

Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés (2025-2027) című elemzés frissítése

Elemzés a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2024. október 15.



Augusztin Anna – Kerekes András – Köber Csaba – Szilágyi Katalin

Vezetői összefoglaló

Mind a világgazdaság, mind a magyar gazdaság szempontjából a 2023-as év a kiugróan magas infláció letöréséről szólt. Bár az infláció világszerte érdemben mérséklődött, és utat nyitott a monetáris kondíciók enyhítésének, a globális folyamatok továbbra is komoly kihívásokat jelentenek a hazai gazdaságpolitikának.

Az infláció ugyan világszerte drasztikusan korrigálódott, de sajnos korántsem mondhatjuk, hogy legyőztük volna. Magyarországon – csakúgy, mint a fejlett világ többségében – elsősorban a gazdaságpolitika hatókörén kívül eső tényezők (nyersanyagárak, élelmiszerek) árdinamikája fordult meg, az alapfolyamatokat jobban megragadó (maginflációs) mutatók továbbra is magasak. A historikus átlagát jóval meghaladó szolgáltatás-infláció és a meglóduló nominális bérdinamika arra utal, hogy az infláció ragadóssá válhatott, és az utóbbi évek inflációs tapasztalata beépült a vállalati és lakossági várakozásokba is. Ez pedig hosszú távon azzal a veszéllyel jár, hogy a monetáris kondíciók a vártnál tovább maradnak szigorúak, ami önmagában is fékezi a gazdasági teljesítményt. Ráadásul a világ számos régiójában éleződő konfliktusok és a tartóssá váló háborús helyzetek (elsősorban a Közel-Keleten és Ukrajnában) miatt a globális termelés és a szállítás kockázatai is tartósulnak. Ez pedig azt jelenti, hogy a kínálati kapacitások hosszabb távon is beszűkülhetnek, ami tovább erősíti az inflációs folyamatokat.

A magyar gazdaság szempontjából különösen aggasztó, hogy a fejlett országok közül Németország teljesít a legkevésbé jól. Mind az idei évben beérkező adatok, mind a jövőre vonatkozó előrejelzések alapján úgy tűnik, hogy a magyar gazdaság számára leginkább fontos fellevevőpiac, a német gazdaság más régiókhoz képest rosszabb helyzetbe került a nagy világpolitikai turbulenciák hatására. Tavalyi anyagunkban részletesen elemeztük a német gazdaság évek óta tudható strukturális gyengeségeit (az energaintenzív termelést, a technológiai lassulást, az amortizálódó infrastruktúrát, az aggasztó demográfiai folyamatokat), amelyek a nagy orosz és kínai kitétséggel párosulva a világgazdaság motorjából a világgazdaság beteg emberévé tették Németországot. Ennek tükörképeként a magyar gazdaságot az idei évben már nem hajtja, hanem jócskán fékezi a korábban húzóágazatnak számító feldolgozóipar. Elsősorban ez az oka annak, hogy a hazai növekedésre vonatkozó előrejelzésünket (az alacsonyabb várható külső kereslettel összhangban) némiképp csökkentettük.

A nehéz gazdasági feltételek a hazai költségvetési politika számára is gondot okoznak. A magyar fiskális jelzőszámok évek óta bajt jeleznek: a költségvetési hiány és az adósságráta a koronavírus-járvány alatt megugrott, de azóta sem tudott visszatérni a pandémiát megelőző szintre. Történt ez annak ellenére, hogy a 2022-es választási év után a kormányzat tavaly és idén is próbált visszafogott maradni, adóemelésekkel és valódi kiadási megszorításokkal is javítani az egyenleget. A rossz költségvetési helyzet tehát nem a fiskális kiengedés, hanem a pangó konjunktúra és a

magasan ragadt kamatkiadások következménye. Az adósságráta csökkenése is erősen lelassult, és jóval elmaradt a tervezettől: a GDP arányos államadósság a GDP 73,5 százalékát teszi ki. Ráadásul a pandémia előtti évekkel ellentétben nem a dinamikus gazdasági növekedés számít igazán, hanem a magas infláció: a magasan ragadt GDP-deflátor mellett a reálkamat-terhek érdemben csökkentek. Összességében azonban a költségvetésre és a gazdaság egészére is elmondható, hogy a hazai gazdaság az elmúlt évek sorozatos globális sokkjai és országspecifikus kilengései hatására nem tud visszatérni az egyensúlyi pályájára.

Az előrejelzési horizonton (2024-27) a legtöbb nemzetközi intézménnyel összhangban azt várjuk, hogy a világgazdasági helyzet az infláció normalizálódása miatt az idei évben valamelyest javul. A hazánk számára legfontosabb német és európai kilátások azonban még mindig borúsak: a strukturális problémák a következő években is visszafogják fő exportpiacainkat. Az infláció mérséklődésével az idei év második felében a kamatok is világszerte csökkenésnek indultak, a monetáris feltételek további lazulására is számítunk. Ezzel valamelyest ellentétesen a költségvetés gazdaságélénkítő mozgástere külső piacainkon erősen szűkül az Unióban újra érvénybe lépő fiskális szabályok miatt. Ezek a folyamatok Magyarország lehetőségeit is erősen korlátozzák.

Ezen külső feltételek mellett arra számítunk, hogy az idei évben a magyar gazdaság lassú növekedésnek indul, ám a visszapattnás jóval mérsékeltebb lesz, mint amire áprilisban számítottunk. Az alacsony növekedés egyrészt arra vezethető vissza, hogy előrejelzésünk szerint a globális és a hazai kereslet csak lassan áll vissza potenciális szintjére (vagyis a kibocsátási rés mind a legfontosabb exportpiacunkon, mind itthon tartósan negatív marad). Másrészt meglehetősen pesszimisták vagyunk a magyar gazdaság tartós növekedési potenciáljával kapcsolatban: a demográfiai folyamatok alapján a növekedés extenzív forrásai kimerülőben vannak, miközben egyelőre nem látunk olyan fejleményt, amely tartósan felpörgethetné a magyar gazdaság termelékenységét. Áprilisi anyagunkban foglalkoztunk az újrainduló uniós forrásokkal és az épülő akkumulátorgyárakkal, amelyekről a közbeszéd érdemi növekedési hatást vár, ám mindkét tényezővel kapcsolatban továbbra is szkeptikusak vagyunk. Mivel a fiskális politikának sem lesz tere a gazdaság élénkítésére, várakozásunk szerint a következő évek növekedése ugyan magasabb lesz az Európai Unió átlagánál, tehát a konvergencia folytatódni fog, azonban jócskán elmarad majd a koronavírus-járvány előtti évektől.

Várakozásunk szerint idén és jövőre is folytatódik a fiskális kiigazítás. Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos hiány 2024-ben is 4,5 százalék körül alakul. A makrogazdasági pálya és a költségvetési automatizmusok alapján a következő években (2025-27 között) is a 3 százalékos célt meghaladó hiányra számítunk. Bár az elmúlt évek tapasztalatai alapján a kormány egyszeri intézkedésekkel, diszkrecionális, átmeneti adókivetésekkel, illetve a beruházások visszafogásával és késleltetésével képes lehet jelentősen javítani a hiányon, előrejelzésünk arra világít rá, hogy a ma ismert intézkedések egyelőre kevésnek bizonyulhatnak a 3 százalékos hiánycél eléréséhez. Tehát: az

államadósság csökkentése és az idéntől ismét érvényes uniós fiskális szabályoknak való megfelelés érdekében az eddig nyilvánosságra került intézkedéseknél több kiigazításra lesz majd szükség, a makrogazdasági pálya önmagában nem lesz elegendő a hiány érdemi csökkentéséhez.

A reálgazdasági és fiskális előrejelzésünk alapján a 2021 óta újrainduló adósságcsökkenés lelassul: a GDP-arányos államadósság a következő években lényegében stagnál. Ugyan a gazdasági növekedés önmagában csökkenti az adósságrátát, azonban a mérsékelt konjunkturális kilátások miatt a növekedés egyedül nem fogja tudni semlegesíteni a magasan ragadó reálkamatok és a gyengülő árfolyam hatását. Az elmúlt években az ún. dinamikus tényezők (a növekedés mellett a magas infláció következtében beeső reálkamat és az erősödő reálárfolyam) rendre az adósságráta csökkenésének irányába hatottak. Előrejelzésünk szerint az adósságráta ezen fájdalommentes csökkentésének időszaka véget ért. A várt árfolyamgyengülés és a magas kamatok mind a forint-, mind a defizaadósság törlesztését növelik, így megakasztják az adósságcsökkenést. Ezért az elsődleges egyenleg mostani lassú javítgatásánál drasztikusabb fiskális megszorítás szükséges ahhoz, hogy az adósságráta az elkövetkező években is érdemben csökkenő pályán maradjon.

Az alappályánk főbb makrogazdasági mutatói

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Nominális Kamatláb									Előrejelzés			
Éves kamat (%)	0.7	0.1	0.3	0.1	0.5	1.3	8.7	10.3	6.0	5.2	4.7	4.4
Eurozóna kamatláb (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	3.8	4.1	3.0	2.6	2.5
Árfolyam												
Nominális árfolyam (EUR/HUF)	311	309	319	325	351	359	391	382	393	400	409	416
(változás % év/év)	0.5	-0.7	3.1	2.0	7.9	2.1	9.1	-2.4	2.9	1.9	2.1	1.8
Árak												
Inflációs cél (% év/év)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Fogyasztói árindex (% év/év)	0.4	2.4	2.8	3.3	3.3	5.1	14.5	17.6	3.7	3.5	3.2	3.1
GDP deflátor (% év/év)	1.3	4.0	4.8	4.8	6.4	6.4	14.2	14.7	7.8	3.5	3.2	3.1
GDP												
Reál GDP (% év/év)	2.1	4.3	5.4	4.6	-5.0	7.1	4.6	-0.9	1.4	2.7	2.8	2.9
Kibocsátási rés (Potenciális GDP-arányában, %)	-0.9	0.1	1.8	2.5	-2.1	-0.2	0.5	-2.0	-2.0	-1.5	-1.2	-0.8
Fiskális változók												
Költségvetési hiány (GDP arányában, %)	1.8	2.5	2.1	2.0	7.6	7.2	6.2	6.7	4.5	3.9	3.5	3.3
Ciklikusan igazított hiány (GDP arányában, %)	1.4	2.5	2.8	3.2	6.6	7.0	6.5	5.8	3.6	3.3	3.0	3.0
Államadósság (GDP arányában, százalék)	74.9	72.1	69.1	65.3	79.3	76.7	74.1	73.5	73.0	71.6	71.4	71.0

Forrás: OGRsearch számítás

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	2
1 Bevezető	7
2 Meghatározó hazai trendek	8
2.1 Makrogazdasági helyzetkép	8
2.1.1 Reálgazdaság	8
2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság	11
2.1.3 Infláció és monetáris politika	13
2.1.4 Hitelezés	16
2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete	17
2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság	19
2.2.1 Költségvetési hiány 2023-ban	19
2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezők 2023-ig	20
3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk	22
3.1 Meghatározó nemzetközi trendek	22
3.2 Külső feltevések	26
3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok	27
3.4 Költségvetési folyamatok	31
3.5 Államadósság	36
4 Felhasznált irodalom	39
5 Függelék	41
5.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói	41
5.2 A modell bemutatása	41

Ábrajegyzék

1. ábra: Reál GDP növekedés – felhasználás oldal (év/év, százalék)	9
2. ábra: Reál GDP növekedés – termelés oldal (év/év, százalék)	10
3. ábra: Kiskereskedelmi forgalom és ipari termelés (szezonális és naptárhatástól megtisztított volumenindex, 2021 átlaga = 100)	11
4. ábra: Munkaerőpiaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, százalék)	12
5. ábra: A nominális és a reálbér növekedése a teljes gazdaságban és a versenyszektorban (éves növekedés, százalék)	13
6. ábra: Éves inflációs mutatók (év/év, százalék)	14
7. ábra: A jegybanki alapkamat, illetve az egyhetes betéti kamat, az egynapos betéti gyorstender, a kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása (százalék)	15
8. ábra: Zérókupon hozamgörbe.....	16
9. ábra: A vállalati és a háztartási szektor hitelállományának éves változása (tranzakció alapú növekedés, százalék)	17
10. ábra: A feldolgozó ipari kapacitáskihasználtság és az üres álláshelyek aránya (százalék)	18
11. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása	19
12. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója	20
13. ábra: A dinamikus* komponens	21
14. ábra: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása	22
15. ábra: A világpiaci nyersanyagárak alakulása.....	23
16. ábra: A különböző IMF WEO előrejelzések gazdasági növekedés becslései a 2024-es (bal panel) és 2025-ös (jobb panel) évre (év/év, százalék).....	24
17. ábra: Az év/év infláció alakulása 2024 augusztusában és az inflációs célok.....	25
18. ábra: : Az alappálya külső feltevései	26
19. ábra: Az alappálya főbb makrováltozói	28
20. ábra: A GDP növekedésére vonatkozó előrejelzések összevetése (év/év, százalék).....	30
21. ábra: Költségvetési hiánymutatók az alappálya mentén (a GDP százalékában)	33
22. ábra: A költségvetési hiányra vonatkozó előrejelzések összevetése (GDP arányában, százalék)	35
23. ábra: : Az államadósságráta alakulása	36
24. ábra: Az államadósság kumulált változása 2023-hoz képest (2023 = 0).....	37
25. ábra: A dinamikus komponens és részeinek kumulált hatása az adósságrátára (2023=0)	38

1 Bevezető

Elemzésünk célja a költségvetési hiány és az államadósság rövidtávú, a 2025-2027 közötti időszakra vonatkozó előrejelzése. Az előrejelzés elkészítésekor a 2024. október elejéig bejelentett költségvetési intézkedéseket vettük figyelembe.

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

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

2 Meghatározó hazai trendek

2.1 Makrogazdasági helyzetkép

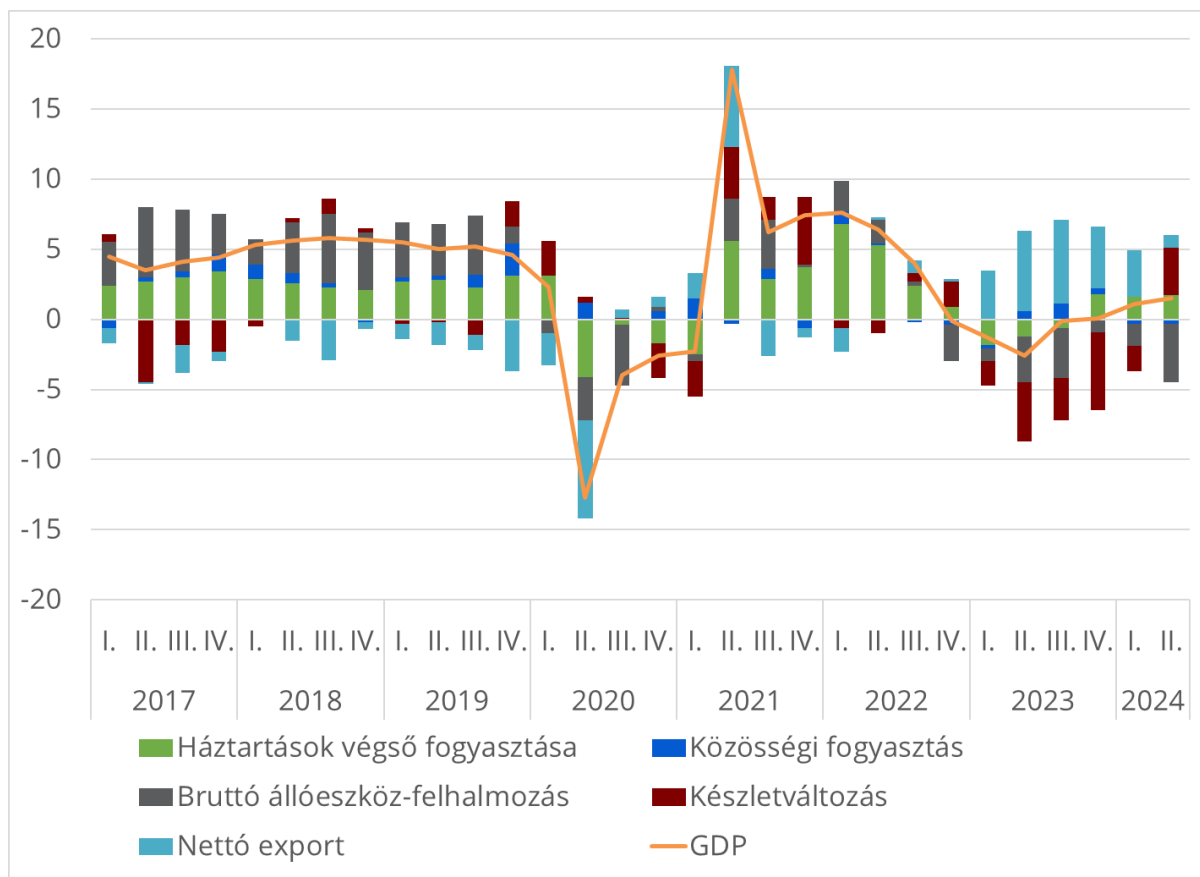
2.1.1 Reálgazdaság

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

Várakozásunknak megfelelően, az idei év során a gazdasági teljesítmény újra növekedésnek indult, az első félévében a bruttó hazai kibocsátás körülbelül egy százalékkal haladta meg a tavalyi évét. Ez a kilábalás igen lassúnak mondható, szezonálisan igazított negyedéves alapon a második negyedéves gazdasági teljesítmény kismértékben ugyan, de elmaradt az első negyedhez képest.

