



Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép 2019-ről

Készült a Költségvetési Tanács Titkársága megbízásából

Készítették:

Bogóné Jehoda Rozália
Matheika Zoltán
Nagy Katalin
Palócz Éva
Tóth G. Csaba
Vakhal Péter


.....
Dr. Palócz Éva Mária
Kopint-Tárki
Konjunktúrakutató Intézet Zrt
vezérigazgató



Budapest, 2020. április 20.

Készült a KVT/15-1/2020 szerződés alapján

Dr. Palócz Éva Mária
vezérigazgató

KOPINT-TÁRKI
Konjunktúrakutatási Intézet Zrt.
1112 Budapest, Budaörsi út. 45.
1518 Budapest, Pf. 71.
Telefon: 309-2695
Fax: 309-2647
E-mail: info@kopint-tarki.hu
www.kopint-tarki.hu

Tartalom

Tartalom.....	3
Bevezető és összefoglaló.....	4
1. A világgazdaság helyzete 2020 tavaszán.....	10
2. Makrogazdasági helyzet 2019-ben és 2020 első negyedében.....	21
2.1. A GDP és komponensei 2019-ben.....	21
2.2. A GDP termelési oldala.....	26
2.2.1. Ipar.....	26
2.2.2. A március végi feldolgozóipari konjunktúrateszt eredményei.....	29
2.2.3. Építőipar.....	31
2.2.4. Lakásépítés, lakáspiac.....	33
2.2.5. Turizmus.....	34
2.3. A GDP felhasználási oldala.....	36
2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai.....	36
2.3.2. Beruházások.....	40
2.3.3. Külkereskedelem.....	43
2.4. A fizetési mérleg és az ország nettó külföldi kötelezettségállományának alakulása.....	46
2.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség.....	49
3. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok.....	52
3.1. Államháztartási folyamatok.....	52
3.1.1. A 2020. évi költségvetés az első negyedévben.....	52
3.1.2. A válság becsült hatása az év hátralevő részében.....	53
3.1.3. Az államadósság alakulása.....	56
3.1.4. A költségvetési hiány finanszírozása és a költségvetési szabályok.....	57
3.1.5. A 2019. évi költségvetés.....	59
3.1.6. Európai kitekintés.....	62
3.2. Infláció.....	65
3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....	68
3.4. Vállalati és lakossági hitelek és kamatok.....	71

Bevezető és összefoglaló

A világgazdaság 2019-ben még viszonylag jó növekedési ütemet ért el, bár a lassulás jelei mind a világgazdaság számos régiójában és országában, mind a világkereskedelem növekedésében már világosan körvonalazódtak. A koronavírus következményei azonban alapjaiban megváltoztatták a globális növekedés feltételeit. A járvány gyors, helyenként drámai ütemű terjedése mind keresleti, mind kínálati sokkot idézett elő. A kialakult bizonytalanság mind a keresletet, mind a kínálatot visszafogja. A kínai termeléseszkökenés hatásai hamar érezhetőkké váltak a világ többi országában, elsősorban Európában és az USA-ban. Egyelőre nem világos, hogy V alakú, vagy U alakú vagy netán W alakú növekedési görbe várható, azaz elindul-e a nyári hónapokban egy kilábalás, vagy a stabilizálódás csak ősszel kezdődik. Ez utóbbi esetben nagy a kockázata annak, hogy a gazdasági visszaesés olyan mértékű lesz, és olyan társadalmi, gazdasági veszteségeket okoz, amelyek mellett már nehéz lesz az országoknak gyorsan talpra állniuk. A legnagyobb probléma az általános bizonytalanság. Ebben a helyzetben számszerűsített prognózisok készítése nehéz, az azonban bizonyos, hogy az első félévben a globális növekedés negatív lesz.

A magyar gazdaság 2019-ben az Európai Unió egyik legmagasabb növekedési ütemét mutatta fel. A 4,9%-os gazdasági növekedés kimagasló volt nem csak az EU-ban, hanem a régióban is. Noha az év utolsó negyedében a GDP több komponense is lassult, 2020-ra a 3,0-3,5%-os gazdasági növekedés valószínűnek látszott.

