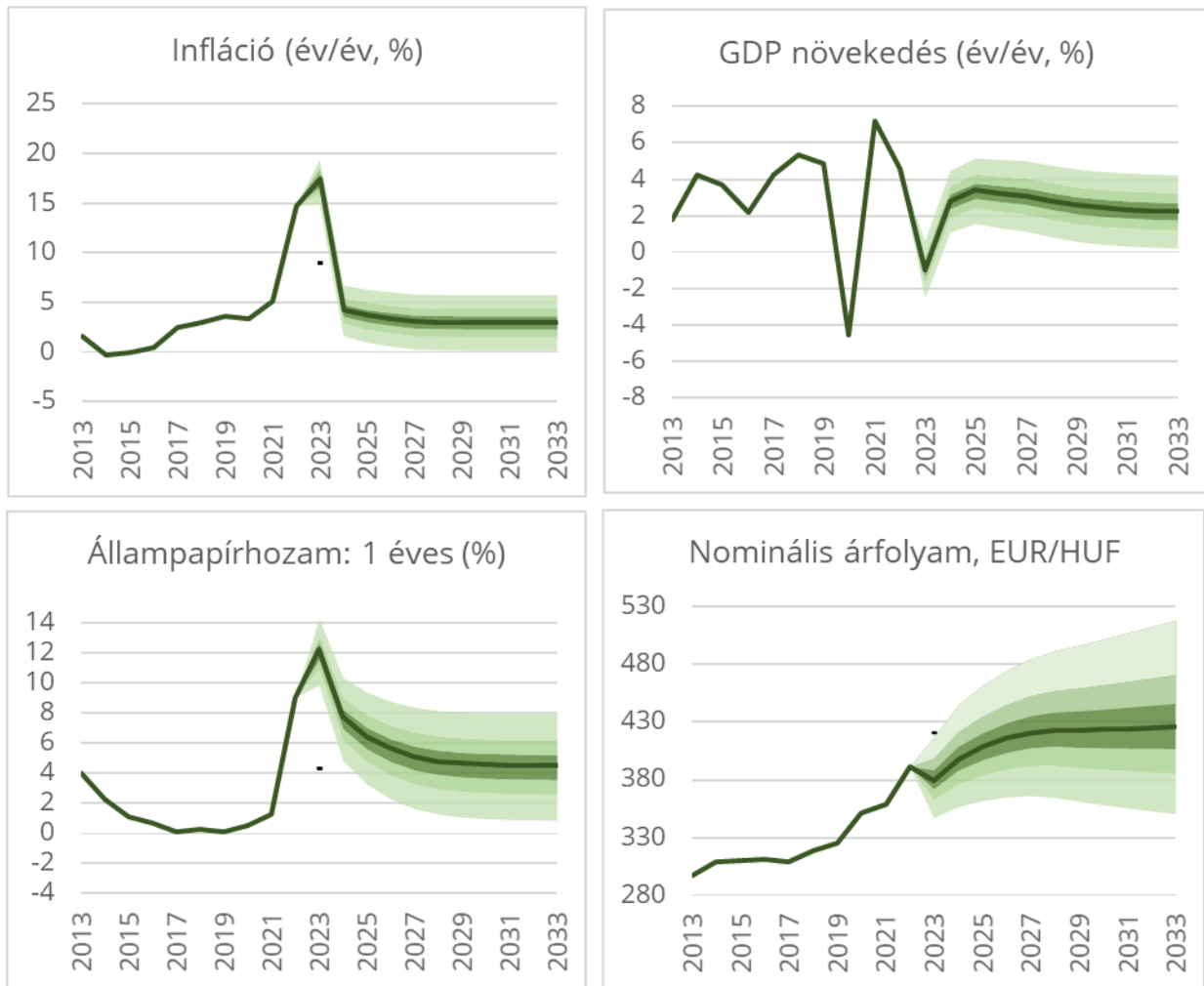
4.2 A hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

2023-ban arra számítunk, hogy a magyar gazdaság teljesítménye 1 százalékkal csökken. Az orosz-ukrán háború következtében romló nemzetközi környezet, illetve a részben globális, részben hazai okokra visszavezethető magas infláció ugyanis az idei évben gyakorol majd igazán markáns hatást a hazai gazdaságra. 2022-ben a külső kereslet mérséklődését, illetve az infláció reáljövedelem- és keresletcsökkentő hatását részben ellensúlyozta a választások előtti laza költségvetési politika, a gyenge forint és a kamatokat csak lassan korrigáló, összességében ugyancsak laza monetáris politika. 2022 második felében a GDP már csökkent, azaz a gazdaság recesszióba került, de ez az éves növekedési adatokban csak visszafogottan tükröződött.

2023-ban mind a fiskális és monetáris politika, mind a bankok csökkenő hitelkínálata érdemi prociklikus hatást gyakorol a hazai gazdasági folyamatokra. A jegybank a magas inflációs környezetben csak óatosan csökkenti majd a rövid lejáratú kamatokot, ami az infláció várt mérséklődése mellett a reálkamatok emelkedéséhez vezet. Emellett a forint árfolyamának az elmúlt év végétől az idei év közepéig tapasztalt, részben a kamatemelésekkel összefüggő markáns erősödése is a monetáris kondíciók szigorodása irányába hat. Ezt a folyamatot erősíti a 2023-ra tervezett jelentős mértékű költségvetési kiigazítás, ami mind a fiskális fenntarthatóság biztosítása, mind a növekvő finanszírozási költségek, illetve az inflációs kockázatok miatt is elengedhetetlen. A kedvezőtlen gazdasági környezetben, a növekvő kockázatokkal és emelkedő finanszírozási költségekkel párhuzamosan a bankok is csökkentik hitelkínálatukat. A fent részletezett, cikluserősítő hatások mellett a kilábalás csak fokozatosan megy végbe. Így ugyan 2023 második felében már a GDP élénkülésére számítunk, az éves egészében így is csökken a kibocsátás.

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

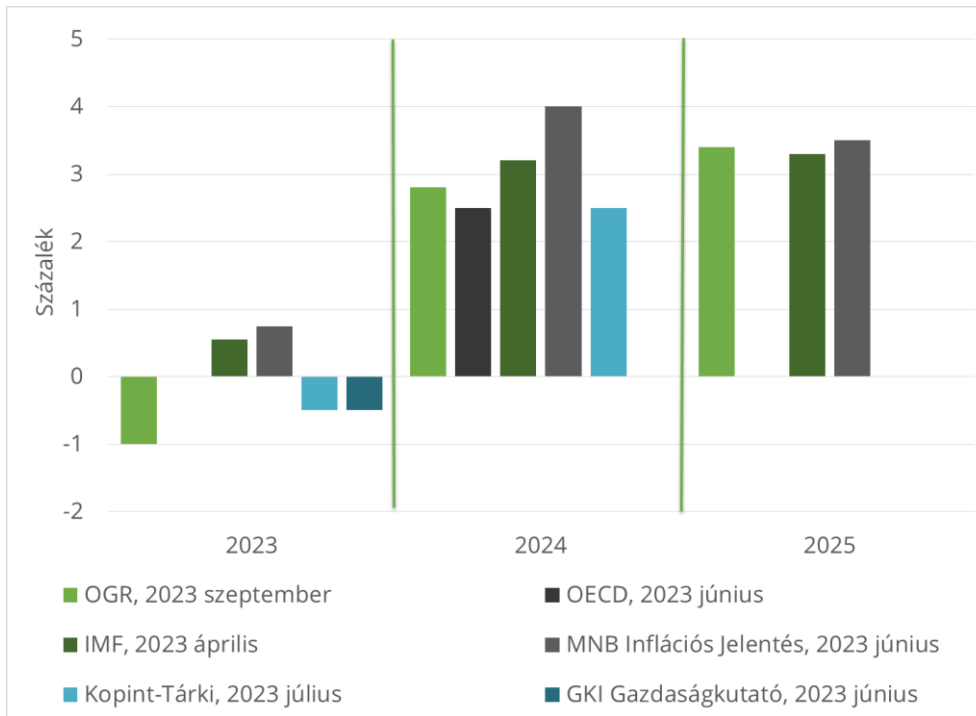
Ábra 26: Az alappálya főbb makrováltozói



Forrás: OGResearch

2024-ben folytatódhat a gazdasági kilábalás. A gazdaság korrekcióját mind külső, mind belső tényezők lassítják. A háború elhúzódása, az azzal kapcsolatos jelentős kockázatok, valamint a német gazdaság bizonytalanságai miatt a külső kereslet tartósan kedvezőtlen marad. Emellett a költségvetési hiány fokozatos mérséklése és a tartósan magasabb reálkamat is fékezi a belső kereslet fellendülését. Ennek megfelelően nem számítunk a 2021-ben tapasztalhoz hasonló gyors korrekcióra, illetve a negatív kibocsátási rés gyors záródására. A 2024-es GDP növekedése várakozásunk szerint 3 százalék körül alakulhat, ami 2025-ben 3,5 százalékra emelkedhet. A magyar gazdaság növekedése így várakozásunk szerint továbbra is meghaladja az eurózána növekedését, tehát folytatódik a konvergencia, annak üteme azonban érdemben elmarad a korábbi időszak átlagától.

Ábra 27: GDP növekedésre vonatkozó előrejelzések összevetése (év/év, százalék)



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

Az inflációs előrejelzésünk 2023-ra 18 százalék körüli árnövekedést feltételez, ami 3,5 százalékpontos gyorsulást jelent a 2022-ben mérthez képest, és az EU legmagasabb rátája. Összességében arra számítunk, hogy a 2021-2022-ben érkező globális nyersanyagár-sokkok az elmúlt évek laza költségvetési és monetáris politikája következtében tartósan emelték az inflációs várakozásokat, így a dezinfláció lassú lesz. Ennek megfelelően 2023 végéig kétszámjegyű áremelkedés várható. 2024-ben az adminisztratív árkorlátozások kivezetése, illetve lazítása újabb ideiglenes inflációs nyomást jelenthet majd, így várakozásunk szerint az éves átlagos infláció 2024-ben is a jegybanki célsáv felett, átlagosan 4,3 százalék körül alakul. Az inflációs nyomás enyhülésével a nominális kamatok is mérséklődhetnek. A kockázati felárak és a globális finanszírozási költségek tartós emelkedése következtében az egyéves nominális kamat azonban még az előrejelzési időhorizont végén (2033-ban) is az elmúlt időszak átlagát messze meghaladóan, 4 százalék fölött alakulhat.

A 2022 negyedik negyedében kezdődött és az idei év közepéig tartó forinterősödés nyomán az idei év átlagos euróárfolyama közel 3 százalékkal erősebb lehet a tavalyi átlagnál. A nominális erősödés és a külpaci partnereinknél érdemben magasabb infláció jelentősen túlértékelte teszi a forintot. Így 2024-ben az árfolyam korrekciójára, 5 százalék körüli gyengülésre számítunk, majd a

következő években az inflációs különbözetnek megfelelő, fokozatosan lassuló forintgyengülésre, 2030-tól 420 fölé emelkedő euróárfolyamra számítunk.

4.3 Költségvetési folyamatok

A kormány az idei évben még nem változtatott a költségvetési törvényen, így a legutóbbi tavaly decemberi újratervezésben előirányzott cél szerint a GDP arányos hiány idén 3,9 százalék lesz. Az idei év első hét hónapjában azonban a tervezett hiánycél körülbelül 85 százalékát, előzetes adatok szerint az első nyolc hónapban a hiány 97 százalékát már elérte a kormány a csökkenő adóbevételek, a hiányzó uniós források és a magas kiadások miatt. A kormányzat az év során forráshiányra hivatkozva több beruházást is eltörölt, az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) szeptemberben pedig 700 milliárd forinttal növelte a kormányzat idei finanszírozási igényét és közel 700 milliárd forint értékben devizakötvényt bocsátott ki. Így több jel is arra utal, hogy a kormányzatnak a közeljövőben az idei hiánycél növeléséhez kell majd folyamodnia.

A következőkben az idei évi költségvetési tervet hasonlítjuk össze a tavalyi költségvetési számokkal:

- A költségvetési terv szerint 2023-ban a *kiadások növekedése* irányába hat a rezsivédelmi támogatás növelése. Az idei Rezsivédelmi Alap a GDP 3,2 százalékát teszi ki, ami 2,5 százalékponttal nagyobb, mint tavaly. Az OTP számításai szerint¹⁶ a csökkenő tőzsdei gázár költségvetésre gyakorolt pozitív hatása idén még nem érezhető, a tavalyi évben megkötött kedvezőtlen fedezeti ügyletek miatt a kormánynak valóban szüksége lesz a Rezsivédelmi Alap teljes összegére. A költségvetési terv szerint jelentősen nőnek még a nyugdíjkiadások is (a GDP 1 százalékával), az inflációkövető nyugdíjemelés és a tavalyi évben teljes egészében visszaépített 13. havi nyugdíj miatt. Emellett a kamatkiadások is jóval magasabbak lesznek mint tavaly (szintén a GDP 1 százalékával), és az állami dolgozók egy részének (az ápolóknak, az egészségügyi szakdolgozóknak és a tanároknak) a bére is emelkedik. Végül pedig a költségvetés idén is elkülönít egy jelentős összeget (a GDP több mint 1 százalékát) olyan további, egyelőre nem meghatározott kiadásokra, mint a rendkívüli kormányzati intézkedések, a beruházási alap vagy a céltartalék. 2023-ban a *kiadások csökkenése* irányába hat a lakástámogatások csökkentése (GDP 0,3 százaléka), illetve a tavaly kifizetett egyszeri fegyverpénz kifutása. Ezen felül a kormány „magán” is takarékoskodik: a költségvetési és szakmai szervek kiadásai jelentősen, a GDP 1,8 százalékával csökkennek.
- A költségvetési terv szerint az idei évben a *bevételek növekedése* irányába hatnak a magasabb vállalati különadók (extraprofitadók). A tavalyi év közepén kivetett, eredetileg

¹⁶ OTP Flash Report – Deficit, 2023/04/05:

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

ideiglenesre tervezett extraadókat tovább növelték, illetve kiterjesztették a gyógyszergyártókra is. Így idén az energiaágazat befizetései a GDP 0,6 százalékaival növelik a bevételt, a növekvő bányajáradék, a gyógyszergyártói extraprofitadó és az egyéb profitadók pedig a GDP 0,4 százalékaival megfelelő bevételtöbbletet jelentenek. Az extra vállalati adók mellett jelentős bevételnövekedés volt tervezve az uniós pénzek kifizetéséből (GDP 1 százaléka). A kormányzat számottevő SZJA növekedéssel is számol, bár ez nagyrészt a bázishatásnak köszönhető, vagyis annak, hogy a 2022. év eleji családi adóvisszatérítéssel idén már nem kell kalkulálni.¹⁷ Kismértékű tényleges SZJA növekedés és szociális járulékbévelet növekedés (GDP 0,2 százaléka) volt tervezve az eltörölt KATA adónem miatt. A benzinárstop tavaly decemberi kivezetése nyomán megnövekedett üzemanyagár az inflációt meghaladó mértékben növeli majd az általános forgalmi adót. A költségvetés jelentős extra bevételre számít a társasági adóból is (GDP 0,2 százaléka). A magas, előrejelzésünk szerint a költségvetési törvényben tervezett meghaladó infláció is a költségvetés bevételi oldalát támogatja. A költségvetési terv szerint idén a *bevételek minimális csökkenését* okozza a kormány azon intézkedése, amely a személyi jövedelemadó alóli mentességet a 25 évnél fiatalabbak után kiterjeszti a 30 évnél fiatalabb anyákra is.

