

Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés 2021-2023

Elemzés a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2021 Április 26.



Antal Judit – Augusztin Anna – Szilágyi Katalin

Vezetői összefoglaló

Elemzésünkben a magyar gazdaság makrogazdasági és költségvetési folyamatait elemezzük a 2021-2023 közötti időszakra.

Ahogy a világ szinte minden országában, úgy Magyarországon is a koronavírus-járvány a jelen és a közeljövő legfontosabb meghatározója. A 2019-ben Kínából indult járvány több hullámban is végigsöpört az egész világon, és alapjában rengette meg az egészségügyet, a biztonságérzetünket és a társadalmi együttélés szabályait. Bár az egyes országok kitettségében és a járvány időbeli lefutásában jelentős különbségek voltak, a járványra adott politikai válaszok szinte mindenhol ugyanazt a sémát követték. A világszerte általánossá váló lezárások miatt az egészségügyi vészhelyzet komoly gazdasági visszaeséssel párosult: munkaerő egy része tartósan kiesett a termelésből, a globális ellátási láncok átmenetileg megszakadtak, a túlélő vállalatok pedig igen költséges alkalmazkodásra kényszerültek. Bizonyos szektorok (különösen az emberek szabad mozgását feltételező turizmus és vendéglátás) teljesen ellehetetlenültek. A kínálati kapacitások leépülése mellett világszerte csökkent a háztartások jövedelme, megnőtt a bizonytalanság, fokozódott az óvatosság, vagyis a kínálati problémákat az elégtelen kereslet is fokozta. A kormányok mindenhol a fiskális és monetáris politika lazításával válaszoltak, és soha nem látott mértékű globális élénkítéssel próbálják tompítani a válság hatását.

A globális válság alapján határozta meg a magyar gazdaság lehetőségeit. A válsághoz való alkalmazkodás szempontjából voltak (és vannak) kifejezetten szerencsés és kevésbé szerencsés adottságaink. Szerencse, hogy a járvány első hulláma csak mérsékelten érintett minket, és több időnk volt felkészülni és alkalmazkodni, mint azoknak a déli és nyugati országoknak, amelyek már az első hullámot is alaposan megérezték. Másrészt: a magyar gazdaság iparági szerkezete is kedvezőnek bizonyult, a feldolgozóipar (különösen a járműipar) a globális ellátási láncok második negyedévi összeomlását követően gyorsan visszapattant, így a külső kereslet az év második felében már kifejezetten támogatta a hazai exportot. A gazdasági aktivitást visszafogó szerencsétlen körülmények közé tartozik, hogy a lakosság egészségügyi állapota lényegesen rosszabb, az egészségügy szakember-ellátottsága gyengébb, a kormányzati programok pedig uniós viszonylatban jóval visszafogottabbak voltak, legalábbis kevésbé jelentettek azonnali támaszt a kieső hazai keresletnek, és kevésbé célozták azokat a rétegeket, akik magas fogyasztási rátájukkal stabilizálni tudták volna a belső keresletet.

A magyar gazdaság 2020-ban 5 százalékkal esett vissza, vagyis az elmúlt évi teljesítménye a szerencsés és szerencsétlen tényezők eredőjeként az uniós országok középmezőnyében határozza meg a helyzetünket. A járvány megakasztotta az elmúlt évek masszív beruházás- és fogyasztásbővülését, még úgy is, hogy a kormányzati fogyasztás és az állami beruházások felfelé húzták a gazdasági teljesítményt. A nettó export a második negyedévi zuhanást követően korrigált, és az év második felében már pozitívan járult hozzá a GDP-hez. A munkapiaci folyamatok tükrözték a gazdasági aktivitás alakulását: a munkanélküliség átmenetileg megugrott, az aktivitási és a foglalkoztatási ráta pedig csökkent. A munkapiaci változók alakulása is igazodott a járvány egymást követő hullámaihoz: a második negyedévi drámai romlást az év második felében lassú javulás követte.

A költségvetési hiány 2020-ban a GDP 8,1 százalékára emelkedett, vagyis 6 százalékponttal romlott az egy évvel korábbihoz képest. A romló fiskális egyenleg nagyjából fele a gazdaság ciklikus visszaeséséhez, vagyis az automatikus stabilizátorokhoz (a visszaeséskor automatikusan emelkedő transzferekhez és automatikusan csökkenő adóbevételekhez) köthető. A romlás másik fele a ciklikusan igazított elsődleges egyenleg csökkenésében jelentkezett, vagyis a kormányzat autonóm döntéseit tükrözi. A ciklikusan igazított egyenleget rontó tételek közé tartoznak a járvánnyal összefüggő közvetlen kiadások (a Járványelleni Védekezési Alap tételei), a kormányzat mindazon lépései, amelyek a járvány közvetett hatásainak semlegesítésére, vagyis a gazdasági visszaesés tompítására irányultak (főleg a Gazdaságvédelmi Alapba sorolt tételek), és végül azok a diszkrecionális kiadások is, amelyek egészen más megfontolásokat tükröztek.

A járvány által kiváltott gazdasági visszaesés és a költségvetési hiány megugrása következtében megtört az adósságráta elmúlt években tapasztalt csökkenése. Az adósságráta 2020-ban a GDP közel 15 százalékával, a GDP 80 százaléka fölé emelkedett. A kiugró mértékű adósságnövekedésben a ciklikus tényezők, valamint a laza fiskális politika mellett fontos szerepet játszott, hogy a kormányzat jelentős mértékben, a GDP 4,6 százalékával növelte finanszírozási tartalékait. A likviditási pufferek növelése hatékonyan mérsékli a válsággal összefüggésben megnövekedett finanszírozási kockázatokat.

Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy az átoltottság előre haladásával 2021 közepén az Európai Unió legtöbb országában feloldják a korlátozásokat, és az élet fokozatosan visszatér a megszokott kerékvágásba. A kilábalás megítélésünk szerint fokozatosan történik meg, mivel a jövedelem csökkenése és a bizonytalanság növekedése következtében a kereslet hosszabb távon visszafogottan alakulhat. A tartósan nyomott külső kereslet mellett nem számítunk érdemi inflációs nyomásra az eurózónában, így mind a világgpiaci árak, mind a külső kamatok

alacsonyok maradnak. Az eurózóna kilábalását emellett lassíthatják az évek óta jelenlévő strukturális problémák.

Az átoltsottság hazai alakulása és a külső keresleti feltevések alapján az idei harmadik negyedévtől a magyar gazdasági teljesítmény fokozatos élénkülésére számítunk. A GDP bővülése idén 3,9 százalék körül alakul, 2022-ben pedig tovább nő, és megközelíti az 5 százalékot. Így a jövő év folyamán a kibocsátás visszaér a járvány előtti szintre. Az előrejelzési horizont (2021-2023) átlagában 4 százalék körüli gazdasági növekedésre számítunk, ami azt is jelenti, hogy közel 1 százalékpontos növekedési többlet mellett folytatódik a magyar gazdaság közeledése az eurózónához. A dinamikus bővülés mellett a kihasználatlan kapacitások egyre mérséklődnek, és 2023-ra a gazdaság visszatér a potenciális kibocsátás közelébe. A gazdaság hosszú távú (az előrejelzési horizonton túlmutató) növekedési ütemével kapcsolatban továbbra is csak mérsékelten vagyunk optimisták: a magyar gazdaság hosszú távú bővülési potenciálját 2,5 százalékra tesszük.

Az előrejelzésünkben azt is feltesszük, hogy a fiskális és monetáris politika rövid távon továbbra is laza marad (a fiskális politika irányultságának korrekciójára 2022-től számítunk), és támogatja a válságból való kilábalást. Érdemi élénkítő hatást várunk továbbá az Európai Unióból érkező forrásoktól. Az előrejelzési horizonton a kohéziós és az agrárpolitikai keretek mellett Magyarország számára is megnyílik a válságkezelést célzó Next Generation EU gerincét alkotó Helyreállítási és Alkalmazkodási Eszköz (RRF). A gyors pénzesőnek azonban gátat szab, hogy a tagállamoknak előbb a Bizottság országspecifikus ajánlásainak megfelelő tervet kell benyújtaniuk a források felhasználásáról, amelyet a Bizottság előbb értékel és jóváhagy. Magyarország esetében az is előfordulhat, hogy ez az értékelési folyamat érdemben elhúzódik, így a források beérkezésére inkább a jövő évtől számítunk.

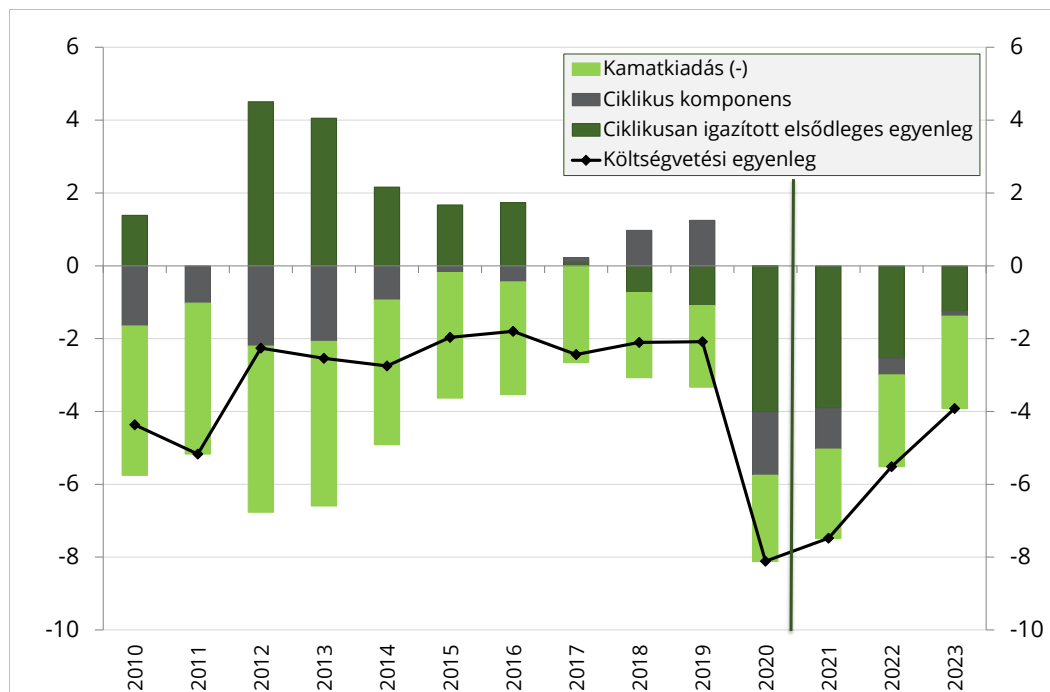
Az idei évben egyszeri sokkok (az üzemanyagárak globális emelkedése és a dohánytermékek jövedéki adójának emelése) átmenetileg a jegybank célsáv felső határa fölé emelik a fogyasztói árindexet. A negatív kibocsátási rés és a válság hatására ismét lazává váló munkapiaci feltételek gátat szabnak azonban a költségsokkok tovagűűzésének, az ún. másodkörös hatásoknak. Előrejelzésünk szerint az inflációs várakozások továbbra is összhangban maradnak a jegybanki céllal. Így az átmeneti sokkok kifutásával 2022-től az infláció a 3 százalékos cél közelében horgonyozhat le. Ez lehetővé teszi, hogy a jegybank tartósan laza monetáris kondíciókat tartson fent: előrejelzésünkben a nominális kamatok elnyűűt emelkedésére számítunk.

A kormány 2021 áprilisában benyűűtött költségvetési törvénymódosító indítványában a 2021-es eredményszemléletű hiánycél a GDP 7,5 százalékában határozta meg. A hiánycél

növekedése túlnyomó részt a korábban tervezettnél lényegesen lazább költségvetési politika eredménye, míg kisebb részben a vártnál jobban elhúzódó járványhelyzethez köthető.

Megítélésünk szerint a benyújtott költségvetési törvénymódosító javaslat a tavalyihoz hasonló mértékben laza fiskális politikát jelent 2021-ben. A *ciklikus hatástól tisztított költségvetési egyenleg* így közel változatlan maradhat. A gazdaság fokozatos kilábalása ugyanakkor javítja a költségvetés egyenlegét. A gazdaság ciklikus helyzetével összefüggő kiadások és bevételek egyenlege, azaz a *költségvetés ciklikus komponense* becslésünk szerint a GDP mintegy 0,6 százalékkal javítja a költségvetés egyenlegét 2021-ben. Az emelkedő hozamkörnyezet a kamatkidadások GDP-arányában történő enyhe növekedését vetíti előre.

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



Forrás: KSH, OGRResearch

2022-ben folytatódhat a gazdasági kilábalás. A negatív kibocsátási rés tovább záródik, így a ciklikus komponens változása már mintegy 0,7 százalékponttal csökkenti a költségvetési hiányt. Emellett azt feltételezzük, hogy a kormány 2022-ben megkezdi a fokozatos költségvetési szigorítást, így nem vezet be további érdemi hiányhatással bíró intézkedéseket, miközben a válsággal közvetlen összefüggésben meghozott átmeneti intézkedések nem terhelik tovább a költségvetést. A ciklikusan igazított elsődleges egyenleg így várakozásaink szerint enyhén mérséklődhet. Az adósság fokozatos átárazódásával az államadósság implicit kamatköltsége azonban enyhén tovább emelkedik, így a GDP-arányos kamatkidadások

kismértékben növekedhetnek. A fenti tényezők eredőjeként a hiány a GDP 5,5 százaléka körül alakulhat.

2023-ban konzervatív költségvetési politikával számolunk, így azt feltételezzük, hogy a 2020-2021 időszakban bevezetett hiánynövelő intézkedések kiesésén túl a kormány további lépéseket tesz annak érdekében, hogy a költségvetési folyamatok fenntarthatóságát javítsa és az adósságráta csökkentését felgyorsítsa. Arra számítunk, hogy költségvetési intézkedések (illetve a korábbi intézkedések kifutása) mintegy 1,3 százalékponttal csökkentik majd a hiányt. A gazdaság ciklikus helyzetének javulása mintegy 0,3 százalékponttal javíthatja a költségvetési egyenleget, miközben a GDP-arányos kamatkidadások becslésünk szerint már nem emelkednek tovább. Így az eredményszemléletű hiány 2023-ban a GDP 3,9 százaléka körül alakulhat.

Az előrejelzési horizonton az államadósság ráta lassú csökkenésére számítunk: a mutató a 2020 végén mért 80,4 százalékról mintegy 3,5 százalékponttal csökkenhet 2023-ra. Az adósságráta várt mérséklődése meghatározó részben a reálgazdasági növekedéshez és az államháztartás pénzügyi tartalékainak várt csökkentéséhez köthető, miközben a költségvetés tartósan magas hiánya jelentős mértékben ellensúlyozza az előbbi tényezők kedvező hatását.

A GDP-arányos adósságráta 2023-ra a GDP 77 százalék alá csökkenhet. A költségvetés elsődleges egyenlege ugyan fokozatosan javul, de így is a teljes horizonton negatív marad. Az elsődleges egyenleg 2021-2023 időszakra kumulált adósságráta-növelő hatása így a GDP 9,5 százaléka körül alakulhat. Ezt ellensúlyozza, hogy a lendületes gazdasági növekedés, a várt enyhe reálfelértékelődés és az államadósság alacsony finanszírozási költségének hatására a dinamikus komponens az adósságráta csökkenése irányába hat.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló.....	2
1 Bevezető.....	8
2 Meghatározó hazai trendek.....	9
2.1 Makrogazdasági helyzetkép.....	9
2.1.1 Reálgazdaság.....	9
2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság.....	11
2.1.3 Infláció és monetáris politika.....	14
2.1.4 Hitelezés.....	17
2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete.....	18
2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság.....	19
2.2.1 Költségvetési hiány.....	19
2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői.....	22
3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk.....	24
3.1 Meghatározó nemzetközi trendek.....	24
3.2 Külső feltevések.....	29
3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok.....	30
3.4 Költségvetési folyamatok.....	35
3.5 Államadósság.....	38
4 Felhasznált irodalom.....	42
5 Függelék.....	44
5.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói.....	44
5.2 A modell bemutatása.....	44

1 Bevezető

Elemzésünk célja a költségvetési hiány és az államadósság rövidtávú, a 2021-2023 közötti időszakra vonatkozó előrejelzése. Az előrejelzés elkészítésekor figyelembe vettük a 2021 április 16-áig bejelentett költségvetési intézkedéseket.