A koronavírus-járvány azonban minden korábbi előrejelzést felülírt. Az előrejelzések a korábbiaknál is bizonytalanabbá váltak. A gazdasági indíttatású krízisekkel ellentétben, amelyek lefolyása többé-kevésbé modellezhető és kalkulálható, most egy olyan külső, nem gazdasági jellegű tényező drámai hatásával kell számolnunk, amelynek a kimenetele, időtartama és mélysége ma még távolról sem ismert. Emellett, egyszerre van jelen a keresleti és a kínálati sokk. A kijárási és mozgási korlátozások miatt a gyárak, üzemek és szolgáltatók nem tudnak termelni, akadózik vagy éppenséggel leáll az alkatrész-ellátás, a termelési láncok megszakadnak. Az ennek következtében előállott munkahelyvesztés és jövedelemkiesés pedig a háztartások fogyasztását súlyosan visszaveti, ami keresleti sokkot eredményez. A szolgáltatási szektor jelentős része pedig fizikailag ellehetetlenül, mivel zárva kénytelen tartani.

A Kopint-Tárki előrejelzése/becslése azon a feltevésen nyugszik, hogy a járvány nyár közepén, legkésőbb a nyár végéig lecseng, ekkorra feloldásra kerülnek a kijárási, szállítási és egyéb mozgási korlátozások, és az év utolsó harmadában megindul a konszolidáció. Ezen feltevés korlátai között, az egyes felhasználási és termelési komponensek, valamint az egyes negyedévek várható teljesítményének becslése alapján a Kopint-Tárki **2020-ban a GDP 5-6%-os visszaesésére** számít.

Ez a visszaesés magasabb, mint a régió legtöbb országában, aminek két fő oka van. Az egyik a magyar gazdaság különösen erős beágyazottsága a nemzetközi termelési láncokra, ami kiváltképp sérülékennyé teszi a globális sokkokra. Másrészt, míg a többi országban gyorsan, már március végén jelentős méretű költségvetési mentőcsomagokat vezettek be, addig a magyar mentőcsomag több hetet késett, és mérete is csekély, már ami közvetlenül és jőidőben a válság drámai hatásának a

tompítását, a vállalatok túlélését és munkaerő-megtartó képességének támogatását célozza.

A világ csaknem valamennyi országa a válság ellen mentőcsomagot készített, amelyek költségvetési forrásokból a gazdasági szereplők átmeneti megsegítésére irányulnak. Ezt az Európai Unió is támogatja, mivel a kormányokat a költségvetési hiány elengedésére, minden állami eszköznek a válság elleni harc felhasználására szólította fel. A kormányok erőfeszítései azt célozzák, hogy az átmenetileg nehéz helyzetbe került vállalatokat átsegítsék a remélhetőleg pár hónapig tartó súlyos nehézségeken, felszínen tartsák őket és támogassák munkaerőmegtartó képességüket. Ezeknek a válság-csomagoknak a legfontosabb közös eleme a munkahelyek megtartására irányul. Ez ugyanis egyszerre célozza a vállalatok túlélését, a gazdaság szövetének a fennmaradását és a foglalkoztatottak jövedelemhez jutását, s ennek következtében a fogyasztás zsugorodásának mérséklését. Emellett más, változatos elemei is vannak az egyes országok által alkalmazott intézkedéseknek: adóelengedés vagy -halasztás, kedvezményes hitelek nyújtása, hitelgaranciák, sőt, akár helikopterpénz, azaz a széles körben kiosztott egyszeri támogatások is (pl. az USA-ban).

A magyar intézkedések igazodnak a nemzetközi tendenciákhoz, ami a hiteltörlesztések felfüggesztését (a hitelmoratóriumot), kedvezményes hitelek nyújtását (állami garanciával), illetve adóelengedéseket illeti. Ezek fontos elemei a mentőcsomagoknak. Ugyanakkor ezek csak a járulékos és közvetett intézkedések, mivel a hitelfelvételi lehetőség nem minden cég számára áll rendelkezésre, legyen az bármilyen kedvező kondíciójú. Az adók elengedése is csak azon cégek számára értékelhető, amelyek egyáltalán bírnak valamilyen bevétellel a válság körülményei között. Ennek ellenére ezeket az intézkedéseket nem szabad lebecsülni, különösen a jegybanknak a (különadóval sújtott és a hitelmoratórium terheit is viselő) bankrendszer likviditását támogató és a kkv-k számára is rendelkezésre álló kedvezményes hitelkeretét, az NHP Hajrá elnevezésű programot illeti.