Az első hét hónap költségvetési adatai alapján a következő megállapításokra jutottunk:

- A költségvetési tervhez képest *a bevételek csökkenése* felé hat, hogy a romló gazdasági helyzet következtében, a kereslet csökkenésével az általános forgalmi adó jóval a tervezett alatt alakul, az első hét hónapban a tavalyi első hét hónaphoz képest az áfabevétel csupán 1,5 százalékkal növekedett. Amennyiben az áfabevétel az elmúlt hónapokhoz hasonlóan alakul, éves szinten akár a GDP 1,4 százalékaival megfelelő adóbevétel-kieséssel kell számolni a költségvetési tervben megfogalmazottakhoz képest. Szintén jelentős bevételkiesés az uniós források hiánya, a költségvetési tervben megfogalmazott uniós bevételek csupán egyharmada érkezett eddig meg. Amennyiben az uniós kifizetések hiányzó részét csak a negyedik negyedévben kezdik el folyósítani, úgy a GDP egy százalékaival megfelelő bevételtől eshet el a kormány a tervezetthez képest éves szinten. Az első hét hónapban a tervezett bevétel csökkenése fele hatott a különadókból lassan befolyó adóbevétel is, mely azonban várhatóan a következő hónapokban az októberi éves fizetési határidőig felpörög.
- Az eredeti idei évi költségvetési tervhez képest *a kiadások növekedése* felé hat az MVM-nek fizetett vártnál magasabb állami támogatás, illetve a költségvetési szervek kiadásai is jóval nagyobb mértékben nőttek az első hét hónapban, mint azt éves szinten tervezték. Emellett a szociális támogatások közül a lakástámogatások tétele a tavalyi év első hét hónapjában kifizetettnek duplája volt, és a költségvetésben egész évre tervezett kiadás 90 százalékát

¹⁷ Megjegyzendő, hogy eredményszemléletben amúgy sem a 2022-es évet terheli az adóvisszatérítés.

elérte. A nyugdíjkifizetések és a kamatkifizetések is valamivel magasabbak voltak mint azt a költségvetési előirányzat várta.

- A kiadások csökkenése felé hat a beruházások nagymértékű elhalasztása. Ezt jelzi az az adat, miszerint az EU-s kiadások résztetele a tervezettnél jóval alacsonyabban alakul, a tavalyi szintnél 25 százalékkal kevesebb. A beruházások visszafogásának pontos mértéke azonban kérdéses, hiszen a beruházási alap részletes teljesítését nem publikálják, a kormány pedig rendeleti úton, eseti jelleggel törli az egyes tervezett projekteket.

Összességében megítélésünk szerint a kormány eredeti költségvetési terve 2023-ban érdemben szigorította a fiskális politikát, főleg a költségvetési szervek kiadásainak csökkentésén keresztül. A bevételi oldalon az extraprofitadóktól és az uniós források növekedésétől, illetve a magas infláció következtében növekvő adóbefizetésektől várt többletbevételt. Ezen többletbevételek finanszírozták volna a Rezsivédelmi Alap rendkívüli feltöltését, a magasabb kamat- és nyugdíjfizetéseket is.

Az első hét hónap költségvetési folyamatai azt mutatják, hogy a kiadások a tervezettnél valamivel magasabbak, míg a bevételek a vártnál jóval alacsonyabban alakulnak. Ugyan az extraprofitadókból az októberi éves befizetési határidő miatt júliusig még csak a várt bevételek kevesebb mint 50 százaléka érkezett be, tehát ezen bevételi tétel felpörgése várhatóan könnyíti a költségvetési nehézségeken a következő hónapokban. Azonban a költségvetési helyzet így is rosszabbnak mondható, mint azt az előző előrejelzésünkben értékeltük, így várakozásunk szerint a kormány növelni fogja az idei hiánycélt, valamint további megtakarításokat eszközölhet azon diszkrecionális kiadások (főleg beruházási elemek) körében, amelyekről az elmúlt években jellemzően az év végén döntött. Becslésünk szerint így az idei évi hiány a GDP 5 százaléka lesz.

Az év egészében becslésünk szerint nőni fog a negatív kibocsátási rés a tavalyi évhez képest, és ezért a ciklikus komponens¹⁸ várhatóan -2,2 százalékot tesz ki a 2022-es 0,4 százalék után, tehát 1,1 százalékkal rontja az az egyenleget 2022-hez képest. A ciklikusan igazított elsődleges egyenleg -3,7 százalékról jelentősen, -0,4 százalékra javul 2023-ban. A kamatkidadások várhatóan a GDP százalékában valamelyest nőnek a gyors nominális GDP növekedése ellenére, a kamatok átárazódásának hatására.

Az elfogadott költségvetési terv szerint a kormány 2024-ben tovább folytatja a költségvetési kiigazítást, és eléri az uniós 3 százalékos cél alatti, a GDP 2,9 százalékának megfelelő hiányt. Ehhez a költségvetés makrogazdasági alappályájában 4 százalékos növekedéssel és 6 százalékos átlagos inflációval számol. A költségvetési terv szerint a kormány jövőre nem vezet be további, hiányhatással járó intézkedéseket, miközben az energiaválság miatt meghozott átmeneti intézkedések sem terhelik tovább a költségvetést, így a Rezsivédelmi Alap a GDP közel egy

¹⁸ A ciklikus komponens a gazdaság ciklikus helyzetével összefüggő kiadások (jellemzően a munkanélküli járadékok) és bevételek (elsősorban az adók) egyenlege.

százalékával csökken az idei tervhez képest. Bár *bevételekiesést* jelent az extraprofitadók egy részének kivezetése, azonban van olyan adónem, például a kiskereskedelmi adó, ahol az adókulcsok csak tovább növekednek majd, így a teljes extraprofitadóból származó bevételkiesés csupán a GDP fél százalékának megfelelő lesz. Emellett további *kiadáscsökkentést* terveznek a kormányzati szektor működésében is. Kiadáscsökkentő irányába hat az EKB által jóváhagyott¹⁹ kormányzati törvénytervezet is, amely szerint az MNB veszteséget a jövő évben még nem kell elszámolni és költségvetésből finanszírozni, bár ez az elem 2024-ben csupán 0,2 százalékkal javítja a korábbi előrejelzésünkhöz képest a strukturális hiányt. Ezen tételek a terv szerint kompenzálni tudják majd a jelentősen növekvő Honvédelmi Alapra szánt *többletkiadásokat*.

Várakozásunk szerint mind a kiadásoldali elemeket (kamatkiadás, kormányzat működési kiadása), mind a bevételoldali tételeket (uniós támogatások folyósítása, adóbevételek) negatív kockázatok övezik. Emellett a költségvetési tervben megfogalmazott makrogazdasági alappályára is eltérő becslést adunk (2 százalékponttal alacsonyabb növekedéssel és 1,5 százalékponttal alacsonyabb éves inflációval számolunk). Így további kiadáscsökkentő/bevételnövelő intézkedések nélkül a ciklikusan igazított hiány ugyan javulni tud, de számításaink szerint csak a GDP egy százalékával. Előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés továbbra is negatív marad a jövő évben, vagyis nem járul hozzá a költségvetési hiány csökkenéséhez. Az adósság fokozatos átárazódásával az államadósság implicit kamatköltsége is tovább emelkedik, így a GDP-arányos kamatkiadások a GDP 0,3 százalékával növekedhetnek. Összességében elmondható, hogy számításaink szerint 2024-ben ugyan a költségvetési politika szigorodik, azonban további kormányzati intézkedések nélkül a költségvetés hiánya csupán a GDP 0,8 százalékával csökkenhet, és a GDP 4,2 százaléka körül alakulhat.

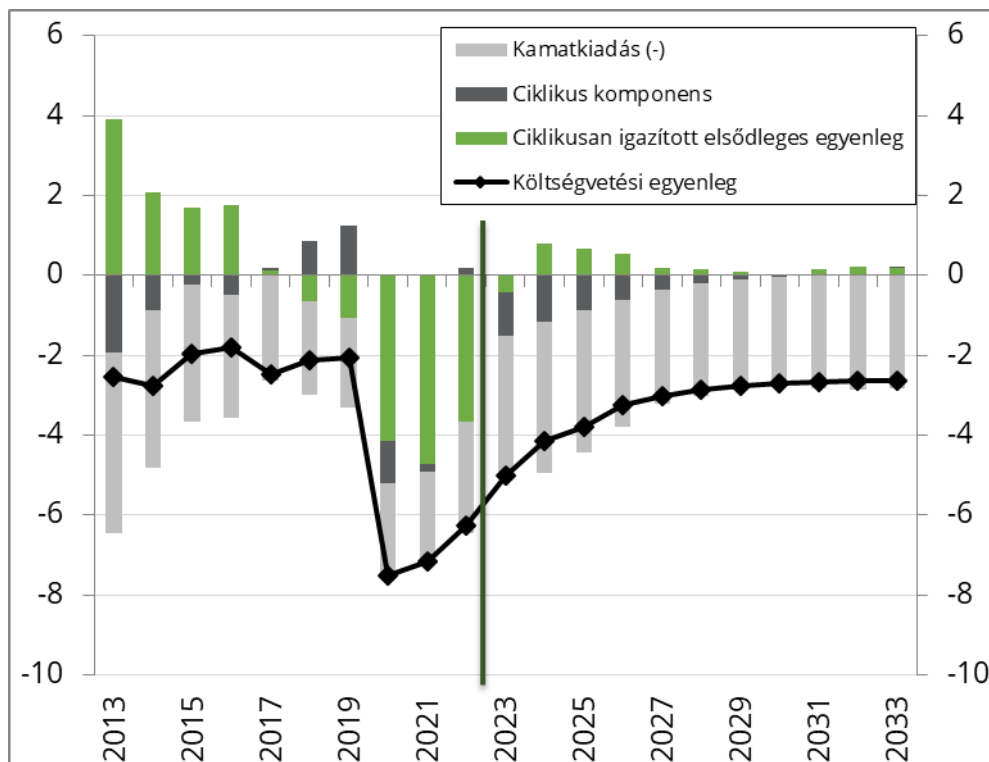
Középtávon, a 2025-2033 időszakban azt feltételezzük, hogy az uniós szabályoknak megfelelően fennmarad az óvatos költségvetés politika a kormányzat működési és egyéb kiadásainak mérséklésével. Eközben az MNB veszteségtérítési igénye az előrejelzési horizontunkon várakozásunk szerint szükségessé tesz majd kismértékű állami finanszírozást. A potenciális szintje alatt teljesítő kibocsátás 2025-től ugyan javul, viszont az elhúzódó háború és régiós nehézségek következtében a kibocsátási rés lassan zárul csak, így a ciklikus komponens változása csupán enyhén, évente átlagosan a GDP 0,1 százalékával csökkenti a költségvetési hiányt 2025-2033-ig. Eközben a kamatkiadások is lassú ütemben csökkenésnek indulnak az alacsonyabb hozamok következtében.

A fenti tényezők miatt várakozásunk szerint az ESA-szemléletű költségvetési hiány az előrejelzési horizonton tovább csökken, de további fiskális megszorítás nélkül még 2026-ban is a GDP 3 százaléka felett marad. A feltételezett konzervatív fiskális politika következtében a strukturális

¹⁹ Lást <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023AB0024>

hiány a 2022-re becsült 5 százalékos értékről 2025-re 3 százalékra mérséklődik. A strukturális egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk az előrejelzés teljes horizontján az Európai Bizottság szabályrendszere által a 2020-2022 közötti időszakra kitűzött 1 százalékos célértéket felett alakul (a 2023-2025 közötti időszakra vonatkozó célértéket és a pontos uniós fiskális iránymutatást még nem ismerjük). Mivel a 2020-ban felfüggesztett uniós fiskális szabályok 2024-től újra életbe lépnek, az Európai Bizottság további fiskális megszorítást javasolhat a 3 százalékos hiánycél és 1 százalékos strukturális deficitcél eléréséhez.

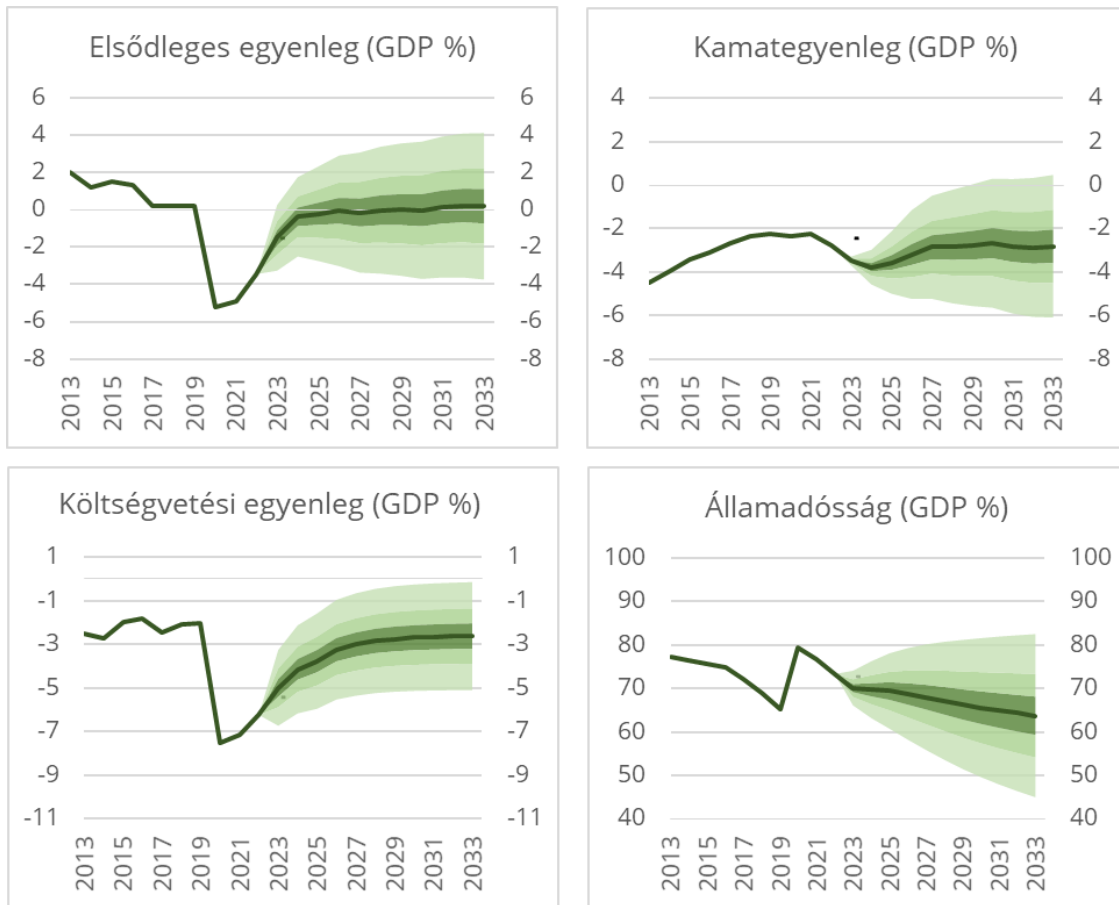
Ábra 28: Költségvetési hiánymutatók az alappálya mentén (GDP százalékában)