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

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

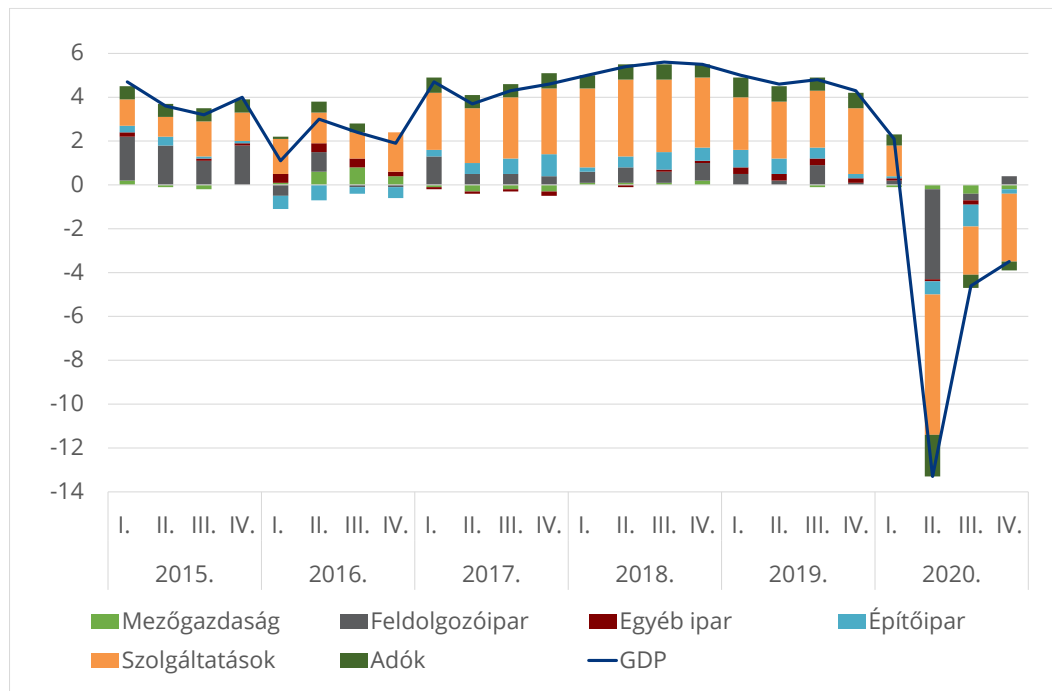
2 Meghatározó hazai trendek

2.1 Makrogazdasági helyzetkép

2.1.1 Reálgazdaság

A koronavírus-járvány okozta válság megszakította a magyar gazdaság évek óta tartó gyors bővülését, a kibocsátás 5 százalékkal esett vissza 2020-ban. A recesszió mértéke enyhébb volt a várakozásoknál, ami a negyedik negyedév meglepően jó teljesítményének köszönhető. A magyar gazdaság tavalyi eredménye mind régiós, mind uniós viszonylatban enyhén átlag feletti.

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

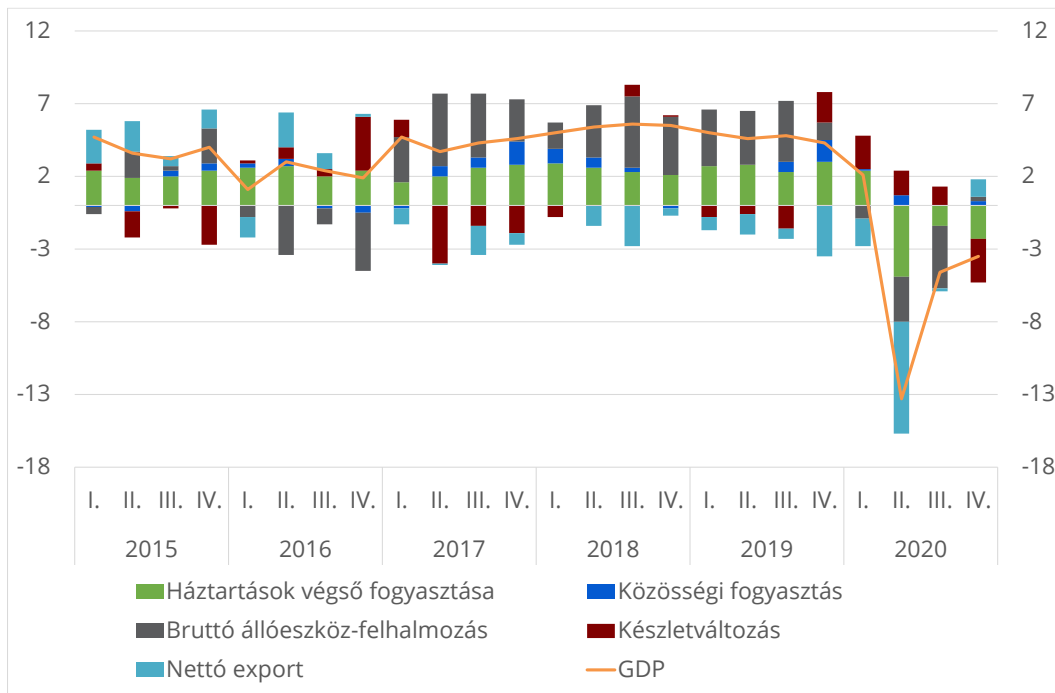


Forrás: KSH, OGR számítás

A termelési oldali GDP bontásból jól látszik, hogy a második negyedévben a koronavírus-járvány minden szektorban visszaesést okozott. A szektorok közül a globális sokkoknak és helyi lezárásoknak leginkább kitett ipari és szolgáltató szektorban volt a legnagyobb a csökkenés. A teljes visszaesés 2020 második negyedévében az előző év azonos időszakához képest 13,3 százalékos volt, mely régiós és EU-s szinten is jelentősnek bizonyult. A második félévben azonban a korlátozások feloldása és a globális termelési láncok helyreállása egyaránt segítette az ipari termelés gyors újraindulását, főleg a feldolgozó, azon belül is a járműiparban. A

globális kereslet hajtotta felépülés a negyedik negyedévben annak ellenére folytatódott, hogy a második hullám miatt újabb korlátozásokat kellett bevezetni. A korlátozások a feldolgozóipart ugyan nem, de a szolgáltató szektort jelentősen sújtották, mely így a teljes évben 2,7 százalékponttal járult hozzá a gazdasági teljesítmény visszaeséséhez. Összességében az ipar 1 százalékponttal, az építőipar 0,5 százalékponttal, a mezőgazdaság pedig 0,2 százalékponttal járult hozzá a 2020. évi GDP csökkenéséhez.

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



Forrás: KSH, OGR számítás

A felhasználási oldalt vizsgálva azt látjuk, hogy a globális járvány okozta válság megállította a korábbi évek beruházás- és fogyasztásbővülését, illetve 2020 második negyedévében jelentős visszaesést okozott a nettó exportban (3. ábra). A korlátozó intézkedések, a jövedelem-kiesés, a romló várakozások és a növekvő bizonytalanság következtében lakossági kereslet 7,9 százalékkal esett vissza 2020 második negyedévében az előző év azonos időszakához képest. A magánfogyasztás visszaesése a második félévben – részben a fiskális és a monetáris támogatásoknak (hitelmoratórium, bértámogatás) köszönhetően – enyhült ugyan, és a közösségi fogyasztás minden negyedévben pozitívan támogatta a gazdaságot, de az egész évet nézve a teljes fogyasztás így is 1,3 százalékponttal járult hozzá a GDP csökkenéséhez.

A beruházások a 2019-ben mért 11,2 százalékos reálnövekedés után 2020-ban 7,3 százalékos visszaesést mutattak. Ez a visszaesés ugyan jelentős (2 százalékponttal járult hozzá a GDP visszaeséséhez), de az évközi várakozásoknál jobb teljesítményt jelent. A vártnál jobb

eredmény annak köszönhető, hogy a második és a harmadik negyedéves csökkenés után a negyedik negyedévben a beruházások emelkedtek, főleg az állami és lakossági beruházások bővülése miatt. A háztartások beruházásának növekedését a negyedik negyedéves megugró lakásátadással lehet magyarázni. Az állami beruházások pedig közel 10 százalékkal haladták meg a 2019 negyedik negyedévi szintet, ami a magyar kormány intenzív év végi költsékesítésével függ össze. A vállalati szektor beruházása azonban a járvány kitörése óta visszafogott, és a második negyedéves visszaesés után a jelentős állami ösztönzők ellenére is csak kismértékben tudott javulni.

Az első hullám alatt megszakadt globális ellátási láncok következtében az exportra termelő vállalatok működése és a nagyrészt a turizmusra építő szolgáltatásexportunk is leállt. Az árukereskedelem gyorsan helyreállt, a harmadik negyedévben szinte minden termékcsoport teljesítménye javult, a negyedik negyedévben pedig különösen a gépjárműexport folytatta növekedését. A szolgáltatásexport azonban az év további részében is igen mérsékelt maradt, és az éve egészében 14,5 százalékos csökkenést mutatott. Eközben az importra is negatívan hatott a világjárvány, ami az exportnál lassabb ütemben bővült a második negyedév óta. Összességében elmondható, hogy a külső egyensúly a teljes évet tekintve javult, a nettó export azonban így is 2,1 százalékkal járult hozzá a GDP visszaeséséhez.

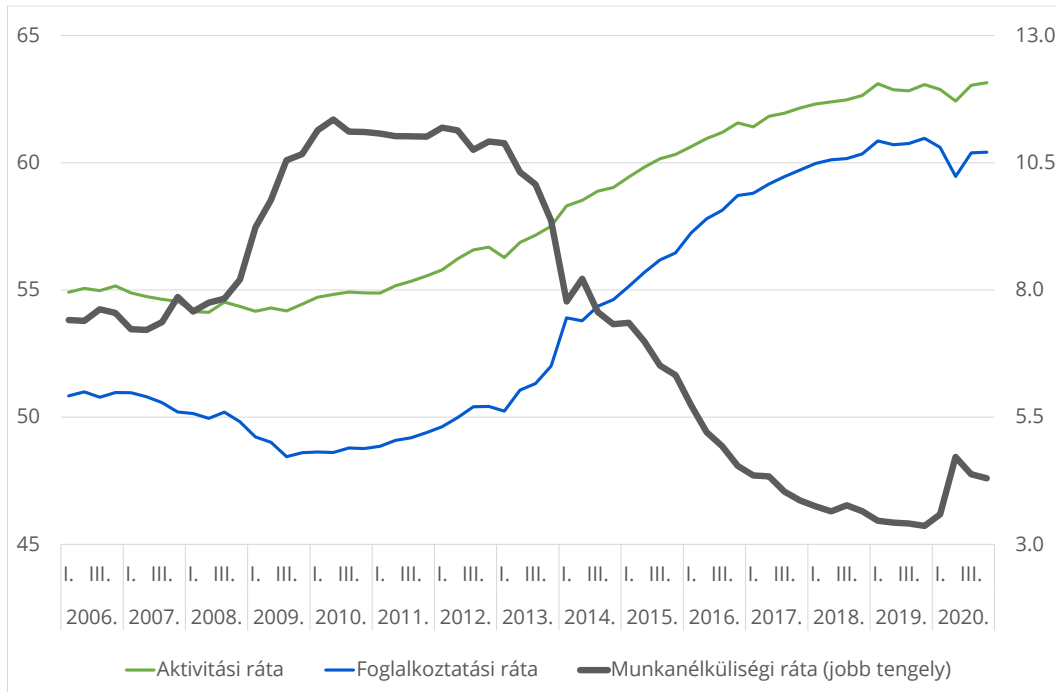
A magas frekvenciájú adatok szerint a negyedik negyedévben tapasztalt gyors gazdasági bővülés mérséklődött az idei év elején. A 2021 első negyedévében érvényben lévő korlátozások miatt a szolgáltató szektor teljesítménye visszafogott maradt, míg a globális kínálati problémák miatt (chip és félvezető hiány) az ipari növekedés is megtorpant.

2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság

A koronavírus-járvány következtében romlottak a munkaerőpiaci mutatók (4. ábra). Ugyan a második negyedéves sok óta némiképp javult a helyzet, de az utóbbi hónapok adatai alapján javulás még törékeny, a munkaerőpiaci helyzet kedvezőtlenebb, mint a koronavírus-járvány előtt volt. A munkanélküliségi ráta a járvány előtti, történelmi mélypontot jelentő szintjéről a második negyedévben 4,7 százalékra növekedett, majd az év végére 4,3 százalékra mérséklődött (ami csupán 0,7 százalékponttal magasabb a vírus előtti szintnél). Az első hullám alatt az aktivitási ráta csökkent, hiszen sokan átmenetileg felhagytak a munkakereséssel, azonban ez a folyamat is megállt a második félévben. Az aktivitási ráta mellett a foglalkoztatási ráta is csaknem a koronavírus-járvány előtti szintjére tért vissza az év végére. A közfoglalkoztatottak száma a válság ellenére idén is csökkent, a tavalyi évhez képest 12,3

százalékkal. A közfoglalkoztatottakkal korrigált munkanélküliségi ráta a negyedik negyedévben 6,2 százalékot tett ki.

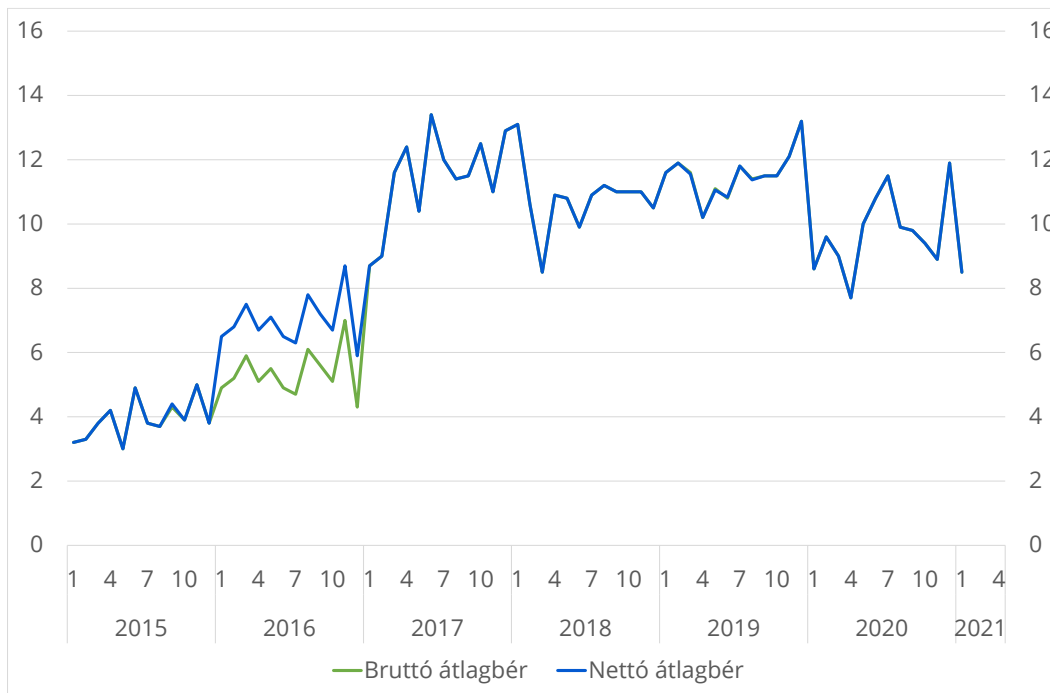
4. ábra: Munkaerő piaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, százalék)



Forrás: KSH

Az adatokból a tavalyi év végéig ugyan csak enyhe romlás látszik, de okkal gondolhatjuk, hogy a tényleges helyzet ennél kedvezőtlenebb, vagyis a mért adatok pozitív irányba torzítanak. A torzítás egyik oka, hogy az első és második korlátozás következtében sokan lehetnek olyanok, akik ugyan nem vették el a munkájukat, de csökkentett munkaórában vagy valójában egyáltalán nem dolgoztak. A munkaerőpiaci felmérés szerint a megkérdezettek 30 százaléka a szokásosnál kevesebbet dolgozott április-júniusban, és a részmunkaidősök aránya a teljes foglalkoztatottak körében 1 százalékponttal növekedett. A másik ok, hogy harmadik és a negyedik negyedévben a foglalkoztatottság javulásnak indult ugyan, azonban a novembertől kezdődő és mai napig tartó lezárások a munkanélküliség újbóli megugrásához vezettek. A szezonálisan nem igazított januári munkanélküliségi ráta elérte a tavaly júniusi szintet, és a foglalkoztatási mutató is jelentősen romlott: a nem kiigazított adatok szerint a mutató január-februárban az első hullám foglalkoztatottsági értékére esett vissza.