Ugyanakkor, azon kívül, hogy a magyar intézkedések jóval később érkeztek, mint az európai országok és regionális versenytársaink többségében, két olyan terület van, amely a magyar mentőcsomag lényegesen eltér az európai trendektől. Holott ezek a területek itt és most a legnagyobb bajok sürgős elhárítására irányulnának.

Az egyik a munkahelyek megőrzésével, a másik a jövedelem nélkül maradtak támogatásával kapcsolatos.

1. A sajátos magyar „kurzarbeit” csak árnyéka a német névadójának, de akár az osztrák, a francia vagy a régiók más országaiban (Csehországban, Szlovákiában) alkalmazott részmunkaidős támogatási rendszereknek. A magyar rendszerbe ugyanis kizárólag a munkaidő legalább 15, de legfeljebb 75%-át elveszítő cégek kerülhetnek be. (Az eredeti rendelet még 30 és 50%-ról szólt, amelyet a kormány a vállalatok elementáris felháborodása miatt megváltoztatott). Az, hogy a megrendelések 15%-ánál kisebb kárt szenvedő cégek nincsenek benne a rendszerben, még valahogy - bár nehezen - megmagyarázható. Az azonban már végképp nem indokolható, hogy miért nem kapnak semmiféle támogatást a munkáik több mint 75%-át elveszítő cégek, holott a legtöbb ágazatban, és nem csak a turizmusban, éppen ez a jellemző. Számos vállalkozó az elmúlt évtizedekben óriási erőfeszítéseket tett annak érdekében - és ezt kormányzati programok is támogatták - hogy bekerüljenek a globális termelési

láncokba, nem csak az autóiparban, hanem az elektronikai és más ágazatokban: ezek most megrendeléseik majdnem 100%-át elvesztették, és nem kapnak állami támogatást. De naponta érkeznek hírek patinás magyar cégekről más ágazatokból is, amelyek most óriási, ha nem teljes piacvesztést szenvedtek el és szintén nem kapnak állami támogatást. Az MNB a garanciális és kedvezményes hitelkonstrukciók kínálatával megtette azt, amit a monetáris politika a saját eszközeivel megtehet. Ugyanakkor, a most hitelt felvenni kénytelen cégek a kilábalás idején sokkal kedvezőtlenebb helyzetből indulnak, mint külföldi versenytársaik, amelyek most vissza nem térítendő állami támogatásban részesülnek. Nem beszélve arról az idővesztéséről, amely egy hitelbírálat elkészítése igénybe vesz.

Számos cég számra tehát nem marad más, mint elbocsátani a dolgozóikat, abban a reményben, hogy a válság után talán újra alkalmazni tudják majd őket. Ugyanakkor a 3 hónapos munkakeresési járadék ehhez nagyon rövid. Az április elején elbocsátott dolgozók munkakeresési járadéka június végén lejár, és szinte biztosra vehető, hogy addig sem a világgazdaság, sem a belső piac nem lesz abban az állapotban, hogy a termelés újra tudjon indulni és a munkatársakat ismét alkalmazni tudják. *Ezek a cégek tehát nagy eséllyel el fognak veszni a magyar gazdaság számára, de legalábbis nagyon meggyengülve, hitellel terhelve kerülnek ki a válságból.*

A kurzarbitrázs szabályozás továbbra is csupán 75 ezer forintos támogatást hajlandó juttatni egy munkavállalónak, ami abból a téves alapvetésből táplálkozik, hogy nincsen „ingyenyénz”. Ez az elv indokolt lehetne, ha a cégek saját hibájukból kerültek volna bajba. Jelenleg azonban nem ez a helyzet

A magyar kormány tehát sem a *munkáltatókat* nem támogatja kellőképpen a munkaerő megtartásában, sem a *munkavállalókat* a válság átvészelésében, ami a vállalati szektor nagy részének a megroggyanásával fog járn.