Forrás: OGResearch

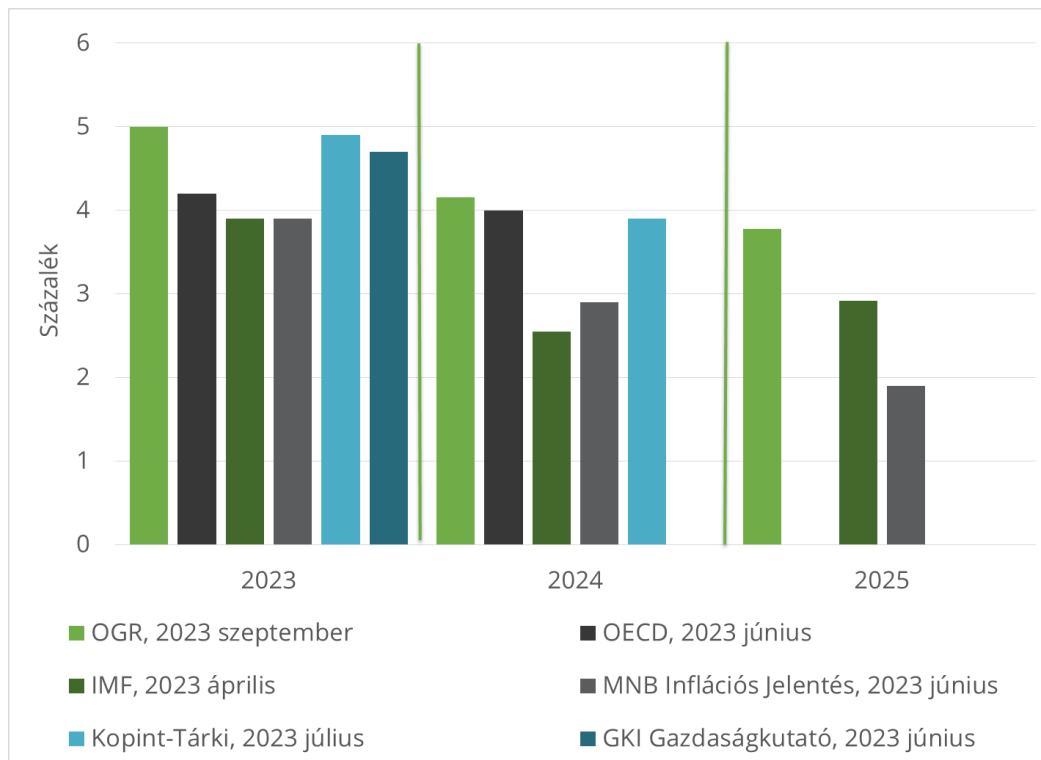
A korábbi előrejelzéseinkhez hasonlóan a teljes időhorizonton jelentős *bevételei kockázatot* jelentenek az EU források elérhetőségével kapcsolatos bizonytalanságok. Előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy a kormánynak az elkövetkező hónapokban sikerül megegyeznie az EU-val a jogállamiság eljárás által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

Ábra 29: A költségvetési mutatók az alappálya mentén



Forrás: OGResearch

Ábra 30: Költségvetési hiány előrejelzések összevetése (GDP arányában, százalék)

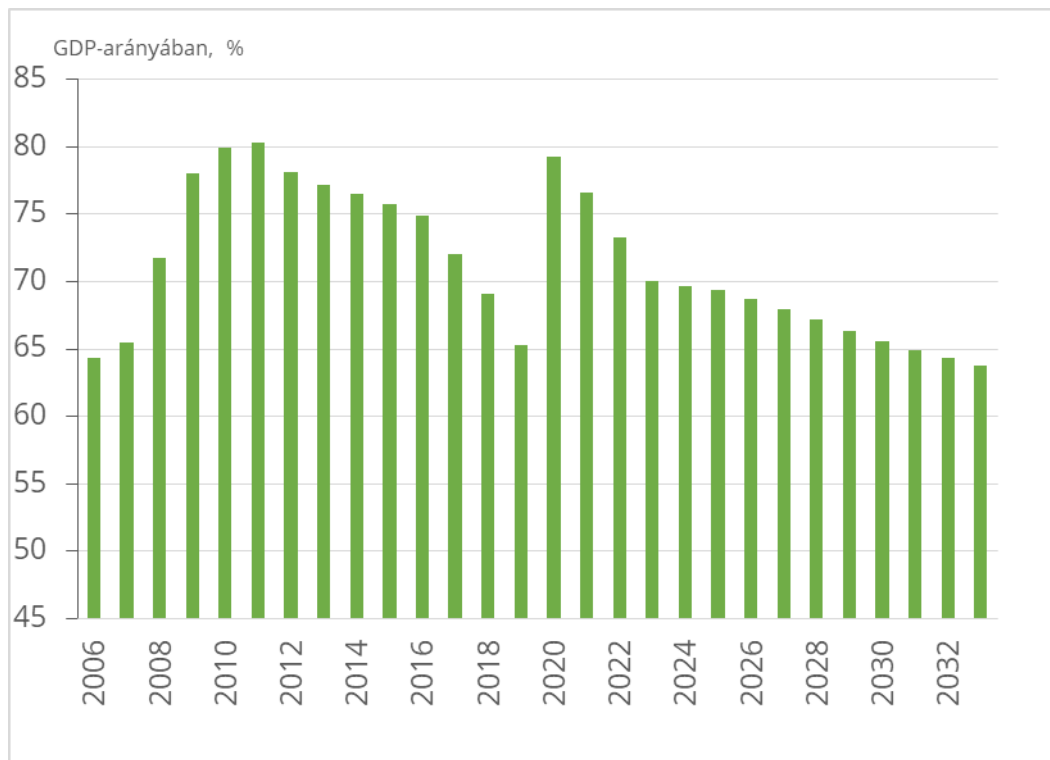


Forrás: OGR saját számítás, MNB, IMF, Kopint-Datorg, GKI, OECD * Az MNB esetében a sávos előrejelzések közepét tüntettük fel.

2023-25 időszakra vonatkozó költségvetési hiány-előrejelzésünk a többi intézményhez képest valamivel negatívabb képet fest, részben valószínűleg azért, mert korábban még nem voltak teljesen ismertek a reálgazdasági és költségvetési adatok, valamint az ÁKK forrásigényének növeléséről szóló hírek (30. ábra **Hiba! A hivatkozási forrás nem található.**).

Az előrejelzési horizonton az államadósság rátájának lassú csökkenésére számítunk: a mutató a 2022 végén mért 73,3 százalékról 2033-ra közel 10 százalékponttal csökkenhet. Az adósságráta várhatóan a GDP 70 százalékára csökken idén, és a GDP 63,7 százalékát éri el 2033-ban (32. ábra). 2023-ra a korábbi előrejelzésünkhöz képest némileg nagyobb adósságot mondunk, a beérkezett első féléves adósságadat, az ÁKK által bejelentett kormányzati finanszírozási igény növelése, a szeptemberben kibocsátott közel 700 milliárd forintos devizakötvény és a Budapest Airport többségi tulajdonának tervezett megvásárlása (GDP 2 százaléka) miatt. 2023 után az előrejelzési horizonton az adósság csökkenni fog, főleg a dinamikus komponstak köszönhetően.

Ábra 31: Az államadósságráta alakulása

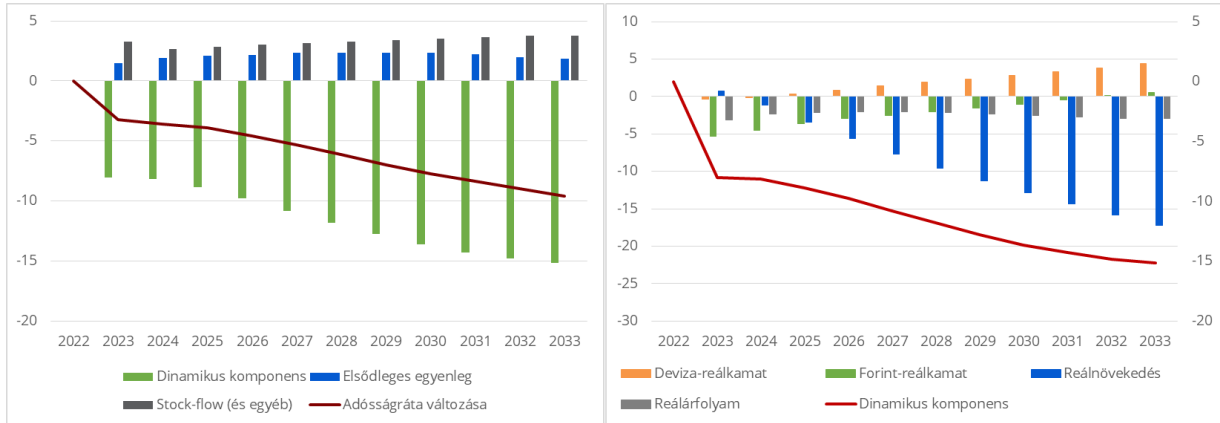


Forrás: OGRsearch

A költségvetés elsődleges egyenlege lassan, de fokozatosan javul, csupán 2028-ban éri el a nulla százalékot. Ennek megfelelően az elsődleges egyenleg kumulált hatása a teljes előrejelzési horizonton negatív marad. Az adósságrátát összességében jelentősen növelik a költségvetési hiányt nem befolyásoló, úgynevezett stock-flow tételek is, például a korábban említett Budapest Airport felvásárlás.

A reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés hármass 2023-33-as időszakra kumulált adósságcsökkentő hatása becslésünk szerint eléri a GDP 15,1 százalékát. Rövidtávon a továbbra is magas infláció hatására a forintadósság reálkamata negatív marad (33. ábra). Az adósság átárazódásával és az infláció lassulásával ez a hatás 2024-től megfordul, így a forintadósságra fizetett reálkamat kumulált adósságnövelő hatása az előrejelzési horizonton a GDP 0,6 százaléka lesz. A GDP növekedése érdemben csak 2025-től fogja támogatni az adósságcsökkenést, hiszen addig relatív alacsony gazdasági aktivitást várunk. A reálnövekedés kumulált adósságcsökkentő hatása az előrejelzési horizonton a GDP 17,5 százaléka. A tavalyi gyenge árfolyamszinthez képest erősödő forint idén és jövőre éves alapon reálárfelértékelődéshez vezet, viszont ez később megfordult, így a reálárfolyam alakulása a teljes horizonton a GDP közel 4,4 százalékának megfelelő kumulált adósságnövekedést okoz.

Ábra 32: A GDP arányos államadósság változásának dekompozíciója (2022-től kumulált változások, százalékpont)



Forrás: OGResearch

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

5. Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra

Ebben a fejezetben három olyan forgatókönyvet mutatunk be, amelyeket nem tartunk ugyan a legvalószínűbb kimenetnek, de olyan külső eredetű kockázatokat, alternatív világállapotokat jelenítenek meg, amelyeknek a hazai makrokörnyezetre és a fiskális mozgástérre is érdemi hatásuk van. Igyekeztünk olyan külső forgatókönyveket bemutatni, amelyek a magyar gazdaság legfontosabb külkereskedelmi partnere, Németország szempontjából releváns kockázatokkal számolnak. Az első forgatókönyvben azt tesszük fel, hogy a gyengülő külső kereslet, a tartósan magas importárak és az emelkedő reálkamatok mély és elhúzódó gazdasági válságot okoznak Európában, amely – az uniós források visszatartása miatt – tovább élezi a magyar-uniós viszonyt. A második scenáriónkban a klímaváltozás és az erre adott erőteljes gazdaságpolitikai válaszok következményeit vizsgáljuk. Végül azt elemezzük, hogy a világgazdaság növekvő mértékű polarizációja mellett mennyiben lehet kifizetődő a magyar kormány különutas külgazdasági politikája.

5.1 Recesszió Európában, növekvő reálkamatok, romló magyar-uniós viszony

A piaci és gazdaságpolitikai szereplők döntő többségéhez hasonlóan mi is azzal feltevéssel élünk az alappályában, hogy a világgazdaság túljutott a mélyponton. Számos jel mutat azonban arra, hogy az Unió magországi a vártnál és a világgazdaság többi nagy régiójához képest nehezebben vészeli át az ellátási láncok megszakadásait, az orosz energiáról való leválást és a szigorúbb monetáris kondíciókhoz való alkalmazkodást. Ráadásul úgy tűnik, a magyar gazdaság szempontjából kulcsfontosságú német ipar teljesítményét erősen lefelé mutató kockázatok övezik. Ebben az alternatív forgatókönyvben azt vizsgáljuk, hogy mi lenne a következménye egy hosszabb uniós (elsősorban német) recesszióknak. Ha az európai (és különösen a német ipari) termelés a vártnál nagyobb arányban csökken, akkor a reálkamatok is tartósan magasabbak maradnak. A magasabb reálkamatok irányába mutat az eurózóna perifériájának továbbra is fenyegető sebezhetősége is. Ez a forgatókönyv tehát egy ciklikus, de elhúzódó gazdasági visszaesést és megugró reálkamat-környezetet ír le, így a 2008-12 közötti időszak emlékére nevezhetjük akár Európai Adósságválság 2.0-nak is.

Az EU ebben a forgatókönyvben rosszabbul teljesít tehát, mint az alappályában. Számos mögöttes ok képzelhető el, például az ukrajnai háború elhúzódása vagy újbóli fellángolása, ami szükségképpen együtt jár a világpiaci nyersanyagárak (elsősorban az élelmiszer- és energiaárak) meglódulásával. A fizikai közelség, az intenzívebb külkereskedelmi kapcsolatok és ipar viszonylag

magas energiaigénye miatt egy ilyen kimenet különösen a német gazdaságot sújtaná. A visszaeső termelés és a magas importárak miatt romlana a külső egyensúly, ami ebben a forgatókönyvben az euró gyengüléséhez vezet, ez pedig – a gyenge növekedés ellenére is – kikényszeríti a reálkamat emelkedését. Ez a scenárió az egész EU-ban, így természetesen nálunk is, rontja a növekedési és a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatos kilátásokat is. Egyrészt a gyengébb gazdasági teljesítmény alacsonyabb adóbevételekhez vezet, másrészt a tartósan megdráguló finanszírozás a költségvetés kamatkiadásait is emeli.

Az immáron megszokottnak mondható pesszimista uniós forgatókönyvet most azzal egészítettük ki, hogy feltettük: a gazdasági nehézségek a külkereskedelmi kapcsolatokban jelentkező közvetlen hatáson túl a magyar-uniós viszonyt is tovább terhelik. Egyrészt azért, mert az uniós recesszió a magországot is nehezebb helyzetbe hozza: politikailag költségesebbé válhat nekik a különutas viselkedés elfogadtatása a saját választóikkal, akik éppen az Oroszországgal való kemény fellépés remélhetőleg átmeneti terheit nyögik. Másrészt a német gazdaság megrendülése a pragmatikus külgazdasági stratégiát hirdető magyar kormány együttműködési hajlandóságát is visszavetheti.