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



Forrás: KSH

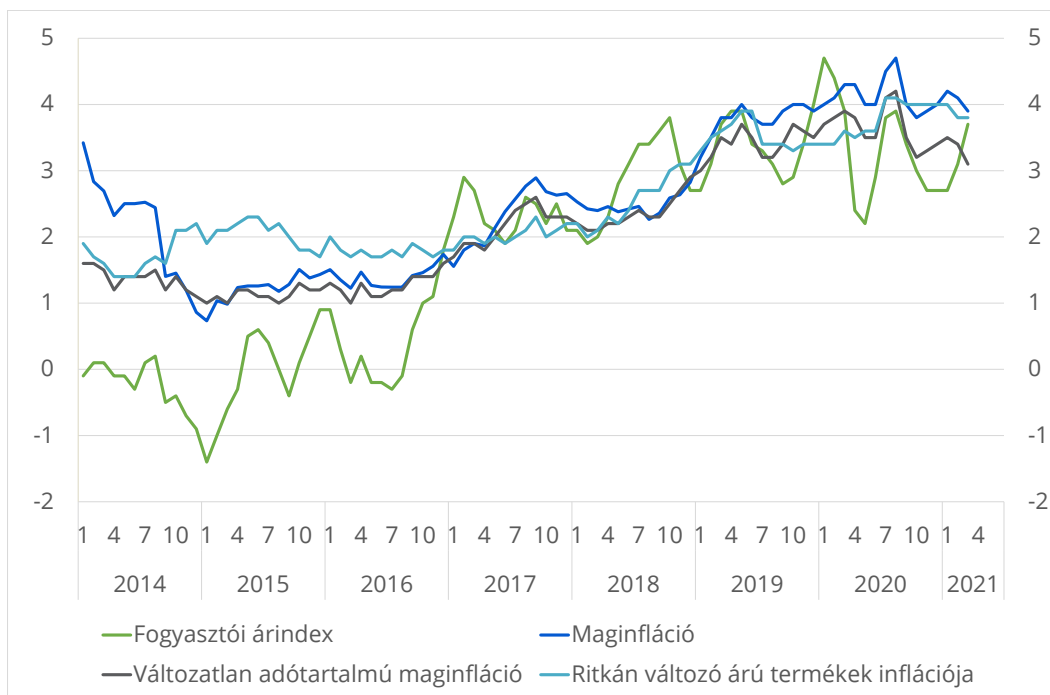
A gazdasági visszaesés ellenére a bérnövekedés éves átlagban 9,8 százalék körül alakult 2020-ban (5. ábra), ami reálértelemben 6,2 százalékos növekedést jelentett. Ez a növekedés ugyan elmarad a korábbi évek 10 százalék feletti béremelkedésétől, azonban meglepően jó teljesítménynek számít az 5 százalékos gazdasági visszaesés és a munkanélküliség növekedése mellett. A pozitív kép részben a kormány gazdaságtámogató intézkedéseinek köszönhető, részben pedig annak, hogy a nominálisan rögzített bérszerződések miatt a gazdasági visszaesés hatása a versenyszférában csak késleltetve, idén jelenik majd meg. Emellett a 2020-as eredményt torzíthatták a statisztikai számbavétellel összefüggő tényezők is. Ilyen faktor, hogy az adatok a teljes munkaidőben foglalkoztatottakra vonatkoznak, pedig a vírus hatására a részmunkaidősök száma ideiglenesen növekedett. Befolyásoló tényező lehet még az összetétel-hatás okozta torzítás is: a kevésbé kulcsfontosságú, gyorsabban helyettesíthető, alacsony képzettségű munkaerőt nagyobb arányban bocsátották el, így a foglalkoztatottak összetételének változása is felfelé torzítja az átlagbér növekedését. A torzítások figyelembe vételével a valós, éves szintű bérnövekedés alacsonyabb lehet a közölt adatoknál. Az MNB becslése szerint a háztartások reáljövedelme valójában enyhén, 0,7 százalékkal csökkent. A foglalkoztatási és bérezési adatok tükrében elmondható, hogy a korábban feszes munkaerőpiaci kondíciók érdemben lazultak 2020-ban.

2.1.3 Infláció és monetáris politika

2020-ban az éves infláció 3,3 százalékot tett ki, ami szinte pontosan megegyezik az egy évvel korábbi szinttel. Az idei év első hónapjaiban némiképp gyorsult az árdinamika, márciusban a fogyasztói árak 3,7 százalékkal voltak magasabbak a 2020 márciusában mértnél. Az infláció tehát az év eleji megugrás után is a jegybank 2-4 százalék közötti célsávjában maradt.

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 az elmúlt két évben a fogyasztói árindexnél rendre magasabb árdinamikát jeleztek: 2020-ban a maginfláció csaknem egy százalékponttal, a ritkán változó termékek inflációja is bő fél százalékponttal volt magasabb.

6. ábra: Éves inflációs mutatók (százalék)



Memo: Szezonálisan igazított adatokból számolva.

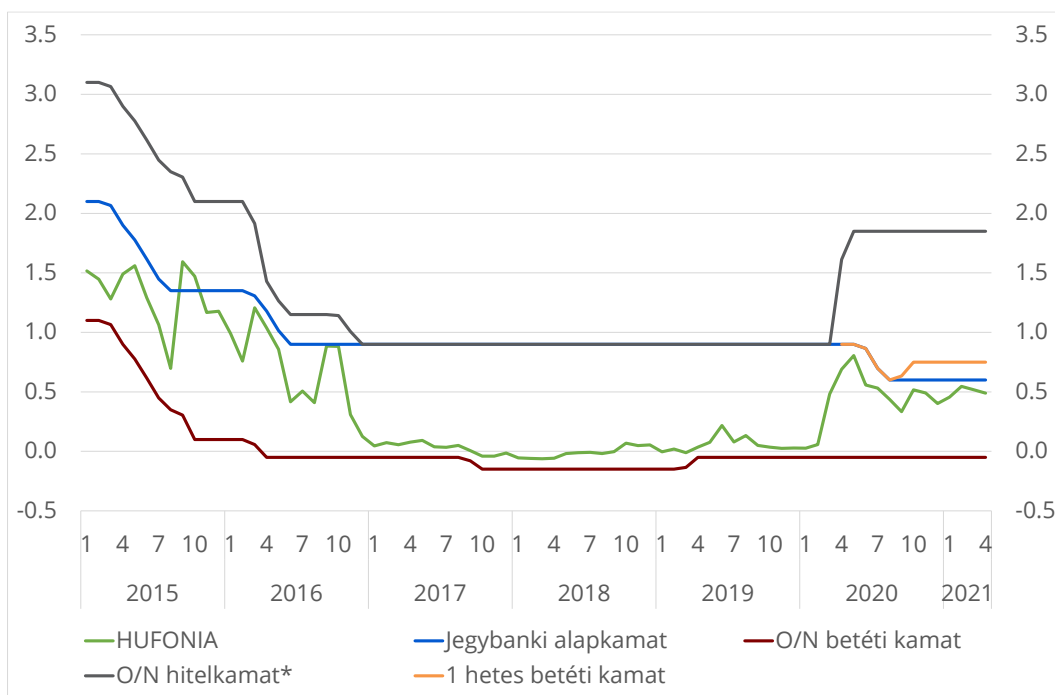
Forrás: KSH, MNB

Az idei év elején azonban az MNB által kiemelt figyelemmel kezelt adószűrt maginfláció érdemben csökkent, és a fogyasztói árindex értéke alá esett. Ez arra utal, hogy a mért inflációs megugrás mögött inkább rövid távú, költségoldali folyamatok (például az energiaárak világszintű emelkedése), illetve hatósági döntések (különösen a dohánytermékek jövedéki adójának újabb emelése) állnak. Vagyis az inflációs alapfolyamatok összhangban vannak a

lazább munkapiaccal, az alacsonyabb fogyasztói kereslettel, és nem utalnak arra, hogy a gazdaságban fokozódna a termelési tényezők szűkössége. Bár az inflációs várakozások a nemzetközi mintákat követve nálunk is némiképp megugrottak, a kihasználatlan kapacitások dezinflációs hatása miatt a monetáris politikának egyelőre nem kell tartania az egyszerű áremelkedések tovagyrúzó hatásától.

Az MNB a járvány okozta válság kitörésére az effektív kamatok emelésével, majd a kezdeti feszültségek enyhülése után 2020 közepén kamatcsökkentéssel reagált. Ezt követően (2020 július vége óta) a jegybank változatlan szinten, 0,6 százalékon hagyta az alapkamatot. 2020 szeptemberében azonban a forint árfolyamára nehezedő növekvő nyomás hatására a jegybank enyhén szigorított a kamatpolitikáján, és szeptember 24-i hatállyal 15 bázisponttal megemelte a bankközi likviditás felesleg lekötésére szolgáló 1 hetes betéti eszközének a kamatát. Az eszköz korábban a jegybanki alapkamatnak megfelelő, azaz 0,6 százalékos kamatot fizetett. 2020 szeptemberében a jegybank azonban úgy döntött, hogy a likviditás lekötésére szolgáló eszköz kamatát „elszakítja” a jegybanki alapkamattól. A burkolt szigorítás enyhén tükröződött a rövid lejáratú bankközi piaci hozamok alakulásában. Az egynapos hozamok 2020 ősze óta 0,5 százalékos szint közelében ingadoztak (7. ábra).

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

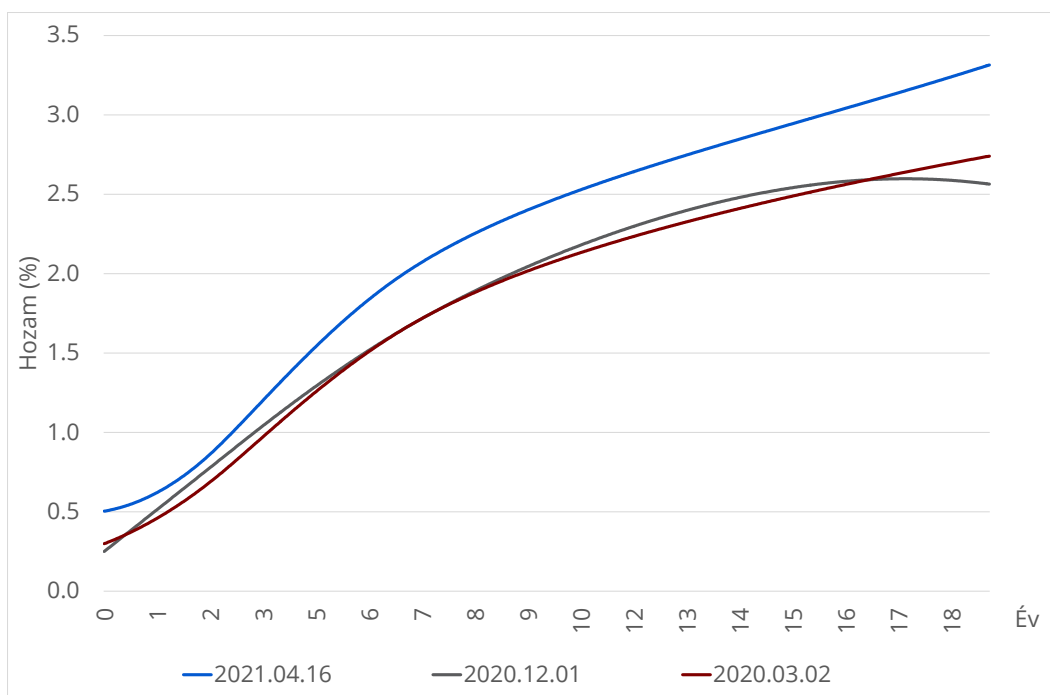


* Megegyezik az 1 hetes hitel kamatlábjával

Forrás: MNB

2020 március-áprilisában a MNB számos intézkedést vezetett be, hogy oldja a COVID-19 kapcsán kialakult válsághelyzetet. Az intézkedések alapvető célja volt, hogy növelje a bankrendszer likviditását, támogassa a vállalatok forrásszerzését, illetve oldja az államháztartás finanszírozási feszültségeit. Az állampapír vásárlási program keretében a jegybank 2020 májusa és 2021 április 18-a között összesen közel 1860 milliárd forintnyi állampapírt vásárolt a másodpiacon, illetve további 50 milliárd forint értékben vásárolt az EXIM Bank és az MFB által kibocsátott kötvényekből. Így a jegybank közvetetten összesen a GDP 3,3 százalékát kitevő finanszírozást biztosított az államháztartás számára. Ugyanebben az időszakban a jegybank 300 milliárd forint értékben vásárolt jelzálogleveleket az elsődleges és másodlagos piacokon. Emellett az MNB a 2020 áprilisában indított Növekedési Hitelprogram (NHP) Hajrá! keretében több mint 2000 milliárd forint értékben nyújtott forrásokat a mikro-, kis- és középvállalati szektornak. A Növekedési Kötvényprogram révén jutatott jegybanki finanszírozás a fenti időszakban pedig meghaladta a 410 milliárd forintot és mintegy 75 százalékban az elsődleges piacon valósult meg.

8. ábra: Zérókupon hozamgörbe



Forrás: Államadósság Kezelő Központ

2020 decemberére a hozamgörbe visszatért a járvány kitörése előtt jellemző szintekre. A hozamok mérséklődésében a piacok megnyugvása, illetve a nagy jegybankok lazább monetáris politikai irányultsága mellett fontos szerepe volt a 2020 közepén végrehajtott kamatcsökkentéseknek, az MNB 2020-ban bevezetett likviditásbővítő intézkedéseinek, illetve

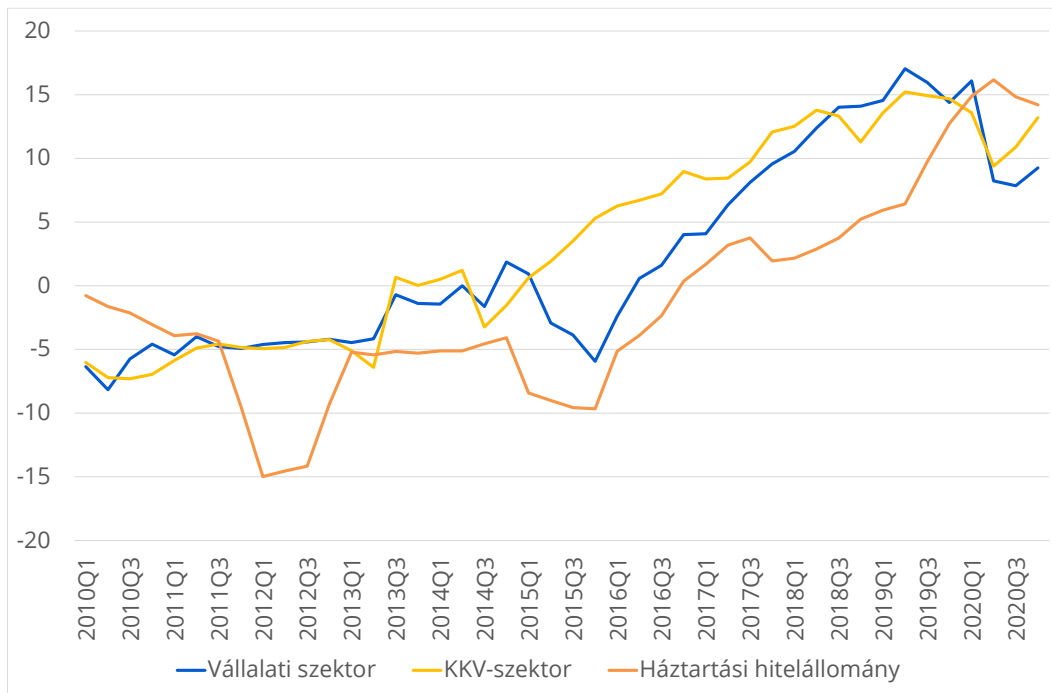
pénzpiaci beavatkozásának. Az alapkamat-csökkentés hatására a rövid lejáratú állampapír hozamok mérséklődtek, míg a hosszabb lejáratokon a jegybank másodpiaci állampapír-vásárlásai segítettek lejjebb szorítani a kamatokat. 2021 első hónapjaiban ugyanakkor a hozamgörbe ismét feljebb tolódott (8. ábra). Az elmozdulás elsősorban a hosszabb lejáratokra volt jellemző, és szerepet játszott benne, hogy a fejlett piacokon a növekvő inflációs várakozások miatt emelkedtek a nominális hozamok. Emellett a hozamok nemzetközi viszonylatban is markáns emelkedéséhez hozzájárul, hogy az ÁKK az év első hónapjaiban jelentősen növelte hosszabb lejáratú állampapírok kibocsátását.

2.1.4 Hitelezés

2020-ban a hitelállomány tovább növekedett, azonban a növekedés üteme mérséklődött. A vállalati hitelállomány 9,4 százalékkal bővült, ezen belül a kis- és középvállalatok (KKV) szegmensében 13 százalék körüli volt a növekedés (9. ábra). A vállalati hitelezést erősen támogatják állami és jegybanki programok, idén az új hitelfelvételek jelentős része köthető az NHP Hajrá! programhoz.

A háztartási hitelállomány éves növekedése 2020-ban 14,5 százalékos volt, amely régiós és EU-s szinten is kimagaslónak bizonyult. A dinamikus bővülés a babaváró hitelprogramnak és a hitelmoratórium törlesztés visszafogó hatásnak köszönhető, a hitelmoratórium hatásától szűrt növekedés csupán 8 százalék volt (ami régiós összehasonlításban még szintén átlagon felüli, azonban már nem a legnagyobb mértékű növekedést jelent). A koronavírus-járvány hatása az új hitelek felvételében jelentkezik, a babaváró hitelen kívül az egyéb új háztartási hitelek mind csökkentek, főleg a lakáscélú és a személyi hitelek. 2021-ben a lakáshitel felvételt érdeemben élénkíthetik az új lakástámogatási programok.