Az első két negyedéves adat és a harmadik negyedév eddigi beérkezett információi alapján az idei évi növekedési prognózisunkat lefelé módosítottuk az áprilisi előrejelzéshez képest.

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



Forrás: KSH, OGR számítás

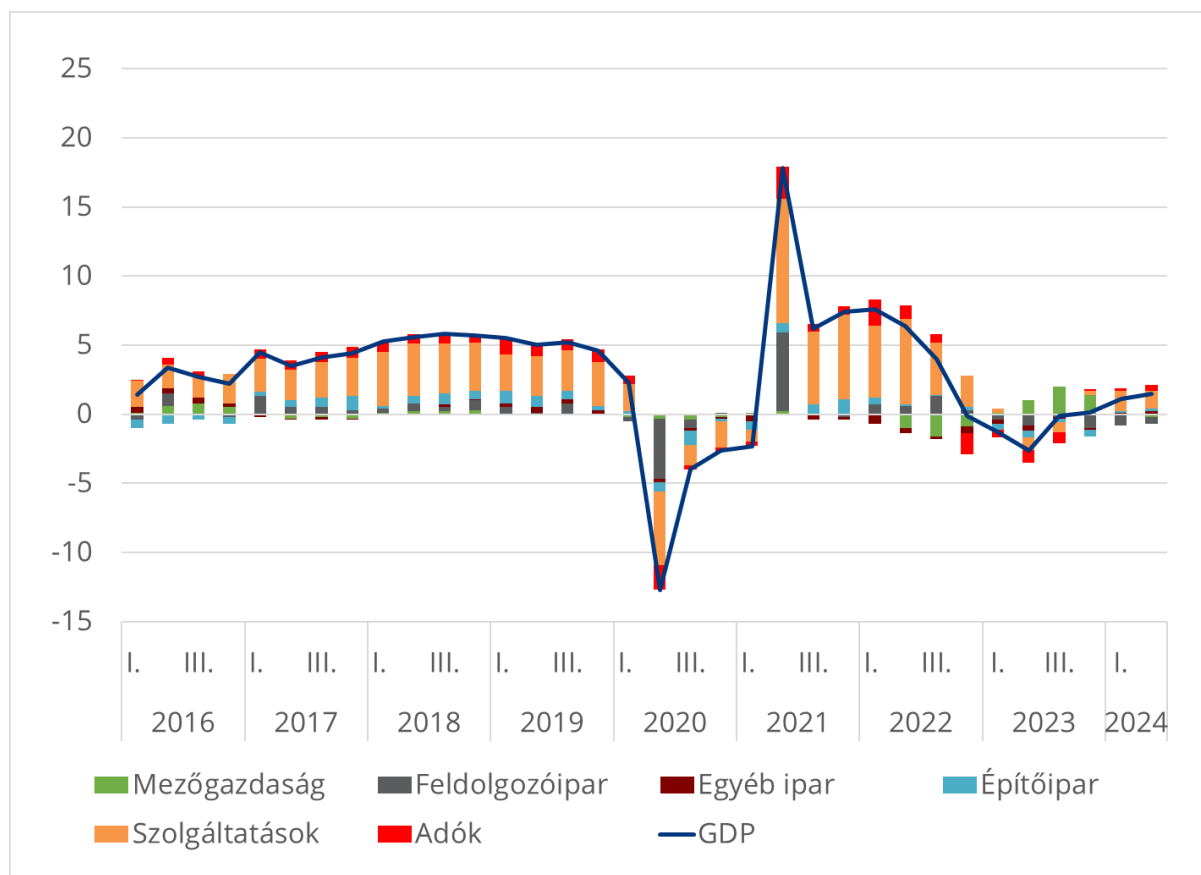
A felhasználási oldali adatok alapján elmondható, hogy tavaly a nettó export egyenlege mérsékelte leginkább a visszaesést (5 százalékpontos hozzájárulás az éves növekedéshez), amelynek háttérében az import drámai, az exportnál nagyobb mértékű csökkenése állt. Idén ez a dinamika folytatódott; a hazai import az első negyedévben tovább csökkent, majd a második negyedévben csak kismértékben növekedett (1. ábra). Így a még mindig gyengélkedő külső kereslet és export ellenére is a nettó export az év első két negyedévében pozitívan járult hozzá a hazai növekedéshez.

A belső kereslet jelentősen visszaesett a tavalyi év során, a végső fogyasztás 1 százalékkal csökkent éves szinten. A csökkenés 2023 első negyedévében érte el a mélypontot mind a háztartási, mind a közösségi fogyasztás esetében. A szezonálisan igazított negyedév/negyedév dinamikák azt jelzik, hogy az idei évben a fogyasztás folytatta a tavaly megkezdett visszapattanást, mind az első, mind a második negyedévben növekedni tudott. Ezt a növekedést a háztartások fogyasztásának élénkítése hajtja, míg a közösségi fogyasztás még mindig csökkenő tendenciát mutat.

2023-ban a beruházási kedv is jelentősen romlott, a bruttó állóeszköz-felhalmozás éves szinten 7,5 százalékkal csökkent. A beruházási kedv az idei év első két negyedévében sem tudott érdemben javulni, **a bruttó állóeszköz-felhalmozás immáron ötödik negyedéve csökken negyedév/negyedév alapon, és a legnagyobb visszaesést az idei év második negyedévében**

produkálta. Bár ezt valamelyest kompenzálta ugyanebben a negyedévben a készletváltozás megugrása, de összességében elmondható, hogy **a beruházási kedv továbbra is kifejezetten gyenge, alig látszanak a kilábalás jelei.** Ennek a szektornak a teljesítménye elmarad az áprilisi várakozásunktól.

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



Forrás: KSH, OGR számítás

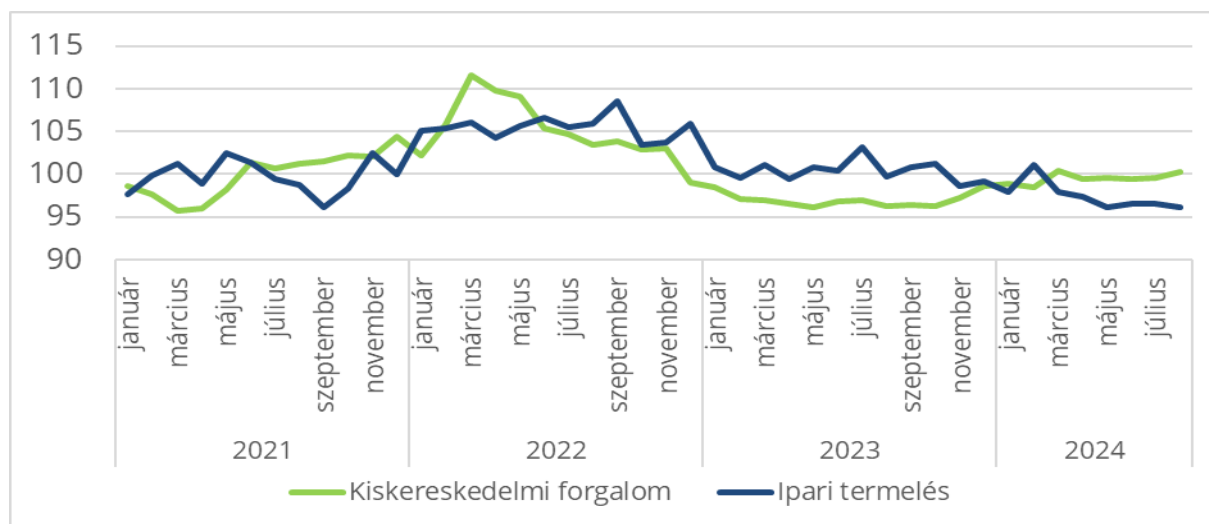
A termelés oldali GDP adatok azt mutatják, hogy a tavalyi éves visszaesés széleskörű volt, csupán a mezőgazdaság kibocsátása nőtt. Az éves növekedéshez az agrárium 2,1 százalékponttal járult hozzá, ennek hiányában a gazdaság 3 százalékkal esett volna vissza 2023-ban. A mezőgazdaság visszapattanása döntően a megelőző, aszályos év alacsony bázisának köszönhető. **Az idei év első két negyedévében a mezőgazdaság teljesítménye elmaradt az előző negyedévekhez képest** szezonálisan és naptárhatással igazított adatokon számítva. Ez a vészjósló gazdasági eredmény az év során a várakozások szerint tovább fog romlani, hiszen **a jelentősnek számító aszályos nyári hónapok miatt a harmadik negyedévben várható a szektor legnagyobb visszaesése.**

Az ipari szektor tavalyi év egészében gyengélkedett, különösen az utolsó negyedévben (5 százalékos év/éves csökkenés), főleg a feldolgozóipar visszaesése miatt, amely egymaga 4 százalékkal csökkent 2022-hez képest. A romló teljesítmény ugyancsak igaz volt az építőiparra is, amelynek 5,6 százalékkal csökkent az éves kibocsátása. **Az idei év első két negyedévében az ipari**

teljesítmény nem tudott érdemben javulni, negyedév/negyedév alapon mind a két negyedévben csökkent mind a feldolgozóipar, mind a többi iparág teljesítménye. Így negatívan járultak hozzá az össztermeléshez. Az építőiparban tavaly év közepe óta tartó fellendülés is lassulni látszik, a második negyedéves negyedév/negyedév növekedés volt az egyik legalacsonyabb.

A tavalyi évben az iparhoz hasonlóan a szolgáltatási szektor is visszaesést mutatott a megelőző évhez képest, a visszaesés összességében 1,5 százalékos volt. **Az idei évben a szolgáltatás szektor teljesítménye pozitívabb képet mutat, jól jelezvén a fogyasztás visszapattanását.** Így korábbi várakozásainknak megfelelően az első, és a második negyedévekben is növekedni tudott a szektor teljesítménye, ezáltal idén ez a szektor járult hozzá leginkább a gazdasági növekedéshez.

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



Forrás: KSH, OGR számítás

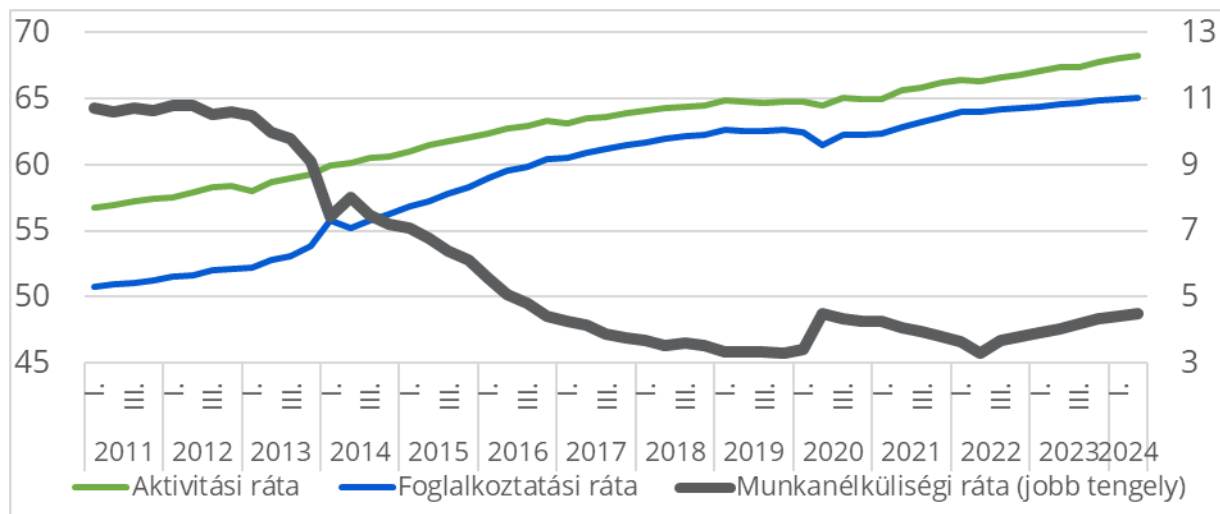
A kiskereskedelmi forgalomra és az ipari termelésre vonatkozó magasfrekvenciájú adatok jól tükrözik a GDP altételeiben tapasztalt mozgásokat (3. ábra). **A kilábalást a fogyasztás és a kiskereskedelmi forgalom hajtja, miközben az ipari termelésben nem tapasztalható érdemi javulás. A magasfrekvenciájú adatok azt mutatják, hogy a harmadik negyedévben sem várható jelentős ipari fellendülés, amely tovább erősíti a vélekedésünket, hogy érdemes az áprilisi előrejelzésben prognosztizált éves növekedési várakozásunkat lefelé módosítani.**

2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság

A gazdasági visszaesés a tavalyi évben már a munkaerőpiacon is éreztette hatását (4. ábra). A munkanélküliségi ráta a 2022-ben tapasztalt kiugróan alacsony 3,3 százalékról a tavalyi év végére fokozatosan emelkedett 4,3 százalékra. A ráta emelkedése az idei év első két negyedévében is

folytatódott, a szezonálisan igazított foglalkoztatási és munkanélküliségi adatok szerint 4,5 százalékra nőtt. Áprilisi **várakozásainknak megfelelően a gazdasági nehézségek ellenére nem következett be drámai romlás a munkaerőpiacon**, a munkanélküliség szintje még mindig messze elmarad a történelmi átlagától. Korábbi előrejelzésünkkel összhangban **a foglalkoztatottak száma is tovább növekedett mind az első, mind a második negyedévben**. A népesség csökkenő tendenciája mellett így a foglalkoztatási ráta tovább nőtt, és elérte a 65,1 százalékot. Továbbra is tartjuk korábbi állításunkat, miszerint a hazai foglalkoztatási ráta régiós és uniós összevetésben is kiemelkedő¹ (a régióban egyedül Csehország előzi meg Magyarországot), ami arra utal, hogy Magyarország elérte a fejlett országok foglalkoztatási szintjét, és a munkaerőpiaci tartalékok kimerülőben vannak.

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

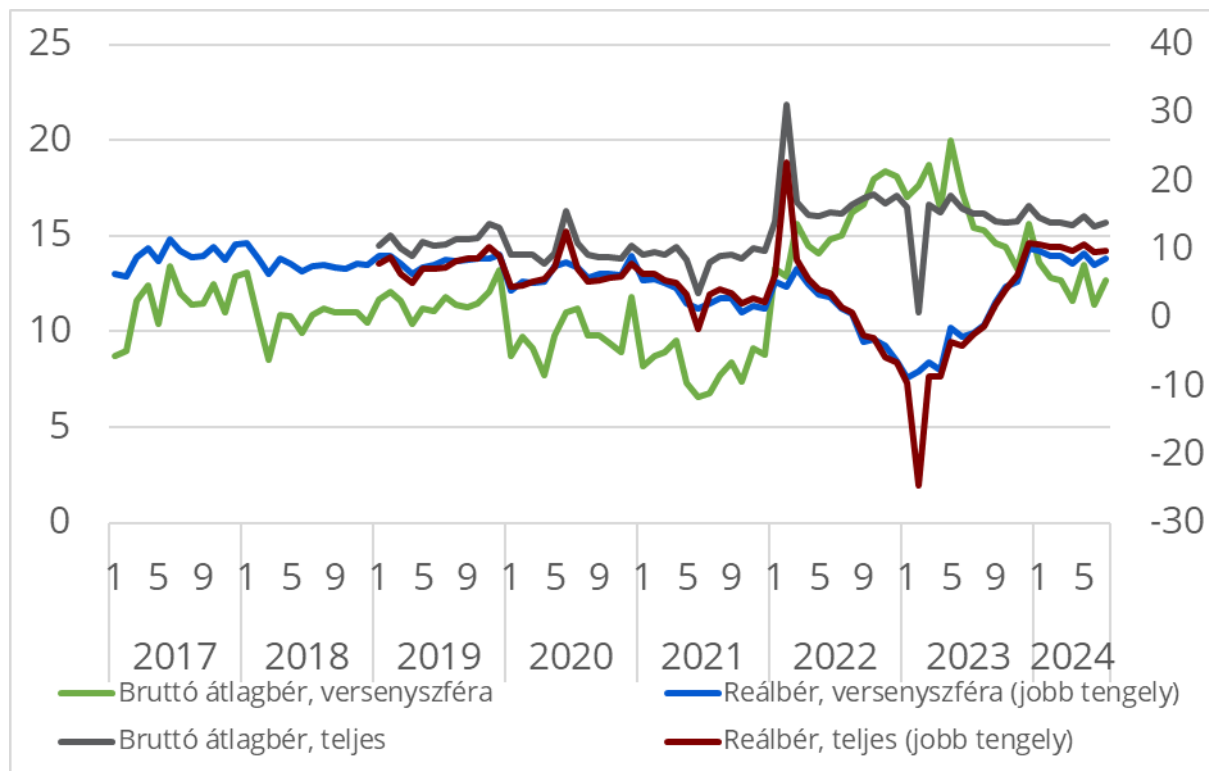


Forrás: KSH, OGResearch számítás

A 2022 óta csökkenő reálbérek a tavalyi év második felétől pozitív irányba fordultak (5. ábra). Bár a bruttó átlagbér éves növekedése szinte megszakítás nélkül lassul majdnem egy éve, az infláció ennél is drasztikusabb korrekciója lehetővé tette a reálbérek növekedését tavaly szeptembertől kezdve. A bruttó minimálbér 15 százalékos emelése januárban szintén támogatta a reálkeresetek növekedését, csakúgy, mint a pedagógusok szintén januártól érvényben lévő 32 százalékos béremelése. **Az idei évben, összhangban korábbi várakozásunkkal, a reálkeresetek növekedése mérséklődik, a teljes munkaerőpiacon tapasztalt éves alapú reálkereset-növekedés júliusban 8,6 százalék volt.** Ez az érték ugyan kisebb, mint a korábbi hónapokban, viszont még mindig relatív gyors keresetnövekedést jelent, ami összhangban a feszes munkaerőpiaci kondíciókkal a fogyasztás élénküléséhez vezet.