2. Emellett van egy köztes réteg, amely sem nem munkáltató, sem nem munkavállaló, hanem önfoglalkoztató: egyéni vállalkozók, iparosok, szabadfoglalkozásúak, akik a válság hatására egycsapásra elvesztették megélhetési forrásukat. Ez a kör sem a munkavállalói jogokra, sem munkakeresési járadékokra nem számíthat. Számukra más országokban (pl. Ausztriában) egyszeri gyorssegély és 3 havi további támogatás áll rendelkezésre. A varroda, a fodrász, a nyelviskola, a színház kényszerűen bezárt, és még sorolhatnánk sokáig. Jórésztük KATA-s vállalkozó, amit a gazdaságpolitika az elmúlt évek adópolitikájával kifejezetten támogatott, egyre magasabbra állítva a KATA-típusú adózás felső határát. A KATA-fizetési kötelezettség eltörlése nem jelentett könnyítést a számukra, mivel tipikusan a KATA-s adózók voltak az elsők, akik a pandémia elhatalmasodása és a veszélyhelyzet bejelentése után minden jövedelem nélkül maradtak. Ezért a KATA-s vállalkozók jellemzően felfüggesztették a vállalkozásukat, de ettől bevételük még nem lesz. Támogatás nélkül, ezt a társadalmi csoportot súlyos megélhetési gondok és a lecsúszás veszélye fenyegeti. A magyar gazdaság pedig szegényebb lesz a szolgáltató szektornak a széles kínálatának az elvesztésével.

A magyar gazdaság zsugorodása 2020-ban jórészt azért lehet nagyobb, mint a szomszédos országokban, mivel itt a teljesen jövedelem nélkül maradt, és a mentőcsomagból kihagyott széles társadalmi rétegek jövedelmének a zuhanása (akár megszűnése) jelentősen csökkenti a háztartások fogyasztói keresletet. A sérülékeny

háztartásoknak jellemzően nincsenek megtakarításaik és a válság következtében, állami támogatás hiányában, a folyó jövedelmüket is elveszítik. Ez nagyban hozzájárul a fogyasztás zsugorodásához 2020-ban.

Másrészt az is látszik, hogy az intézkedések összességében túlnyomó része nem is a járvány okozta válsághelyzethez kapcsolódik, még közvetetten sem. A második mentőcsomag kiinduló pontja ugyanis azt a gondolatot képviseli, hogy a kormánynak nem kell megmentenie minél több vállalatot a csődöktől a válság alatt, mert utána majd államilag irányítottan felépít egy újat. „Amennyi munkahelyet a vírus tönkretesz, annyit fogunk létrehozni”. Azaz, a kormány majd be fog avatkozni a gazdaság folyamataiba, beruházási támogatásokat fog osztani és központilag fejleszteni fog bizonyos, általa kiválasztott ágazatokat, s ezzel kell munkahelyeket teremni. Holott a feladat itt és most a gazdaság működőképességének, a meglévő vállalatok foglalkoztatási képességének a **megőrzése**, hogy ne omoljanak össze, és a válság után minél többen tudják folytatni a tevékenységüket. A magyar gazdaság a válság előtt, ha nem is hibátlanul, de azért jól „elműködött” és fejlődött is. A második mentő csomag azonban nem elsősorban a működő cégek megmentését, hanem a gazdaságba való erőteljes állami beavatkozást célozza (elsősorban majd 2021-ben!), több ezer milliárd forint összegben, miközben a válság közvetlen hatásának az elhárítására mindössze párszáz milliárd forint jut.

Ami pedig a bankszektor és a külföldi kiskereskedelmi láncok külön-adóztatását és az önkormányzatok forráselvonását illeti, a világ 193 országa közül egyetlen sem reagált különadók és elvonások kivetésével a járvány okozta válságra. Ez tehát valóban Hungaricum. A *bankszektort* – amely egyébként ma is fizet különadót évi 65 milliárd forint összegben – a hitelmoratórium is sújtja, bár ennek mértéke várhatóan jóval kisebb lesz, mint a sematikusan számított 3.000 milliárd forint, mivel az adósok azon része, amely képes marad fizetni a törlesztéseket, nyilván erre fog törekedni. Másfelől azonban, a hitelmoratóriumot nyilván a jövedelem nélkül maradók veszik igénybe, akiknek, amikor a törlesztésmentes időszak lejár, egyszerre szakad nyakukba az aktuális és az elmaradt törlesztés, miközben az addig kieső jövedelmüket nem kárpótolták. Más országokban éppenséggel a bankszektor megerősítésén keresztül igyekeznek a vállalatok hitelhez jutását támogatni. Az MNB banki likviditás-teremtő és alacsony kamatozású hitelprogramja jelentősen segít ezen a helyzeten.

A *kiskereskedelmi láncok megadóztatása* ismeretesen nem az első kísérlet ezeknek a cégeknek a meggyengítésére. Az érintett vállalatok már bejelentették, hogy eleget fognak tenni ennek a kötelezettségnek, az adóztatásuk azonban minden valószínűség szerint az élelmiszerárak további és gyorsuló emelkedéséhez fog vezetni, az amúgy is magas inflációs nyomás alatt lévő gazdaságban.