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

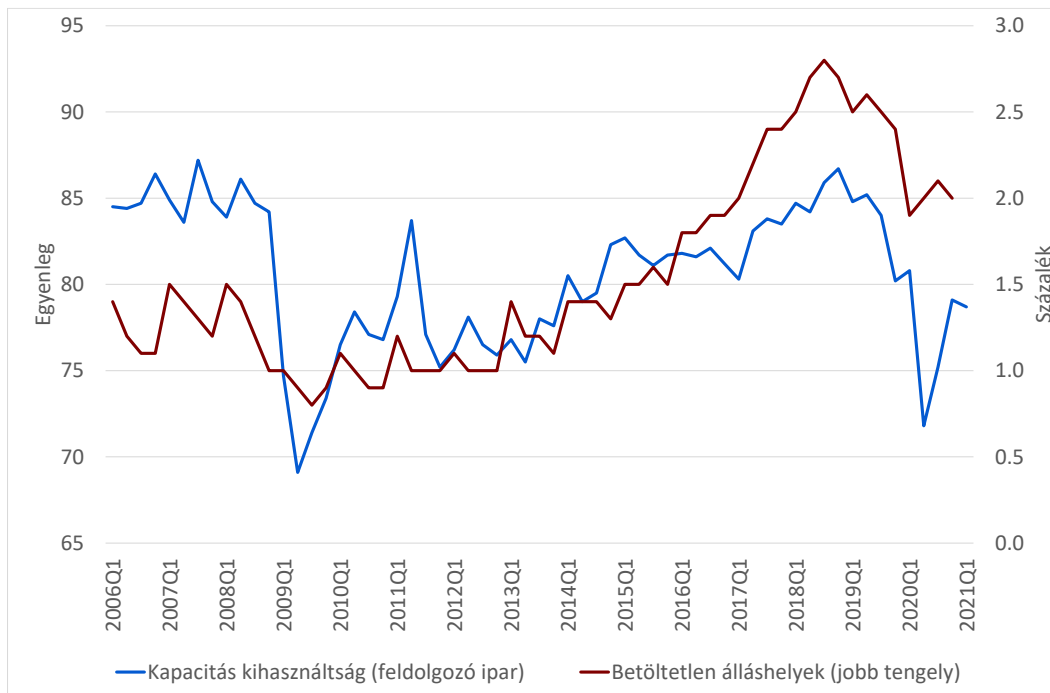


Forrás: MNB

2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete

A COVID-19 válság jelentős mértékű és részben ciklikus eredetű gazdasági visszaeséséhez vezetett. Így becslésünk szerint a magyar gazdaság kibocsátása 2020-ban jócskán elmaradt a potenciális szintjétől, azaz a kibocsátási rés negatív volt. A gazdaságnak a termelési lehetőségektől elmaradó teljesítményére, azaz a termelőkapacitások kihasználatlanságára számos tényező utal. A munkanélküliség emelkedése és a bérnövekedés lassulása, a változatlan adótartalmú maginfláció visszafogottabb alakulása, valamint a külső finanszírozási képesség emelkedése mind ezt a képet erősíti. Emellett a betöltetlen álláshelyek aránya trendszerűen csökkent, miközben a feldolgozóipari kapacitáskihasználtság mutató (amely 2020 harmadik negyedévében hatalmasat zuhant, majd az azt követően jelentősen korrigált) is érdemben elmarad az elmúlt öt évben megszokott szinttől (10. ábra).

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



Forrás: Eurostat

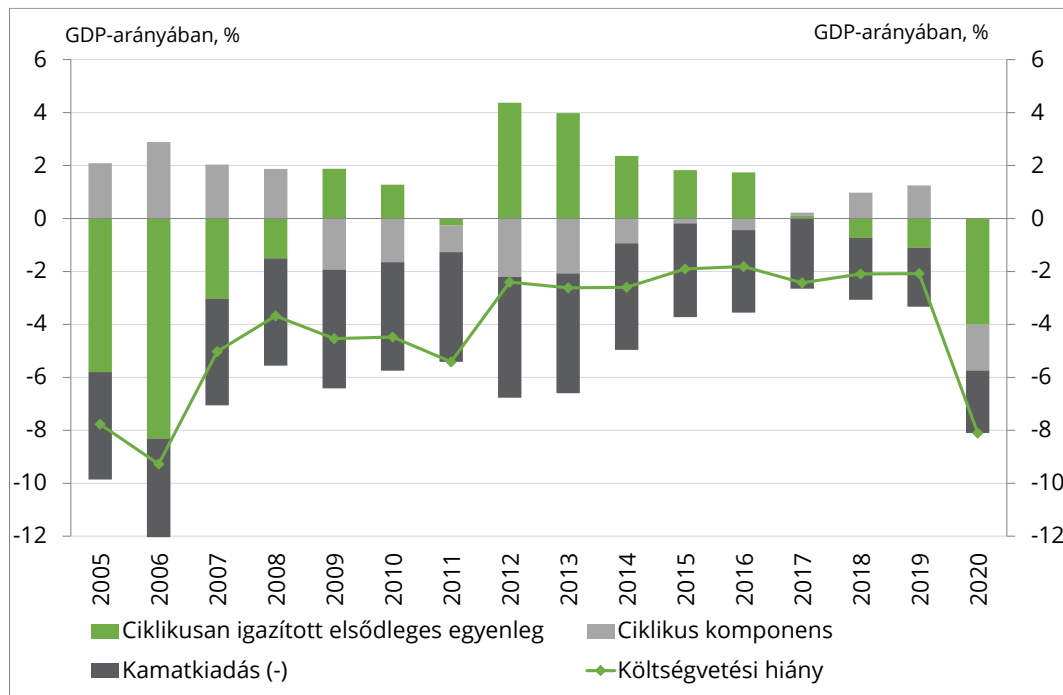
A fentiek alapján a negatív kibocsátási rést 2020-ban a potenciális GDP 3,5 százalékára becsüljük, ami 6 százalékpontos csökkenést jelent a 2019-re becsült szinthez képest. A kibocsátási rés alakulását elsősorban a COVID-19 válság határozta meg, miközben az erősen anticiklikus monetáris és fiskális politika, illetve a különböző kormányzati hitelprogramok jelentős mértékben tompították a válság ciklikus hatását. A hitelkínálat számottevő növekedése és az alacsony hozamkörnyezet mellett a forint reálértékben alulértékelt maradt, ami szintén hozzájárult a ciklikus visszaesés mérséklődéséhez.

2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság

2.2.1 Költségvetési hiány

A költségvetés eredményszemléletű (ESA) hiánya a 2021 március végi EDP adatközlés szerint a GDP 8,1 százalékát tette ki 2020-ban, ami 6 százalékpontos emelkedést jelent a 2019-ben regisztrált hiányhoz képest.

11. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGR becslés

A hiány növekedéséből becslésünk szerint mintegy 3 százalékpontot magyaráznak a romló ciklikus pozíció következtében kieső adóbevételek, illetve emelkedő kiadások (jellemzően a munkanélküli juttatások). A hiány emelkedésének közel fele a költségvetési intézkedésekhez, azaz a járványügyi és gazdaságvédelmi intézkedések jelentős kiadásnövelő és az adókönyítést célzó – részben átmeneti – intézkedések adóbevétel-kiesést okozó hatásához köthető. A hiány növekedéséhez emellett hozzájárult a GDP-arányos kamatkiadások enyhe, 0,1 százalékpontos emelkedése is.

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

(i) Válságsektorok tehermentesítése címén a leginkább érintett ágazatok (turizmus, vendéglátás, szórakoztatóipar, sport, kulturális szolgáltatások, személyszállítás stb.) munkáltatói járulékterheinek elengedése, munkavállalói járulékok csökkentése, KATA szerint

adózó taxikok adójának elengedése, turizmusfejlesztési hozzájárulás elengedése, szolgáltató szektorokban további KATA elengedés.

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

(iii) Vállalatok beruházásának támogatása.

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

Az alap kiadásai között emellett számos, a COVID-19 válság gazdasági és társadalmi hatásainak enyhítéséhez kevésbé köthető kiadási tétel is megjelent (pl. sportlétesítmények fejlesztése, MNV részesedés vásárlása, állami tulajdonú vállalatok feltőkésítése vagy a honvédség fejlesztése). A Gazdaságvédelmi Alap keretében elköltött összeg a tervezett 923 milliárd forinttal szemben 4000 milliárd forint körül alakult, azaz a GDP 8 százalékát tette ki.

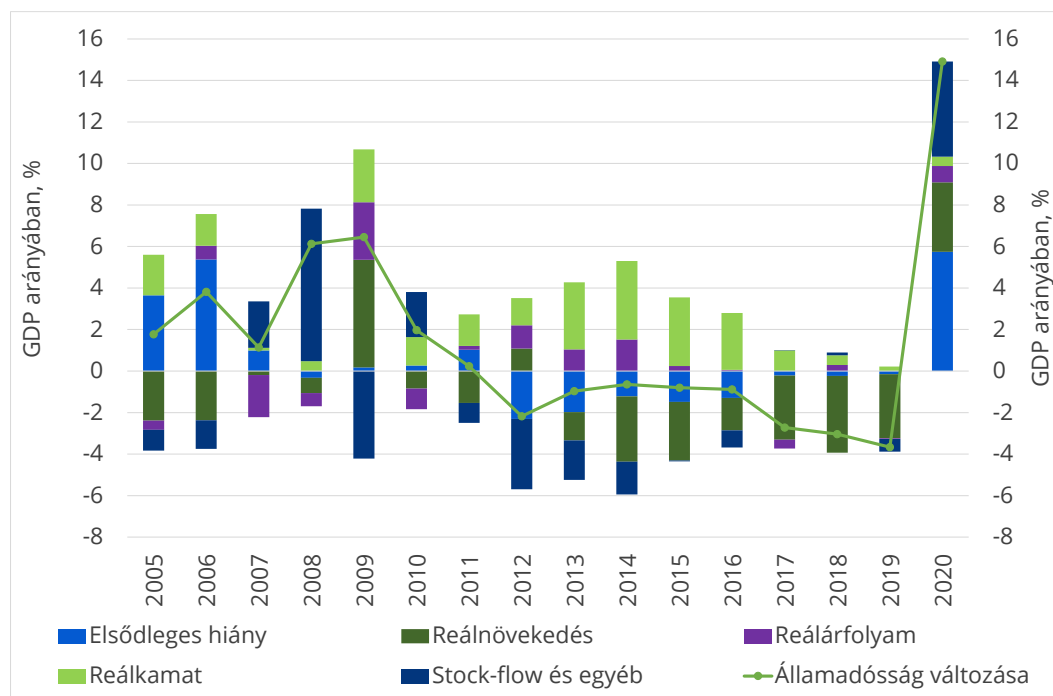
A kiadásnövelő, illetve adótehercsökkentő intézkedéseket a kormány részben a költségvetési tartalékokból, költségvetésen belüli átcsoportosításból, illetve az újonnan kivetett adókból (hitelintézeti és kiskereskedelmi különadók) finanszírozta. Ezzel együtt is a költségvetési lazítás jelentős mértékű,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

A költségvetési folyamatok hatására az eredményszemléletű hiány messze meghaladta a maastrichti kritériumokban megfogalmazott 3 százalékos küszöbértéket. Eközben a gazdasági ciklus hatásától megtisztított, úgynevezett strukturális hiány becslésünk szerint a GDP 6,4 százalékára emelkedett, és így tovább távolodott a Stabilitási és Növekedési Paktumban (Stability and Growth Pact, SGP) a 2020-2022 időszakra Magyarország számára kijelölt 1 százalékos középtávú céltól. Ugyanakkor a rendkívüli válságra való tekintettel az Európai Unió 2020 tavaszán a tavalyi és a 2021-es évre vonatkozóan felfüggesztette az uniós fiskális szabályokat, illetve a közelmúltban bejelentett tervek értelmében a felfüggesztést várhatóan kiterjesztik 2022-re is. Ezzel párhuzamosan a Költségvetési Tanács kezdeményezte a Stabilitási Törvény módosítását (a Stabilitási törvény eddig csak recesszió idején engedte meg a 3 százalékos hiánykorlát túllépését). Tehát elképzelhető, hogy 2023 lesz az első olyan év, amikor a szabályok ismét életbe lépnek és a költségvetési hiánynak 3 százalék alá kell csökkennie, illetve a strukturális egyenlegnek közelednie kell a középtávú célhoz.

2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői

A COVID-19 válság által kiváltott gazdasági visszaesés és a költségvetési hiány megugrása következtében megtört az adósságráta elmúlt években tapasztalt csökkenése. Az adósságráta 2020-ban a GDP közel 15 százalékával, a GDP 80 százaléka fölé emelkedett. A kiugró mértékű adósságnövekedésben a ciklikus tényezők, valamint a laza fiskális politika mellett fontos szerepet játszott, hogy a kormányzat jelentős mértékben, a GDP 4,6 százalékával növelte finanszírozási tartalékait. A likviditási pufferek növelése hatékonyan mérsékli a válsággal összefüggésben megnövekedett finanszírozási kockázatokat, valamint tehermentesítheti a 2021-es állampapír kibocsátást, és ezáltal hozzájárulhat a bruttó adósságmutató idei évi csökkentéséhez.

12. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója



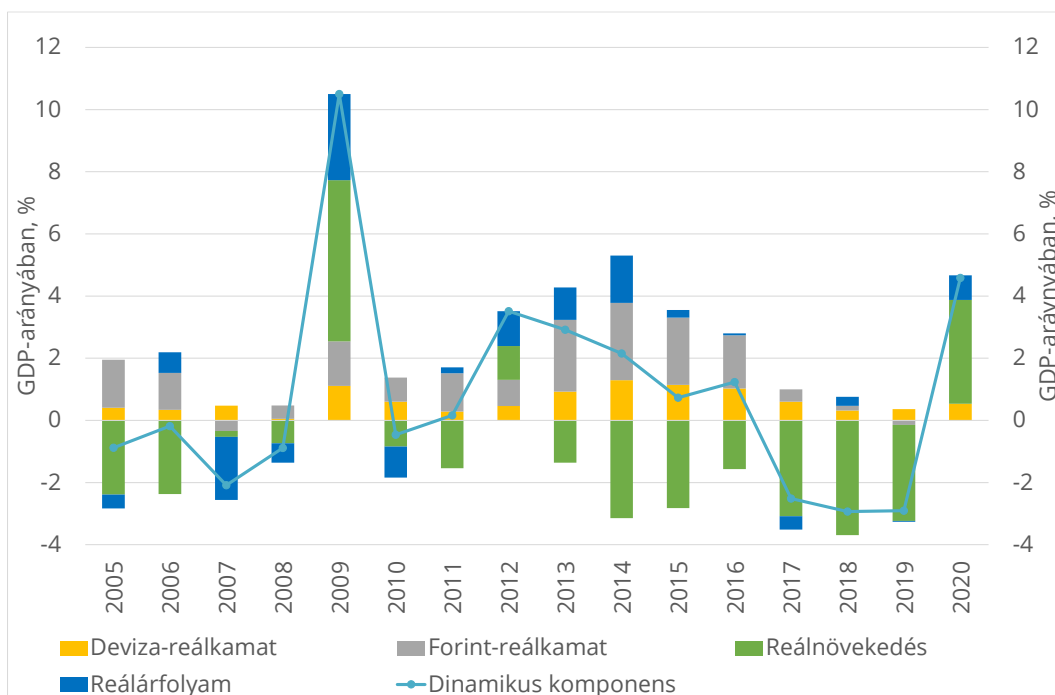
Forrás: KSH, OGRResearch számítás

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

Az adósságráta növekedése döntő részben a költségvetés elsődleges hiányának növekedéséhez volt köthető: ez a tényező önmagában 5,7 százalékponttal növelte az adósságrátát. Megközelítőleg azonos mértékben, a GDP 4,6-4,6 százalékával emelte az adósságrátát az ún. dinamikus komponens (vagyis a reálgazdasági visszaesés, a reálkamat emelkedése és a reálárfolyam gyengülése), illetve a pénzügyi tartalékok felhalmozása, ami a stock-flow és egyéb tételek hatását emelte (12. ábra).

A dinamikus komponens tényezőit a 2008-ban kezdődő pénzügyi válsággal (amelynek hatása elsősorban 2009-ben tükröződik) összehasonlítva látható, hogy a COVID-19 sokkja finanszírozási szempontból egyértelműen kedvezőbb helyzetben érte a magyar gazdaságot. Az elmúlt évek alacsony inflációs és kamatkörnyezete, a devizaadósság csökkenése, illetve a kedvezőbb egyensúlyi helyzet következtében az adósság reálkamat-költsége alacsony volt, és csak marginálisan emelkedett 2019-hez képest. Emellett a reálárfolyam gyengülés adósságnövelő hatása is lényegesen kisebb volt, mint 2008-ban. (13. ábra).