¹Lásd: <https://www.ksh.hu/s/helyzetkep-2023/#/kiadvany/munkaeropiac/a-15-64-evesek-foglalkoztatasi-ratajanak-alakulasa-nemek-szerint-az-eu272020-tagorszagaiban-2023>

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



Forrás: KSH, OGResearch számítás

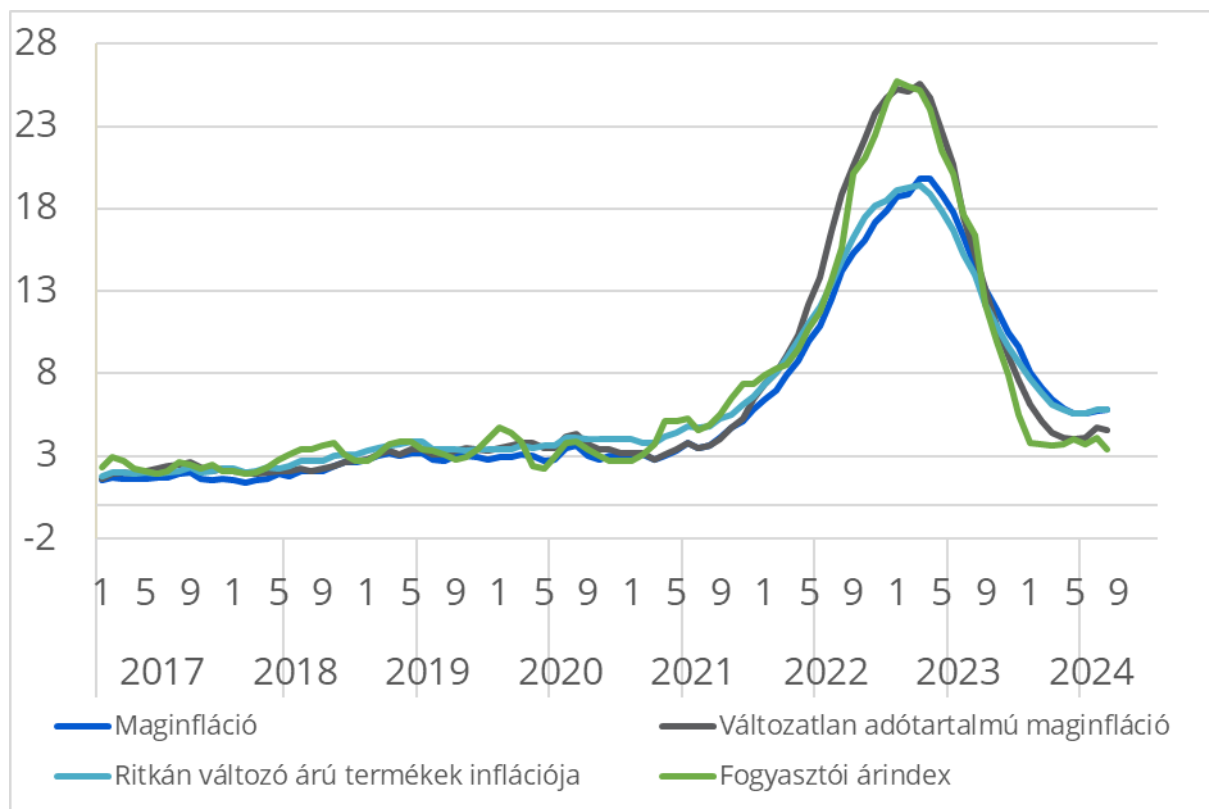
2.1.3 Infláció és monetáris politika

Az elmúlt húsz évben historikus rekordot döntő infláció a tavalyi év során 17,6 százalékos éves átlagot ért el (6. ábra). Az infláció 2023 januárjában tetőzött 25,7 százalékon, majd az áremelkedés üteme lassulásnak indult. A hazai árdinamikához képest az Eurózára áremelkedése jóval hamarabb, 2022 őszén és jóval alacsonyabb szinten, 10,6 százalékon tetőzött. A tavalyi infláció az uniós országok között messze hazánkban volt a legmagasabb.

Az infláció az idei évben gyorsan mérséklődött, szeptemberben elérte a 3 százalékot. **Az infláció mérséklődése, különösen az elmúlt két hónapban, meghaladta a várakozásunkat, mind augusztusban, mind pedig szeptemberben csökkentek az árak az előző hónaphoz képest a szezonálisan igazított adatok alapján. Így a beérkező adatokat látva az idei éves átlagos inflációs előrejelzésünket lefelé korrigáltuk az áprilisi előrejelzésünkhöz képest.**

Az inflációs főcsoportok szerinti megoszlásából látható, hogy az élelmiszerek árnövekedése jelentősen lassult, az éves infláció ebben az alcsoportban csupán 3,7 százalék volt szeptemberben. Mindemelllett a relatív alacsonyan lévő energiaárak is mérséklődtek főleg a 'Háztartási energia, fűtés' és az 'Egyéb cikkek, üzemanyagok' kategóriákat. Az infláció lassabban csökken a szolgáltatás szektorban, ahol szeptemberben még mindig éves szinten 8,4 százalékos áremelkedést figyelhettünk meg.

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

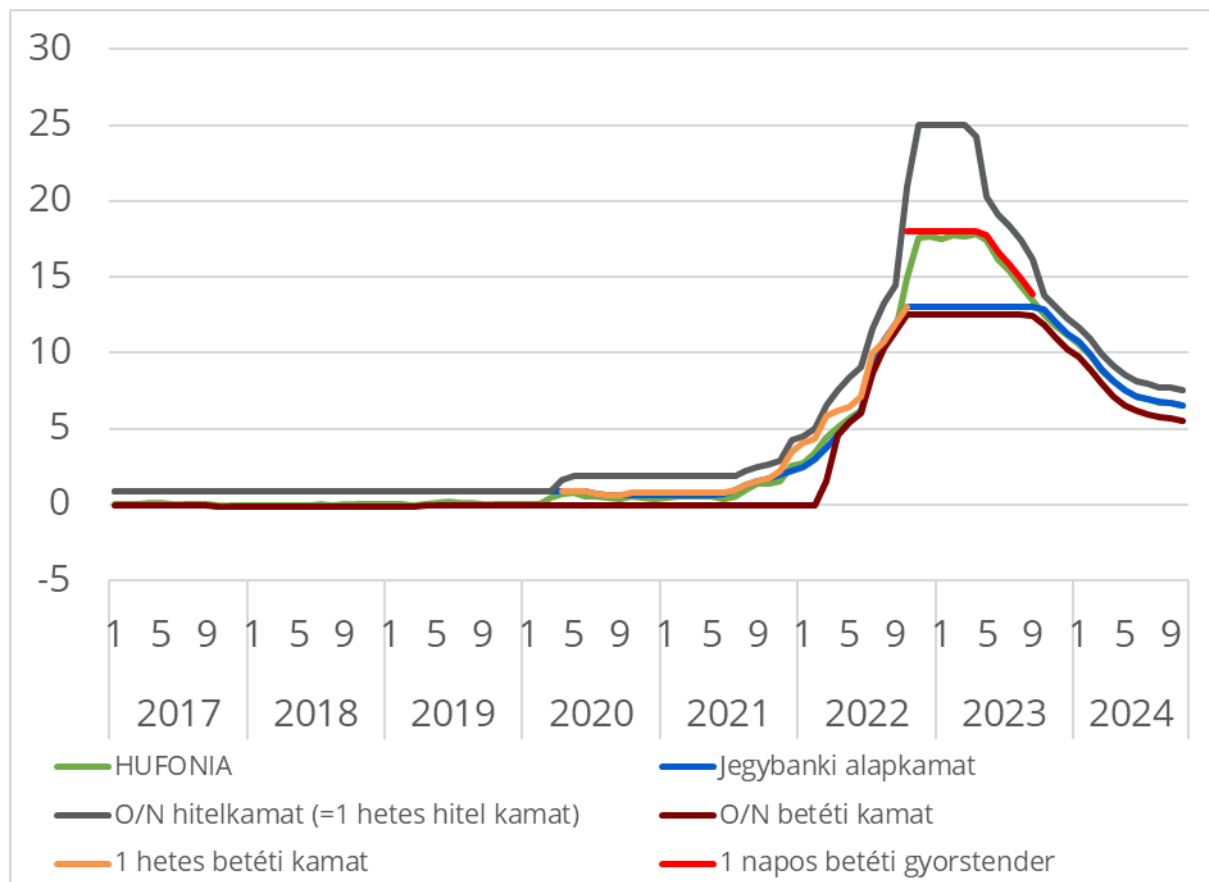


Forrás: KSH, MNB

A gazdaságban tapasztalt árnyomásról pontosabb és árnyaltabb képet adnak az úgynevezett inflációs alapmutatók, amelyek kiszűrik a különösen változékony árú termékeket (idényáras élelmiszereket, üzemanyagokat), illetve a hatósági döntések (adóváltozások, szabályozások) árakra gyakorolt hatását (6. ábra). Az alapmutatók is alátámasztják a fentebb megfogalmazottakat, miszerint **az árnövekedés ugyan lassul, viszont a gyorsan változó élelmiszertől és energiaáraktól szűrt maginfláció még mindig óvatosságra ad okot. Az inflációs várakozások továbbra is magasak, az tényinfláció fölött alakulnak, és messze felülmúlják a jegybank inflációs célját.** ² A következő hónapokban az infláció várhatóan az elmúlt hónapokhoz hasonlóan alakul majd. Ez pedig a beérkező tényadatok fényében azt jelenti, hogy az április előrejelzésünkhöz képest némileg csökkentettük az idei éves átlagos inflációs becslést.

² Az MNB felmérése szerint az idei átlagos inflációs várakozás szeptemberben 8 százalék körül mozgott volt.

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

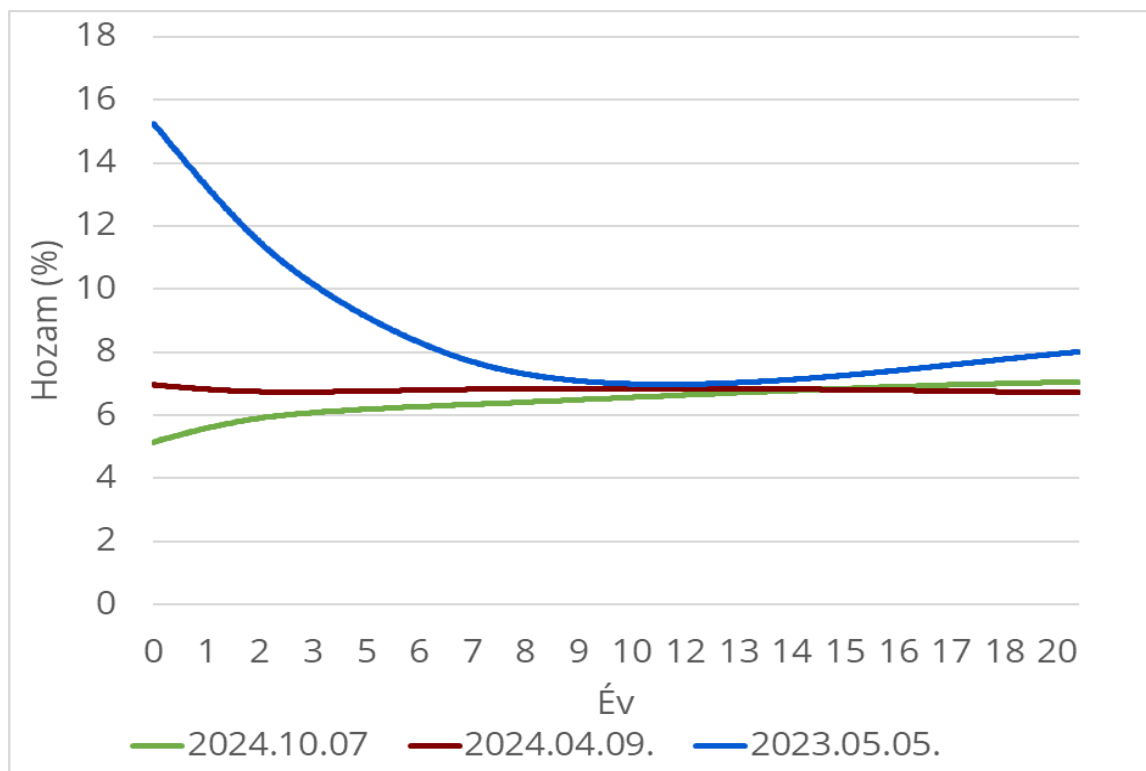


Forrás: MNB, OGRResearch számítás

Az infláció leküzdését célzó monetáris politika valójában már tavaly tavasszal elkezdte a lazítást (7. ábra). Az MNB először áprilisban a kamatfolyosó tetejét, majd májusban az egynapos betéti gyorstender kamatlábát csökkentette, ezzel párhuzamosan pedig a HUFONIA is csökkenésnek indult. Az egynapos betéti gyorstender egészen szeptemberig volt az MNB effektív irányadó eszköze, amíg el nem érte az alapkamat akkori, 13 százalékos szintjét. Ezt követően a monetáris eszközt megszüntették. Tavaly szeptembertől havi szintű, döntően 75 bázispontos kamatvágásokkal csökkentette az MNB az alapkamatot, amely március végére 8,25 százalékra esett.

Az elmúlt hónapokban a kamatcsökkentés üteme lassult; áprilisban és májusban 50 bázispontos, majd azóta 25 bázispontos kamatvágásokkal csökkenti az alapkamatot a jegybank. Így szeptember végén az alapkamat 6,5 százalékra esett. A kamatcsökkentés lassulása a várakozásunknak megfelel, azonban annak mértéke némileg agresszívabb lett, mint ahogy prognosztizáltuk – összhangban az alacsonyabb inflációval. Ennek következtében az idei éves átlagos kamatszint némileg alacsonyabb az előrejelzésünkben, mint amit áprilisban vártunk.

8. ábra: Zérókupon hozamgörbe



Forrás: Államadósság Kezelő Központ

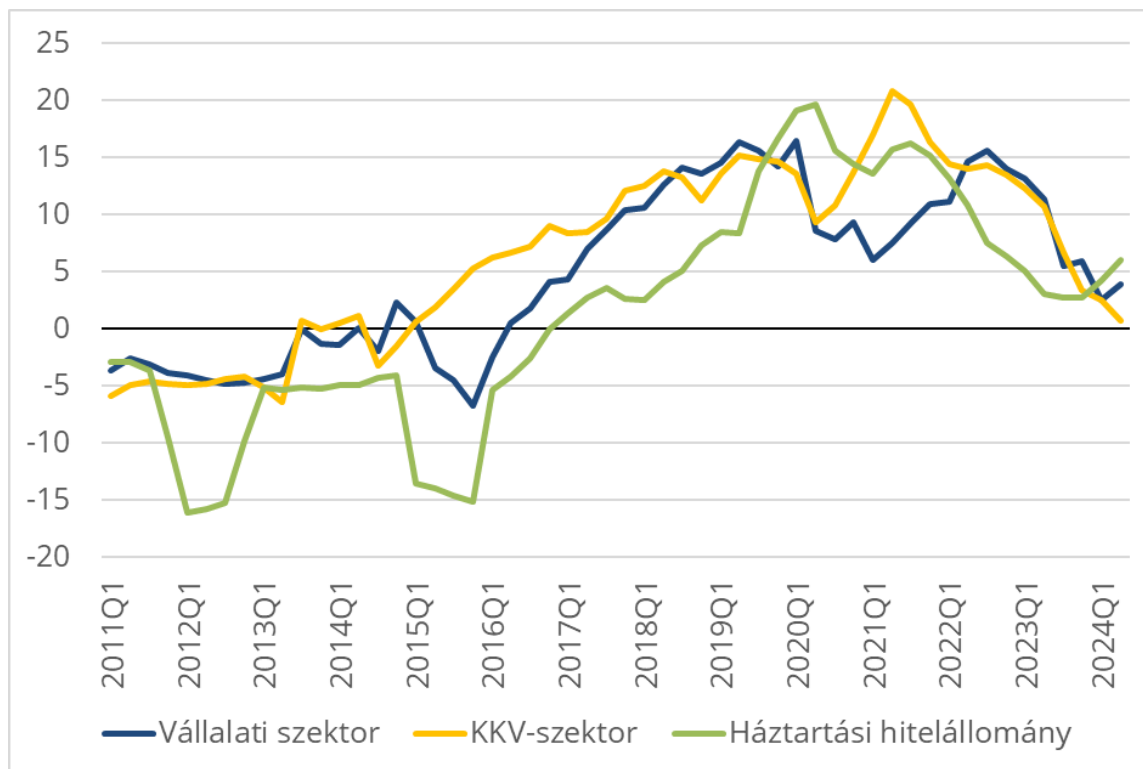
A fokozatosan lazító hazai monetáris politika és a csökkenő külső kamatok³ miatt a hozamgörbe rövid vége csökkent az áprilisi előrejelzéshez képest 5-6 százalék környékére (8. ábra). A kissé emelkedő hozamgörbe viszont azt jelzi, hogy a piac már nem számít jelentősebb kamatcsökkenésre. A görbe hosszú végén áprilisihoz képest nem változtak a hozamok.