Az *önkormányzatoktól* való 34 milliárd forintos forráselvonás pedig inkább a politikai térben, mintsem makrogazdasági vagy költségvetési összefüggésben értékelhető.

.-.-.-.

A világ minden országában vita tárgyát képezi, milyen mértékig engedhető meg a költségvetés hiányának az elengedése. A válság körülményei között mekkora terhet szabad az államadósság emelkedésével a következő évekre áthárítani. Az országok nagy része arra az álláspontra helyezkedett, hogy ennek az exogén és feltehetőleg átmeneti válságnak a kezelésére nagyon messze el lehet menni a költségvetési hiány

elengedésében, mivel sokkal nagyobb árat fizet a gazdaság, ha a költségvetés „takarékoskodik” és a vállalatok összeomlanak, értékláncok széttöredeznek, mint ha megemelkedik az államadósság. Ráadásul, az automatikus stabilizátor a költségvetési hiányt állami beavatkozás nélkül is jócskán megemeli, mivel a jövedelmek és a fogyasztás visszaesése következtében az ezekből a tételekből származó adóbevételek is drasztikusan csökkennek. Ha viszont a költségvetés támogatást nyújt a vállalatoknak a túlélésre, akkor a támogatás egy része visszafolyhat adóbevételek formájában.

Noha a magyar költségvetést a világválsághoz kapcsolódó gazdasági válság sokkal kedvezőbb állapotban éri, mint a 2008-ban kirobbant krízis, a magyar kormány fiskális mozgástere ezúttal is jócskán elmarad a legtöbb uniós tagország lehetőségeihez képest. Az elmúlt néhány évben tapasztalt kedvező gazdasági konjunktúrát felhasználva a legtöbb ország jelentős költségvetési konszolidációt hajtott végre, aminek eredményeképpen a 2019-es költségvetési évet a tagállamok köze fele már többlettel zárta. Ezzel szemben a GDP 2 százaléka körül ingadozó magyar deficit azt jelzi, hogy hazánkban kevésbé volt anticiklikus a fiskális politika, emiatt pedig kisebb mértékű lehet a befektetők és a nemzetközi intézmények által még elfogadhatónak ítélt fiskális lazítás mértéke is. Segíthet viszont ezen a helyzeten, hogy az idei évre a szokásosnál nagyobb költségvetési tartalékkal készült a kormány. És erre biztosan szüksége is lesz az államnak.

Az 5,5 százalékos ide recesszió önmagában is 4,4 százalékkal rontja az egyenleget, elsősorban a munkabért terhelő adó- és járulékbévételek elmaradása miatt, de érzékenyen érinti a büdzsét a fogyasztási adók és a vállalati befizetések elmaradása, illetve a költségvetésből finanszírozott álláskeresési járadékok várható emelkedése is. Az automatikus stabilizátorok tehát működnek, még akkor is, ha az egykulcsos jövedelemadó és az álláskeresési járadék viszonylag rövid idejű jogosultsága mérsékli ennek hatását. Állami keresletélénkítésre azonban mindezekon felül is szükség lenne. Az eddig bejelentett intézkedések azonban kétségeket ébresztenek.

A kormányzati kommunikációban bejelentett 9 ezer milliárdos, a GDP 18-22%-át kitevő mentőcsomag költségvetésből finanszírozott intézkedéseinek nagyon kicsiny része irányul a gazdasági szereplőknek a válság átvészelésére. Ráadásul jórészt nem új forrást von be a válság sújtotta gazdaságba, hanem forrásátcsoportosítással és elvonásokkal, extra adókkal teremt forrást, ami az ellenkező irányba mutat. A rövid távú állami keresletélénkítés leghatékonyabb módja ugyanis a külső forrás bevonása a deficit (további) növelésén keresztül, az egyes kiadások közötti (éven belüli) átcsoportosítás pedig nem tartozik ebbe a kategóriába. A külföldi gyakorlathoz képest elenyésző méretű valódi keresletélénkítés valójában alig haladja meg a GDP 1 százalékát, a jelenleg ismert beavatkozások alapján. A helyzet még minden tekintetben változhat, és noha gyors ütemben robogunk a mély recesszió felé, még nem késő nagyobb és célzottabb állami programokat elindítani.