13. ábra: A dinamikus* komponens



Forrás: KSH, OGRsearch számítás

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

3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk

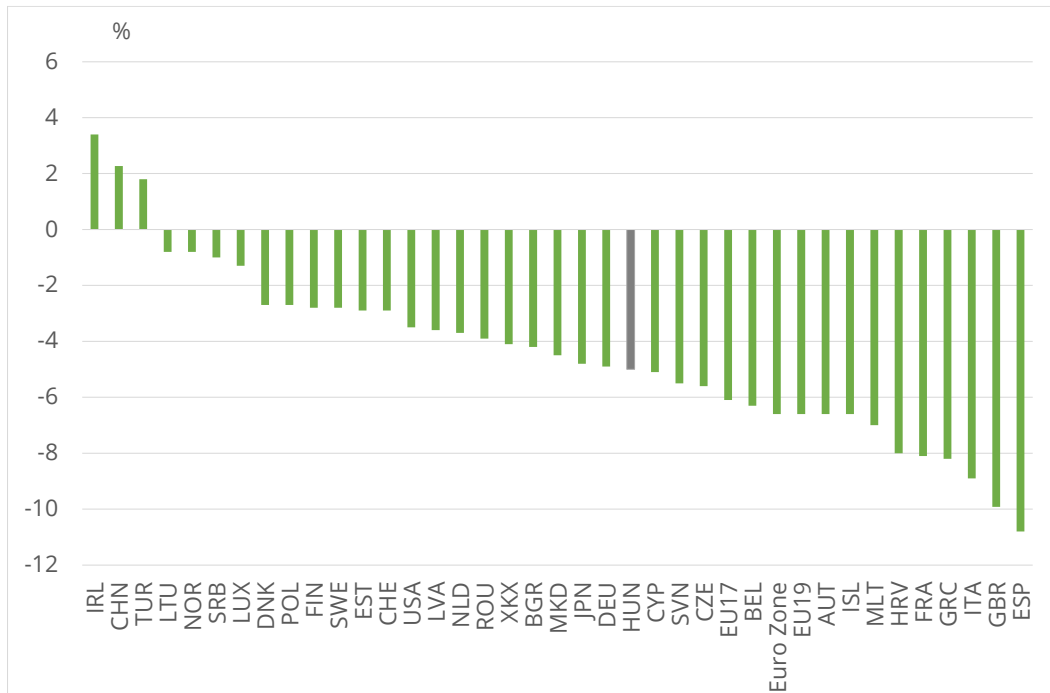
3.1 Meghatározó nemzetközi trendek

A 2020-as év globális gazdasági és társadalmi folyamatait is a koronavírus-járvány határozta meg. A járvány drámai egészségügyi válsághoz vezetett, és a második világháború óta nem tapasztalt gazdasági visszaesést okozott: a világ GDP-je 3,3 százalékkal csökkent. 2020 második negyedévében a járvány első hulláma szinte az egész világban komoly korlátozásokkal járt, majd az utolsó negyedévben a második, idén pedig a harmadik hullám is újra bezárásokra készítette az országok többségét (bár ezek az új korlátozások nagyobb mértékben szórtak régióként, országonként). A globális gazdaság teljesítménye az első hullám óta fokozatosan javult, viszont az egészségügyi járvány egyre súlyosabb hullámokat hoz. A 2021 januárjában kezdődő tömeges oltások – az országok között eltérő tempóban – elvezethetnek az egészségügyi válság végéhez. Viszont a járvány számos országban még ma is tombol, a mutációk miatt a bizonytalanság magas. A COVID-19 járvány hatása még sokáig meghatározhatja a gazdasági és társadalmi folyamatokat.

A korlátozások a különböző szektorokat eltérő módon érintették, így az országok gazdasági szerkezete meghatározta a visszaesés mértékét. Az ipari termelésben a gyárak ideiglenes bezárása és az országok közötti mozgás felfüggesztése az első hullámban a globális ellátási láncok megszakadásához vezetett. A későbbi hullámokban a globális kereskedelem azonban nem esett vissza a 2020 második negyedévében tapasztalt szintre, így az ipar teljesítménye a vártnál gyorsabban javult. Ezzel ellentétben az elhúzódó járvány és az ezzel együtt járó lezárások még 2020 második felében is gátolták a szolgáltatások, különösképpen a turizmus felépülését. Így a turizmusra, az emberek és a munkaerő országok közötti mozgására építő országokban a gazdasági visszaesés súlyosabb volt, mint az ipari termelésre és áruexportra építő gazdaságokban.

Keresleti oldalon a válság növekvő munkanélküliséghez és jelentős jövedelem-kieséshez vezetett, míg a szolgáltató szektor kényszerű szüneteltetése miatt is csökkent a fogyasztás, illetve átrendeződtek az emberek vásárlási szokásai. A kereslet visszaesését tekintve az országok közötti eltérést jelentős részben az magyarázza, hogy a fiskális és monetáris politika milyen mértékben tudta támogatni a háztartásokat és a vállalatokat, illetve a szereplők mekkora megtakarítással rendelkeztek.

14. ábra: GDP növekedés 2020-ban



Forrás: Eurostat, IMF

2020-ban a fiskális és monetáris politikai döntéseknek meghatározó szerepük volt válságkezelésben. Amint az országok döntéshozói felismerték a válság mértékét, a járvány mellett annak gazdasági hatását is igyekeztek enyhíteni, átfogó gazdaságpolitikai intézkedéscsomagokat vezettek be. A gazdaságélénkítés laza monetáris környezetet hozott: az alacsony kamatszint mellett számos nem konvencionális intézkedés került bevezetésre: hitelmoratórium a vállalatok és/vagy a háztartások számára, jelentős többletlikviditás a bankközi piacon és a privát szektorban, a makroprudenciális szabályok lazítása. A növekedési kép drasztikus romlása és ezzel párhuzamosan az inflációs nyomás mérséklődése a világ nagy jegybankjait lazább monetáris politika felé terelte.

A fiskális politika gazdaságélénkítő lépései jellemzően a válság által sújtott szektorokban a munkaadók bérkiadásának támogatásából, a rászorulóknak nyújtott általános szociális transzferekből és az állami fogyasztás növeléséből álltak. Az országok ideiglenesen felfüggesztették költségvetési szabályaikat, és a szokásosnál nagyobb államháztartási hiányt halmoztak fel a tavalyi évben. A gazdasági élénkítő csomagok az IMF számítása szerint nagymértékben enyhítették a koronavírus-járvány hatását, becslésük szerint önmagukban 6 százalékponttal tompították a világgazdaság visszaesését.

Az expanzív fiskális politika 2021-ben is folytatódni fog, ugyan az országok fejlettségi szintje és fiskális mozgásterére szerint eltérő mértékben. A gazdaságot ösztönző intézkedések és az

egészségügyi kiadások kulcsfontosságú elemei voltak és lesznek is a válságból való kilábalásnak, azonban komoly kockázatot hordoznak magukban. 2020-ban az államháztartási hiányok növekedésével a világ adósságállománya 5 százalékkal emelkedett. A növekvő adósság a fejlődő országokban komoly kockázatokkal jár, és a további gazdaságélénkítésnek is gátat szabhat, amely mélyítheti a fejlett és fejlődő országok közötti különbségeket.

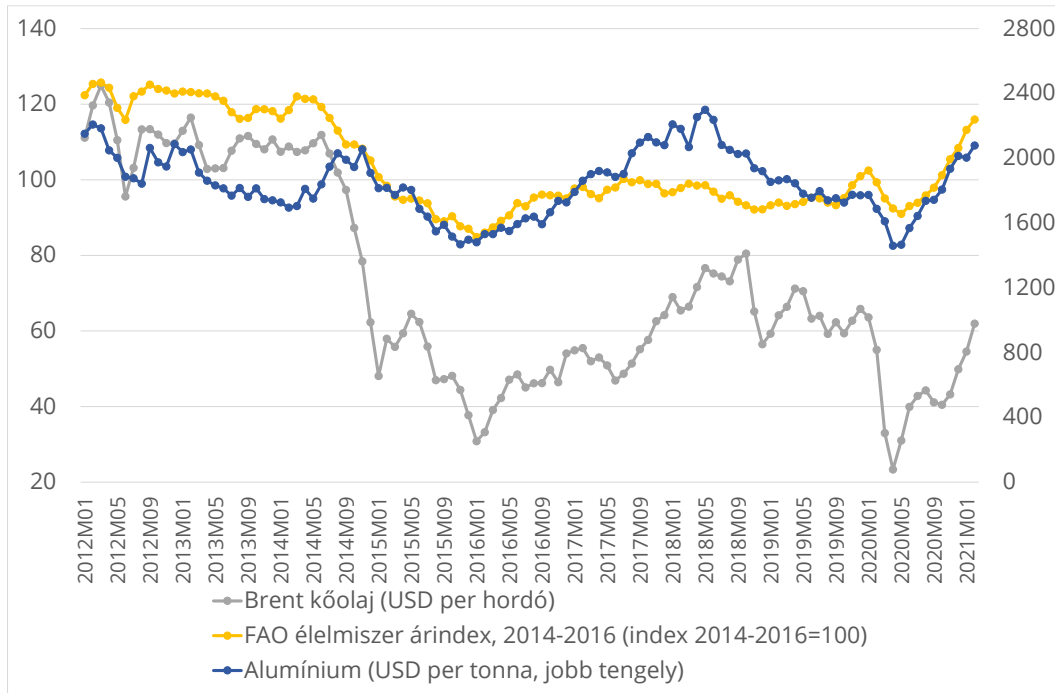
Az Egyesült Államok gazdasági teljesítménye 3,5 százalékkal esett vissza 2020-ban. Az idei év meghatározó fejleménye az új elnök gazdaságélénkítési csomagja, amely történelmileg is kiemelkedő mértékűnek számít, a GDP több mint 9 százalékát teszi ki. A nagyrészt szociális juttatásokat tartalmazó csomag a gazdaság gyors élénkítését fogja eredményezni, így a környező országokra és a globális keresletre is pozitív hatással lesz. A monetáris politika terén is meghatározó fejlemények történtek: a jegybank szerepét betöltő Fed változtatott az inflációs célrendszerén: 2020 augusztusától csak átlagos inflációs célt határoz meg, ezzel átmenetileg megenged a célnál magasabb inflációt is. Kimondott feladata lett az amerikai jegybanknak a foglalkoztatottság támogatása, és mindeközben növelte a gazdaságösztönző mennyiségi lazításának mértékét is. Várakozások szerint ez a változtatás hosszú távon magasabb inflációhoz fog vezetni, és fontos mérföldkő az inflációkövető monetáris politika történetében. A jelentősen lazuló inflációs célrendszer vonzó példa lehet a világ többi jegybankja számára is, ám ha az átállás a kevésbé fejlett gazdasággal és pénzpiaccal rendelkező országokban idő előtt történik meg, az komolyan veszélyeztetheti a stabil és kiszámítható gazdasági környezetet.

Az eurózóna teljesítménye 6,9 százalékkal esett vissza 2020-ban. A régiót igen súlyosan érintette a válság, főleg annak második és harmadik hulláma, mely 2021 első negyedét is meghatározza. Az Európai Unión belül a tömeges oltás a vártnál lassabban kezdődött el, de 2021 közepére várakozásaink szerint a tagországok végleg fel fogják tudni oldani a korlátozásokat. A fiskális politikában az EU-n belül is jelentős, a 750 milliárd eurós keretösszegű gazdaságélénkítő alapot fogadtak el (NextGenerationEU Fund), bár az alap kiosztásának koordinációja lassabb lesz, mint az Egyesült Államokban, a folyósítás 2026-ig ki fog tolni. Az Európai Központi Bank továbbra is laza monetáris politikát folytat, és a Fedhez hasonló fontolgatja az inflációs célrendszer átalakítását (erről 2021 második félévében születik majd döntés). Megállapodás született az EU és az Egyesült Királyság között 2020 decemberében a vám és kvótamentességről, így a Brexit negatív hatása visszafogottabb lesz.

A COVID-19 válság hatására jelentősen megnövekedett a nyersanyagárak ingadozása (15. ábra). Az olajár 2020 tavaszán a járvány és a globális lezárások hatására rendkívül gyorsan, a korábbiakban nem tapasztalt szintre zuhant. Erre válaszul az olajkitermelő országok jelentősen visszafogták a kínálatot, ami segítette az olajár fokozatos korrekcióját. A mérsékelt

kínálatot az OPEC+ országok csak fokozatosan tervezi növelni, miközben a tömeges oltásokból fakadó optimizmus miatt az olajár jelentősen növekedett az elmúlt hónapokban, és elérte a járvány előtti szintet. Az árnövekedés a kínálati korlátok kivezetésével enyhülni fog.

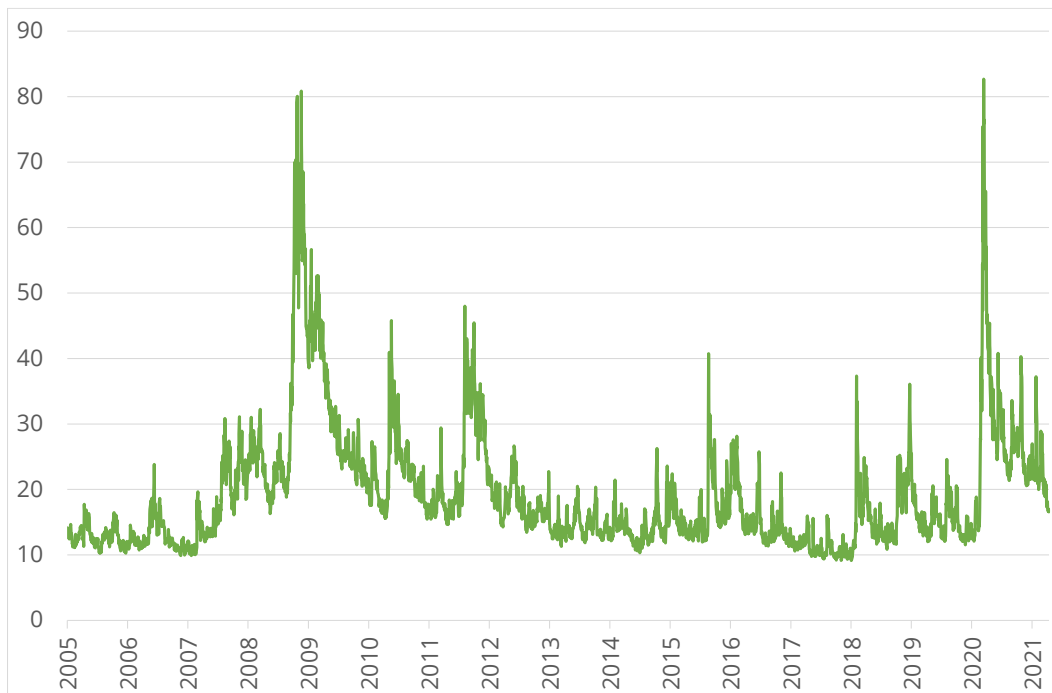
15 ábra: Nyersanyagárak alakulása



Forrás: Bloomberg

2020 második felében a többi nyersanyag piacán is erős korrekciót figyelhettünk meg. Ebben a folyamatban a lassú gazdasági kilábalás mellett a kínálati sokkok játszottak meghatározó szerepet. Az élelmiszer típusú nyersanyagok esetében a nemzetközi kereskedelemben a járvánnyal összefüggésben bevezetett korlátozások, illetve fennakadások, valamint egyes termékcsoporthoz a szélsőséges időjárási körülmények hajtották fel az árakat. A FAO élelmiszer árindexe jelenleg messze meghaladja a válság előtti szintet (15. ábra). Ezek a piacokon az árak korrekciójára számítunk. Az alumínium és a réz piacokon ugyanakkor a kínai kereslet tartós emelkedése áll az árnövekedések háttérében, így itt az árak tartósan magasak maradhatnak.

16. ábra: Volatilitás index (pont)



Forrás: Chicago Board Options Exchange volatilitási index, letöltés a St. Louis Federal Reserve Bank Fred adatbázisából. (<https://fred.stlouisfed.org/series/VIXCLS>, 2020. április 16)

Megjegyzés: A VIX index a piaci szereplők által érzékelt részvényindex opciókba árazott rövid távú volatilitás mérőszáma.