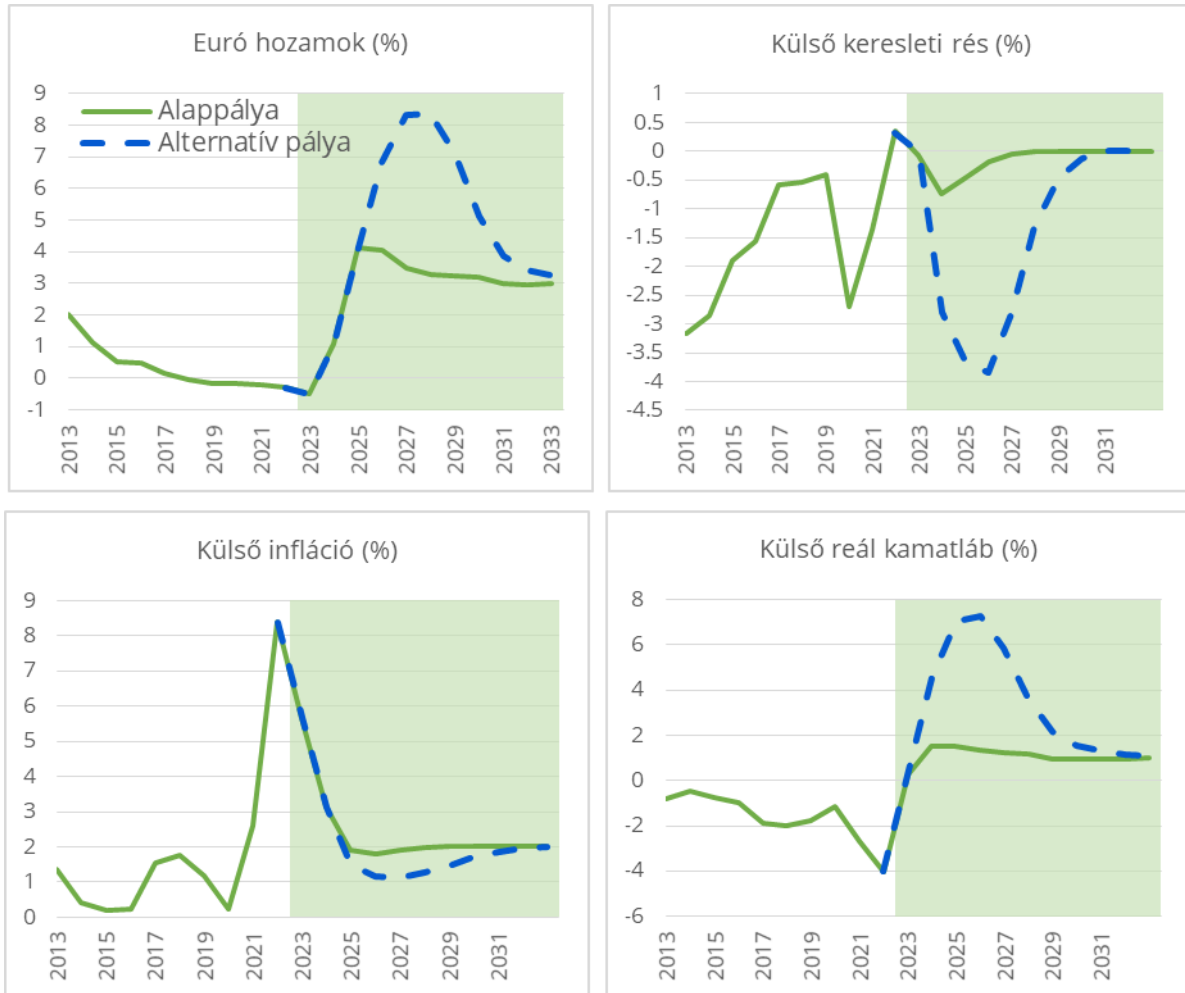
Az Európai uniós források jelentős része még mindig nem áll Magyarország rendelkezésére. Történik ez annak ellenére, hogy az idei és a jövő évi költségvetési tervek is jelentős uniós forrásokkal számolnak. A magyar kormány változatlanul azt kommunikálja, hogy a források hamarosan megérkeznek, azonban a két fél tárgyalásai rendre sikertelennek bizonyulnak. Alappályánkban azzal számolunk, hogy a forrásokat még az idei évben folyósítják. Érdemes lehet azt is megvizsgálni azonban, hogy milyen hatással járna, ha az uniós források nem érkeznének meg, a politikai feszültség tovább fokozódna, és ha hazánk tovább távolodna az uniós érdekköröktől. Hangsúlyozzuk, hogy ebben a forgatókönyvben sem számolunk drasztikus szakítással, uniós kilépéssel, csak azt vetjük fel, hogy egy ilyen esetben számolni kell azzal, hogy az ország kockázati megítélése átmeneitleg sokat romlik, így az államadósság finanszírozása is drágábbá válik.

5.1.1 Külső feltevések

Az alappályához képest a legnagyobb különbség az, hogy a külső kibocsátási rés lényegesen jobban kinyílik, a 2012-es (az adósságválság mélypontjához tartozó) szintet is meghaladva masszívan negatív marad, és csak 2030-ra záródik be. A recesszió ellenére a külső reálkamatok és így az euróhozamok magasabbak, mint az alappályán – az emelkedő kockázati prémium és a gyenge euró monetáris politikát korlátozó hatásai miatt. A reálkamatot a nagy költségvetési hiányok is emelik.

A nagy negatív kibocsátási rés és a magasabb reálkamat a magas energiaárak ellenére is alacsonyabb inflációs pályához vezet, mint az alapforgatókönyvben.

Ábra 33: Uniós recesszió és megugró reálkamat: külső feltevések

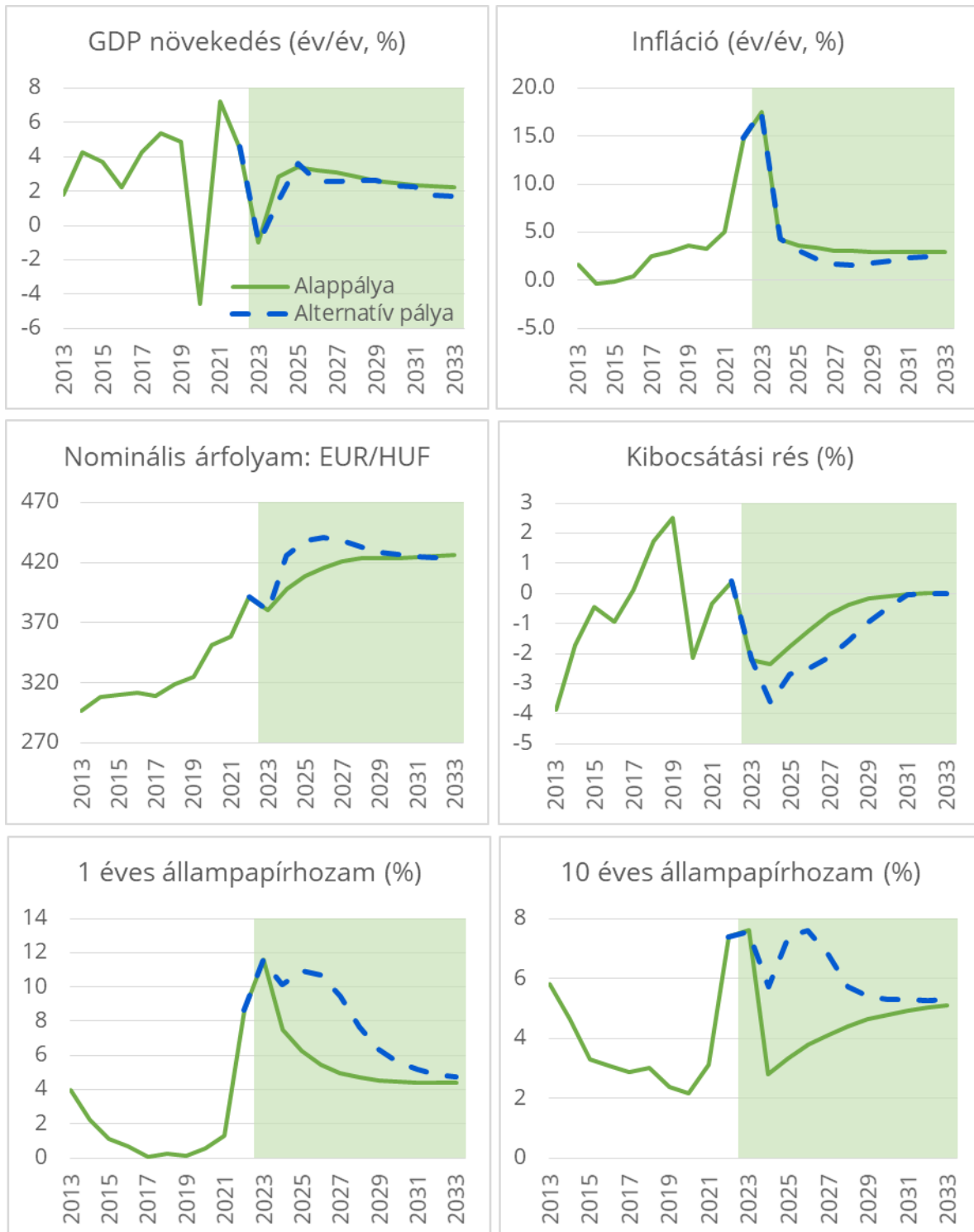


Forrás: OGResearch

5.1.2 A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás

A magyar gazdasági teljesítmény elhúzódóan gyengébb a külső kereslet tartós visszaesése miatt, a kibocsátási rés csaknem egy évtizedig negatív marad. A mély recesszió azt is jelenti, hogy az infláció is érdemben alacsonyabb. A magasabb külső reálkamat-környezet és magyar állampapírok megugró kockázati prémiuma magasabb hozamokat jelent mind a hozamgörbe rövid, mind pedig a hosszú végén a teljes időszakban. A romló kockázati megítélés átmenetileg az árolyamot is gyengíti.

Ábra 34: Unió recesszió és megugró reálkamat: főbb hazai makrogazdasági változók

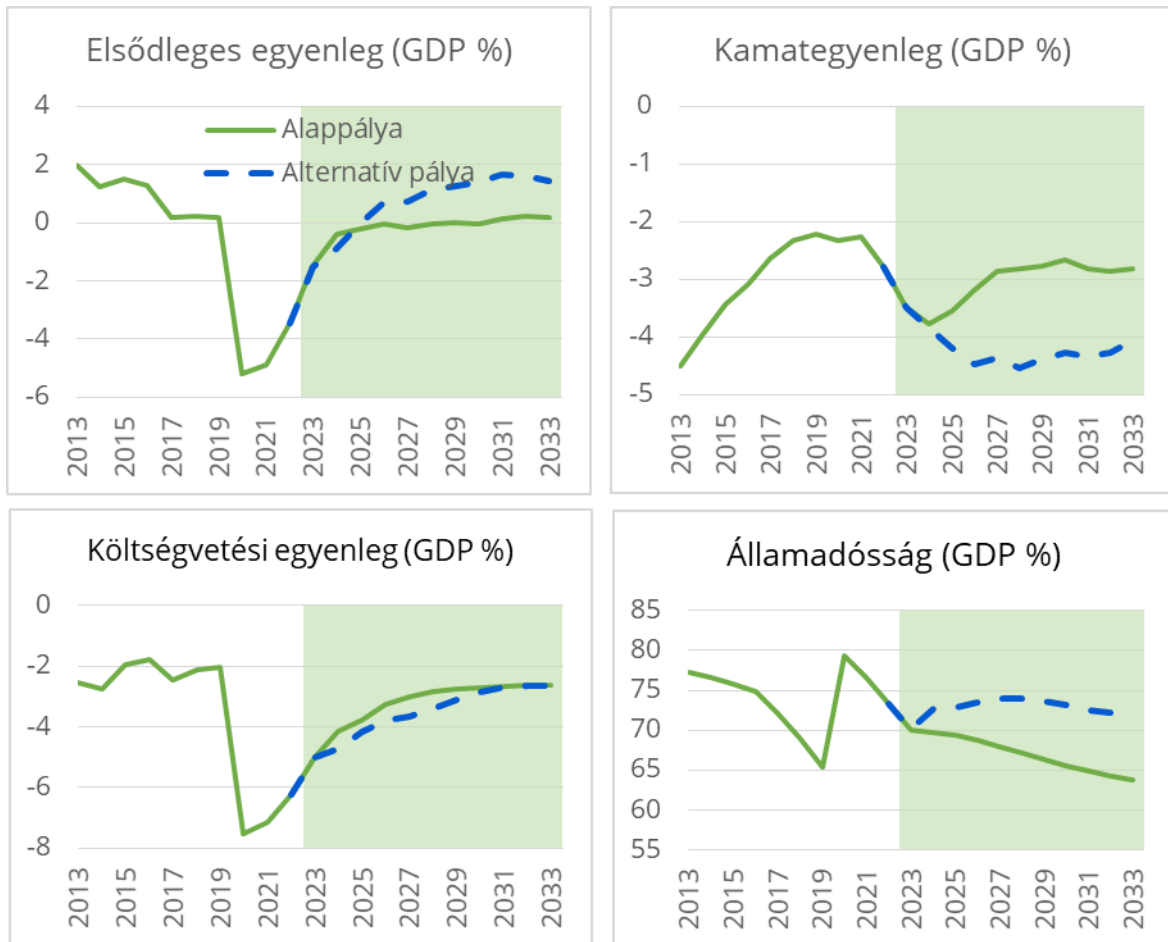


Forrás: OGRsearch

A költségvetési hiány ebben a forgatókönyvben végig meghaladja az alappályában előrejelzett szintet. Az eltérést elsősorban a romló kamategyenleg okozza, vagyis az adósságfinanszírozás magasabb kamatterhe. Emiatt a gazdaságpolitika kénytelen az elsődleges egyenleget a korábbi

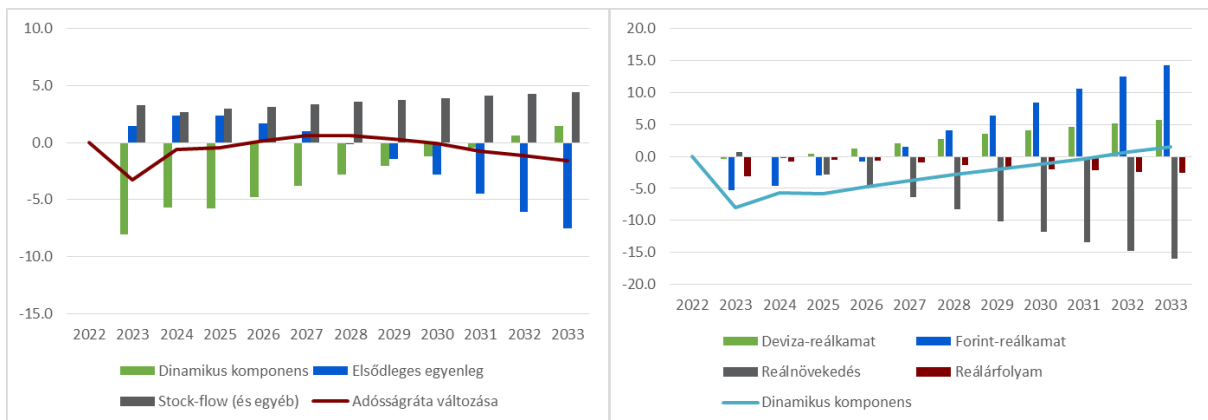
pálya fölé vinni (vagyis jelentősen megszorítani), hogy a teljes hiányt a tervezett pályához közelítse és az államadósság növekedését megállítsa. A GDP arányos államadósság a teljes előrejelzési horizonton magasabb, és egy évtized múlva sem csökken a kiinduló 70 százaléko szint közelébe.