2.1.4 Hitelezés

Az elmúlt időszak lassuló hitelezési trendje folytatódott 2023-ban is (9. ábra). A kis- és középvállalatok (KKV) esetében különösen drámai volt ez az esés, az előző év második felében csupán 6 és 5,6 százalékos volt a teljes hitelállomány növekedése. A háztartások körében is további lassulás volt megfigyelhető, a 2022-es éves átlagos 8,3 százalékos növekedés majdnem a harmadára 2,4 százalékra esett tavaly. Az idei évben ebben a szektorban is látszanak a kilábalás jelei, különösen a háztartási hitelállomány növekszik, éves szinten a második negyedévben 6,1 százalék volt. Kevésbé kedvező képet mutat a vállalati hitelfelvételi kedv, hiszen éves alapon a hitelállomány növekedése tovább lassult az idei évben.

³ Az idei harmadik negyedévben a FED, az EKB és a Bank of England is megkezdte a kamatcsökkentési ciklust (lásd részletesebben a 3.1 fejezetben).

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

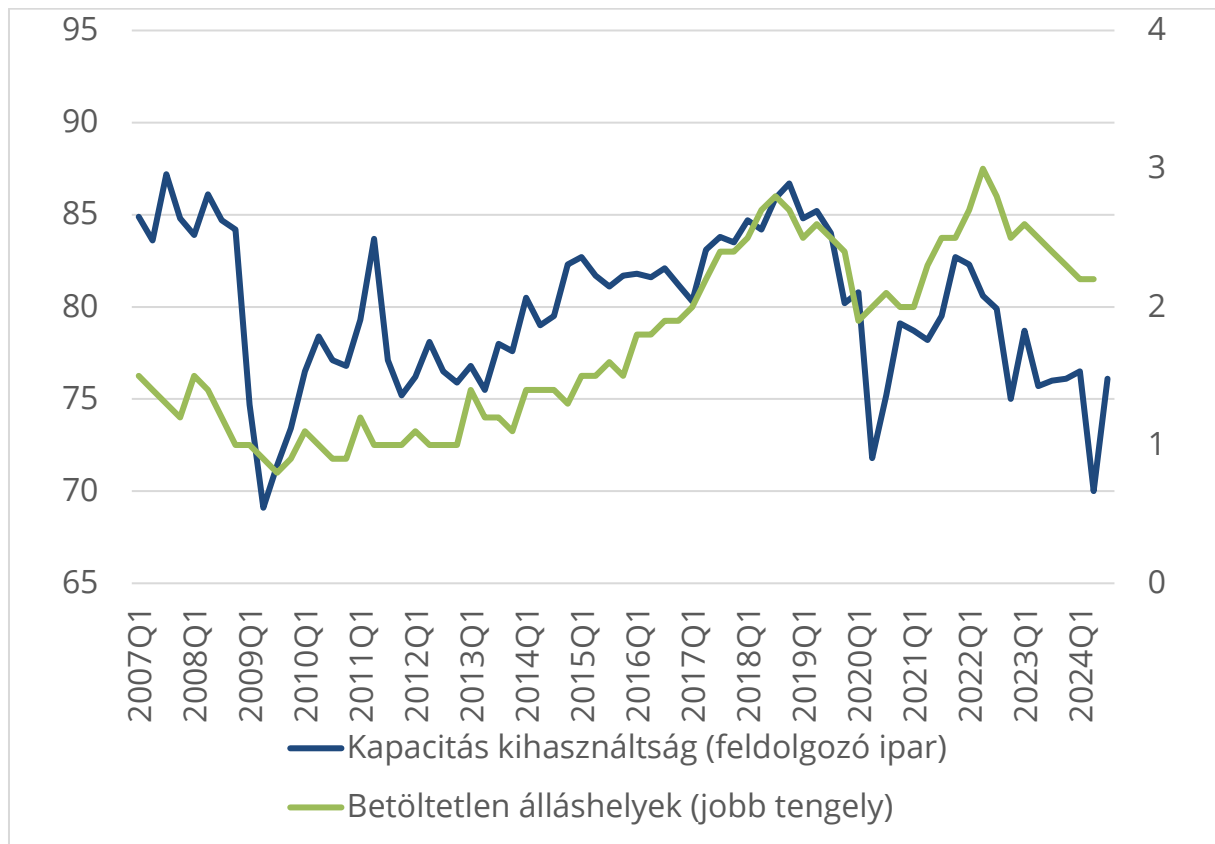


Forrás: MNB

2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete

A tavalyi év során (különösen annak első felében) a kihasználatlan kapacitások szintje nőtt, így a gazdaság jóval a potenciális kibocsátás alatt teljesített, legfőképpen az elapadó lakossági fogyasztás és a visszaeső beruházások miatt. A 2022 óta lefelé tartó kapacitás-kihasználtsági mutatók is visszaigazolják a ciklikus pozícióról alkotott képünket (10. ábra). A belső felhasználás idén fellendülésnek indult a mérséklődő inflációs és kamatkörnyezetben, de a szükséges fiskális konszolidáció és a gyengélkedő külső kereslet miatt a ciklikus pozíció csak lassan zárul; a gazdaság teljesítménye továbbra is a potenciális kibocsátási szint alatt alakul az idei évben. **A gazdaság ciklikus helyzetét az áprilisi előrejelzésünkhöz képest érdemben nem módosítottuk. A vártnál némileg rosszabb gazdasági teljesítmény a kínálati oldal (elsősorban a mezőgazdasági termelés) gyengélkedésére vezethető vissza.**

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



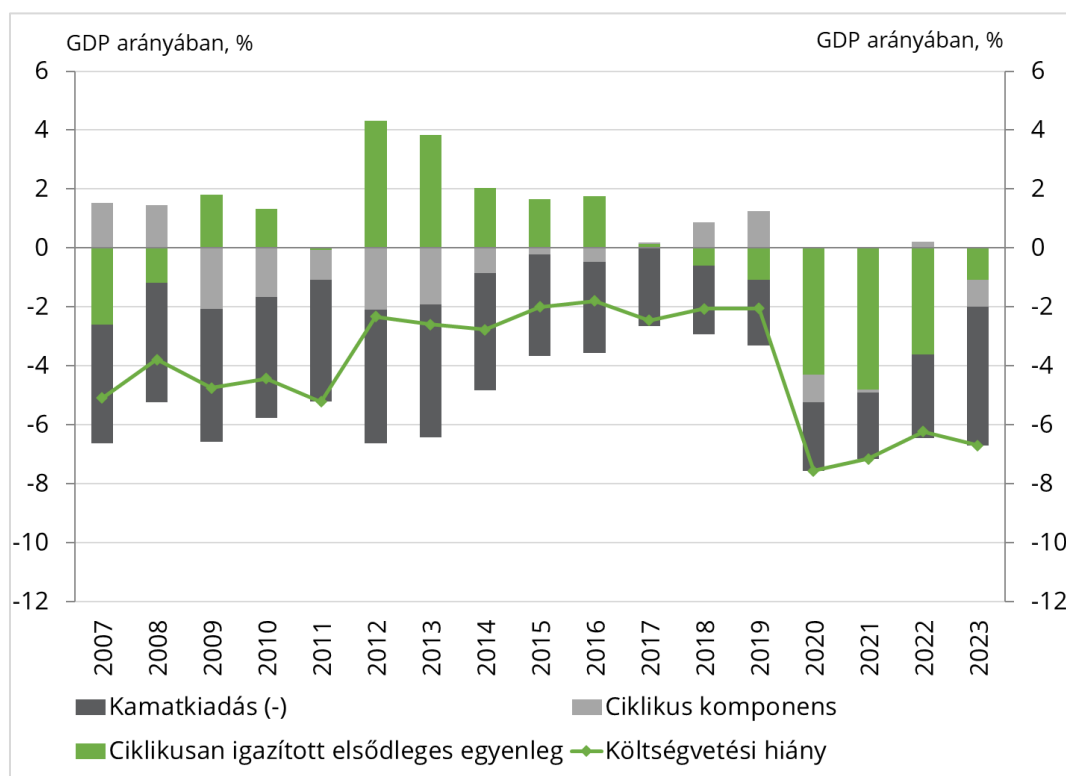
Forrás: Eurostat

2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság

2.2.1 Költségvetési hiány 2023-ban

A költségvetés eredményszámlájának (ESA) hiánya a 2024. októberi EDP adatközlés szerint a GDP 6,7 százalékát tette ki 2023-ban, ami 0,5 százalékponttal magasabb az előző évi hiánynál, és jóval elmarad az eredetileg elfogadott 3,5 százalékos, majd a módosított 5,2 százalékos céltől (11. ábra).

11. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGREsearch számítása

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

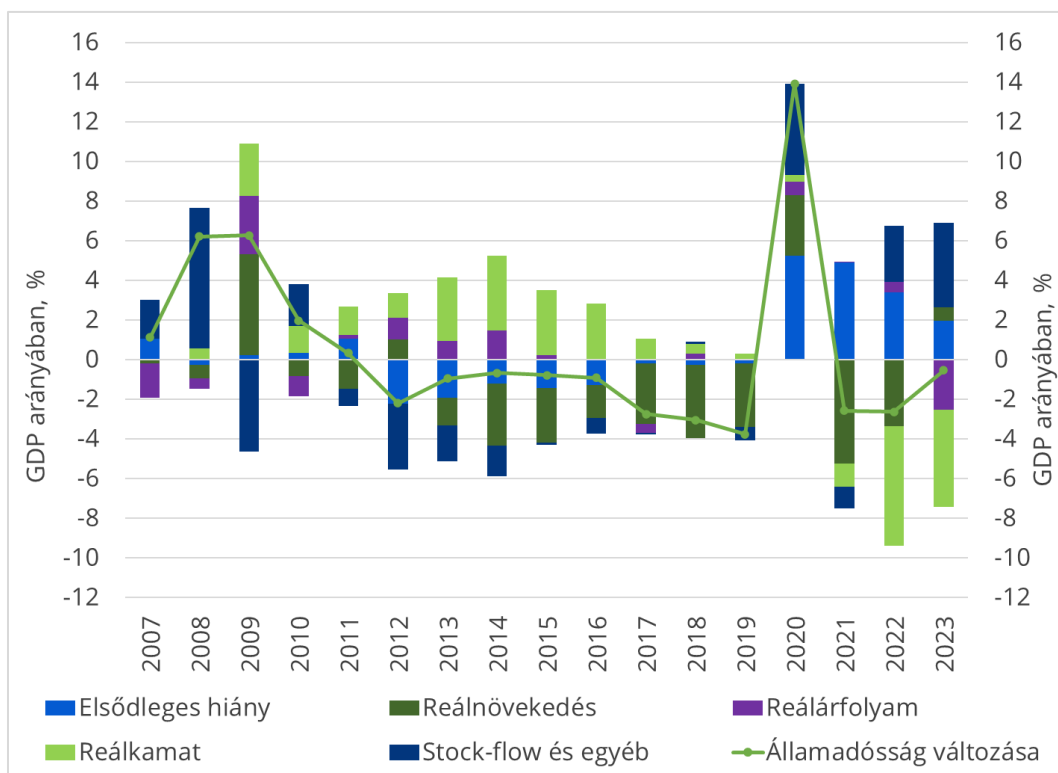
Összességében 2023-ban számos költségvetési tétel a tervezettől eltérően alakult, és a változások eredményeként a hiánycélt nem sikerült tartani. A kormányzat átmeneti bevételekkel és az érvényben lévő extraprofitadókkal igyekezett kompenzálni az általános fogalmi adókból származó bevételekiesést, a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

Elmondható tehát, hogy a tavalyi évben sem tért vissza a költségvetési egyenleg a koronavírus-járványt megelőző években megszokott alacsony deficithez: ugyan a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg javult, de a romló konjunkturális helyzet és a rendkívül magas kamatkiadások miatt a tavalyi év is kiugróan gyenge volt költségvetési szempontból. A magyar kormány nem tudta érdemben csökkenteni a teljes deficitet, a hiány még mindig jelentősen meghaladta az EU által rögzített 3 százalékos GDP-arányos célt (12. ábra).

2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői 2023-ig

A 2020-as jelentős megugrás után 2021-ben és 2022-ben is meredeken csökkent az államadósság rátája, de ez a gyorsan csökkenő trend 2023-ban lassult. A bruttó államadósság GDP-arányos értéke csupán 0,5 százalékponttal, 73,5 százalékra csökkent. Az adósság mérséklődéséhez az emelkedő infláció és az ebből fakadó csökkenő reálkamatteher és erősödő reálárfolyam járult hozzá a legnagyobb mértékben (12. ábra). A költségvetés elsődleges egyenlege eközben a GDP 2 százalékaival, a reálgazdasági visszaesés pedig 0,7 százalékkal növelte az adósságot. A járvány alatti időszakhoz és a 2022-es évhez hasonlóan a kormány 2023-ban is növelte finanszírozási tartalékait és egyéb adósságfelhalmozását (többek között a Vodafone felvásárlásával).

12. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója

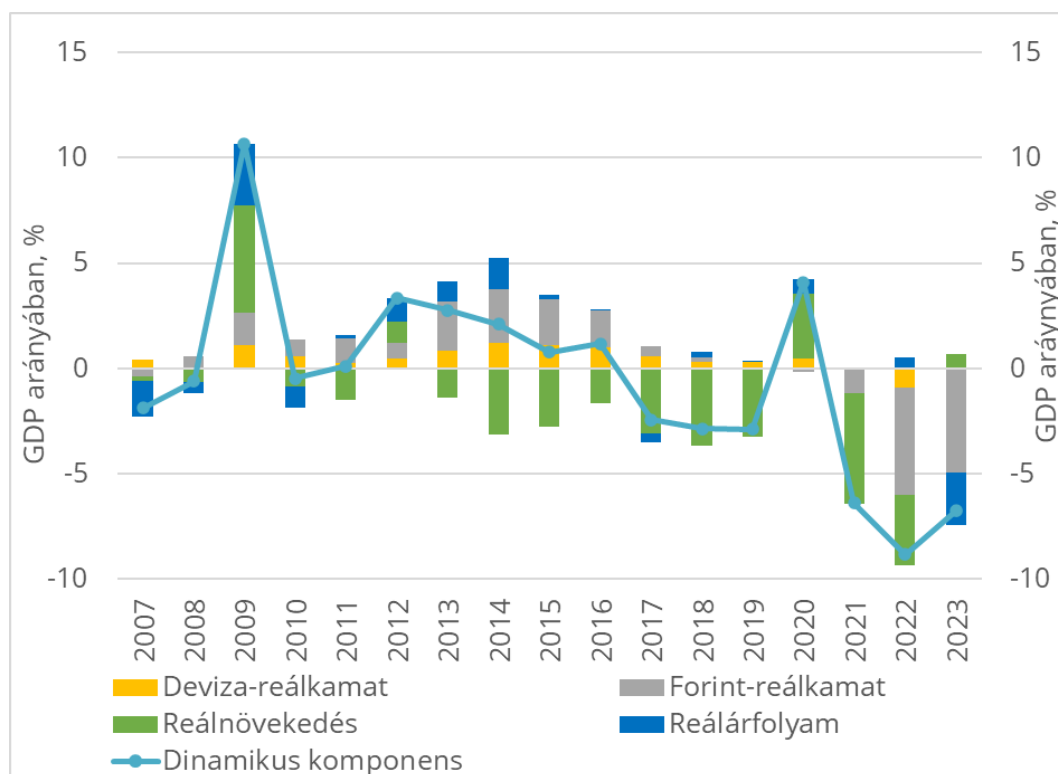


Forrás: KSH, OGResearch számítás

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

A korábbi évekhez hasonlóan tavaly is a dinamikus komponens elemei, azaz a múltban felhalmozott adósságon keresztül ható tényezők segítették leginkább az adósságráta csökkenését. Ez a tavalyi évben elsősorban a magas infláció miatt csökkenő reálkamat és erősödő reálárfolyam hatásán keresztül jelent meg (13. ábra). A nominális kamatok ugyan kifejezetten drámaian emelkedtek, de éves szinten (főleg az év első felében) nem tudták kompenzálni a magas inflációt, az adósság fokozatos átárazódása⁴ következtében ugyanis a fennálló adósságra fizetett deviza- és forintkamatok csak késéssel követik a piaci hozamok emelkedését. Így mind a devizában, mind a forintban teljesített reálkamat-kiadások csökkentek. Ez a helyzet azonban az idei évben megfordulni látszik, hiszen az egyes adósságelemek lejáratával és újrakibocsátásával az adósság átárazódik. Márpedig a tartósan magasabb hozamkörnyezet és a folyamatosan csökkenő infláció magasabb reálkamatszintet és reálárfolyamhatást vetít előre idénre.

13. ábra: 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.