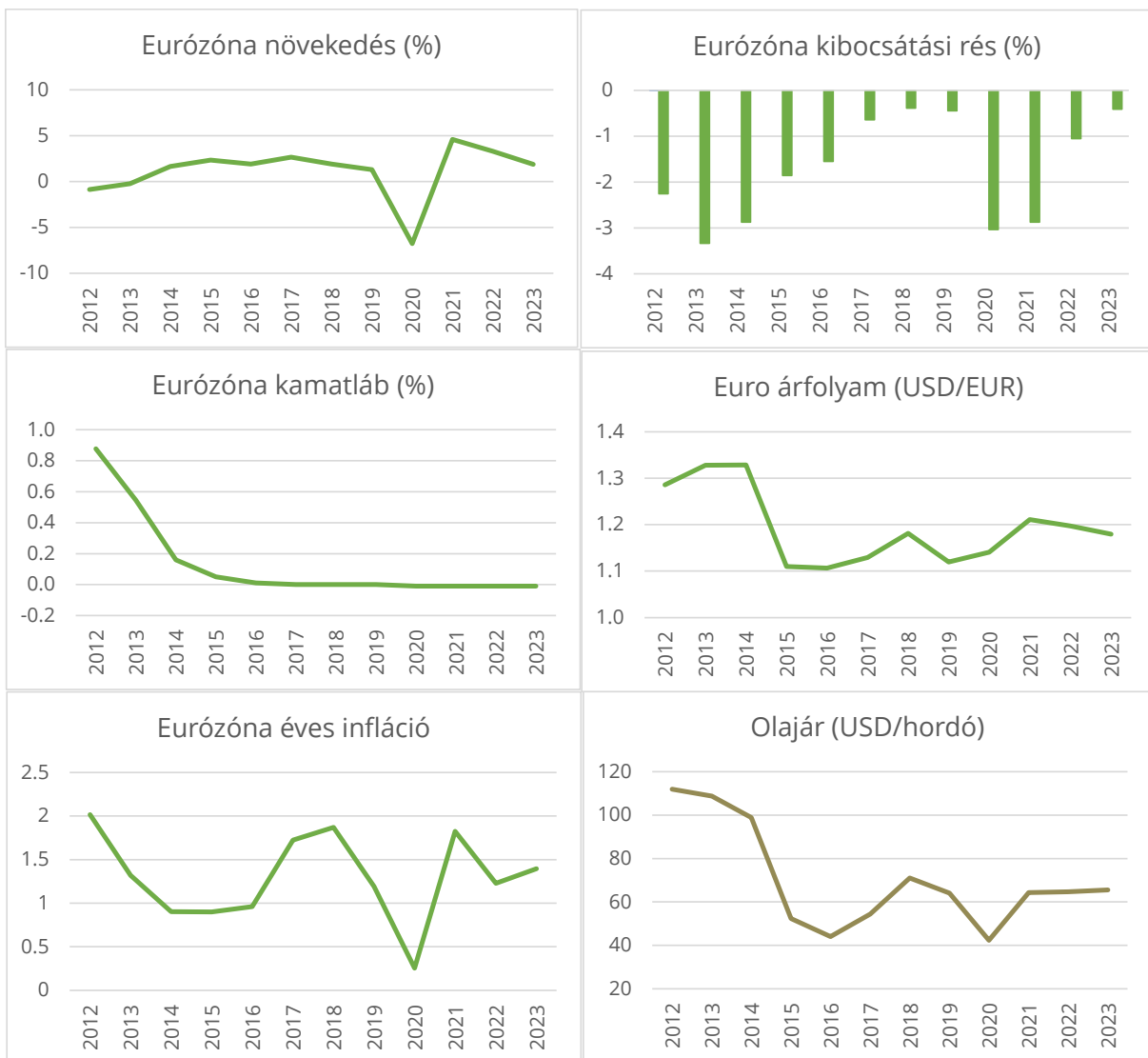
2020 tavaszán a globális járvány a bizonytalanság növekedését, a kockázati felárak megugrását és jelentős eladási hullámot váltott ki a pénzügyi piacokon. A kockázatosnak tekintett országokban a kötvényhozamok növekedtek, a feltörekvő piacok devizái leértékelődtek, a tőke a „biztonságos” eszközök felé menekül. A piaci szereplők által érzékelt kockázatokat mérő VIX index 2020 március közepén átmenetileg 80 pont fölé ugrott, azaz elérte a 2008-as pénzügyi válság mélypontján mért historikus csúcsát. Bár a mutató gyorsan korrigált, még jelenleg is magasabb a válságot megelőző szintjénél (16. ábra). A szuverén kockázati felárakban is jelentős volt a korrekció, az erős fundamentumokkal rendelkező fejlődő és feltörekvő országok körében a kockázati felárak 2020 második felére megközelítették válság előtti szintjüket.

Míg a fejlett piacokon a rövid hozamok továbbra is rekord alacsony szinten – több deviza esetében negatív tartományban – ingadoznak, a hosszabb lejáratú hozamok az elmúlt hónapokban emelkedésnek indultak. A hozamemelkedésben a javuló kilátások mellett meghatározó szerepe van az inflációs várakozások emelkedésének. A tartósan laza monetáris és fiskális politika, illetve a nyersanyagárak növekedése a közelmúltban a globális inflációs kockázatok növekedését vetíti előre.

3.2 Külső feltevések

Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy az átoltottság előre haladásával 2021 közepén az unió legtöbb országában feloldják a korlátozásokat, és az élet fokozatosan visszatér a megszokott kerékvágásba. A kilábalás megítélésünk szerint fokozatosan történik meg, mivel a jövedelem csökkenése és a bizonytalanság növekedése következtében a kereslet hosszabb távon visszafogottan alakulhat. Az eurózóna kilábalását emellett lassíthatják az évek óta jelenlévő strukturális problémák.

17. ábra: Az alappálya külső feltevései



Forrás: OGRsearch

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

Előrejelzésünk szerint 2021-ben az eurózána gazdasága 4,6 százalékos növekedést mutat, ami azt jelenti, hogy az idei évben a kibocsátás még messze elmarad a járványt megelőző, 2019-es

szintjétől. A fokozatos kilábalás következtében a kibocsátás még az előrejelzési horizontunk végén, 2023-ban is némiképp a potenciális szintje alatt marad, a kibocsátási rés csak -0,4 százalékgig zárul. A gazdasági növekedés beindulásával párhuzamosan az infláció gyorsul, és 2021-ben megközelíti az EKB 2 százalékos célját. Az inflációt emelkedését a korlátozások feloldása miatt felszabaduló kereslet mellett a nyersanyagárak növekedése is fűti. Ennek ellenére nem számítunk az árdinamika tartós gyorsulására. Az inflációt növelő tényezők döntő része ugyanis átmeneti. Így előrejelzésünk szerint 2022-2023-ban az infláció ismét csökken, és 1,3 százalék körül alakulhat. Ezzel összhangban várakozásunk szerint 2023 végéig fennmaradnak a laza monetáris kondíciók, így az EKB nulla közeli szinten tartja az irányadó kamatot (17. ábra).

Az olajárak esetében nem számítunk érdemi növekedésre. Előrejelzésünk szerint 2023 átlagában a brent típusú kőolaj hordónkénti ára a 2019-es szinthez közel, 65 dollár körül alakul.

3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok¹

Előrejelzésünkben azt feltételezzük, hogy a koronavírus járvány az idei évben visszaszorul, újabb lezárásokra, a gazdasági életet érdemben korlátozó intézkedésekre nem kerül már sor. Az átoltottság hazai alakulása alapján az idei harmadik negyedévtől a gazdasági teljesítmény fokozatos élénkülésére számítunk. A fellendülésből azok a szektorok is részt vállalnak, amelyek már bő egy éve küzdenek a lezárások hatásával, így a feldolgozóipar mellett a szolgáltató szektor (különösen a leginkább sújtott turizmus és vendéglátás) is pozitívan járul hozzá a következő évek gazdasági teljesítményéhez. A GDP bővülése idén 3,9 százalék körül alakul, 2022-ben pedig tovább nő, és megközelíti az 5 százalékot. Így a jövő év folyamán a kibocsátás visszaér a járvány előtti szintre. Az előrejelzési horizont (2021-2023) átlagában 4 százalék körüli gazdasági növekedésre számítunk, ami azt is jelenti, hogy közel 1 százalékpontos növekedési többlet mellett folytatódik a magyar gazdaság közeledése az eurózónához. A dinamikus bővülés mellett a kihasználatlan kapacitások egyre mérséklődnek, és 2023-ra a gazdaság visszatér a potenciális kibocsátás közelébe (18. ábra).

A gazdaság élénkülésével együtt a munkapiacra is javuló folyamatokat várunk. Arra számítunk, hogy a foglalkoztatás 2022-től ismét érdemben fog bővülni, és a munkanélküliség 2023-ban visszatér a COVID-19 válságot megelőző, historikusan alacsony szintjére. A válság

¹ Az előrejelzés főbb makrogazdasági változóinak numerikus értékéről az 5.1 Függelék ad táblázatos áttekintést. Az előrejelzéshez használt modellt részletesen bemutatjuk az 5.2-es Függelékben.

alatt érdemben lazuló munkapiacra nem számítunk azonban arra, hogy újra a válság előtt megszokott kétszámjegyű béremelkedést látunk majd. Ráadásul a válságban jellemzően felerősödő óvatossági megfontolások (a fogyasztási ráta csökkenése és a pénzügyi megtakarítások emelkedése) is csak lassan oldódnak. Így előrejelzésünk szerint a lakossági reáljövedelem és a háztartási fogyasztás csak mérsékelten, a GDP-től elmaradó ütemben bővül.

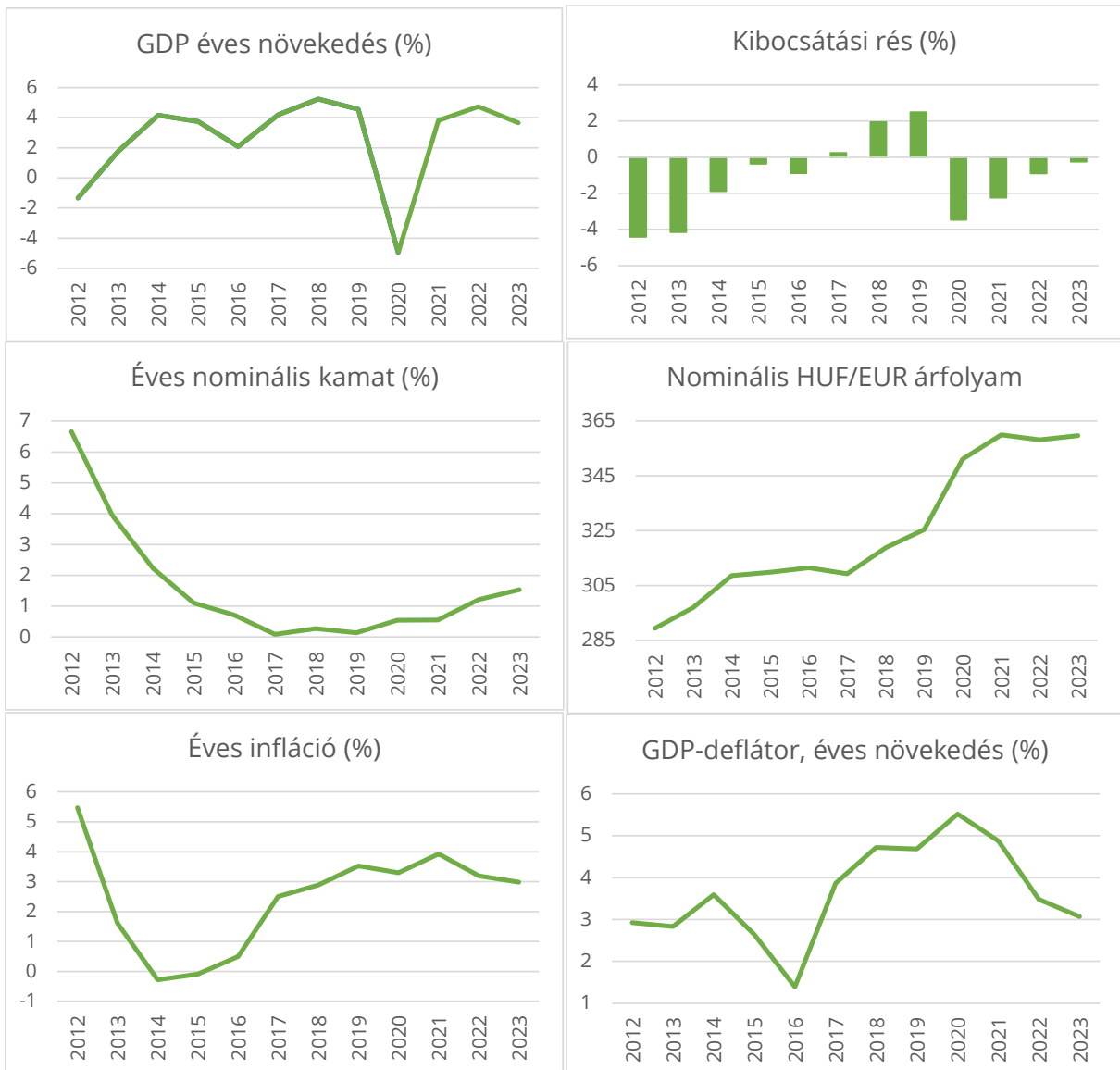
A fellendülést főleg a beruházási aktivitástól várjuk. A tartósan alacsony hozamok, a hitelezést támogató kormányzati és jegybanki programok, valamint a vállalatoknak juttatott támogatások mind a beruházások élénkülését szolgálják. Az állami beruházások alapfolyamatai a csökkenés irányába hatnak, bár az idei évben a tavaly decemberi beruházási célú költségvetési kifizetések áthúzódó hatása még magasan tarthatja az éves indexet. A nettó export a külső kereslet fokozatos élénkülése és a feldolgozóipari kapacitások folyamatos bővülése mellett a teljes előrejelzési horizonton pozitívan járulhat hozzá a gazdasági növekedéshez.

Az előrejelzésünkben azt is feltesszük, hogy a fiskális és monetáris politika továbbra is laza marad, és támogatja a válságból való kilábalást. (A kormány 2021-es Gazdaság-Újrarendelési Akciótervéről lásd a lenti keretes írást.) Érdemi élénkítő hatást várunk továbbá az Európai Unióból érkező forrásoktól. Az előrejelzési horizonton a kohéziós és az agrárpolitikai keretek (amelyek a 2021 és 2027 közötti időszakban mellett közel 12 ezer milliárd forintot tesznek ki) mellett Magyarország számára is megnyílik a válságkezelést célzó Next Generation EU gerincét alkotó Helyreállítási és Alkalmazkodási Eszköz (RRF). Az RRF hazánkban jutó forrásai meghaladhatják a 6000 milliárd forintot, amelyet 2026 végéig lehet lehívni. A gyors pénzesőnek azonban gátat szab, hogy a tagállamoknak előbb a Bizottság országspecifikus ajánlásainak megfelelő tervet kell benyújtaniuk a források felhasználásáról, amelyet a Bizottság előbb értékel és jóváhagy. Magyarország esetében az is előfordulhat, hogy ez az értékelési folyamat érdemben elhúzódik, így a források beérkezésére inkább a jövő évtől számítunk.

Az idei évben egyszeri sokkok (elsősorban az üzemanyagárak globális emelkedése és a dohánytermékek jövedéki adójának emelése) átmenetileg a jegybank célsáv felső határa fölé emelik a fogyasztói árindexet. A negatív kibocsátási rés és a válság hatására ismét lazává váló munkapiaci feltételek gátat szabnak azonban a költségsokkok tovagyrűzésének, az ún. másodkörös hatásoknak. Ezért nem számítunk arra, hogy a megugró infláció a termékek szélesebb körében is érdemben emelné az árdinamikát. Előrejelzésünk szerint az inflációs várakozások továbbra is összhangban maradnak a jegybanki céllal. Így az átmeneti sokkok

kifutásával 2022-től az infláció a 3 százalékos cél közelében horgonyozhat le. Ez lehetővé teszi, hogy a jegybank tartósan laza monetáris kondíciókat tartson fent: előrejelzésünkben a nominális kamatok elnyújtott emelkedésére számítunk.

18. ábra: Az alappálya főbb makrováltozói



Forrás: OGRsearch

Keretes írás: A kormány 2021-es Gazdaság-Újraindítási Akciótervének elemei

A 2021 áprilisában benyújtott költségvetési törvénymódosító javaslatában a kormány részletesebben bemutatta a 2021-es évre vonatkozó, közel 6200 milliárd forintos keretösszegű Gazdaság-Újraindítási Akciótervének elemeit.

A 2021-ben a GDP arányában 12 százalékát kitevő csomag tartalmaz olyan évek óta zajló programokat, mint a Modern Városok vagy a Magyar Falu program (összesen 242 milliárd forint értékben), illetve vannak a programnak olyan elemei, amelyekről nehéz megítélni, hogy mennyiben jelentenek új intézkedéseket (mint például a Foglalkoztatási támogatások és képzések). Emellett az akcióterv részét képezik a „szokásos” EU-s alapokból várt források, illetve a COVID-19 válsággal kapcsolatos rendkívüli EU-s eszközökből, elsősorban az RRF-ből várt, 2021-ben összesen 2515 milliárd forintot kitevő transzfer- illetve hitelforrások is.

A csomag elmúlt hónapokban bejelentett új intézkedéseinek egyik leghangsúlyosabb eleme a lakásépítést, felújítást és lakásvásárlást célzó támogatás és adókedvezmény. Erre a célra a kormány 2021-ben 500 milliárd forintot kíván fordítani. Fontos elem emellett az egészségügyi dolgozók bérrendezése, amelyre közel 295 milliárd forintot szán idén a kormányzat. Érdemes megemlíteni, hogy a kormány a béremeléseket részben EU-s forrásokból kívánja finanszírozni. Emellett a kormány komoly összegeket szán a program keretein belül beruházásra, infrastrukturális fejlesztésekre, illetve a magánszektor beruházás-, valamint fejlesztéstámogatására. Az akcióterv keretein belül ezekre a célokra szánt források összege megközelíti a 1015 milliárd forintot, azonban nem egyértelmű, hogy a teljes keretösszeg új források allokálását jelenti-e, vagy részben meglévő programokhoz kapcsolódik. Emellett a csomag tartalmaz olyan korábban bejelentett intézkedéseket is, mint a 13. havi nyugdíj fokozatos visszaépítése (2021-ben 130 milliárd forintos költségvetési hatás). A program részeként említik emellett, hogy 2022-től a 25 év alattiak szja mentességet élveznek.