Ábra 35: Uniós recesszió és megugró reálkamat: költségvetési mutatók



Forrás: OGResearch

Ábra 36: Uniós recesszió és megugró reálkamat: államadósságpálya (2022-től kumulált GDP-arányos változás, százalékpont)



Forrás: OGResearch

5.2 Klímaváltozás és gazdaságpolitikai alkalmazkodás

A második forgatókönyvben azzal számolunk, hogy a döntéshozók elismerik a klímaváltozás fontosságát, és hatékony lépéseket tesznek a folyamat kordában tartására. Másként: mind az uniós szintű, mind a magyar gazdaságpolitika lépései összhangban maradnak a Párizsi Megállapodásban rögzített elvekkel, célokkal és cselekvési programmal,²⁰ vagyis az országok rögzítik, hogy a klímacélok eléréséhez 2050-re teljes karbonsemlegességet érnek el. Ez az európai országok közül különösen Németországra ró extra terheket, mivel a német energiapolitikai átmenet még atomenergiával sem számolhat, vagyis különösen sokat kell megújuló energiaforrásokba ruházni.

Fontos megjegyezni, hogy ez a forgatókönyv két szempontból is eltér az alappályától. Egyrészt figyelembe veszi az éghajlatváltozást mint elkerülhetetlen természeti szükségszerűséget (míg az alappálya – implicit módon – egyfajta „klímavaksággal” számol, vagyis nem reflektál a természeti környezet várható megváltozására). A klímaváltozás önmagában is számos makroszintű gazdasági hatással jár, például a termelőkapacitások leépülésével és a kedvezőtlen „kínálati” sokkok gyakoribbá válásával (elsősorban a mezőgazdaságban). Másrészt ebben a forgatókönyvben azzal is számolunk, hogy a döntéshozók aktív lépéseket tesznek a folyamatok mederben tartásáért, elsősorban felpörgetik a megújuló energiára való átállást, ami mind a kormányzati, mind a magánberuházások felfutásához vezet. Elsősorban a következő gazdaságpolitikai lépésekkel számolunk, mind az EU-ban, mind Magyarországon:

- az EU szintű kibocsátás-kereskedelmi rendszer érvényben marad, a karbonkibocsátás ára drasztikusan nő,
- a megújuló erőforrások számottevő állami támogatást és adókedvezményt kapnak,
- az elektromos autók és a bioüzemanyagok kormányzati támogatása,
- beruházás a szén-dioxid leválasztásába és tárolásába.²¹

²⁰ A Párizsi Megállapodás az ENSZ Éghajlatváltozási Keretegyezménye keretében létrejött első egyetemes, jogilag kötelező erejű globális megállapodás. A Megállapodás aláíró (az EU valamennyi országa) azt vállalták, hogy cselekvési tervet dolgoznak ki a globális felmelegedés lassítására. A Megállapodás kulcseleme az a cél, hogy a hőmérséklet emelkedését az ipari forradalom előtti szinthez képest 2 Celcius foknál alacsonyabban tartsák.

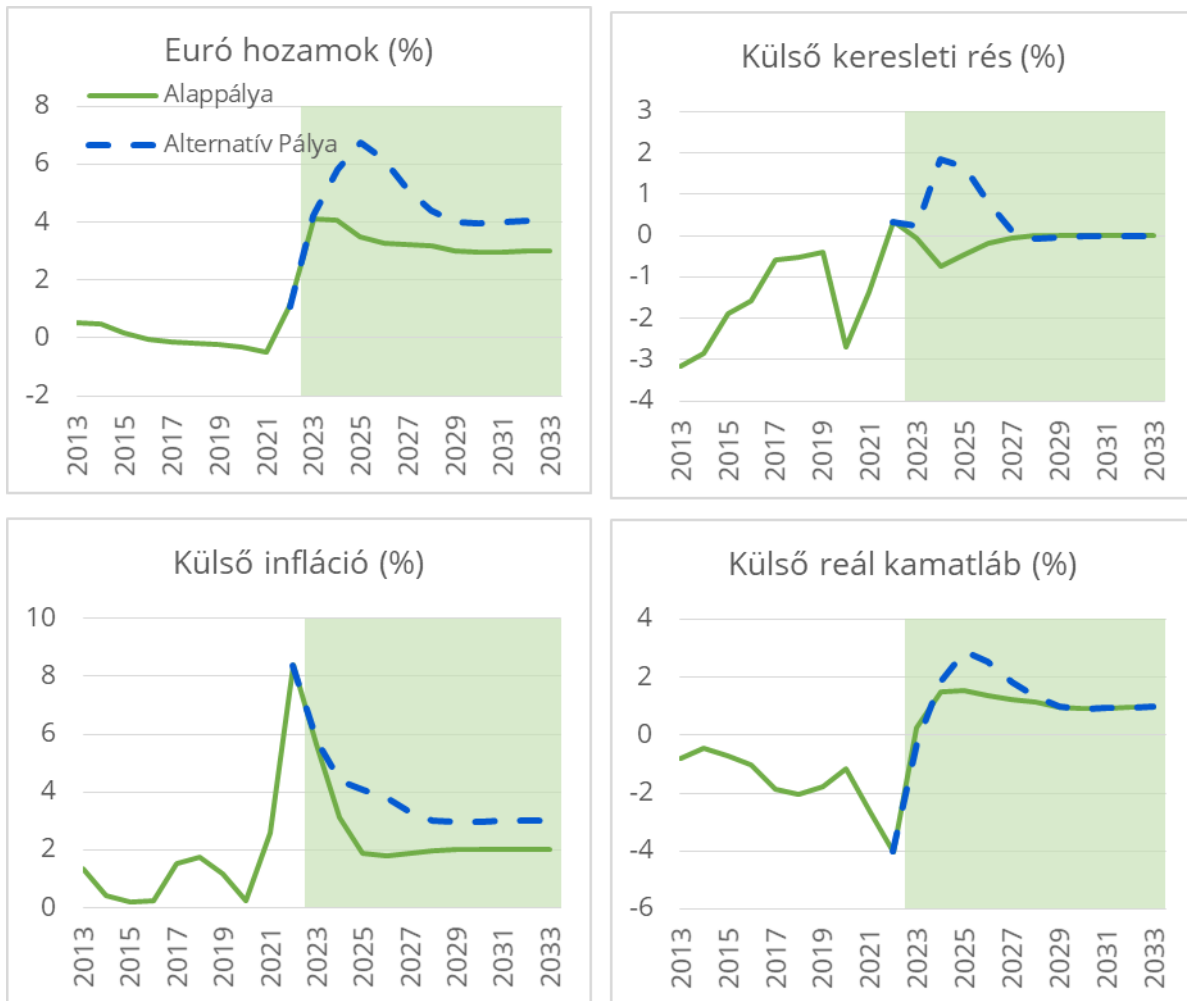
²¹ A forgatókönyv klímaspecifikus részleteit és makrohatásait a Cambridge Econometrics által számított ún. Paris Orderly forgatókönyvből vettük. Ebben azzal számolnak, hogy a klímapolitikai intézkedések elegendőnek bizonyulnak a Párizsi Megállapodásban foglalt célok tartásához. A forgatókönyv leírásának technikai részleteit lásd: https://www.camecon.com/wp-content/uploads/2021/05/MNB_CE_Final_Report_May-2021-2.pdf

5.2.1 Külső feltevések

Az alappályához képest a klímaváltozással számoló forgatókönyv két fontos különbséget mutat. Egyrészt maga a klímaváltozás a fizikai hatásai makroökonómiai szempontból kedvezőtlen kínálati sokkot jelentenek: a termelőkapacitások erodálásával és a termelői árak emelkedésével járnak (első körben és legmarkánsabban a mezőgazdaságban). Így első körben a potenciális kibocsátás enyhén csökken, bár az uniós országokban a mezőgazdaság viszonylagosan kis súlyának megfelelően ez a hatás elenyésző lehet. Fontosabb hatás, hogy a fogyasztói árak érdemben megugranak, valamint a fogyasztói infláció jóval változékonnyabbá válik, volatilitása érdemben nő, ami tovább emeli az inflációs nyomást. Az eurózóna monetáris politikája – a középtávú inflációs várakozások horgonyozottsága mellett – vélhetően nem akarja semlegesíteni az inflációs nyomást, hanem impliciten elfogadja a valamivel magasabb középtávú inflációs környezetet.

A külső környezetre azonban nemcsak a klímaváltozás hat közvetlenül, hanem az arra adott gazdaságpolitikai válaszok is. A karbonsemlegességre való átállás a beruházások felpörgetésével ösztönzi a belső keresletet, nyitja a kibocsátási rést. Emiatt a gazdasági teljesítmény már rövid távon gyorsul, és a kereslet felfutása miatt tovább emeli az inflációs nyomást. Hosszabb távon a klímasemlegességet célzó beruházások beérésével, az új termelő kapacitások a potenciális kibocsátást is emelik, így a gazdasági teljesítmény tartósan is magasabb. A jegybank pedig a ciklikus túlfűtöttségre reagálva az alappályához képest emeli a kamatszintet.

Ábra 37: Klímaváltozás és gazdaságpolitikai alkalmazkodás: külső feltevések



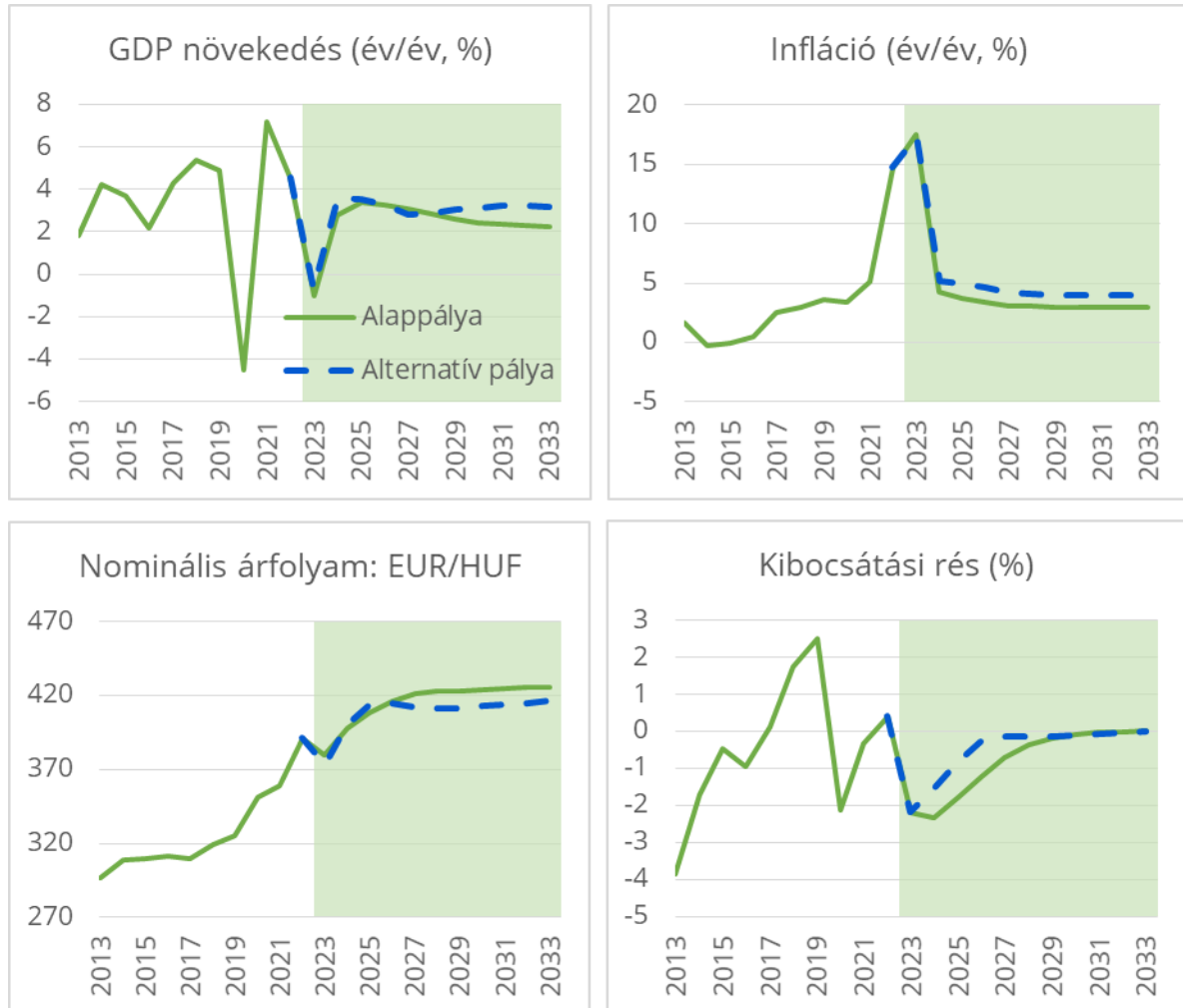
Forrás: OGResearch

5.2.2 A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás

Mivel mind az exogén sokk (a klímaváltozás), mind az arra adott politikai válaszok (a Párizsi Megállapodásnak megfelelő klímapolitikai lépések) azonosak, a hazai gazdaság esetében is a külső környezethez hasonló irányú és nagyságú hatásokat látunk. A növekedés – kezdetben a felpörgetett klímaberuházások, később a magasabb szintű termelési potenciál miatt – a teljes előrejelzési horizonton magasabb az alappályánál. Ezzel együtt magasabb az infláció is: rövid távon az erősödő költségsokkok, hosszabb távon a jegybank ehhez alkalmazkodó elnéző magatartása

miatt. A ciklikus pozíció javulásával és a magasabb nominális pályával párhuzamosan a kamatok is emelkednek.