Jelenleg azonban úgy látjuk, hogy az idei GDP-arányos hiány úgy emelkedik majd 5,4%-ra, hogy abban még nagyon visszafogott az állami keresletélénkítés hatása. Ha ez megváltozna, akkor mérsékelhető lenne a recesszió nagysága, ami kedvezően hatna a költségvetésre is, így végső soron csökkenne az állami beavatkozás költsége. Bármelyik forgatókönyv is valósul meg, az adósságráta biztosan ismét jócskán 70

százalék fölé ugrik, amihez hozzájárul a forint jelentős gyengülése is. Ez utóbbi hatását azonban mérsékli, hogy az elmúlt tíz évben jelentősen csökkent az államadósságon belül a deviza alapú finanszírozás aránya.

Arra kell tehát felkészülni, hogy magyar költségvetési hiány 2020-ban mindenképpen túl fogja lépni a maastrichti 3%-os hiányplafont. A 3%-os hiány akkor sem teljesülne, ha az állam egyetlen fillért sem költene a vállalatok és a háztartások átmeneti támogatására a járvány okozta válság ideje alatt. A GDP zsugorodása ugyanis önmagában növeli a hiány/GDP tört értékét.

Mindazonáltal, a magasabb költségvetési hiány finanszírozása megoldható a külső eladósodás nélkül is. Az MNB április 8-i döntése értelmében ugyanis a jegybank feladja azt a - nemzetközileg is elfogadott és sokáig alkalmazott – elvet, amely tiltja az állam jegybanki finanszírozását és a másodpiacon állampapírokat fog vásárolni. (ahogyan ezt az ECB és számos nem eurózóna-tag EU-ország teszi).

Ugyanakkor, a költségvetési szabályok lényegükből fakadóan nem jelentenek akadályt a kormány számára, hogy új források bevonásával a deficit és ezen keresztül az államadósság növeléséből finanszírozza a koronavírus elleni védekezést, illetve a világjárvány miatt kialakult gazdasági válság hatásainak tompítását célzó intézkedéseket. A fiskális szabályok egyik alapvető célja, hogy a gazdasági válságok közötti békeidőkben takarékos gazdálkodásra, deficit- és adósságráta-csökkentésre kényszerítsék az államokat. Ez biztosítja ugyanis, hogy recesszió esetén jelentős fiskális lazítással segíthessék a gazdaságot anélkül, hogy veszélybe kerülne a közpénzügyek fenntarthatósága. Ennek előfeltétele, hogy a mostanihoz hasonló rendkívüli helyzetben a szabályok vagy átmenetileg érvényüket veszítsék, vagy lehetővé tegyék a kormányok számára a költségek csökkentését. Pontosan ez történik most a magyar költségvetésre vonatkozó hazai és uniós szabályok esetében.

A csomag késlekedése már eddig is súlyos károkat okozott a vállalati szektorban és tartalma még több kárt fog okozni a jövőben. A válság ugyanis nem csak rombol, hanem *újra is osztja a piaci pozíciókat*. A nemzetközi piaci erőviszonyok a válság következtében jelentősen átrendeződhetnek. Azok a szereplők, amelyek viszonylag erősen kerülnek ki ebből a krízisből, mivel gyors és hathatós támogatást, akár „ingyenpénzt” kaptak a kormányuktól, a válság után erősíteni tudják a piacaikat, miközben a magukra hagyott cégek piacvesztést szenvedhetnek. Ez a különbség nem is elsősorban 2020-ban fog érvényesülni, mivel idén még a magyar cégek még küzdeni fognak a fennmaradásért és csak folyamatosan véreznek el ebben a válság elleni küzdelemben. 2021-től azonban, és akár több éven keresztül, a kevesebb állami támogatást kapott magyar cégek (már amelyek megmaradtak) sokkal kedvezőtlenebb, jelentős hitelterhekkal sújtott pozícióból folytathatják működésüket nemzetközi versenytársaikkal szemben.

Mivel a döntéshozók a rendeletek megalkotása előtt nem konzultáltak érdemben a szociális partnerekkel, a rendeletek folyamatos változtatására kényszerülnek. Ez részben kaotikus állapotot is teremt, azonban nem zárható ki, hogy az utólagos konzultációk olyan változtatásokat eredményeznek, amelyek a magyar vállalatok és munkahelyek megőrzéséhez érdemben is hozzájárulhatnak.