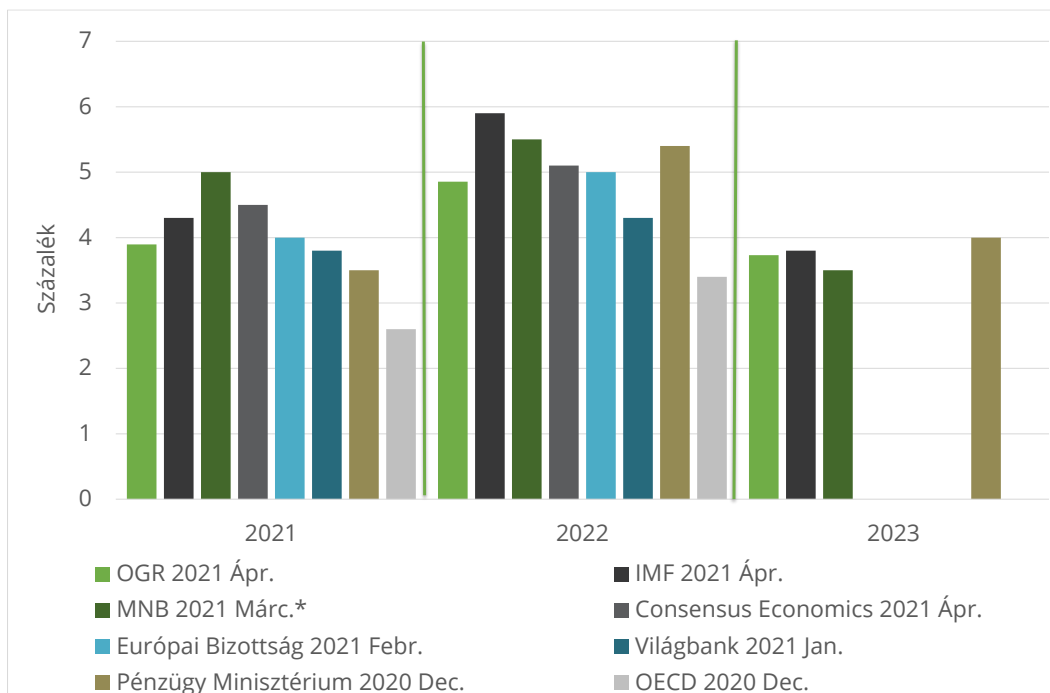
Az otthonteremtéssel kapcsolatos adókönytyítéseken túl a kormány 243 milliárd forintos adócsökkentéssel számol, aminek jelentős elemei a kis- és középvállalatokat érintő helyi iparűzési adó felezése, valamint a válság által sújtott vállalkozások számára nyújtott adó- és járulékterher könnyítések, de benne foglaltatik a KIVA kulcsának – a szociális hozzájárulási adó mérséklésével összefüggő – korábban tervezett csökkentése is.

A program emellett tartalmaz a költségvetési hiányt közvetlenül nem érintő lépéseket is (ezek keretösszege nem képezi részét a 6200 milliárd forintos akciótervnek). Ilyen például a lakossági és a vállalati hitelmoratórium, amely a 2020 októberében elfogadott törvény szerint 2021 június végéig került kiterjesztésre. Emellett a kormány a kisvállalati szektor részére egy 100 milliárd forintos hitelkeretet hoz létre (Kamatmentes Újraindítási Gyorskölcsön), amelyből

10 millió forintos kamatmentes kölcsönt nyújt 3 éves moratóriummal. 2021-ben is folytatódnak emellett az MNB, az MFB és az EXIM Bank kedvezményes, illetve támogatott hitelprogramjai is.

Összefoglalva: a globális folyamatokhoz igazodva az előrejelzési horizonton Magyarországon is a gazdasági aktivitás helyreállítását várjuk. A következő három évben átlagosan 4 százalékos gazdasági növekedésre számítunk. Az élénkülő külső konjunktúra mellett a hazai gazdaságpolitikai folyamatok (a laza monetáris és fiskális politika) is a gazdaság dinamizálását segíti. Bár az előrejelzés időtávján az aktivitás ütemesen bővül, a gazdaság teljesítménye mindvégig elmarad a termelő kapacitások által lehetővé tett potenciális szinttől. A gazdaság hosszú távú (az előrejelzési horizonton túlmutató) növekedési ütemével kapcsolatban nem változtattunk az előrejelzésünkön, a magyar gazdaság hosszú távú bővülési potenciálját 2,5 százalékra tesszük.

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



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

A gazdasági növekedésre vonatkozó prognózisunk az előrejelzési időszak mindhárom évében közelít az intézményi előrejelzők átlagához (19. ábra).

3.4 Költségvetési folyamatok

A kormány 2021 áprilisában benyújtott költségvetési törvénymódosító indítványában a 2021-es eredményszemléletű hiánycélt a GDP 7,5 százalékában határozta meg. A 2021-es hiánycél jelentős mértékben meghaladja a költségvetési törvényben szereplő 2,9 százalékot, illetve a Pénzügyminisztérium elemzésében 2020 decemberében bemutatott 6,5 százalékos hiánytervet. A hiánycél növekedése túlnyomó részt a korábban tervezettnél lényegesen lazább költségvetési politika eredménye, míg kisebb részben a vártnál jobban elhúzódó, így jelentősebb negatív gazdasági következményekkel járó járványhelyzethez köthető. A hiánynövekedés így jelentős részben a 2020-ra átmeneti jelleggel bevezetett intézkedéseknek a járvány harmadik hulláma által indokolt meghosszabbításához, kiterjesztéséhez, illetve az elmúlt hónapokban a válságkezeléssel kapcsolatban bejelentett új intézkedések eredménye.

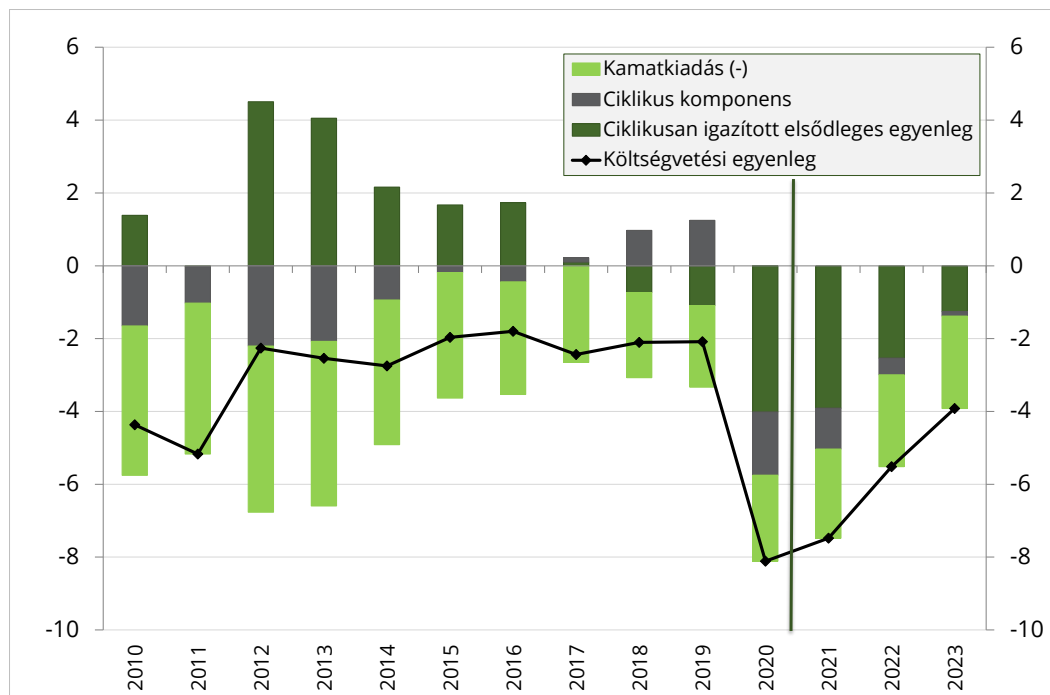
A *kiadások* növekedésben meghatározó szereppel bírnak az egészségügyi béremelések (közel 300 milliárd forintos bruttó hatás), a Járványügyi védekezési alap kiadásainak emelése (330 milliárd forint), a bértámogatásra jogosult ágazatok körének és igénybevételi idejének kiterjesztése, a növekvő beruházási kiadások, a 13. havi nyugdíj fokozatos visszaépítése, valamint a lakásépítési támogatásokhoz köthető többletkiadások (120 milliárd forint).

A *bevételi oldalon* kiemelendő a helyi iparűzési adó kulcsának kis- és középvállalatokra vonatkozó átmeneti csökkentése (150 milliárd forint); a válság által sújtott vállalatok járulékkerheinek átmeneti elengedése; az újépítésű lakások értékesítésére vonatkozó áfakulcs 5 százalékra történő csökkentése (az intézkedés a 2021-2022-es évet érinti és évente mintegy 110 milliárd forint bevételkiesést eredményezhet); a legalább 1 gyermeket várók új otthon vásárlásához kapcsolódó áfafizetési kötelezettség elengedése; az 5 milliós áfa-visszatérítés 2021-2022-re vonatkozó kiterjesztése; illetve a KIVA adójának (a szociális hozzájárulási adó csökkentésével párhuzamos 12 százalékról 11 százalékra) történő csökkentése. A bevételek növekedése irányába hat ugyanakkor, hogy a dohánytermékek jövedéki adója az EU-s szabálynak való megfelelés érdekében két lépcsőben, mintegy 20 százalékkal emelkedik, 35-40 milliárd forinttal javítva a költségvetés egyenlegét.

Összességében megítélésünk szerint a benyújtott költségvetési törvénymódosító javaslat a tavalyihoz hasonló mértékben laza fiskális politikát valószínűsít. A *ciklikus hatástól tisztított költségvetési egyenleg* így közel változatlan maradhat. A gazdaság válságból való fokozatos kilábalása ugyanakkor – ha a korábban vártnál kisebb mértékben is, de már javítja a költségvetés egyenlegét. A gazdaság ciklikus helyzetével összefüggő kiadások (jellemzően a munkanélküli járadékok) és bevételek (elsősorban az adók) egyenlege, azaz a *költségvetés ciklikus komponense* becslésünk szerint a GDP mintegy 0,6 százalékával csökkenti a hiányt

2021-ben. A *kamatkiadások* esetében az emelkedő hozamkörnyezet a kamatkiadások GDP-arányában történő enyhe, 0,1 százalékpontos növekedését vetíti előre. A kamatkiadás így becslésünk szerint a 2020-as GDP-arányában 2,35 százalékos szintről 2021-re 2,45 százalékra emelkedhet.

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



Forrás: OGRResearch

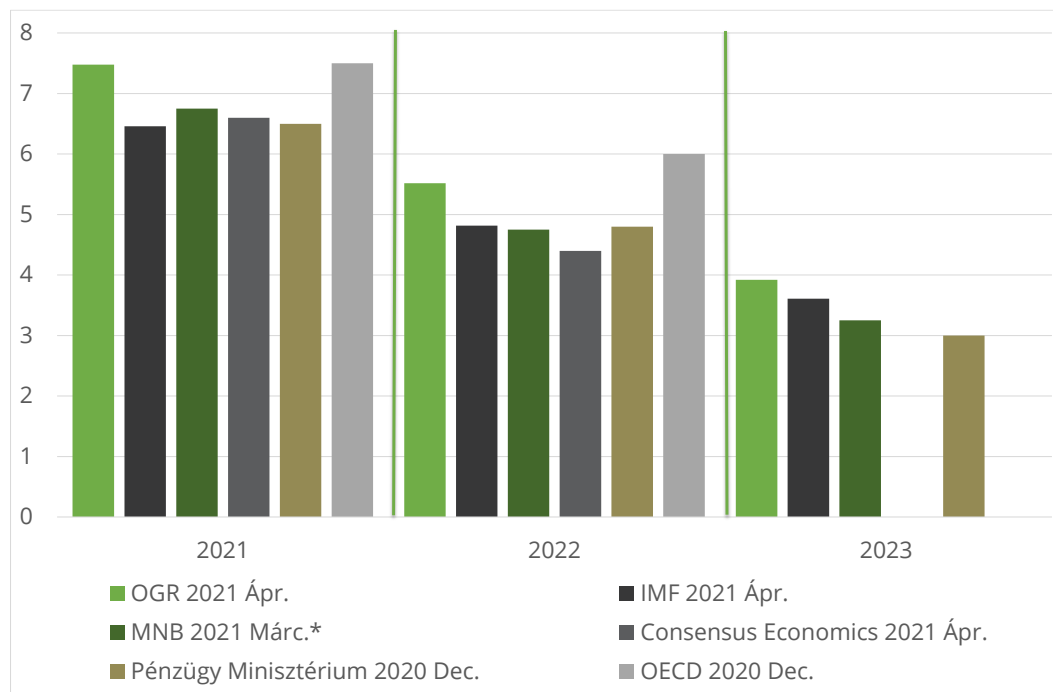
2022-ben folytatódhat a válságból történő gazdasági kilábalás. A negatív kibocsátási rés tovább záródik, így a ciklikus komponens változása már mintegy 0,7 százalékponttal csökkenti a költségvetési hiányt. Emellett azt feltételezzük, hogy a kormány 2022-ben megkezdi a fokozatos költségvetési szigorítást, így nem vezet be további érdemi hiányhatással bíró intézkedéseket, miközben a válsággal közvetlen összefüggésben meghozott átmeneti intézkedések nem terhelik tovább a költségvetést. A ciklikusan igazított elsődleges egyenleg így várakozásaink szerint már mérséklődhet. Az adósság fokozatos átárazódásával az államadósság implicit kamatköltsége azonban enyhén tovább emelkedik, így a GDP-arányos kamatkiadások kismértékben növekedhetnek. A fenti tényezők összességében a költségvetés ESA hiányának a GDP 2 százalékát kitevő csökkenését valószínűsítik, így a hiány a GDP 5,5 százaléka körül alakulhat.

2023-ban konzervatív költségvetési politikával számolunk, így azt feltételezzük, hogy a 2020-2021 időszakban bevezetett átmeneti hiánynövelő intézkedések kiesésén túl a kormány további lépéseket tesz annak érdekében, hogy a költségvetési folyamatok fenntarthatóságát

javítsa és az adósságráta csökkentését felgyorsítsa. Összességében arra számítunk, hogy költségvetési intézkedések (illetve a korábbi intézkedések kifizetése) mintegy 1,3 százalékponttal csökkentik majd a hiányt. A gazdaság ciklikus helyzetének javulása következtében a *ciklikus komponens változása* további, mintegy 0,3 százalékponttal javíthatja a költségvetési egyenleget, miközben a GDP-arányos kamatkidadások becslésünk szerint már nem emelkednek tovább. Így az eredményszemléletű hiány 2023-ban a GDP 3,9 százaléka körül alakulhat.

A fenti folyamatok eredményeképpen az ESA szemléletű *költségvetési hiány* 2020-ban tapasztalt jelentős növekedése után csökkenő pályára áll, de 2023-ben is a GDP 3 százaléka felett maradhat. A feltételezett konzervatív fiskális politika következtében a strukturális hiány a 2020-ra becsült 6,4 százalékos értékről 2023-ra 3,8 százalékra csökken, azaz a költségvetés ESA hiánya elemzésünk szerint a potenciálissal megegyező kibocsátás mellett 3,8 százalék közelében alakulna. A strukturális egyenleg így várakozásaink szerint 2023-ban is jelentős mértékben meghaladja az Európai Bizottság szabályrendszere által 2020-2022 időszakra kitűzött 1 százalékos célértéket (a 2023-2025 időszakra vonatkozó célértéket még nem ismerjük).

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



Forrás: OGR saját számítás, MNB, IMF, Pénzügy Minisztérium, Consensus Economics, OECD

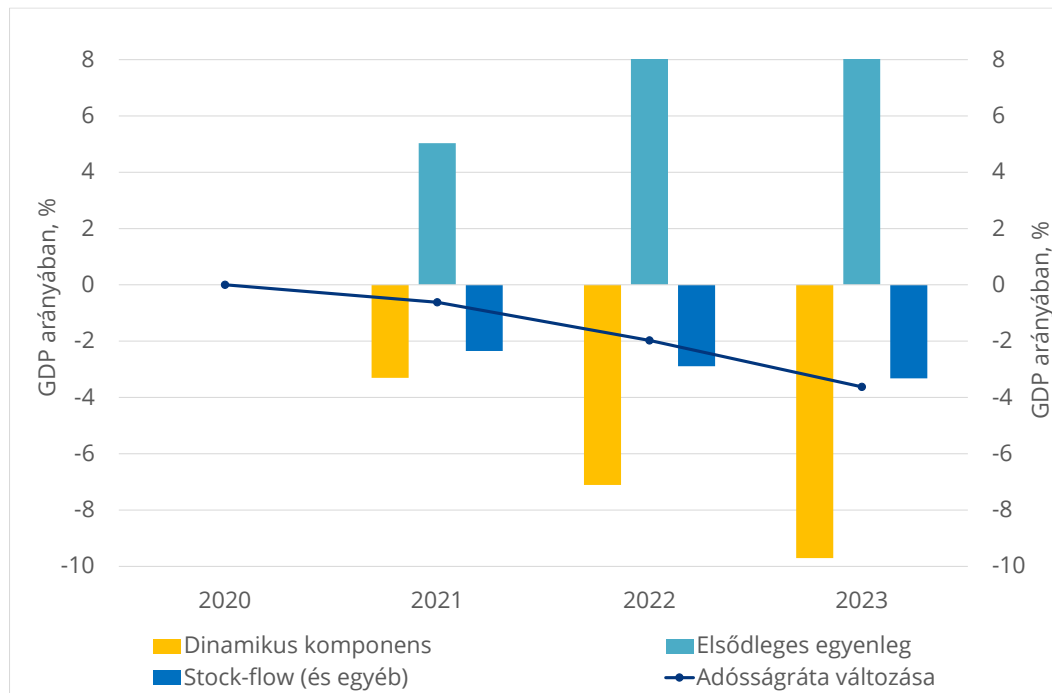
* Az MNB esetében a sávos előrejelzések közepét tüntettük fel.