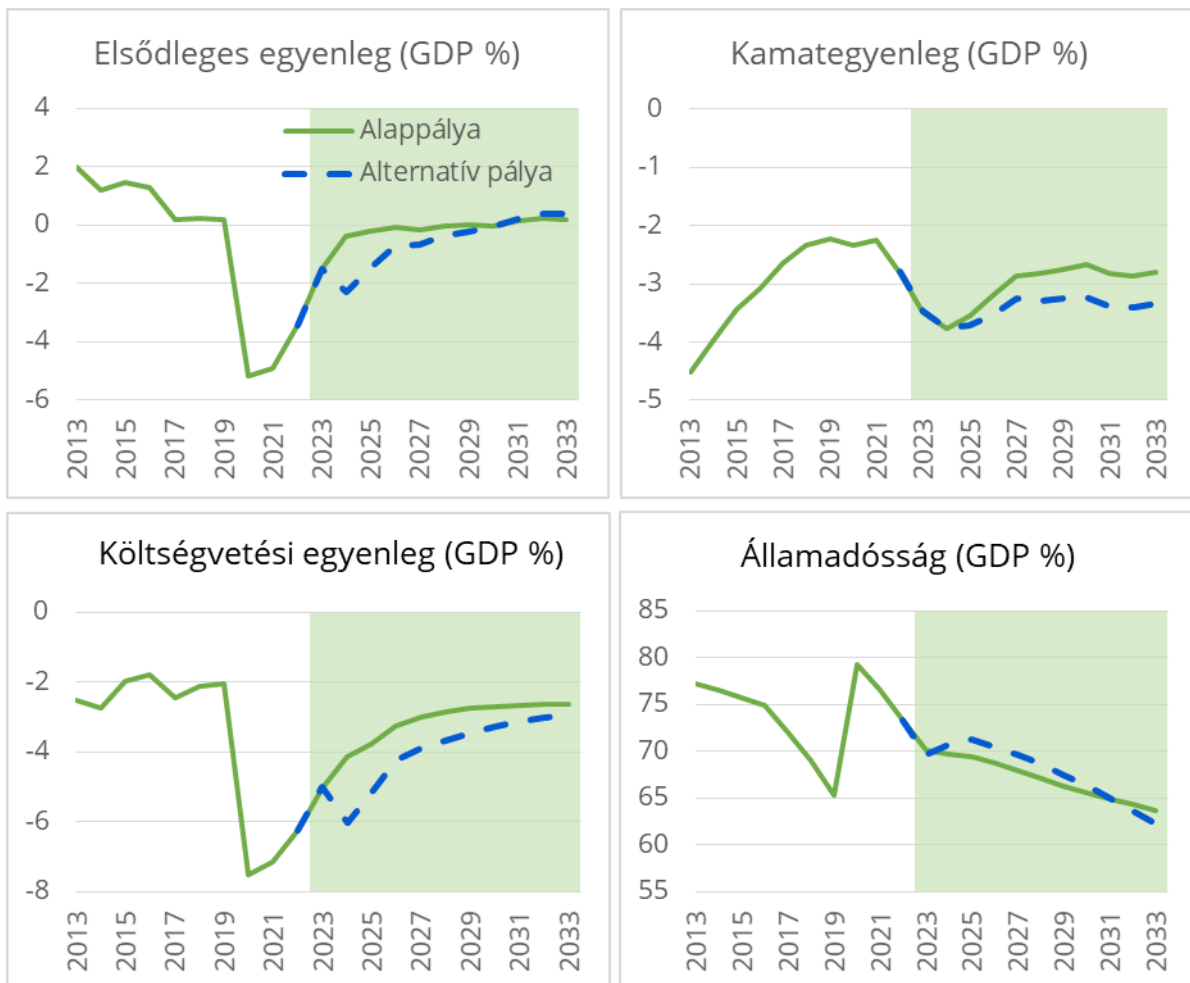
Ábra 38: Klímaváltozás és gazdaságpolitikai alkalmazkodás: főbb hazai makrogazdasági változók



Forrás: OGResearch

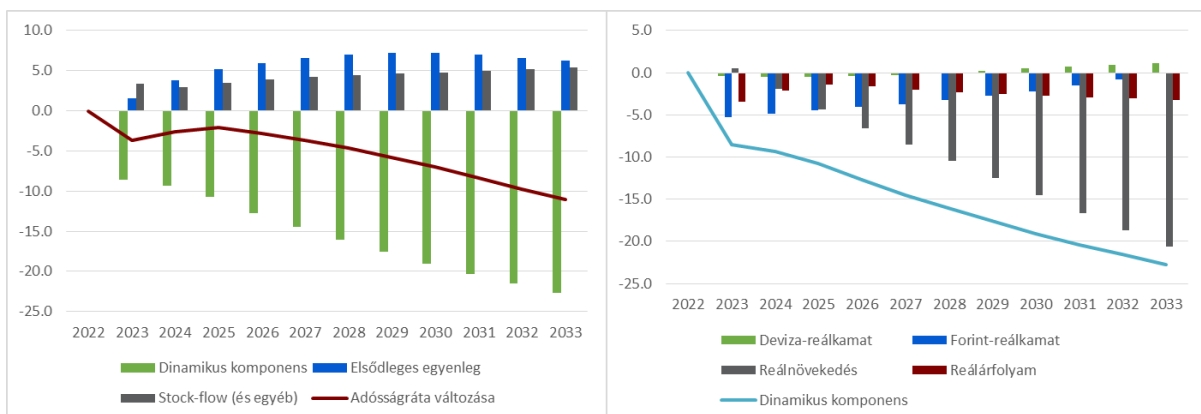
A költségvetési folyamatokat rövid távon a kormányzat klímacélok iránti elkötelezettsége alakítja: a karbonsemlegesség elérését célzó beruházások felpörgetésével az elsődleges költségvetési hiány azonnal megnő. A teljes hiányt tovább növeli, hogy a magasabb kamatszint miatt a kamatkidadások is emelkednek. Hosszú távon azonban az erősebb gazdasági teljesítmény az elsődleges egyenleget is javítja, így a klímasemleges átmenet ebben a forgatókönyvben csak átmenetileg terheli meg a költségvetést, hosszabb távon inkább kedvező hatású. Hasonló dinamikát figyelhetünk meg az államadósság alakulásában is: míg kezdetben a romló költségvetési folyamatok érdemben emelik az adósságrátát, az előrejelzési időszak második végén a javuló folyó költségvetési mutatók mellett a magasabb nominális GDP is az adósságráta csökkenésének irányába hat.

Ábra 39: Klímaváltozás és gazdaságpolitikai alkalmazkodás: költségvetési mutatók



Forrás: OGResearch

Ábra 40: Klímaváltozás és gazdaságpolitikai alkalmazkodás: adósság mutatók (2022-től kumulált GDP-arányos változások, százalékpont)



Forrás: OGResearch

5.3 Fokozódó nemzetközi helyzet, különutas magyar politika

A harmadik forgatókönyvben azzal a feltevéssel élünk, hogy a következő évtizedet a nemzetközi konfliktusok és az ezekre adott politikai és gazdaságpolitikai válaszok uralják. A konfliktusok nem feltétlenül vezetnek háborúhoz, de éleződik a feszültség a „Nyugat”/USA szövetségi rendszere és az ezzel ellenséges országok között (Oroszország, Kína, Irán, Észak-Korea stb.). A folyamatos konfliktusok miatt ebben a scenárióban azzal számolunk, hogy a globalizáció nem csak megtorpan, hanem vissza is fordul, vagyis a kormányok és üzleti döntéshozók – a hatékonysági veszteségek árán is – termelési tevékenységeket telepítenek vissza a működőtőke hagyományos forrásországába. Az önellátás felé való elmozdulás a nyersanyagoktól kezdve a kulcstechnológiáig a teljes feldolgozóiparban hangsúlyossá válik, és rövid távon érdemben visszafogja minden nagy ország/régió gazdasági teljesítményét. Hosszú távon viszont a működőtőke vissza- vagy legalábbis közelebbi települése (az ún. reshoring és nearshoring) a nyugati országok termelőkapacitásait és gazdasági potenciálját bővíti, míg az ellátási láncok lerövidülése elsősorban a tőkebeáramlás eddigi célországait fogja sújtani. Mint a keretes írásunk rávilágít, az Unió országai közül – kiugró keleti kitétsége miatt – Németország számára jelent a legnagyobb kihívást ez az átrendeződés.

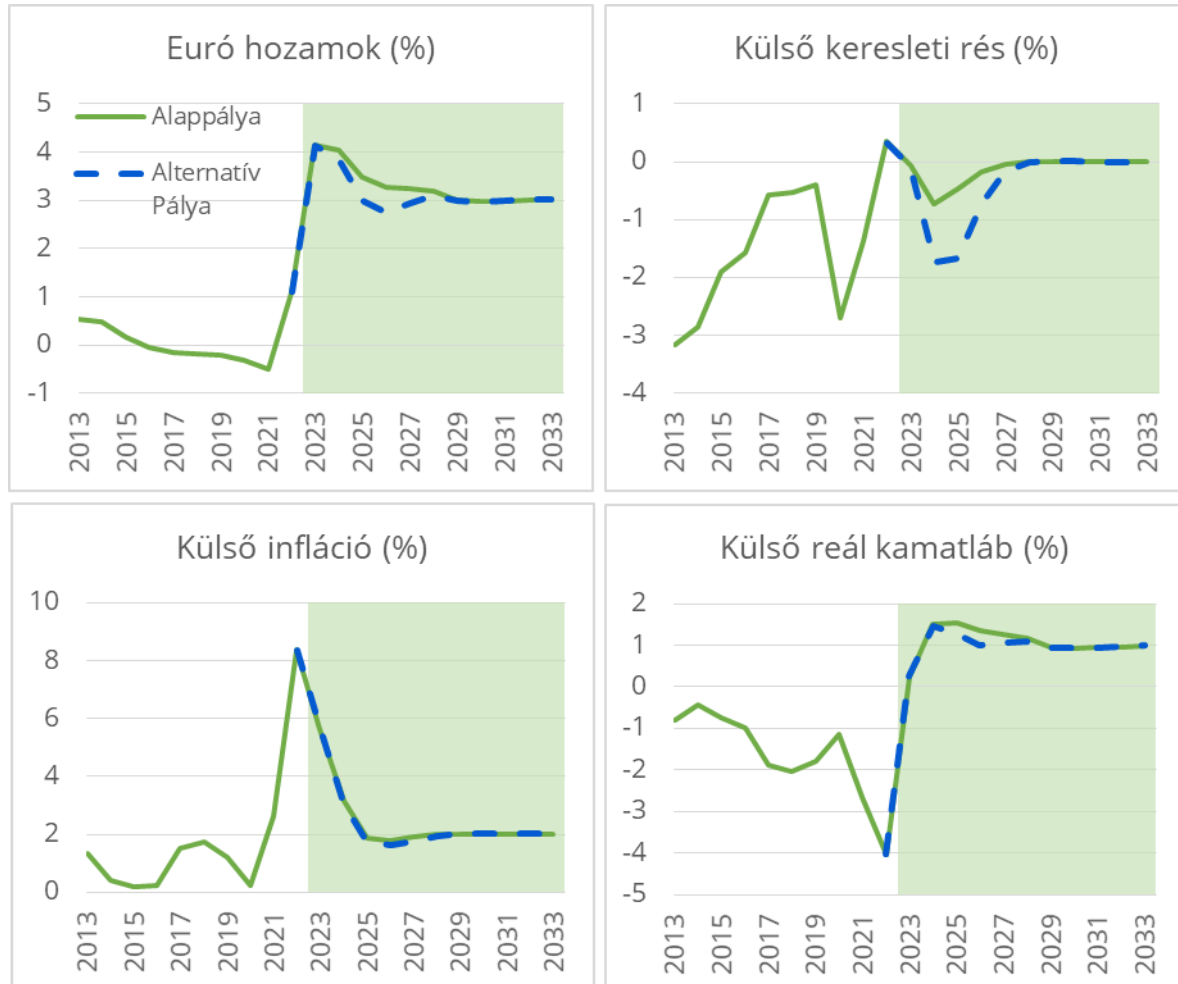
Bár Magyarország politikai és külgazdasági szempontból is hagyományosan a nyugati szövetségi rendszerhez kötődik, az elmúlt években egyre markánsabbá válik egyfajta különutaság a magyar külkapcsolatokban. A magyar kormány azt vallja, hogy számára a külgazdasági orientáció nem ideológiai kérdés, hanem a rövid távú profitkilátások függvénye. Így Magyarország megpróbál a Nyugattal és az ellentáborral is egyformán jóban lenni, és nem próbál mereven oldalt választani az egyre polarizálódó világban. Ebben a forgatókönyvben azzal számolunk, hogy Magyarország – legalábbis rövid távon – sikeresen tud majd lavírozni az egymásnak feszülő blokkok között, vagyis a hagyományos szövetségeseitől eltérően nem kell megszenvednie a termelőkapacitások leépülésének és áttelepülésének átmeneti nehézségeit. Ez a forgatókönyv azonban arra is felhívja a figyelmet, hogy a minden vasat a tűze tartó stratégia hosszabb távon, a mainál kevésbé globalizált világban visszaüthet: nem biztos, hogy azok a termelőkapacitások biztosítják hosszabb távon is a legmagasabb hozzáadott értéket, amelyek a keleti nyitás jegyében a közeli jövőben felépülnek és a következő néhány évben lendületet adnak a makrogazdaságnak.

5.3.1 Külső feltevések

A megszakadó ellátási láncok és a távoli termelőkapacitások leépítése rövid távon ciklikus visszaeséssel jár az eurózónában. Ennek megfelelően a külső keresletünk átmenetileg visszaesik. Az átmeneti recesszió miatt az infláció és a kamatszint is alacsonyabb, mint az alappályán.

Hosszabb távon, az előrejelzési horizont végén a visszatelepített termelőkapacítások emelik az euróövezet gazdasági potenciálját.