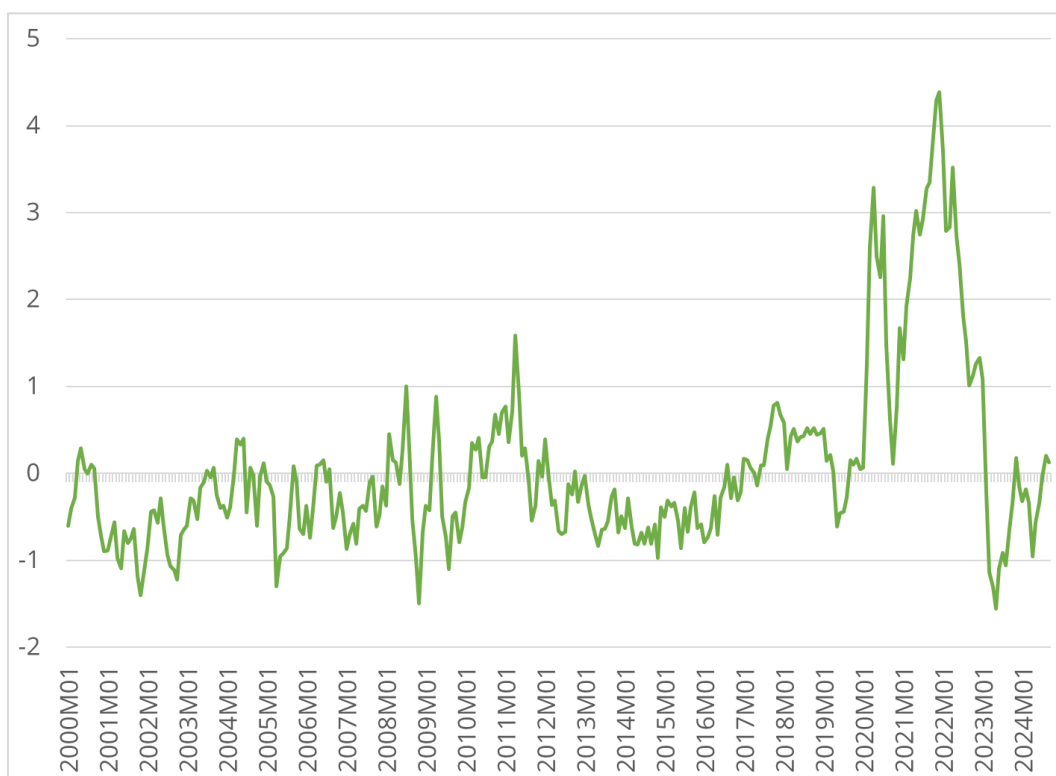
⁴ Az államadósság átlagos hátralévő futamideje 2023-ben a tavalyi évhez hasonló szinten alakult (6 év).

3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk

3.1 Meghatározó nemzetközi trendek

A világgazdasági növekedés 2,6 százalékot ért el a tavalyi évben, a globális kibocsátás így harmadik éve lassul. A tavalyi lassulás legfőbb oka világszerte a megugró infláció, illetve az annak letörésére szolgáló szigorú monetáris politika és magas kamatok voltak. **Habár az inflációt több országban is vártnál gyorsabban sikerült visszaszorítani és a monetáris lazítás is megkezdődött az év második felében, az idei évi növekedésben nem várunk számottevő javulást.** Bár a logisztikai-szállítmányozási problémák és a globális ellátási láncok akadozása meredeken javult a koronavírus járvány kifutásával, a globális értékláncok töredezettségét mutató GSCPI index meglehetősen volatilis maradt, a gyakori lokális geopolitikai konfliktusok és éghajlati anomáliák miatt (14. ábra). Habár az orosz-ukrán háborúhoz hasonló horderejű konfliktus nem történt az elmúlt években, azonban a Közel-Keleten kiújult háborúk, vagy az elhúzódó ellenséges viszonyok a Távol-Keleten (Kína-Tajvan) jelentős kockázatokat rejtene.

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



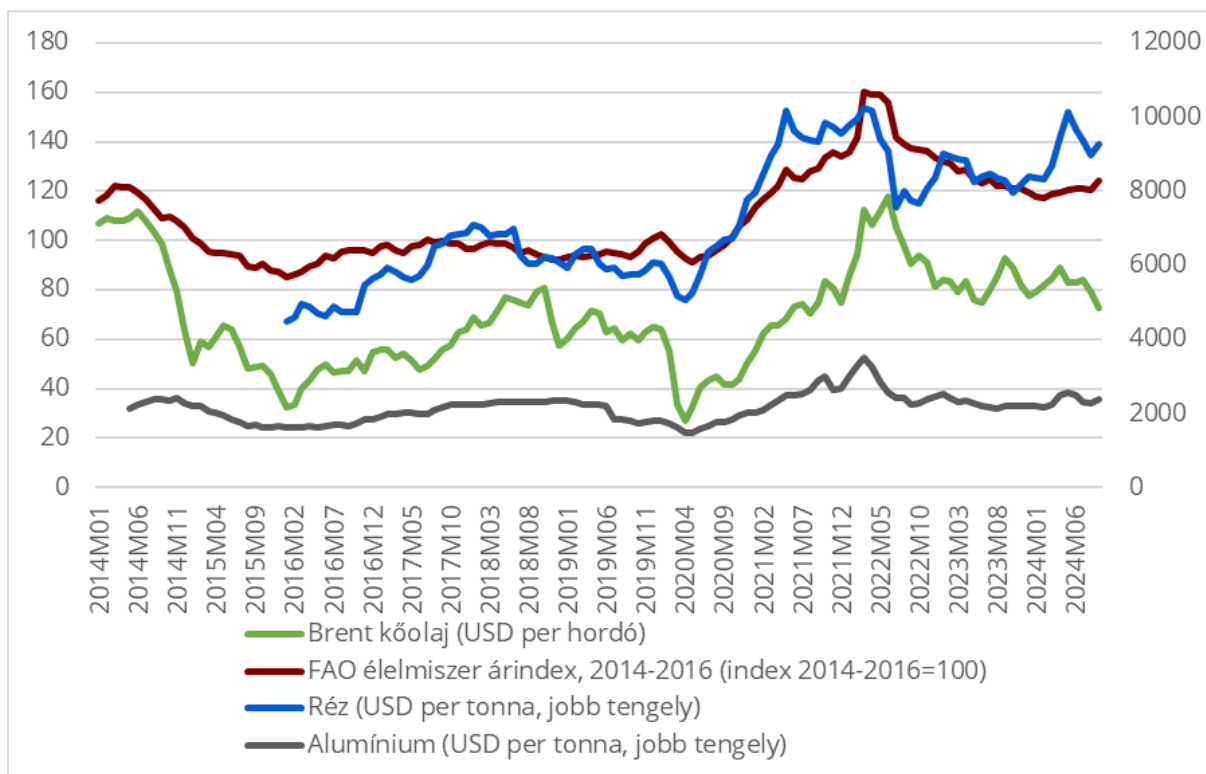
Forrás: FED

A globális nyersanyagárak inflációja a 2022-es kiugráson magas szintjükről még a tavalyi év során visszaereszkedtek a háborút megelőző szintre, és többnyire stabilak maradtak (15. ábra). Ez vélekedésünk szerint azt jelenti, hogy **a nyersanyagárak az új normális szintjükre estek, ez a szint jóval magasabb a koronavírus járvány előtti árszintnél, de alacsonyabb a háború**

kirobbanása utáninál. A kőolaj hordónkénti ára két éve átlagosan 82 dollár körül mozog, ami 30 százalékkal nagyobb, mint a 2019-es átlagár. Míg a réz ára átlagosan 9200, az alumíniumé pedig 2350 dollár/tonna környékén ingadozik, az előbbi 47 százalékkal, utóbbi pedig 16 százalékkal magasabb, mint a 2019-es átlagár. FAO élelmiszerárindexe pedig a 2022 eleji csúcs óta csökkent, viszont az elmúlt másfél év átlaga így is 29 százalékkal magasabb szinten volt a 2019-es átlagnál.

Az árstabilitás továbbra is fennmaradt a kőolaj, az alumínium és az élelmiszerek árindexében, azonban a réz világpiaci ára jelentős emelkedést mutatott. A réz esetében az áremelkedés háttérében a növekvő kereslet, valamint az árupiaci hiánytól való félelem állt, amely hatására a világpiaci ára májusban rekordot ért el. A kőolaj esetén az év eleji OPEC termeléskorlátozások ugyan enyhén megemelték az árakat, azonban a korlátozások leépítése és a vártnál kisebb szezonális ingadozások túlkínálatot eredményeztek, amely kissé lenyomta az árakat. A FAO élelmiszer árindex enyhe emelkedést mutat az év eleje óta (6 százalék), leginkább a keresletnövekedés és a várttól valamelyest elmaradó termés hozam miatt. Várakozásunk szerint az olaj árában nem lesz emelkedés év végéig, azonban a következő évtől növekvő árakat prognosztizálunk, míg a többi nyersanyag esetében enyhe emelkedésre számítunk. Azonban a globális bizonytalanságok (különösen a közel-keleti helyzet) nyomást gyakorolhatnak az árakra.

15. ábra: A világpiaci nyersanyagárak alakulása

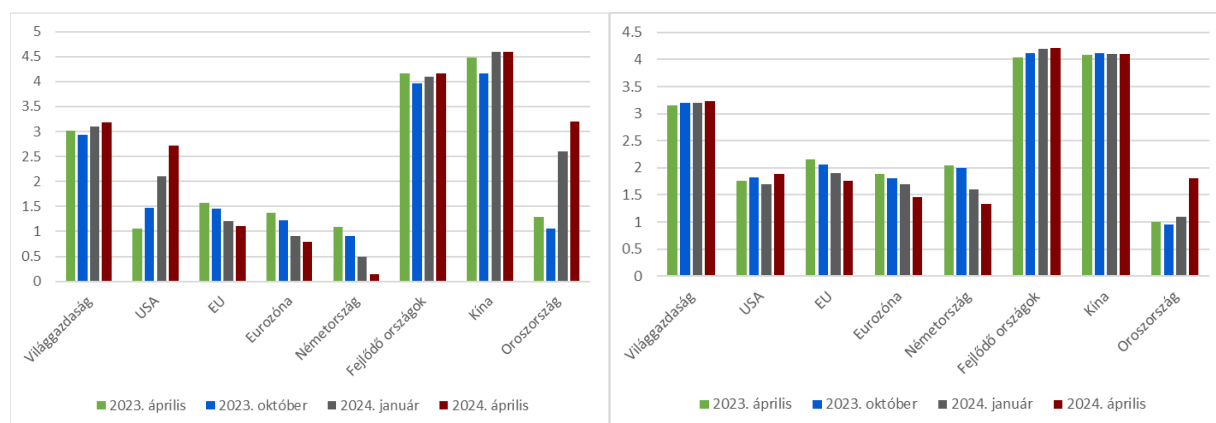


Forrás: Refinitiv, FAO

A globális növekedési előrejelzések az idei évre enyhe javulást várnak. Mindenképpen beszédes azonban a növekedési számok előrejelzését és azok revízióját bemutató 16. ábra, amely szerint míg a világgazdaság és a fejlődő országok idei növekedését összességében nem érte nagy

módosítás, addig az Egyesült Államokat felfelé, az EU és különösen Németországot növekedését pedig jelentősen lefelé revideálták. A 2025-ös előrejelzések nagy változást nem mutatnak, kivéve az EU és Németország esetében, ahol az IMF következetesen csökkentette a kilátásokat. Ez is jól tükrözi, hogy az európai, és különösen a német gazdaság a vártnál nehezebb kilábalással néz szembe. A növekedési ütemek szintjei is árulkodóak: az előrejelzések szerint az európai növekedés 2025-ben is kettő, a német pedig másfél százalék alatt marad.

16. ábra: A különböző IMF WEO⁵ előrejelzések gazdasági növekedés becslései a 2024-es (bal panel) és 2025-ös (jobb panel) évre (év/év, százalék)

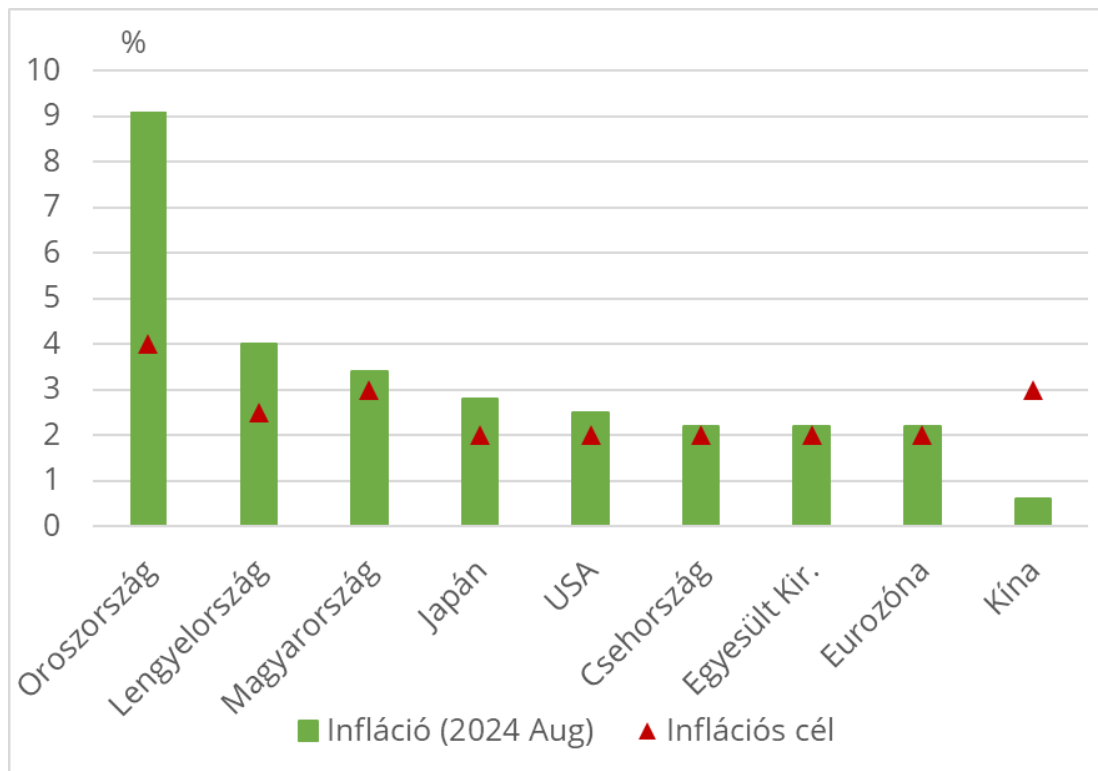


Forrás: IMF

Az elmúlt egy-másfél év szigorú monetáris politikája visszafogta a fejlett gazdaságok növekedését, azonban az év második felében megkezdett lazítás kedvező hatással lehet a gazdasági teljesítményre. Bár a FED (5 százalék), az EKB (3,9 százalék) és a Bank of England (5 százalék) még mindig a historikus átlagnál magasabb szinten tartják az alapkamatokat, azonban **az augusztusi és szeptemberi kamatvágásokat mind az elemzői várakozások, mind a jegybanki kommunikáció alapján továbbiak követhetik.** Ennek elsődleges oka a kedvező inflációs környezet. A legfontosabb gazdasági szereplők és a régió országai esetében az inflációs célokat már elérték, vagy azok közelében vannak (17. ábra). **A kamatok csökkenése ugyan támogatja a gazdasági növekedést, azonban a gyors növekedés várakozásunk szerint elmarad, főleg a fiskális konszolidációk szükségessége miatt. Ugyanis a világjárvány és (főleg Európában) az elmúlt években tapasztalt nagymértékű állami költekezés miatt az államadósságok nőttek, amelyek visszavágása különösen fontos lehet az esetleges jövőbeni sokkok (például ellátási zavarok vagy energiaár-robbanások) elhárításában.**

⁵ IMF WEO: World Economic Outlook előrejelzések, lásd: <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLS/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>

17. ábra: Az év/év infláció alakulása 2024 augusztusában és az inflációs célok

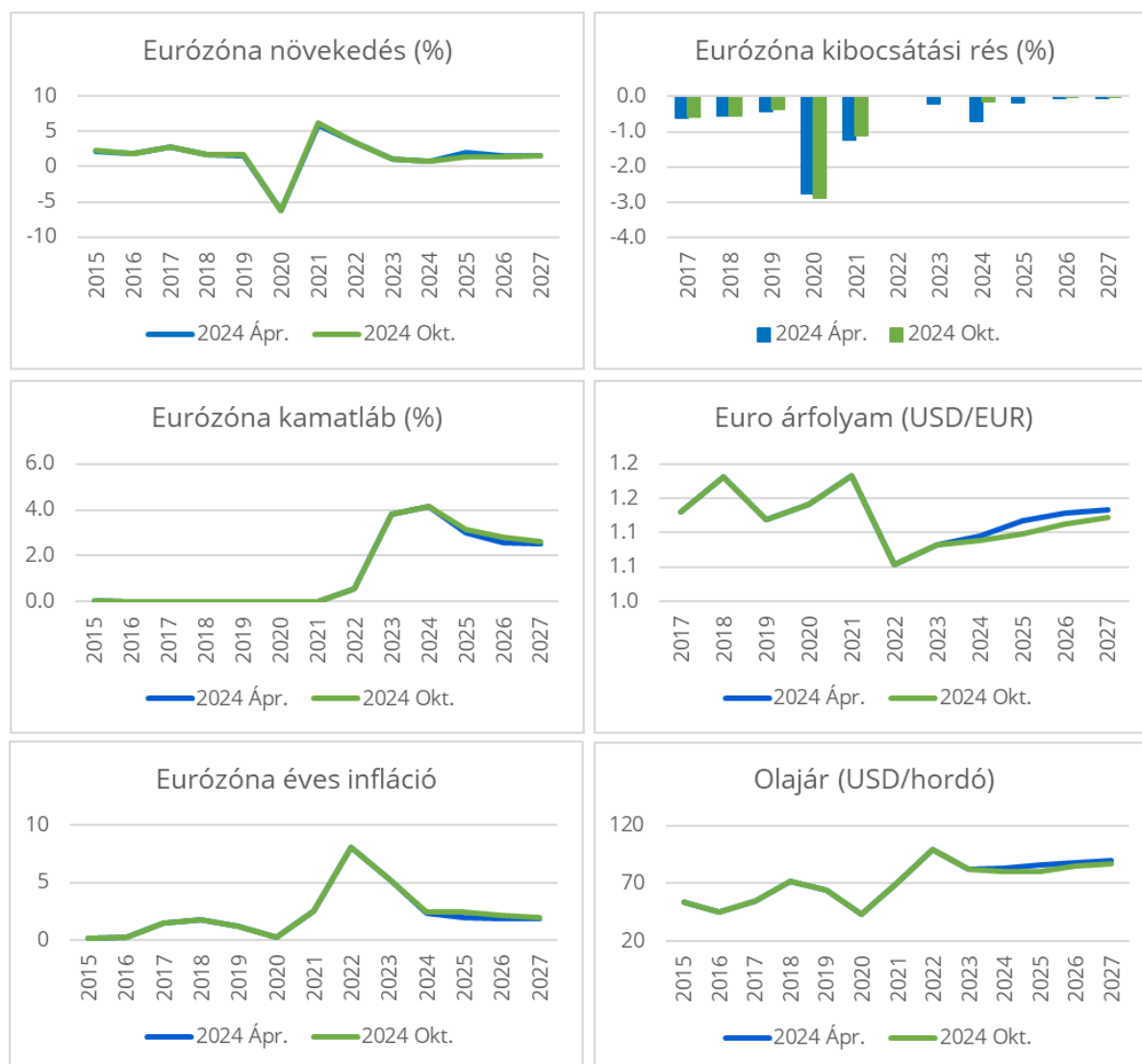


Forrás: OECD, FRED, OGResearch számítás

3.2 Külső feltevések

Az előrejelzés alapjául szolgáló modellben a globális költségsokkokat az olajár, a magyar gazdaság számára releváns exportpiacokat az Euróvíza testesíti meg, az ezekkel kapcsolatos feltevéseinket a következő ábra foglalja össze. (18. ábra)

18. ábra: : Az alappálya külső feltevései



Forrás: OGREsearch számítás

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

Az Euróvíza növekedési kilátásai továbbra is visszafogottak maradtak. Az idei évre, az áprilisi előrejelzésünkhöz hasonlóan, 0,8 százalékos növekedést várunk, a rövidtávú (2025-2026) növekedési előrejelzésünk pedig kismértékben romlott. Ennek következtében a fejlett gazdaságok közül ez a régió rendelkezik a leggyengébb növekedési kilátásokkal. Hasonlóan a hazai helyzethez, az Euróvízában is némiképpen ártrendeződött a vélekedésünk a kínálati-keresleti faktorokról;

gyorsabb növekedést tapasztalunk a belső keresletben, míg a kínálati kilátások továbbra is visszafogottak. Ennek következtében a kibocsátási rést továbbra is negatívnak tartjuk, viszont némileg kisebbnek, mint áprilisi előrejelzésünkben. Hosszú távú előrejelzésünkön nem változtattunk; átlagosan a GDP másfél százalékos növekedése várható 2027-ben.