1. A világgazdaság helyzete 2020 tavaszán

A koronavírus következményei jelentősen megváltoztatták a **globális növekedés** feltételeit. A járvány gyors, helyenként drámai ütemű terjedése mind keresleti, mind kínálati sokkot idézett elő. Kínálati oldalon a munkaórák csökkenő száma, egyes ágazatok leállása következtében a kibocsátás zsugorodása tapasztalható. Keresleti oldalon mind a magánfogyasztás csökkenése, mind a termelés leállása okozta keresletkiesés már rövidtávon is erőteljesen jelentkezik. A gazdaság átmeneti leállása a munkaerőpiacokat is megbolygatja: mindenütt a munkanélküliség emelkedése várható, aminek mértéke jelentősen függ attól, hogy mennyire húzódik el a válság. A kialakult bizonytalanság (nem tudni meddig tart a válság, milyen intézkedésekkel avatkoznak be a kormányok stb.) mind a keresletet, mind a kínálatot visszafogja. A kínai termelés csökkenés hatásai hamar érezhetővé váltak a világ többi országában, elsősorban Európában és az USA-ban. Mivel a járvány – kis késéssel – itt is felütötte fejét, a termelés akadozása, visszaesése általánosan jellemzővé vált. Azzal mindenki egyetért, hogy a 21. század eddigi legnagyobb válságával állunk szemben, és ennek következményei súlyosabbak lesznek, mint a 2008/2009-es pénzügyi válságé. Egyelőre nem világos, hogy V alakú, vagy U alakú vagy netán W alakú növekedési görbe várható, azaz elindul-e a nyári hónapokban egy kilábalás, vagy a stabilizálódás csak ősszel indul meg. Ez utóbbi esetben nagy a kockázata annak, hogy a gazdasági visszaesés olyan mértékű lesz, és olyan társadalmi, gazdasági veszteségeket okoz, amelyek mellett már nehéz lesz az országoknak talpra állni. A legnagyobb probléma az általános bizonytalanság: Senki nem tudja, hogy hogyan lehet hatékonyan védekezni a járvány ellen, hogyan lehet azt tartósan megfékezni. Nem lehet tudni, hogy meddig tartanak a korlátozások, kell-e még keményíteni, rajtuk, és ennek következtében a légitömegcsökkenés, a turizmus, a vendéglátás, az egyéb lakossági szolgáltatások, az autóipar, s egyre inkább a többi feldolgozóipari ágazat válsága mennyire húzódik el, s milyen mértékű lesz. Ebben a helyzetben számszerűsített prognózisok készítése nagyon nehéz: az első félévben a globális növekedés negatív lesz, hogy a második félévben mi történik, az egyelőre nehezen megmondható. Az valószínű, hogy a most bevezetett korlátozások feloldása nagyon lassan fog bekövetkezni, s nem lehet tudni, hogy esetleg újabb visszalépésekre nem lesz-e szükség. Európában és az USA-ban a járvány még a felfelé ívelő szakaszban van, s nem lehet tudni, hogy Kínában a pozitív fordulat valóban tartós lesz-e.

A válság elhúzódásával egyre szaporodnak a pesszimistábbnál pesszimistább előrejelzések. Az IMF egy elnyújtott V-alakú kilábalást feltételezve 3%-os globális visszaesést jósol az idei évre. A fejlett gazdaságok esetében az átlagos visszaesés akár 6,1% is lehet, míg a feltörekvő és fejlődő országok esetében ennél kevesebb (-1% körül).

Ma még ugyan alig hallhatunk híreket a Covid-19 harmadik világban történő megjelenéséről, a fejlődő országok zömében a járványnak már most is igen súlyos gazdasági hatásai vannak a nyersanyag- és energiahordozóexportból, a nemzetközi termelési láncok számára gyártott termékek értékesítéséből, a turizmusból és a hozzá kapcsolódó ágazatokból, a külföldön dolgozó polgárok hazautalt jövedelmeiből származó bevételeik radikális csökkenése révén. Beláthatatlan következményei lesznek annak, ha az egészségügyi ellátórendszerüket forráshiányból fakadóan felkészíteni képtelen fejlődő országok magas népsűrűségű városaiban, különösen azok szegénynegyedeiben is felüti a fejét a járvány. Ugyanakkor azok a fejlődő országok, így Dél-Korea, Tajvan és Szingapúr, amelyek a különféle adat- és személyiségjog védelmi aggályokkal mit sem törődve bátran

éltek a korszerű infokommunikációs technológia és az adattudományok által felkínált lehetőségekkel, látványos eredményeket értek el a koronavírus ellen vívott küzdelem terén.