Ábra 41: Deglobalizáció és különutas magyar politika: külső feltevések



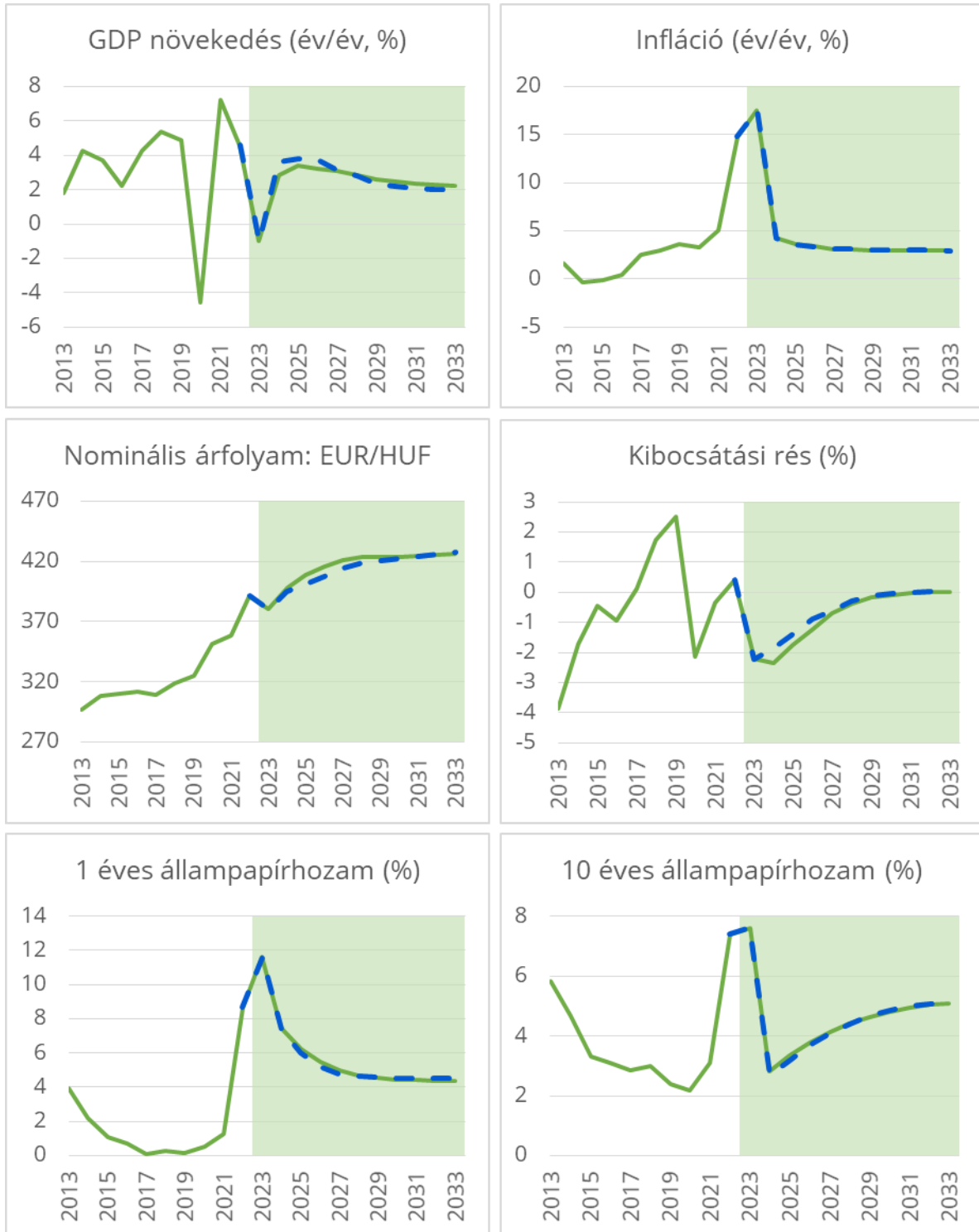
Forrás: OGRResearch

5.3.2 A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás

A magyar gazdaság a külső környezetéhez képest éppen ellenkező pályát ír le: rövid távon a nem-EU országokból származó működőtőke-beruházások felpörgetése ellensúlyozza a lassuló európai keresletet, és a magyar gazdaság az alappályánál gyorsabban nő. Ráadásul a külső környezet középtávú gyengélkedése a forint egyensúlyi felértékelődésével is jár, ezért az árfolyam az alappályához képest erősebb. Az inflációra gyakorolt hatások nagyjából kioltják egymást: a hazai beruházási boom növeli, míg az erősebb árfolyam és a visszaeső külső kereslet csökkenti. A nagyjából változatlan infláció mellett a hazai kamatszint is változatlan marad. Az előrejelzési időszak végén pedig éppen ellentétes folyamatok játszódnak le: az európai termelőkapacítások áttelepülésével a külső konjunktúra felfut, míg a magyar növekedési modell eléri a korlátait, és a

gazdasági teljesítmény lassul. A relatív növekedési teljesítményt tükrözi az árfolyam alakulása is, amely az előrejelzési horizont végén gyengülni kezd.

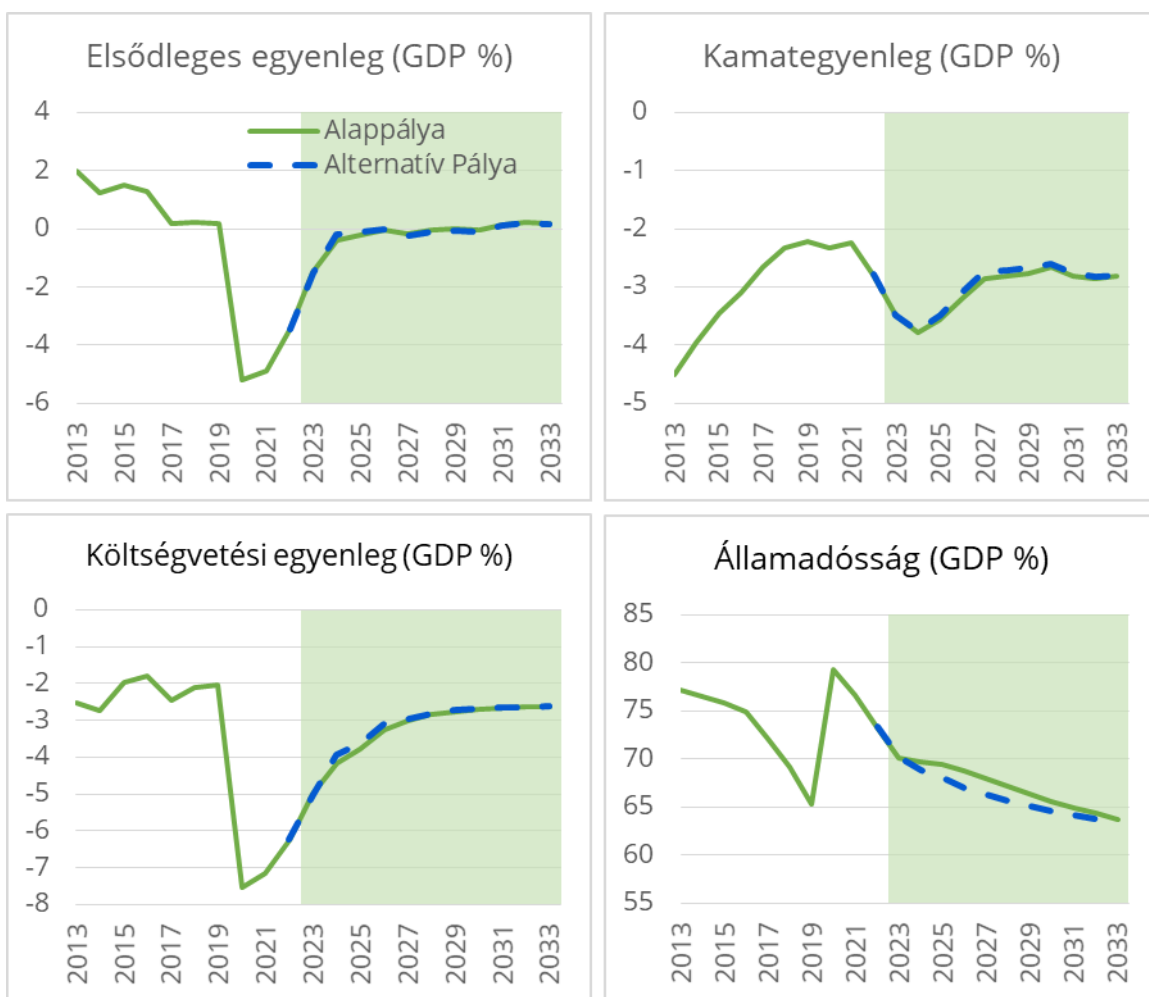
Ábra 42: Deglobalizáció és különutas magyar politika: főbb hazai makrogazdasági változók



Forrás: OGResearch

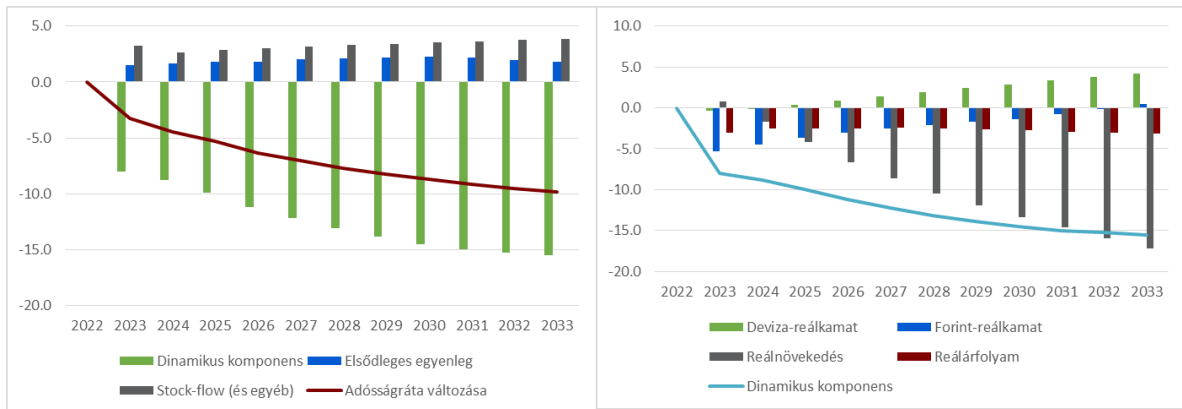
A költségvetési folyamatokban a makropálya tükröződik: a rövid távon erősebb gazdasági teljesítmény némiképp javítja a költségvetési egyenleget, míg a magasabb reálgazdasági teljesítmény és az erősebb árfolyam miatt az államadósság GDP-arányos rátája kezdetben drasztikusan csökken. A rövid és a hosszú táv közötti átváltás a költségvetési folyamatokban is tetten érhető: a kezdeti erőteljes adósságcsökkenés az időszak végén lelassul: hosszú távon az alappálya „kevésbé keleti” működőtőke-beruházásai magasabb növekedési potenciált jelentenek, így az adósságráta csökkenését is jobban segítik.

Ábra 43: Deglobalizáció és különutas magyar politika: költségvetési mutatók



Forrás: OGResearch

Ábra 44: Deglobalizáció és különutas magyar politika: adósság mutatók (2022-től kumulált GDP-arányos változások, százalékpont)



Forrás: OGResearch

6. Következtetések

A magyar GDP-arányos államadósság 2011 után csökkenő pályára állt, és az akkori 81 százalékos csúcsponttól 2019 végére 65 százalék közelébe süllyedt. 2020-ban a világméretű recesszió és a koronavírus-járvány miatt megugró költségvetési hiány hatására az adósságráta ismét a GDP 80 százaléka fölé emelkedett, és alig egy év alatt semlegesítette a korábbi évtized eredményeit. Bár a gazdaság a 2021-ben fokozatosan leküzdötte a járvány okozta nehézségeket, a gazdaság újraindításához szükséges többletkiadások miatt a költségvetési hiány továbbra is magas maradt. 2022-ben pedig újabb nehézségekkel kellett szembesülnünk: az orosz-ukrán háború számos csatornán keresztül szűkítette a fiskális mozgásteret. A visszaeső külső kereslet és a drasztikusan megugró importárak (különösen a gáz- és energiaárak) is erőteljes nyomást helyeznek a forint árfolyamára és az inflációra, amelyre a jegybank a monetáris kondíciók szigorításával reagált. Ráadásul a kormány év eleji (választás előtti) költsége is hozzájárult ahhoz, hogy az év első felében még dinamikusabban bővülő gazdasági teljesítmény ellenére sem csökkent érdemben a költségvetési hiány. A magas deficit ellenére az államadósság rátája azonban az elmúlt két évben érdemben csökkent, elsősorban azért, mert a viszonyítás alapja, a nominális GDP (a felpörgő infláció és a járványt követő visszapattnás okozta dinamikus gazdasági teljesítmény miatt) sokkal magasabb lett.

Előrejelzésünk szerint idén és a következő évtizedben is folytatódik a GDP-arányos államadósság mérséklődése, de a csökkenés üteme a járványt megelőző évtizednél jóval mérsékeltebb, a módja pedig fájdalmasabb lesz. Az idei évben arra számítunk, hogy a nyomott külső környezet, a csökkenő reáljövedelmek és a szigorú monetáris kondíciók nyomán a gazdaság recesszióba kerül, vagyis nem lesz lehetőségünk arra, hogy az adósságunkat egyszerűen a nagyobb gazdasági potenciállal állítsuk szembe („kinőjünk”). Az év eddigi adatai alapján a belső kereslet gyengélkedése a vártnál jóval nagyobb lyukat üt a költségvetésben, így az idei évben a kormány csak a költségvetési kiigazításával biztosíthatja a fiskális folyamatok fenntarthatóságát. A magas inflációs környezetben, tartósan cél fölött ragadó maginflációs adatok mellett ráadásul a jegybank is szigorításra kényszerül. Vagyis a gazdaságpolitika mindkét nagy szereplője erősen prociklikus hatást gyakorol a magyar gazdaságra, és a kanyarban előzés éveitől ezúttal az emelkedőn fékez.

Előrejelzésünk alappályája arra is felhívja a figyelmet, hogy a magyar gazdaság nehézségei messze túlmutatnak a ciklikus recesszió átmeneti hatásain. A következő évtized a magyar gazdaság növekedési kilátásai és a költségvetési politika lehetőségei szempontjából nehezebb lesz, mint a megelőző. A pesszimizmusunk elsősorban abból adódik, hogy – mint arra a tavalyi elemzésünkben részletesen kitértünk – a magyar gazdaság kimerítette a gazdasági növekedés legkönnyebben kiaknázható forrását. A demográfiai folyamatok ismeretében a munkaerő extenzív bővülése már nem nagyon tudja támogatni a kibocsátást, a termelékenység érdemi felpörgetéséhez pedig új növekedési modellre lenne szükség. Ráadásul az emberi erőforrások hatékonyabbá tételéhez

komolyabb költségvetési forrásokra is szükség volna, elsősorban az elmúlt évtized vesztes ágazataihoz sorolható oktatás és az egészségügy területén. A potenciális növekedési kilátások körüli baljós jelek sorát idén az is bővíti, hogy a legfontosabb külkereskedelmi partnerünk is gyengélkedik. Elemzésünk arra is felhívja a figyelmet, hogy a német gazdaság előtti nehézségek nem kizárólag ciklikus jellegűek, jó okunk van azt gondolni, hogy a külpiacaink számottevő, strukturális eredetű, elhúzódó lassulásával is számolnunk kell.

Összességében arra számítunk, hogy a következő tíz évben a magyar gazdaság növekedési potenciálja alacsonyabb, így költségvetési lehetőségei korlátozottabbak lesznek. A tartós költségvetési fegyelem mellett az államadósság GDP-arányos rátája még így is csökken, de jóval mérsékeltebb ütemben: közel tíz évre lesz szükségünk ahhoz, hogy koronavírus járványt megelőző szintre tornázzuk vissza az értékét, amely régiós összehasonlításban továbbra is kiugróan magas marad.

A magas adósságráta erősen behatárolja az ország mozgásterét abban, hogy az esetleges negatív külső sokkokat semlegesíteni tudja. Az ország nyitottsága, valamint a nemzetközi piacokba való beágyazottsága is abba az irányba hat, hogy a magyar gazdaság teljesítménye és az államháztartás helyzete továbbra is igen érzékeny a külső fejleményekre. Elemzésünkben az alappálya mellett három alternatív forgatókönyvet vizsgáltunk. Ezek mind olyan külső feltételezéseket jelenítenek meg, amelyek az alappályánkhöz képest kisebb valószínűségűek, de nem tekinthetők szélsőséges, válságszerű eseményeknek.