Az olajár tavalyi korrekciója után idén tovább csökkent, így az áprilisi várakozásunkhoz képest alacsonyabbak a globális nyersanyagárak. Az előrejelzési horizonton az árak mérsékelt emelkedésére számítunk a növekvő geopolitikai kockázatok miatt. Áprilisi várakozásunknak megfelelően az infláció jelentősen csökkent az Eurózónában a továbbra is szigorú monetáris kondícióknak és a normalizálódó világpiaci élelmiszer- és energiaáraknak köszönhetően. Az idei évi inflációs előrejelzésünk változatlanul átlagosan 2,4 százalék, a régió inflációja csak 2025-ben tér majd vissza az EKB 2 százalékos céljára. Az áprilisi előrejelzésünkhöz képest az infláció pályáját 2025-2026-ban kismértékben módosítottuk a globális inflációs kockázatok miatt, de a hosszútávú inflációs becslésünk változatlan.

Idén a dezinfláció megindulásával és a vérszegény gazdasági teljesítmény miatt az EKB várakozásunk szerint júniusban megkezdte a kamatcsökkentő ciklusát. Azonban a némileg magasabb inflációs előrejelzés miatt ezt megfontoltabban fogja folytatni, mint azt áprilisban gondoltuk. Mivel a monetáris lazítás megfontoltabb lesz, mint az USA-ban, az euró erősödésére számítunk a dollárhoz képest. Ez az erősödés egy-két százalékkal erősebb árfolyamot eredményez, mint azt áprilisban vártuk, összhangban a kevésbé lazító monetáris politikával.

3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok⁶

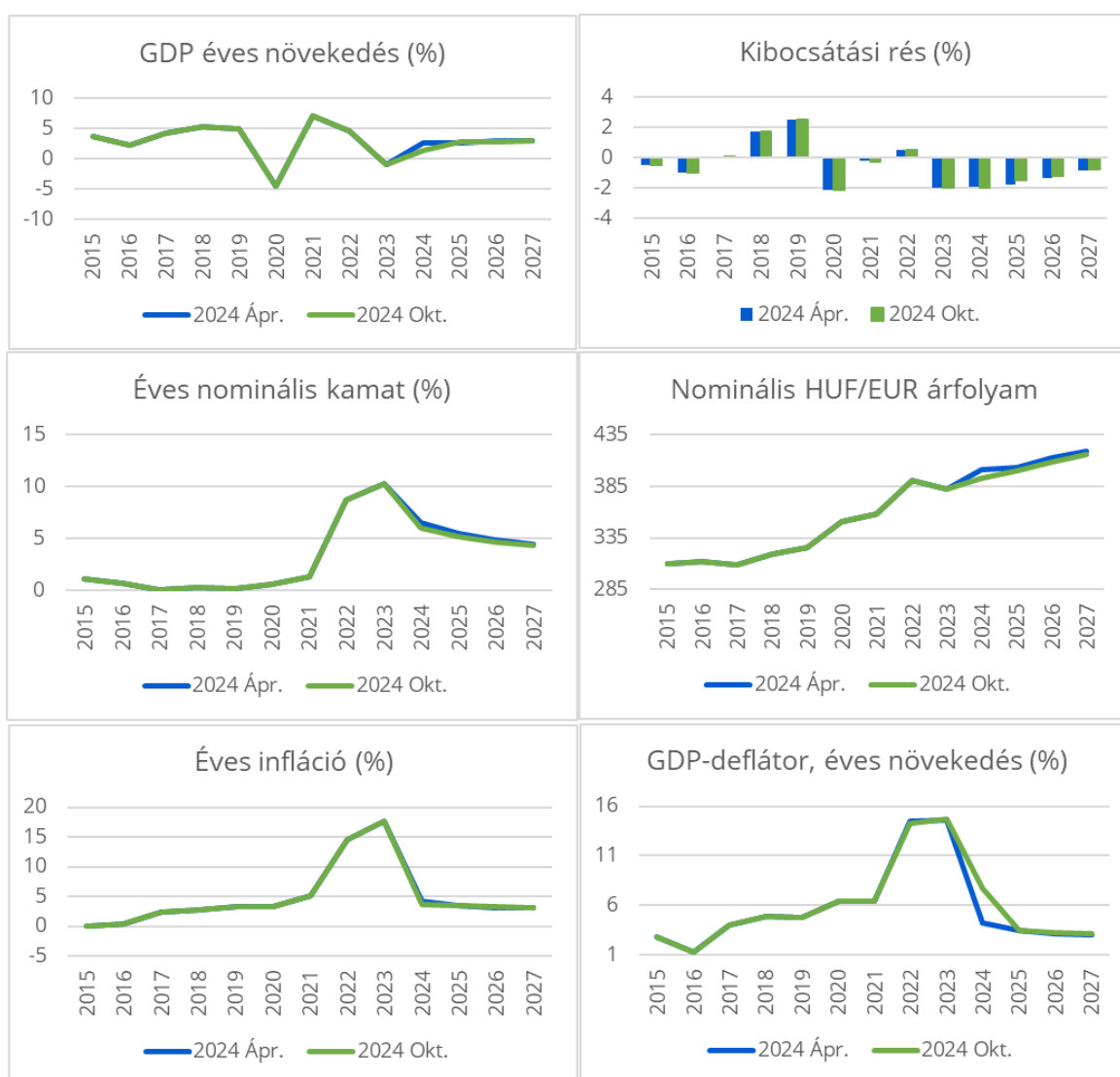
Ahogy azt a második fejezetben összefoglaltuk, 2024-ben a magyar gazdasági teljesítmény javulásnak indult, azonban ez a kilábalás lassabb, mint amit áprilisi anyagunkban vártunk. A gazdasági növekedést főleg a hazai fogyasztás oldaláról érkező tényezők hajtják, miközben a háború következtében hangsúlyossá vált strukturális problémák miatt fő kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye, és ezáltal a külső keresleti kilátásaink továbbra is kedvezőtlenek maradnak: a hazai ipari termelés és a beruházás gyengélkedik. Emellett a mezőgazdaság teljesítménye is elmarad a várakozásoktól, ez a szektor a vártnál nagyobb mértékben foghatja vissza az idei növekedést.

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

Az idei évben a monetáris politika várakozásunk szerint lazít, azonban a vállalati szektor gyenge beruházási kedve miatt a gazdaság egészében tapasztalt hitelfelvételi kedv csak lassan lendül fel. Mindeközben a fiskális politikában a hiánycél elérése érdekében további szigorításokat kellett bevezetnie a kormánynak.

A javuló hazai belső kereslet élénkítő hatásának jelentős részét a költségvetési szigorítás és a külső keresleti nehézségek ellensúlyozzák, ezért a negatív kibocsátási rés záródása előrejelzésünk szerint fokozatosan történik. Összességében 2024-ben a GDP növekedése várakozásunk szerint csupán 1,4 százalék körül alakul, mely 1,1 százalékponttal alacsonyabb, mint az áprilisban várt 2,5 százalékos növekedés.

19. ábra: Az alappálya főbb makrováltozói



Forrás: OGRResearch számítás

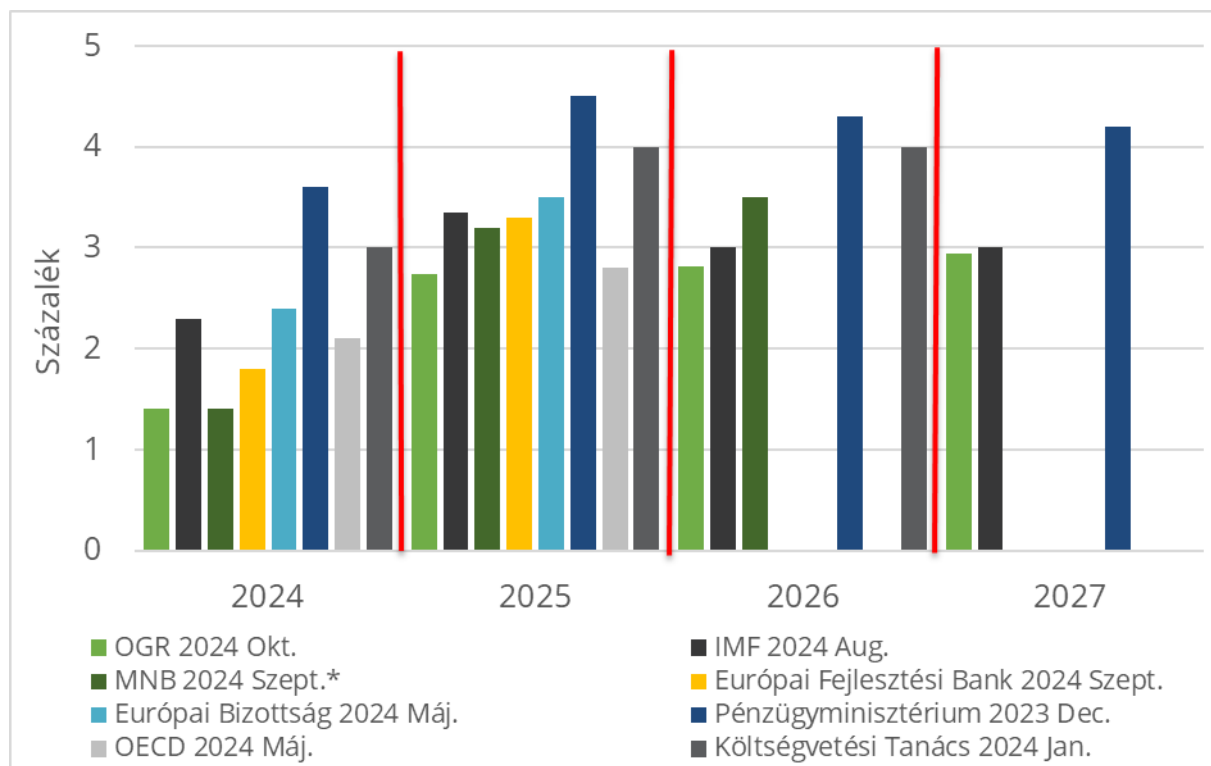
2025-ben és az azt követő években a magyar gazdaság csak lassan tér vissza potenciális szintjére, a kibocsátási rés végig negatív marad, főleg a lassú külső keresleti helyreállítás és a szükséges fiskális

szigorítás következtében. **Áprilishoz képest a kibocsátási rés pályáján kismértékben változtattunk: látva az élénkülő fogyasztási kedvet némileg gyorsabban záródó rést prognosztizálunk 2025 és 2027 között. Az előző előrejelzésünkhöz képest hosszútávon nem változtattunk a növekedési pályán, vagyis a gazdaság tartós, strukturális, intézményi feltételeiben nem látunk elmozdulást.**

Így bár várakozásunk szerint a magyar gazdasági növekedés továbbra is meghaladja az Eurózóna növekedését, tehát folytatódik a konvergencia, annak üteme elmarad a korábbi időszak átlagától. Érdemes megjegyezni, hogy gazdasági előrejelzésünket a szokásosnál még mindig nagyobb bizonytalanság övezi, különösen az európai uniós finanszírozást és az orosz-ukrán háború lecsengését illetően. Mindkét tényező esetében komoly negatív kockázatokat látunk, amelyek tovább ronthatják a gazdasági teljesítményünket.

A 2024-es gazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzésünk alacsonynak mondható, de közel van az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank (EBRD) és az MNB előrejelzéséhez. Érdemes megjegyezni, hogy hozzánk hasonlóan a szakértők többsége, köztük az MNB is lefelé revideálta az idei évi várakozását április óta. A későbbi növekedési prognózisunk is valamivel a többi intézmény által publikált növekedési előrejelzés alatt alakul, ami elsősorban a lassan kilábaló külső keresleti feltevéseinkre vezethető vissza. Fontos megjegyezni, hogy Magyarország középtávú növekedési kilátásait támogató külső tényezőkkel szemben (EU-s pénzek, akkumulátorgyárak) továbbra is meglehetősen szkeptikusak vagyunk. Az utóbbi feltevésünket részletebben kifejtettük áprilisi anyagunkban.

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



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

Előrejelzésünk 2024-re átlagosan 3,7 százalékos inflációt feltételez, ami jelentős csökkenés a 2023-as, 17 százalék feletti inflációhoz képest, és 0,6 százalékponttal kevesebb, mint azt áprilisban prognosztizáltuk. Összességében a külső élelmiszer- és energiaár sokkok gyorsan mérséklődnek; azonban a szolgáltató szektor ragadós árai és a még mindig magas várakozások következtében az infláció még mindig meghaladja a jegybank 3 százalékos célját. Az infláció korrekciója a nominális kamatok további csökkentésének enged teret, bár a háborút övező bizonytalanság, az országspecifikus kockázatok, valamint a globális finanszírozási költségek emelkedése miatt a nominális kamatok az elmúlt évek historikus átlaga fölött, 4-5 százalék körüli értékre normalizálódnak majd 2027-re. **Április óta a kamatpályán csak kismértékben változtattunk, az alacsonyabb idei infláció miatt némileg kisebb kamatokat várunk idén.**

2024-ben a forint euróval szembeni árfolyama az elmúlt hónapokhoz hasonlóan tovább gyengült, bár ez a gyengülés a korábbi előrejelzésünkénél valamelyest lassabbnak bizonyul. Az árfolyamgyengülés oka, hogy a külkereskedelmi partnereinknél tapasztalt magasabb tavalyi hazai infláció miatt a forint erősen túlértékelt, valamint a globális és lokális politikai folyamatok is gyengítik az árfolyamot. Az árfolyam jövő évi korrekciója után az inflációs különbség és a lassú reálkonvergencia eredményeként fokozatos forintgyengülés várható. Az euróárfolyam 2027-ben várhatóan 415 körüli szintet ér el.

3.4 Költségvetési folyamatok

A tavaly nyáron elfogadott költségvetési terv szerint a kormány 2024-ben jelentős kiigazítást tervezett végrehajtani, amellyel elérte volna a 3 százalékos uniós hiánycélt, egészen pontosan: a GDP 2,9 százalékának megfelelő hiányt. Azonban már az első pár hónapban beérkező idei makrogazdasági adatok és költségvetési számok is lényegesen rosszabbak voltak a tervezettnél, így korán nyilvánvalóvá vált, hogy az előirányzott hiány nem tartható. Március végétől már a kormányzati kommunikáció is arról árulkodott, hogy az idei költségvetés módosításra szorul. Ezzel összhangban az április elején publikált EDP jelentésben az GDP arányos költségvetési hiányt a kormány 2,9 százalékról 4,5 százalékra módosította, és a Pénzügyminisztérium áprilisban megjelent publikációjában⁷ is 4,5 százalékos hiányról írt.

Áprilisban készített előrejelzésünkben részletesen bemutattuk azokat a tételeket, amelyek miatt a a tervben megfogalmazott 2,9 százalék helyett további kiigazítás nélkül a GDP 5 százalékának megfelelő hiány alakulna ki. Ezek a nagyobb tételek a következők voltak: alacsonyabb ÁFA-bevétel (GDP 0,8 százaléka), alacsonyabb egyéb adóbevétel a tervben megfogalmazott túl magas nominális bázis miatt (GDP 0,8 százaléka), a vártnál kisebb megszorítás a kormányzati szerveknél (GDP 0,7 százaléka) és a vártnál magasabb nyugdíjkifizetés (GDP 0,3 százaléka). Számításunk szerint az így felhalmozott 2,6 százalékos többlethiányt az áprilisban bejelentett 675 milliárd forintos beruházáscsökkentés se tudta kompenzálni (GDP 0,8 százaléka), így jutottunk el az 5 százalékos prognózisunkhoz.