2021-23 időszakra vonatkozó költségvetési hiány-előrejelzésünk a többi intézményhez képest magas, ami elsősorban ahhoz köthető, hogy elemzésünket a legfrissebb kormányzati tervek figyelembevételével készítettük el (21. ábra).

3.5 Államadósság

Az előrejelzési horizonton az államadósság ráta lassú csökkenésére számítunk: a mutató a 2020 végén mért 80,4 százalékról 2023-ra 3,5 százalékponttal csökkenhet. Az adósságráta várt mérséklődése meghatározó részben a reálgazdasági növekedéshez és az államháztartás pénzügyi tartalékainak várt csökkentéséhez köthető, miközben a költségvetés tartósan magas hiánya jelentős mértékben ellensúlyozza az előbbi tényezők kedvező hatását.

22. ábra: Az államadósság kumulált változása 2020-hoz képest (2020 = 0)



Forrás: OGRResearch

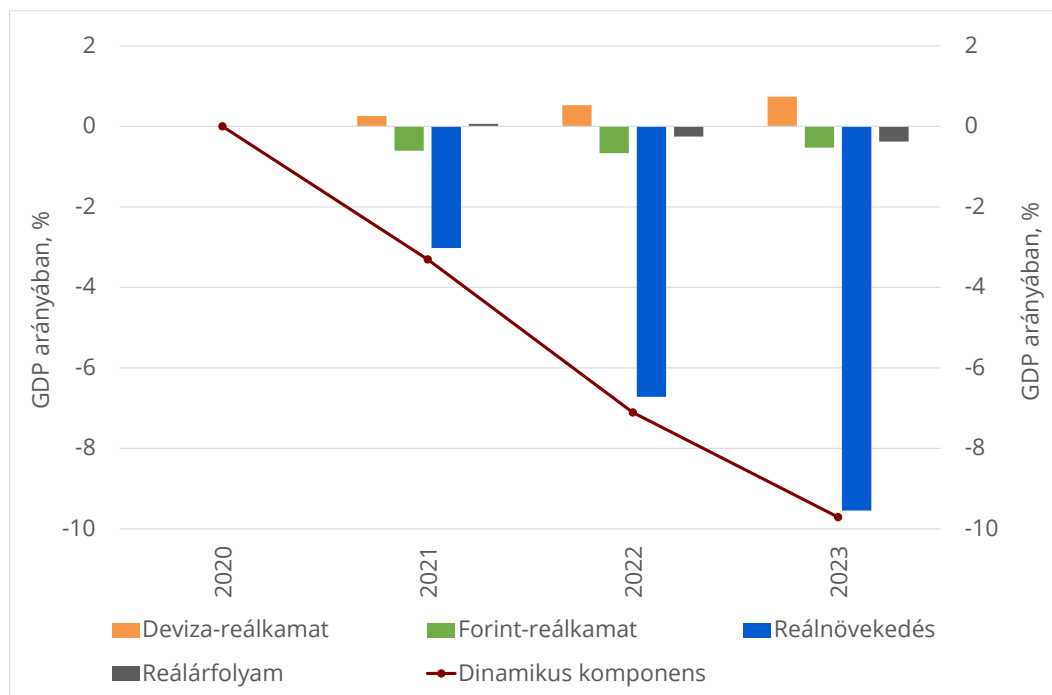
Megjegyzés: A dinamikus komponens a kamat, a reálárfolyam és a növekedés, azaz a makrogazdasági tényezők múltban felhalmozott adósságon keresztül az adósságdinamikára gyakorolt összehatását mutatja. Az elsődleges egyenleg a kormányzati intézkedések és a ciklikus folyamatok, a stock-flow komponens pedig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

A GDP-arányos adósságráta 2023-ra a GDP 77 százalék alá csökkenhet. A költségvetés elsődleges egyenlege ugyan fokozatosan javul, de így is a teljes horizonton negatív marad. Ennek megfelelően az elsődleges egyenleg 2021-2023 időszakra kumulált adósságráta növelő hatása számottevő és a GDP 9,5 százaléka körül alakulhat. Az adósságrátát összességében

csökkentik a költségvetési hiányt nem befolyásoló, de az adósságban megjelenő, úgynevezett stock-flow tételek, ami döntő részben a 2020-ban jelentősen megnövelt pénzügyi tartalékok várt csökkentésének köszönhető (22. ábra).

2021-23-ban a lendületes gazdasági növekedés, a várt enyhe reálfelértékelődés és az államadósság alacsony finanszírozási költségének hatására a dinamikus komponens az adósságráta csökkenése irányába hat. A reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés hármass 2021-23 időszakra kumulált adósságcsökkentő hatása megközelíti a GDP 10 százalékát. (23. ábra). Az enyhén emelkedő hozamkörnyezet következtében az adósság átlagos finanszírozási költsége, azaz az implicit reálkamat enyhén emelkedhet, de historikus viszonylatban továbbra is alacsony maradhat. Ebben szerepet játszik az, hogy az Államadósság Kezelő Központ a korábban kibocsátott, magasabb hozamú kötvényeit szisztematikusan lecseréli, alacsonyabb költségű, hosszabb hátralévő futamidejű kötvényekre. Az adósságra fizetett reálkamat kumulált adósságnövelő hatása az előrejelzési horizonton nem éri el a GDP 0,5 százalékát.

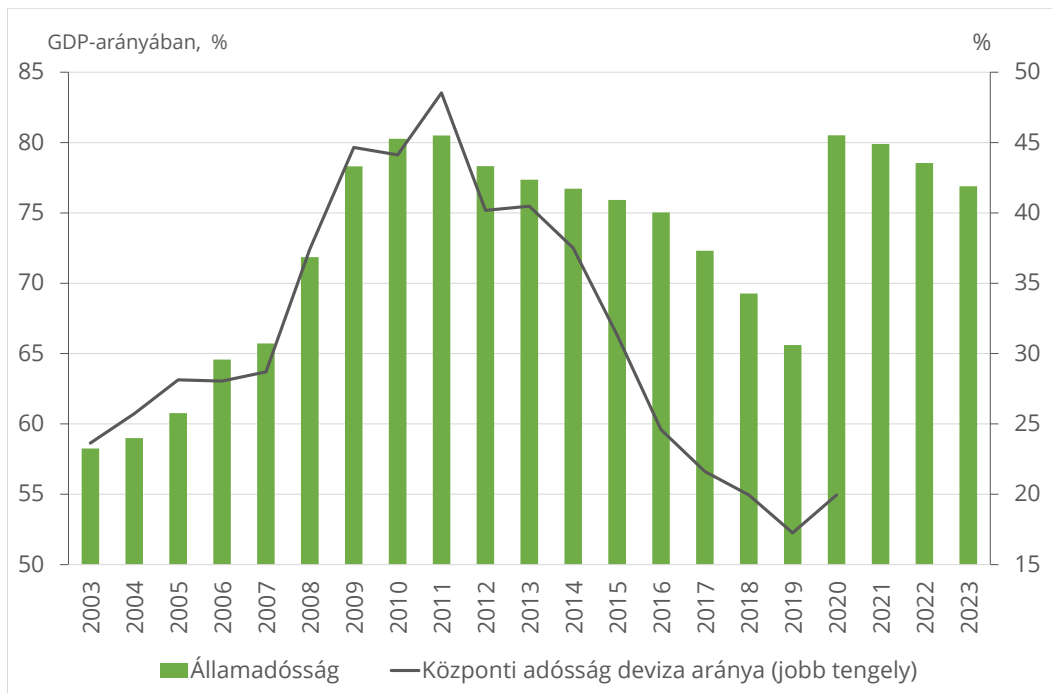
23. ábra: A dinamikus komponens és részeinek kumulált hatása az adósságrátára (2020 = 0)



Forrás: OGRsearch

Az adósság lassú csökkenése mellett az adósságráta 2023-ban a 2014-ben tapasztalt szint körül alakulhat és várakozásunk szerint több mint 10 évre lesz szükség ahhoz, hogy az államadósság GDP-arányos értéke visszatérjen a válság előtti, azaz a 2019-ben mért 65,5 százalékos szintjére.

24. ábra: Az államadósságráta és a devizaarány

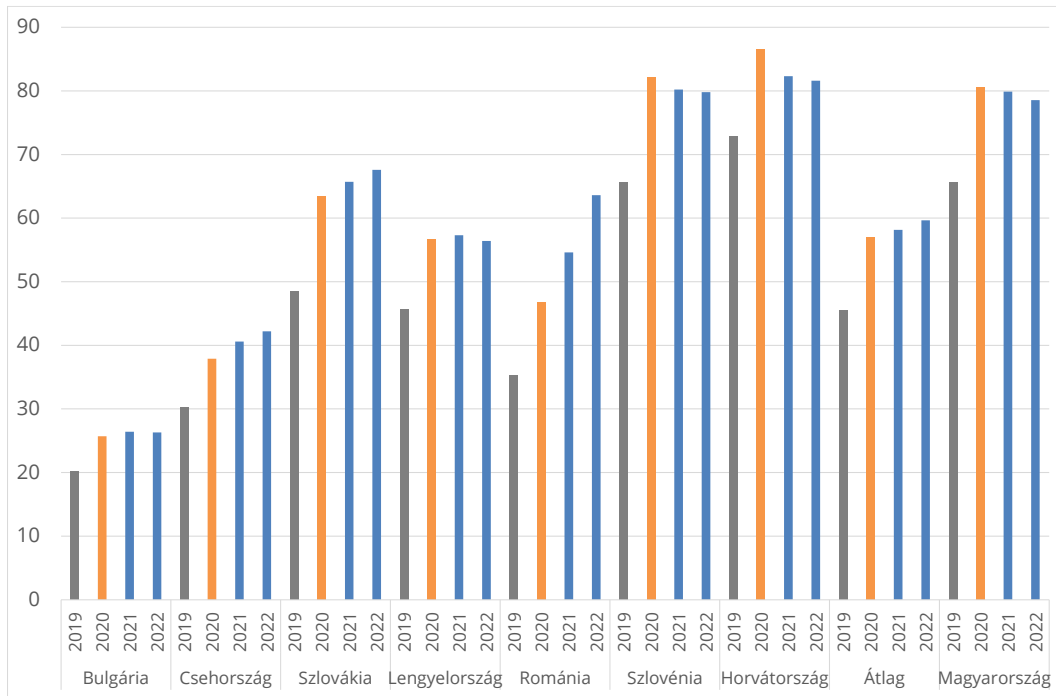


Forrás: OGRResearch

2020-ban jelentősen növekedett a devizafinanszírozás államadósságon belüli aránya, ami egyrészt a friss devizakötvény kibocsátások, másrészt a forintárfolyam gyengülésének hatását tükrözi. Feltevésünk szerint az Államadósság Kezelő Központ 2021-től folytatja a külföldi finanszírozás csökkentésére vonatkozó stratégiai célkitűzésének megvalósítását, és 2021-ben nem kerül sor devizakötvény kibocsátására. Így 2021-től a devizaadósság arányának folytatódó csökkenésére számítunk (24. ábra).

A hazánk számára meghatározó, hasonló fejlettségű uniós országok csoportjában az államadósság ráta az európai bizottság előrejelzése szerint 2020-ban átlagosan 11,5 százalékponttal, a GDP 57 százalékára emelkedett (25. ábra). Az elkövetkező években a nagyobb fiskális mozgástérrel rendelkező uniós országokban várhatóan folytatódik az adósságráta emelkedése, míg a jobban eladósodott országok már az unió várakozása az adósságrátáik csökkentésére törekednek.

25. Ábra: Államadósság ráták alakulása a régióban (GDP arányában, százalék)



Forrás: Európai Bizottság, Ameco adatbázis, OGR számítás

4 Felhasznált irodalom

Consensus Economics (2021): Eastern Europe Consensus Forecasts, April 2021

European Commission (2020): European Economic Forecast. Autumn 2020

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/autumn-2020-economic-forecast_en

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

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/winter-2021-economic-forecast-challenging-winter-light-end-tunnel_en

International Monetary Fund (2021): World Economic Outlook, 2021 April

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>

Köllő János (2020): Foglalkoztatás a koronavírus-járvány első hullámának idején (Munkaerőpiaci Tükör)

https://kti.krtk.hu/wp-content/uploads/2020/12/mt_2019_220-232.pdf

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

<https://www.parlament.hu/documents/126660/39139639/4-2021.04.15.+V%C3%A9lem%C3%A9ny+Magyarorsz%C3%A1g+2021.+%C3%A9vi+k%C3%B6zponti+k%C3%B6lts%C3%A9gvet%C3%A9s%C3%A9r%C5%91l+sz%C3%B3l%C3%B3+t%C3%B6rv%C3%A9nyjavaslat+tervezet%C3%A9r%C5%91l.pdf/2ae5ceba-900f-b3ad-a742-0c72bd844083?t=1618497786155>

Magyarország Kormánya (2021): T/15974. számú törvényjavaslat a Magyarország 2021. évi központi költségvetéséről szóló 2020. évi XC. törvény módosításáról

<https://www.parlament.hu/irom41/15974/15974.pdf>

Magyar Nemzeti Bank (2020): Költségvetési Jelentés, Féléves elemzés az államháztartási folyamatokról – 2020. október

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/koltsegvetes-i-jelentes/koltsegvetes-i-jelentes-jelentesek/koltsegvetes-i-jelentes-feleves-elemzes-az-allamhaztartasi-folyamatokrol-2020-oktober>

Magyar Nemzeti Bank (2019): Költségvetési jelentés: A 2020. évi költségvetési törvényjavaslat elemzése, 2019 július

Magyar Nemzeti Bank (2021): Inflációs jelentés, 2021 március

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2021-03-25-inflacios-jelentes-2021-marcius>

Magyar Nemzeti Bank (2021): Hitelezési folyamatok, 2021 március

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/hitelezesi-folyamatok/hitelezesi-folyamatok-2021-marcius>

OECD (2020): OECD Economic Outlook, Volume 2020, Issue 2

<https://www.oecd-ilibrary.org/sites/69cd5d72-en/index.html?itemId=/content/component/69cd5d72-en>

PÉNZÜGYMINISZTERIUM (2020): Makrogazdasági és költségvetési előrejelzés, 2020-2024, 2020 december

<https://cdn.kormany.hu/uploads/document/d/dc/dc2/dc2bd13d9db38740b471a0ee5759957d6fc56f08.pdf>

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

5 Függelék

5.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nominális Kamatláb						<i>Előrejelzés</i>		
Éves kamat (%)	0.7	0.1	0.3	0.1	0.5	0.6	1.2	1.5
Eurozóna kamatláb (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Árfolyam								
Nominális árfolyam (EUR/HUF)	311.5	309.3	318.8	325.3	351.2	360.0	358.2	359.7
(változás % év/év)	0.5	-0.7	3.1	2.0	7.9	2.5	-0.5	0.4
Árak								
Inflációs cél (% év/év)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Fogyasztói árindex (% év/év)	0.5	2.5	2.9	3.6	3.4	4.0	3.2	3.0
GDP deflátor (% év/év)	1.4	3.9	4.8	4.8	5.7	5.0	3.5	3.1
GDP								
Reál GDP (% év/év)	2.1	4.3	5.4	4.6	-5.0	3.9	4.9	3.7
Kibocsátási rés (Potenciális GDP-arányában, %)	-0.9	0.2	1.9	2.5	-3.5	-2.2	-0.9	-0.2
Fiskális változók								
Költségvetési hiány (GDP arányában, %)	1.8	2.4	2.1	2.1	8.1	7.5	5.5	3.9
Ciklikusan igazított hiány (GDP arányában, %)	2.2	2.3	1.1	0.8	9.8	8.6	6.0	4.0
Államadósság (GDP arányában, százalék)	75.0	72.3	69.3	65.6	80.5	79.9	78.5	76.9

Forrás: OGRResearch

5.2 A modell bemutatása

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

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

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

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

A modell egy ún. félstrukturális makroblokk és egy fiskális blokk összekapcsolásából áll össze, a kettő közötti kapcsolatot pedig részben egy viszonylag részletes hozamgörbe szerkezet biztosítja. A makroblokk 4 kulcsösszefüggésre épül az IS görbére, a Phillips görbére, a tőkepiaci egyenletre és a monetáris politikai szabályra. A fiskális politika alapesetben egy strukturális deficit célt követ, ahol egy autoregresszív sémának megfelelően közeledik a strukturális deficitcél a hosszútávú egyensúlyi értékéhez (középtávú cél azaz MTO). Ettől a szabálytól a fiskális politika eltérhet, ami egy tervezett fiskális impulzusnak felel meg (pl. nem az MTO-hoz tart a politika).

26. ábra: A fiskális blokk kapcsolatrendszere a makrováltozókkal