Az első forgatókönyvben azt tesszük fel, hogy az EU (különösen a magyar szempontból kiemelten fontos német gazdaság) az ukrajnai háború elhúzódása és/vagy a nyersanyagárak újbóli felívelése miatt tartós recesszió kerül. A visszaeső termelés és a magas importárak miatt romlik a külső egyensúly, ami az euró gyengüléséhez vezet, ez pedig – még a gyenge növekedési teljesítmény mellett is – kikényszeríti a reálkamat emelkedését. Ezt a hagyományosan negatív forgatókönyvet idén annyival egészítettük ki, hogy feltettük: a magországi gyengélkedése tovább feszíti a magyar uniós viszonyt, ami a hazai gazdaság szempontjából az euróval szembeni kockázati prémium emelkedésében jelentkezik. Ez a scenárió tehát mind az EU-ban, mind Magyarországon jelentősen rontja a növekedési és a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatos kilátásokat.

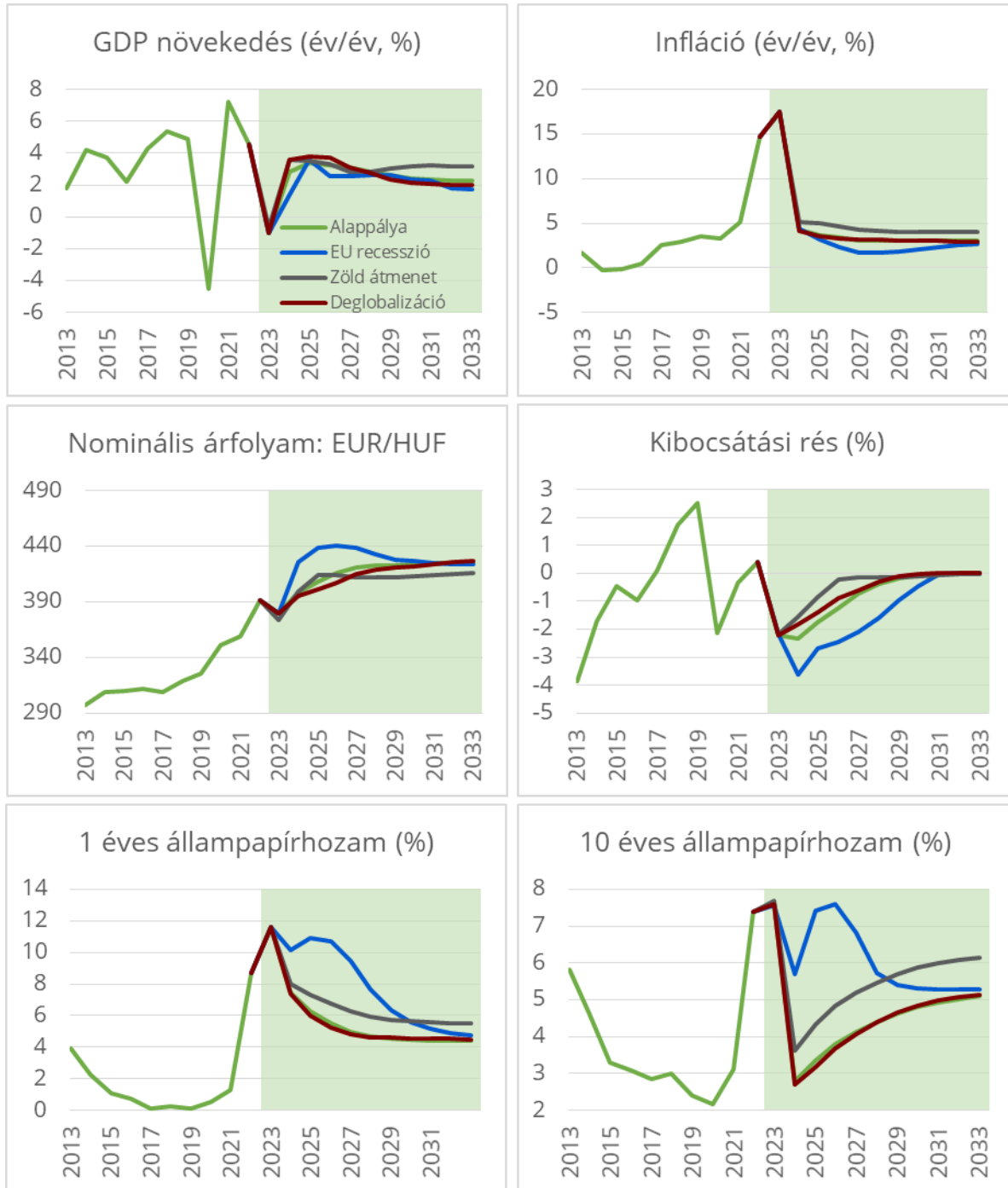
A második forgatókönyvben azzal a feltevéssel élünk, hogy az uniós és a magyar politikusok is felismerik a klímaváltozás okozta alkalmazkodási kényszert, és hatékony választ adnak rá. Ez a scenárió számol tehát egyrészt a klímaváltozás természeti következményeivel (elsősorban a mezőgazdaságban jelentkező negatív kínálati sokkal, így tartósan magasabb élelmiszerárakkal és inflációval), másrészt azokkal a gazdaságpolitikai válaszokkal, amelyekkel az uniós országok és hazánk is reagálnak rá (így a zöld átállást támogató beruházások felfutásával, a költségvetési támogatások átmeneti megugrásával, majd hosszú távon a növekedési potenciál emelkedésével). Ez a forgatókönyv a rövid és a hosszú táv közötti átváltást szemlélteti: egy komolyan vett és

következéskesen végigvitt energia-átmenet rövid távon megterheli ugyan a költségvetést, de hosszabb távon javítja a fiskális fenntarthatóságot is.

A harmadik forgatókönyvben azzal számolunk, hogy a következő évtizedeket a nemzetközi konfliktusok és az ezekre adott gazdaságpolitikai válaszok uralják. Ebben a forgatókönyvben a globalizáció megfordul, vagyis a kormányok és a vállalatok – akár rövid távú veszteségek árán is – termelő kapacitásokat telepítenek vissza a működőtőke hagyományos forrásországába. Ez a deglobalizációs folyamat felerősítheti a magyar kormány különutas politikáját, erősebbé válhatnak a keleti kapcsolatok, és Magyarország távolabbra kerülhet a nyugati szövetségi rendszertől. Ebben az esetben az átváltás éppen fordított, mint az előző forgatókönyvben: rövid távon a működőtőke új, keleti beruházói által felfuttatott kapacitások magasabb növekedési teljesítményt jelentenek, és javítják a fiskális kilátásokat. Hosszabb távon azonban a hagyományos partnerektől és iparágaktól eltérő termelési potenciál növekedési hozzájárulása alacsonyabb lehet, így a növekedés fenntarthatóságát és az adósság dinamikáját is kedvezőtlenül érintheti.

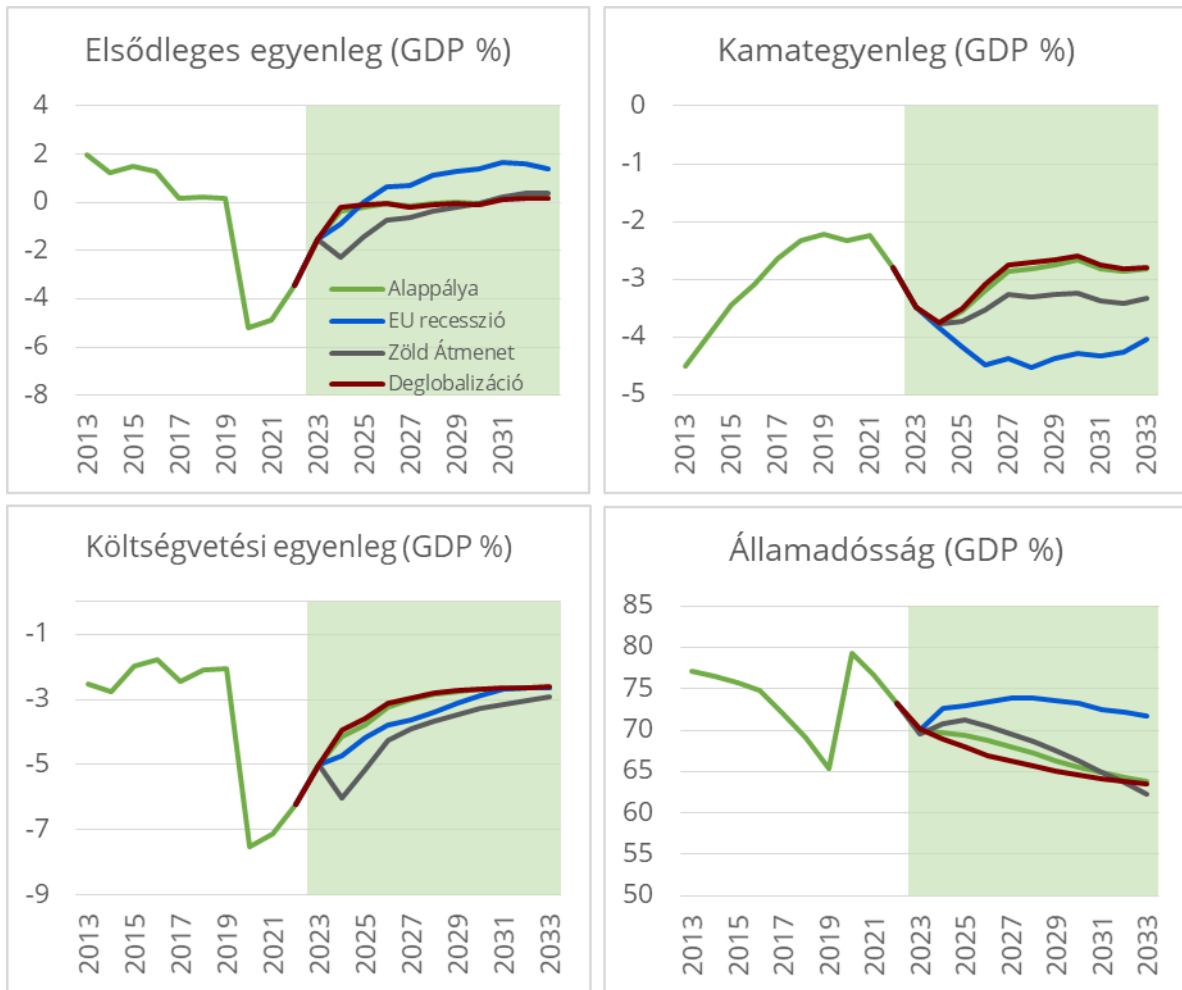
Az alappályát és az alternatív forgatókönyvek makrogazdasági és költségvetési következményeit a következő ábrák foglalják össze.

Ábra 45: Az alternatív pályák összehasonlítása: hazai makrováltozók



Forrás: OGRsearch

Ábra 46: Az alternatív pályák összehasonlítása: költségvetési mutatók



Forrás: OGResearch

7. Felhasznált irodalom

European Commission (2023): European Economic Forecast. Spring 2023

https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/spring-2023-economic-forecast-improved-outlook-amid-persistent-challenges_en

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

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

Költségvetési Tanács (2023): A Költtségvetési Tanács Határozata Magyarország 2024, évi központi költségvetési törvényjavaslatának zárószavazásához történő hozzájárulásáról

<https://www.parlament.hu/documents/126660/64323598/5-2023.07.06.+A+KT+V%C3%A9lem%C3%A9nye+Magyarorsz%C3%A1g+2024.+%C3%A9vi+k%C3%B6zponti+k%C3%B6lts%C3%A9gv%C3%A9t%C3%A9s%C3%A9r%C5%91l+sz%C3%B3l%C3%B3t%C3%B6rv%C3%A9nyjavaslat+z%C3%A1r%C3%B3szavaz%C3%A1s%C3%A1hoz.pdf/ab9ab360-0bc2-fd6c-c49e-7284710eb12f?t=1688637817379>

Magyar Nemzeti Bank (2023): Inflációs jelentés, 2023 június

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2023-06-22-inflacios-jelentes-2023-junius>

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

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/hitelezesi-folyamatok/hitelezesi-folyamatok-2023-szeptember>

OECD (2023): OECD Economic Outlook Note, June 2023

<https://issuu.com/oecd.publishing/docs/hungary-oecd-economic-outlook-june-2023?fr=sNWY5OTUwNTY2MTA>

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

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

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

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

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

8. Függelék

8.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

		2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Nominális Kamatláb									<i>Előrejelzés</i>					
Hazai állampapírhozam: 1 éves	%	1.3	8.7	11.6	7.5	6.3	5.5	5.0	4.7	4.5	4.5	4.4	4.4	4.4
Külső kamatláb	%	-0.5	1.1	4.1	4.0	3.5	3.3	3.2	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Árfolyam														
Nominális árfolyam	EUR/HUF	358.5	391.1	380.0	398.0	408.3	415.9	421.0	423.3	423.2	423.8	424.4	425.1	425.8
Reálárfolyam trend	%	2.0	0.8	0.3	0.0	-0.2	-0.4	-0.5	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
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	4.0	5.0
Fogyasztói árindex	év/év, %	5.1	14.7	17.5	4.3	3.7	3.4	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
GDP deflátor	év/év, %	6.2	14.2	13.1	4.2	3.6	3.3	3.0	3.0	2.9	2.9	2.9	2.9	2.9
GDP														
Reál GDP	év/év, %	7.2	4.6	-1.0	2.8	3.4	3.2	3.1	2.8	2.6	2.4	2.3	2.3	2.2
Nominális GDP	év/év, %	14.1	20.6	12.9	7.2	7.2	6.7	6.3	5.9	5.7	5.5	5.4	5.3	5.3
Kibocsátási rés	%	-0.3	0.4	-2.2	-2.3	-1.8	-1.2	-0.7	-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
Fiskális változók														
Költségvetési egyenleg	GDP %	-7.1	-6.2	-5.0	-4.2	-3.8	-3.2	-3.0	-2.8	-2.8	-2.7	-2.7	-2.6	-2.6
Elsődleges egyenleg	GDP %	-4.9	-3.5	-1.5	-0.4	-0.2	-0.1	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
Nettó kamategyenleg	GDP %	-2.3	-2.8	-3.5	-3.8	-3.6	-3.2	-2.9	-2.8	-2.8	-2.7	-2.8	-2.9	-2.8
Államadósság	GDP %	76.6	73.3	70.1	69.7	69.4	68.7	68.0	67.2	66.3	65.6	64.9	64.3	63.7

Forrás: OGResearch

8.2 A modell bemutatása

Az előrejelzéshez modell alapú elemzést vettünk igénybe, melynek előnye, hogy a főbb makroökonomiai változók egyidejű és dinamikus kapcsolatának megteremtésével biztosítja a gazdasági folyamatok belső konzisztenciáját. A gazdaság működését leíró összefüggések explicitek, ezért könnyen beazonosíthatók a magyarázó tényezők és a hatásuk is mérhető. A makroökonomiai kivétel 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 hosszátávú 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).

A fiskális blokk kapcsolatrendszere a makrováltozókkal