A beérkező adatok alapján elmondható, hogy a költségvetés helyzete várakozásunknak megfelelően alakul. Az első nyolc hónap kumulált adata szerint az ÁFA bevétel csupán 9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest, míg a költségvetési tervben 22 százalékos növekedés szerepelt. Így frissített becslésünk szerint éves szinten a GDP egy százalékának megfelelő kiesés várható ezen tétel miatt, mely nagyságrendileg megegyezik az áprilisban becsült bevételkieséssel. Emellett a költségvetési szervek nettó kiadása is a tervben megfogalmazotthoz képest kevésbé csökkent, ami a GDP közel egy százalékának megfelelő többlethiányt jelent az idei évre. Az első nyolc hónap tényadatai is alátámasztják, hogy a nyugdíjkifizetések is magasabbak a vártnál.

A beérkező adatokat látva a kormányzat is felismerte, hogy a 675 milliárdos áprilisi beruházáscsökkentés nem lesz elegendő korrekció. A kormány júliusban bejelentette, hogy a GDP 0,5 százalékának megfelelő deficitcsökkentő intézkedéscsomagot vezet be. Ennek keretében a kormány különböző bevételnövelő intézkedésekkel (pénzügyi tranzakciók

⁷Lásd: <https://kormany.hu/hirek/a-kormany-csokkenti-a-koltsegvetesi-hiany-t-es-az-allamadossagot>

illetékek emelése, kiegészítő illeték bevezetése, az MVM extra osztalékkifizetése, a bankszektor extraprofitadó befizetése) kívánta kordában tartani a hiányt.

Emellett szeptemberben egy kormányhatározat keretében 130 pontos, nagyrészt a beruházások elhalasztását és egyes célokra irányozott keretek csökkentését tartalmazó megszorításcsomagot is bejelentett a kormány. Ennek a csomagnak az idei évre gyakorolt pontos költségvetési hatása kétes, várakozásunk szerint a GDP bőven kevesebb mint fél százalékával tudja majd visszafogni a kiadásokat.

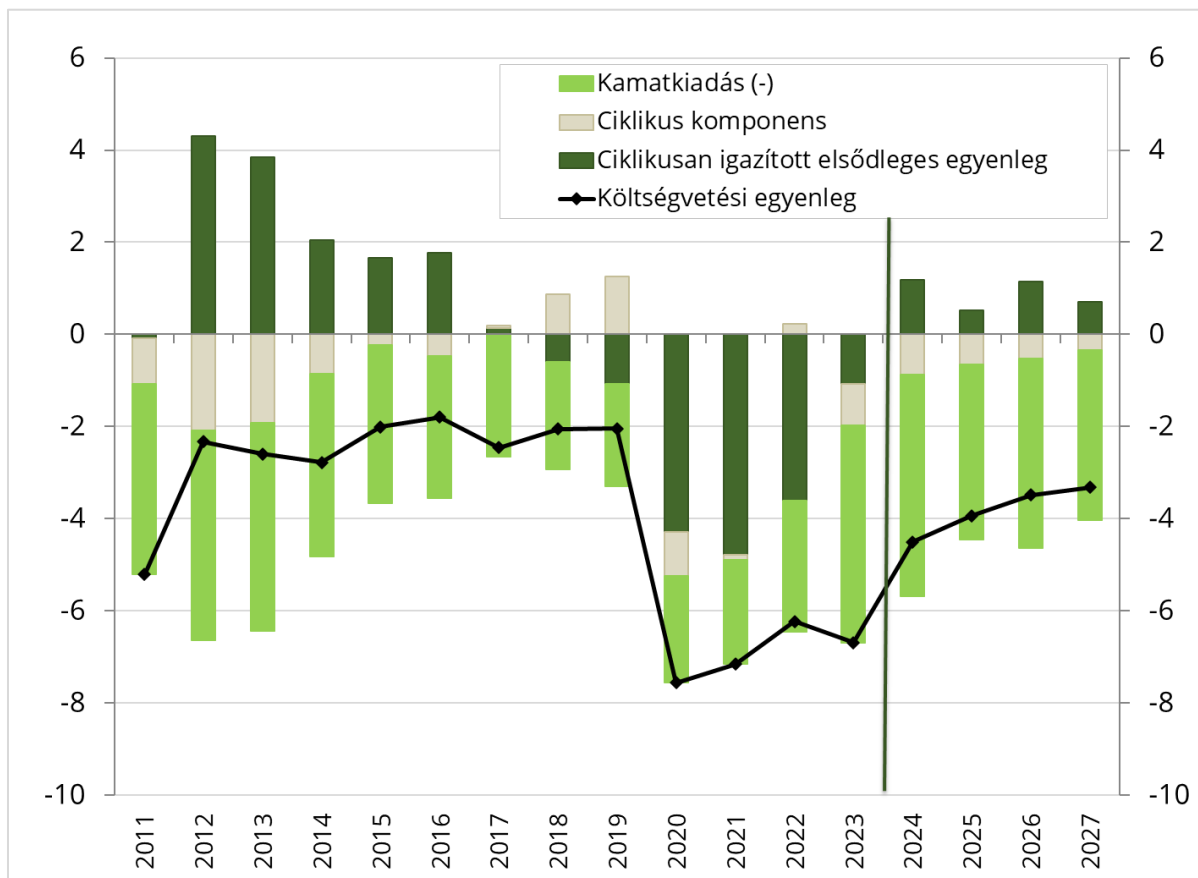
Összességében elmondható, hogy a kormányzat a várakozásunknak megfelelően nem tudta tartani az idei költségvetési tervet, ám ezt felismerve április óta kétszer is bejelentett bizonyos megszorításokat. Számításunk szerint ezek a korrekciók elegendőek lesznek ahhoz, hogy a kormányzat elérje az idei 4,5 százalékos módosított hiánycélt.⁸

Az idén februárban elfogadott módosított uniós költségvetési szabályozás⁹ alapján a 3 százalékos hiánycél és/vagy a hosszútávon a GDP 60 százalékát meghaladó államadósság a korábbiakhoz hasonlóan kötelezettségszegési eljárást von maga után. Azonban az új szabályozás országspecifikusabb és valamivel megengedőbb egyes (például a zöld átmenetet segítő) beruházási tételek esetében. Emellett rövidtávon, 2025-2027-ben az új szabályozás engedékenyebb a hiánycél elérésével és a költségvetési szigorítással, amennyiben az országnak növekednek a kamatterhei. Tehát az uniós fiskális szabályok idén ugyan életbe lépnek, és az idei magyar költségvetési hiány valószínűleg kötelezettségszegési eljárást von maga után, de a valamivel rugalmasabb és még csak most körvonalazódó szabályok miatt várakozásunk szerint az elkövetkező néhány évben a magyar kormány nem kényszerül drasztikus fiskális megszorításra.

⁸ A kormányzat október elején publikált EDP jelentésében nem változtatott az eredményszemléletű költségvetési hiánycélon, így továbbra is 4,5 százalékos GDP arányos hiányt vár az idei évre. Ugyanebben a jelentésben közel egy százalékponttal, 5,5 százalékra emelte ugyanakkor a pénzforgalmi hiánycélt. A kétféle mutató eltérése a Budapest Airport megvételének és a késlekedő EU-s kifizetéseknek köszönhető.

⁹Lásd: <https://www.portfolio.hu/unios-forrasok/20240212/indulhat-az-uj-eljaras-magyarorszag-ellen-megvan-a-dontes-az-eu-ban-az-elszamoltatasrol-668433>

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



Forrás: OGRsearch számítás

Áprilisi előrejelzésünk alappályája szerint 2025-ben a teljes költségvetési hiány hasonlóan alakul majd, mint az idei évben, további kormányzati intézkedés nélkül a költségvetési hiány 4 százalék körül marad. Áprilisi előrejelzésünk arra épült, hogy a kormányzat folytatja a költségvetési kiigazítást, nem vezet be további, hiányhatással járó intézkedéseket, miközben az energiaválság miatt meghozott átmeneti intézkedések kevésbé terhelik tovább a költségvetést. Várakozásunk az volt, hogy a kormány valamilyen formában fenn fogja tartani az extraprofitadókból származó befizetések egy részét. Emellett a strukturális hiány növekedése irányába hat majd az MNB veszteségének elszámolása is, ami becslésünk szerint a GDP 0,4 százalékával növelheti a kiadásokat 2025-ben.¹⁰ Mivel a politikai nyilatkozatok szerint a kormányzat család- és nyugdíjtámogató intézkedései, valamint az állami bérfejlesztési programok folytatását vártuk, és a honvédelmi kiadásoknál sem vártunk csökkenést, így további kiadáscsökkentő/bevételnövelő intézkedések nélkül a ciklikusan igazított hiányt csak kismértékben

¹⁰ A jegybanktörvény 2022 év végén elfogadott módosítása szerint a jegybanki veszteséget a kormánynak nem egy, hanem öt éven belül kell megtérítenie. Számításaink szerint 2025-ben a GDP 0,4 százalékat, 2026-ban pedig a GDP 0,6 százalékat kell a költségvetésnek az MNB veszteségének finanszírozására fordítani. Azonban a szabályozást övező vita miatt ezen kiadási tétel körüli erős a bizonytalanság.

javítottuk. Emellett előrejelzésünk szerint a kibocsátási rés továbbra is negatív maradt, vagyis nem járult hozzá a költségvetési hiány csökkenéséhez. Emellett az adósság fokozatos átárzódásával az államadósság implicit kamatköltségét továbbra is magasnak gondoltuk.

Mivel a jövő évi költségvetési tervezet még nem nyilvános, ezért csupán a makrogazdasági helyzet változását és az április óta bejelentett fiskális intézkedések jövő évi költségvetésre gyakorolt hatását tudjuk figyelembe venni a 2025-ös költségvetési hiányelőrejelzés frissítésekor. Ezek alapján a jövő évi hiány a GDP 3,9 százaléka körül alakulhat, ami pár százalékpontos javulást jelent az áprilisi előrejelzéshez képest. Ez részben az azóta bejelentett bevételnövelő és a jövő évben is fennmaradó intézkedéseknek, részben a némileg kisebb negatív kibocsátási résnek köszönhető.

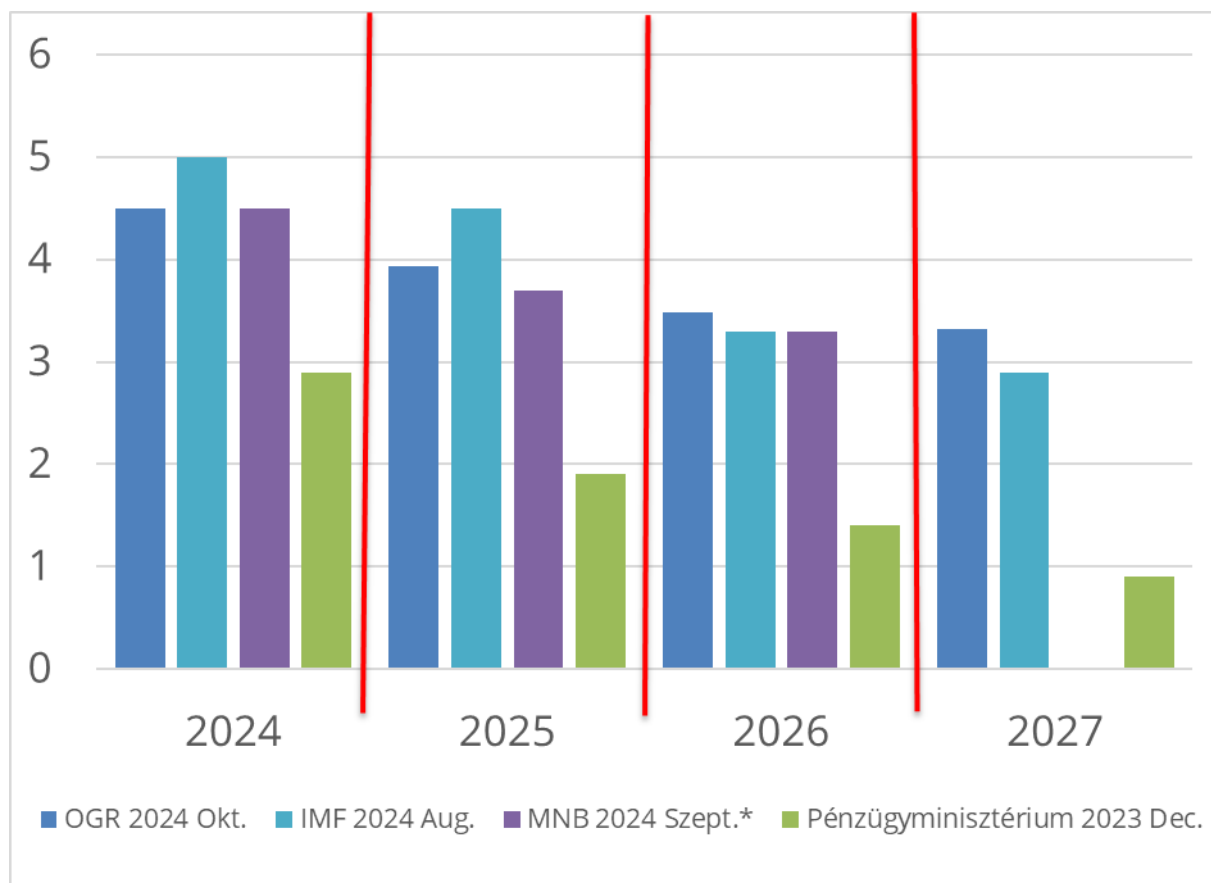
Áprilisi előrejelzésünkhöz képest a 2026-27-es költségvetési prognózisunkat érdemben nem változtattuk, hiszen sem a makrogazdasági helyzetben, sem pedig a fiskális politikában nem látunk április óta fundamentális változást. A konzervatív költségvetési politika folytatódni fog a kormányzat működési és egyéb kiadásainak további csökkentésével. Eközben az MNB veszteségtérítési igénye némiképp tovább emelkedik majd a 2025-re becsült összeghez képest. A kibocsátás továbbra is a potenciális szintje alatt marad, a negatív kibocsátási rés lassan záródik, így a ciklikus komponens változása csupán enyhén, évente a GDP 0,2 százalékaival csökkenti a költségvetési hiányt 2026-ban és 2027-ben. Eközben a GDP-arányos kamatkidadások becslésünk szerint lassan mérséklődnek. **Így az eredményszámla hiány 2026-ban a GDP 3,5%, 2027-ban pedig 3,3% körül alakulhat.**

Tehát korábbi előrejelzésünkhöz hasonlóan továbbra is úgy véljük, hogy az eredményszámla hiány az előrejelzési horizonton tovább csökken, de további fiskális megszorítás nélkül még 2027-ben is a GDP 3 százaléka felett marad. A strukturális egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk 2027-ben is jelentős mértékben meghaladja az Európai Bizottság szabályrendszere által a 2020-2022 közötti időszakra kitűzött 1 százalékos célértéket (a 2023-2025 közötti időszakra vonatkozó célérték és a pontos uniós országspecifikus fiskális iránymutatás még kidolgozás alatt van). Mivel a 2020-ban felfüggesztett uniós fiskális szabályok újra életbe lépnek, az Európai Bizottság további fiskális megszorítást javasolhat a 3 százalékos hiánycél eléréséhez.

A korábbi előrejelzésünkhöz hasonlóan a teljes időhorizonton jelentős *bevételi kockázatot* jelentenek az EU források elérhetőségével kapcsolatos bizonytalanságok. Előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy a kormánynak a következő évben sikerül megegyeznie az EU-val a fennmaradó jogállamisági kérdésekben. Így elérhetővé válnak a befagyasztott helyreállítási alap, valamint a 2021-27-es uniós költségvetés források fennmaradó részei is. Azonban a felek közötti feszültség

még mindig jelentős¹¹, és amennyiben nem sikerül megegyezniük, úgy a költségvetés akár a GDP több százalékát elérő uniós forrástól eshet el idén és az elkövetkező években.

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



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

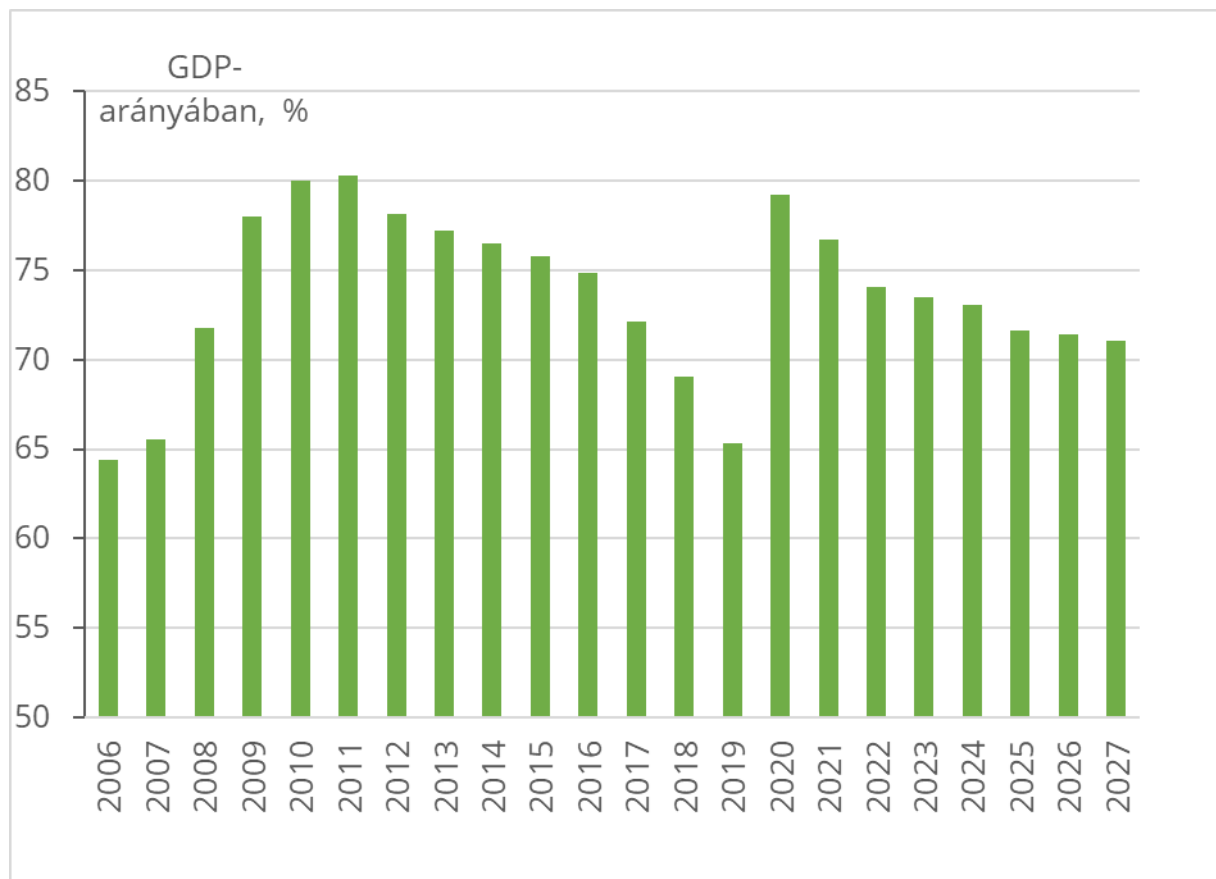
A költségvetési hiányra vonatkozó előrejelzésünk rövidtávon (2024-2025) hasonló az MNB és az IMF előrejelzéséhez (22. ábra). Azonban 2026-2027-ben kismértékben pesszimistábbak vagyunk, mivel elemzésünk szerint az eddig bejelentett kormányzati költségcsökkentő/bevételnövelő intézkedések a GDP 3 százalékánál magasabb hiányt vetítenek előre.

¹¹ Lásd az Uniónak be nem fizetett bírságot a nem folyósított támogatásoktól vonhatja le az Európai Bizottság: <https://www.portfolio.hu/unios-forrasok/20240918/boka-janos-magyarorszag-nem-fizeti-be-az-unios-birsagot-710735>

3.5 Államadósság

Az előrejelzési horizonton az államadósság rátájának lassú csökkenésére számítunk: a mutató a 2023 végén mért 73,5 százalékról 2027-re csupán 71 százalékra csökken, ezzel az áprilisi előrejelzésünkhöz képest némileg alacsonyabb adósságpályát feltételezünk (23. ábra). A pár százalékpontos javulás elsősorban annak köszönhető, hogy a beérkező adatok alapján 2024-ben a GDP deflátor jóval meghaladja a várakozásunkat.¹² Az adósságpálya a fiskális és a makropálya alapján az idén akár nagyobb mértékben is csökkenhetett volna, azonban a Budapest Airport többségi tulajdonának megvásárlása (GDP közel 2 százaléka) és az egymilliárd eurós kínai hitelfelvétel (GDP 0,5 százaléka) a bruttó államadósság növelésével járnak. Összességében az idei GDP-arányos államadósság az EDP jelentésben megfogalmazott 73 százalék körül alakul.

23. ábra: : Az államadósságráta alakulása

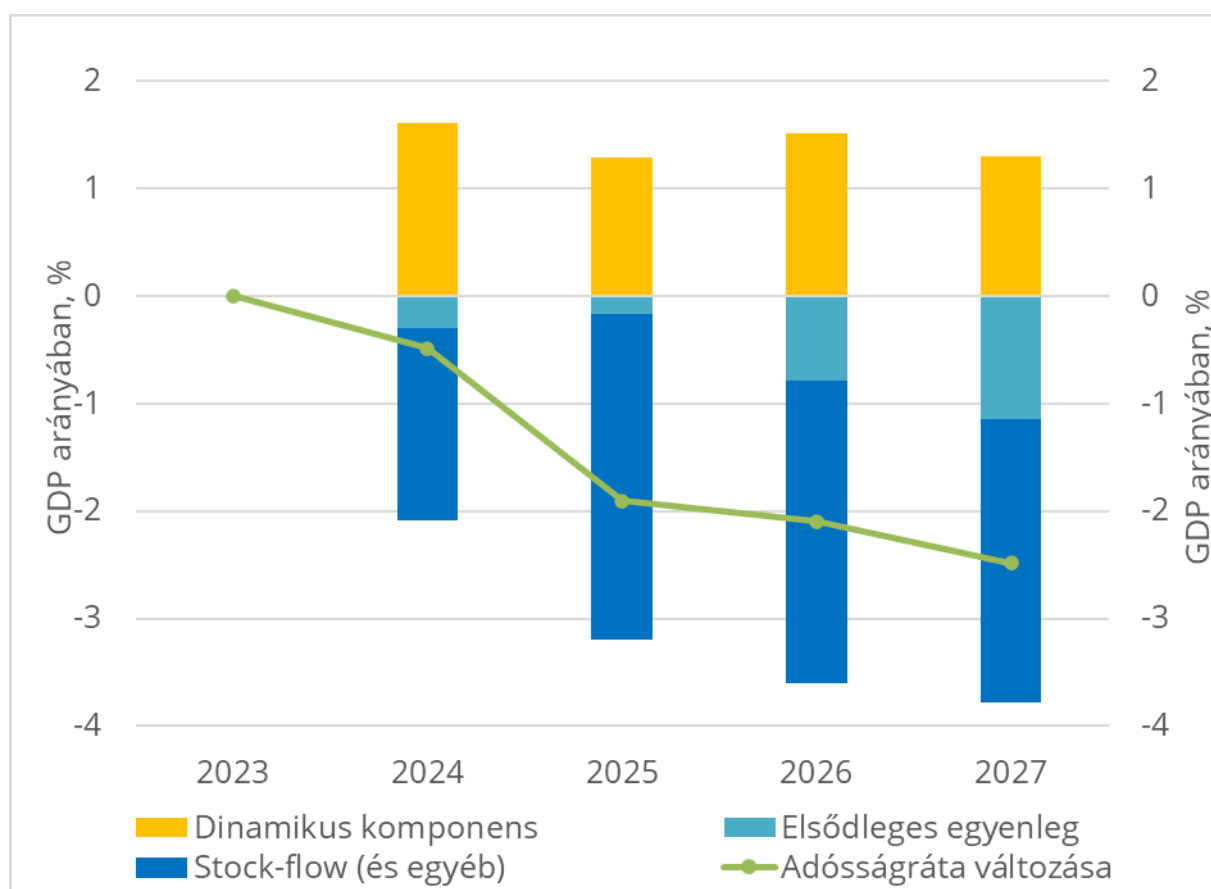


Forrás: KSH, OGResearch számítás

¹² Az első két negyedévben a deflátor jóval meghaladta a fogyasztói árindex alapján számított inflációt. Az éves GDP deflátor várakozásunk szerint 7,5 százalék körül alakul, ami 3,5 százalékponttal meghaladja az áprilisban prognosztizáltat (lásd 19. ábra). A magas deflátor főleg a beruházások drámai áremelkedése hajtja, várakozásunk szerint ez a jövő évben korrigálódni fog.

A költségvetés elsődleges egyenlege fokozatosan javul: 2024 és 2025-ben közel nulla, 2026-2027-ben pozitív értéket vesz fel (24. ábra). Ennek megfelelően az elsődleges egyenleg 2026-ig érdemben nem befolyásolja a GDP-arányos adósságpályát, 2027-re viszont a kumulált adósságcsökkentő hatása 1 százalékos lesz. Az adósságrátát összességében mérséklük a költségvetési hiányt nem befolyásoló, úgynevezett *stock-flow tételek* is, nagyobb mértékben, mint azt áprilisban prognosztizáltuk. Ez a revízió annak köszönhető, hogy mind az uniós kifizetések későbbi beérkezése, mind az egyszeri hitelfelvételek kifutása ide könyvelődik, illetve a csökkenés irányába mutat az is, hogy az idei évi váratlanul magas deflátor miatt a nominális GDP pálya nagyobb, mint azt áprilisban vártuk.

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



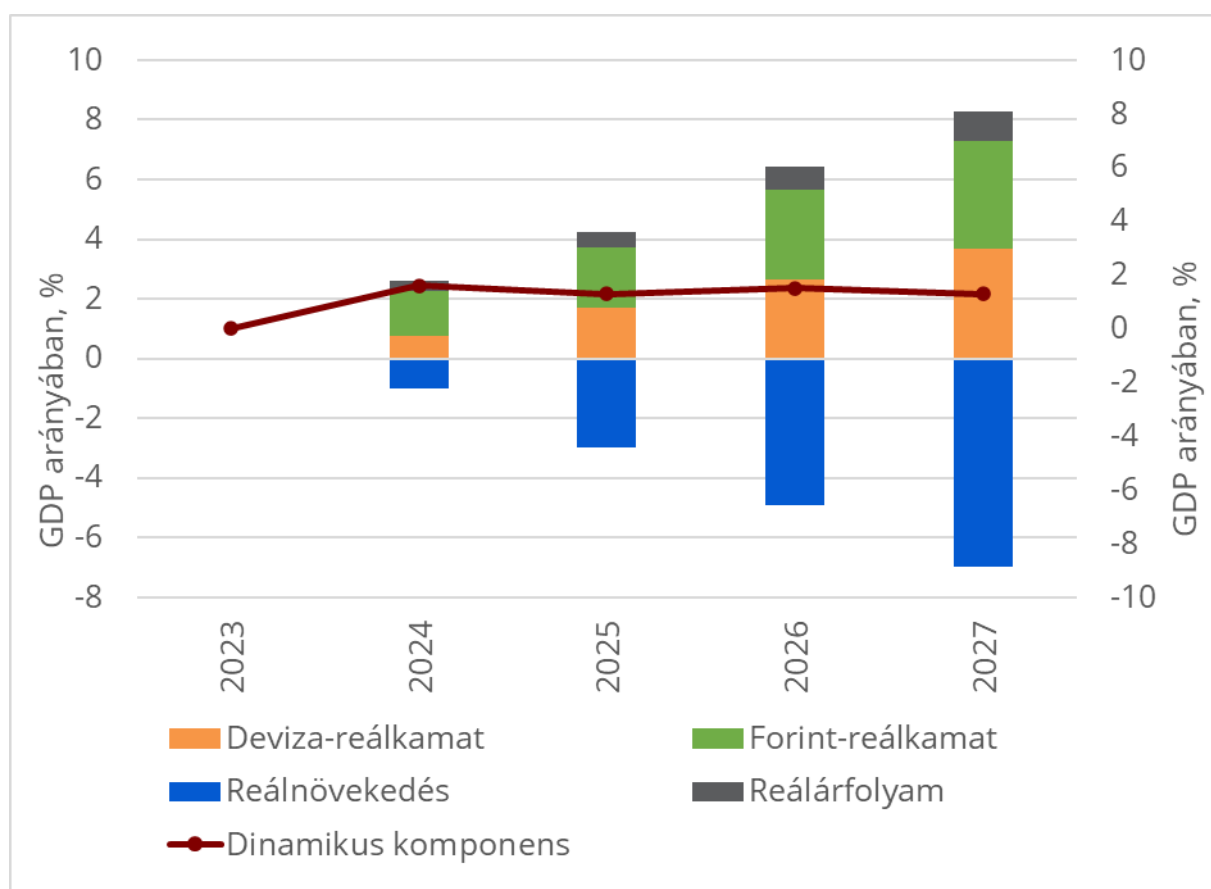
Forrás: OGRResearch számítás

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

A reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés hármasnak a 2024-27-es időszakon becslésünk szerint adósságnövelő hatása lesz, a GDP mintegy 1 százalékának megfelelő mértékben. Az elmúlt években a dinamikus komponenseknek jelentős adósságcsökkentő hatása volt (12. ábra). Azonban ez a trend idén megfordul (24. ábra). Az adósság átárazódásával és az infláció

lassulásával, valamint a reálárfolyam korrekciójával mind a forintadósságra, mind a devizaadósságra fizetett reálkamat növekszik. Ezt csak részben tudja majd kompenzálni a gazdasági kilábalás. A forintra fizetett reálkamat kumulált adósságnövelő hatása 2027-ig a GDP mintegy 3,6 százalékanak, a deviza-reálkamat adósságnövelő hatása a GDP 3,7 százalékanak felel meg. A reálnövekedés mindeközben a GDP 7 százalékanak megfelelő mértékben csökkenti az adósságot. Áprilisi előrejelzésünkhöz képest a dinamikus komponens fél százalékponttal jobban növeli az adósságrátát, mivel az alacsonyabb belső kamatok csak részben tudják kompenzálni az alacsonyabb kummulált reálnövekedést és a kismértékben megemelkedett külső kamatokat.

25. ábra: A dinamikus komponens és részeinek kumulált hatása az adósságrátára (2023=0)



Forrás: OGRsearch számítás

4 Felhasznált irodalom

European Commission (2024): Economic forecast for Hungary. May 2024

https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-surveillance-eu-economies/hungary/economic-forecast-hungary_en

EBRD (2024): Regional Economic Prospects. September 2024

<https://www.ebrd.com/news/2024/growth-in-ebrd-regions-trimmed-as-economies-adjust-to-new-realities.html>

International Monetary Fund (2024): World Economic Outlook, April 2024,

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/10/10/world-economic-outlook-october-2023>

International Monetary Fund (2024): Hungary – 2024 Article IV Consultation: Staff Report. August 2024

<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2024/08/02/Hungary-2024-Article-IV-Consultation-Press-Release-and-Staff-Report-553126>

Költségvetési Tanács (2024): A Költségvetési Tanács hároméves kitekintése a makrogazdaság és a költségvetés folyamataira

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

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

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

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

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

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

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

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

<https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2024-09-26-inflacios-jelentes-2024-szeptember>

OECD (2024): OECD Economic Outlook, Volume 2024 Issue 1: An unfolding recovery. May 2024

<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/69a0c310-en.pdf?expires=1729005471&id=id&accname=guest&checksum=F139593845446D37AB3E769760B9719F>

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

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

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

https://www.otpbank.hu/static/elemzesikozpont/other/elemzesek/19001_FlashReportDeficit_20241002.pdf

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

<https://cdn.kormany.hu/uploads/document/3/30/309/30994348ca1ade182556c0a35e09b2fef18167ea.pdf>

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

5 Függelék

5.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Nominális Kamatláb									Előrejelzés			
Éves kamat (%)	0.7	0.1	0.3	0.1	0.5	1.3	8.7	10.3	6.0	5.2	4.7	4.4
Eurozóna kamatláb (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	3.8	4.1	3.0	2.6	2.5
Árfolyam												
Nominális árfolyam (EUR/HUF)	311	309	319	325	351	359	391	382	393	400	409	416
(változás % év/év)	0.5	-0.7	3.1	2.0	7.9	2.1	9.1	-2.4	2.9	1.9	2.1	1.8
Árak												
Inflációs cél (% év/év)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Fogyasztói árindex (% év/év)	0.4	2.4	2.8	3.3	3.3	5.1	14.5	17.6	3.7	3.5	3.2	3.1
GDP deflátor (% év/év)	1.3	4.0	4.8	4.8	6.4	6.4	14.2	14.7	7.8	3.5	3.2	3.1
GDP												
Reál GDP (% év/év)	2.1	4.3	5.4	4.6	-5.0	7.1	4.6	-0.9	1.4	2.7	2.8	2.9
Kibocsátási rés (Potenciális GDP-arányában, %)	-0.9	0.1	1.8	2.5	-2.1	-0.2	0.5	-2.0	-2.0	-1.5	-1.2	-0.8
Fiskális változók												
Költségvetési hiány (GDP arányában, %)	1.8	2.5	2.1	2.0	7.6	7.2	6.2	6.7	4.5	3.9	3.5	3.3
Ciklikusan igazított hiány (GDP arányában, %)	1.4	2.5	2.8	3.2	6.6	7.0	6.5	5.8	3.6	3.3	3.0	3.0
Államadósság (GDP arányában, százalék)	74.9	72.1	69.1	65.3	79.3	76.7	74.1	73.5	73.0	71.6	71.4	71.0

Forrás: OGREsearch

5.2 A modell bemutatása

Az előrejelzéshez modell alapú elemzést vettünk igénybe, melynek előnye, hogy a főbb makroökonómiai 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 makroökonómiai kivetítés így értelmet nyer, a változások miértjére pedig koherens történettel válaszolhatunk.

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

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

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

A modell egy ún. félstrukturális makroblokk és egy fiskális blokk összekapcsolásából áll össze, a kettő közötti kapcsolatot pedig részben egy viszonylag részletes hozamgörbe szerkezet biztosítja.

A makroblokk 4 kulcsösszefüggésre épül az IS görbére, a Phillips görbére, a tőkepiaci egyenletre és a monetáris politikai szabályra. A fiskális politika alapesetben egy strukturális deficit célt követ, ahol egy autoregresszív sémának megfelelően közeledik a strukturális deficitcél a hosszútávú egyensúlyi értékéhez (középtávú cél azaz MTO). Ettől a szabálytól a fiskális politika eltérhet, ami egy tervezett fiskális impulzusnak felel meg (pl. nem az MTO-hoz tart a politika).

26. ábra: A fiskális blokk kapcsolatrendszere a makrováltozókkal