A **világkereskedelem** nagy valószínűséggel már az 2020 első negyedében összeomlott, amikor a globális értékláncok egyébként meghatározó kínai tagjai nem tudtak szállítani az európai és az amerikai termelőknek. Az összeomlás a járványügyi helyzet fokozódásával együtt súlyosbodott, egyes még csak nem is túl pesszimista becslések szerint akár 20-30 százalékos mértékű is lehet a zsugorodás. Szerencsére azonban a világkereskedelem meglehetősen rugalmas, ami azt jelenti, hogy korlátozások feloldásával jó eséllyel gyors növekedésnek indul, különösen, hogy a különböző gazdaságélénkítő programok ezt erősen támogatni fogják. A szolgáltatásokkal kapcsolatban már valamelyest pesszimistább az előrejelzésünk, mivel az áruk szabadabb mozgását valószínű jóval lassabban fogja követni a személyek szabad mozgása.

A termelés fokozatos lassulásával együtt kezdtek csökkenni a **nyersanyagok árai**, különösen az ipari fémeké. Az élelmiszerek árai egyelőre még csak a tavalyi emelkedés korrekciójánál tartanak, itt egy átmeneti árcsökkenésre, majd újra áremelkedésre számíthatunk, mivel a korlátozások miatt jóval drágább lesz a betakarítás a vendégmunkások hiánya miatt, valamint nagy valószínűséggel egyes exportőr országok akár tovább is próbálkozhatnak a termelés visszafogásával az árak emelkedése érdekében. Ez kiváltképp Brazíliára igaz, ahol a kávébab árát tavaly óta sikerrel veri fel a kormány.

Az IEA legfrissebb jelentése szerint a **globális olajkereslet** – 2009 óta először – a koronavírus és a kínai lassulás hatására visszaesik, az optimista becslések szerint mintegy napi 90 ezer barrellel. A Brent olajár jelenleg 20 dollár/hordó körül mozognak az év eleji 50-60 helyett, s nagy volatilitás jellemzi a piacot. (A WTI jegyzések viszont időnként 11 dollárra süllyedtek.) Az idei év első negyedében a kínai nyersolajkereslet napi 1,8 millió hordóval csökkent, ami páratlan jelenségnek számít; pozitív forgatókönyv esetén a második negyedévben a kínai nyersolajkereslet újból nőni kezdhet, s így a globális kereslet csak kismértékben lesz alacsonyabb, mint egy évvel korábban, s az év második felében ismét megindulhat egy élénkülés. Pesszimista scenárió esetében azonban, ha a járvány következtében a fejlett nagy országokban a gazdasági visszaesés áthúzódik a második félévre, a globális olajkereslet – éves szinten – akár napi 730 000 hordóval is visszaeshet. Az olajárak alakulása szempontjából lényeges, hogy a nagy olajtermelőknek a közelmúltban megkötött termeléskorlátozása (napi 9,7 millió barreles csökkentés legalább május-június időszakra) milyen mértékben tudja stabilizálni a piacot. Az OPEC és a többi hozzá csatlakozó nagy olajtermelő ország által vállalt termeléseszköztetés a világ 2019-es olajfelhasználásának mintegy 10%-a. Az OPEC+ együttműködéshez nem csatlakozott országok, köztük az Egyesült Államok és Norvégia vállalásával együtt a termeléseszköztetés megközelítheti a napi 20 millió hordót is, ami tavalyi globális olajfelhasználás mintegy egyötöde. A befektetőket elsősorban a tárolókapacitások korlátossága nyomasztja: olyan mértékű a keresletkiesés, hogy még a kitermelés visszaszorítása ellenére sem lehet tudni, hogy a fölösleget hol lehet majd tárolni. Lassan már az lesz a fő kérdés, hogy hogyan lehet az olajkutakat visszafojtani. Ettől és a konjunkturális kilátások alakulásától függően a nyersolaj ára éves szinten 20-50 dollár között akárhol mozoghat.

Mindeközben a befektetők a **nemesfémek piacán** keresnek maguknak menedéket, az arany ára folyamatosan emelkedik, ahogy egyre nagyobbak a tőzsdei veszteségek, úgy fog tovább tartani az arany szárnyalása. Azonban, amint a piacok látják a gazdaság újraindításának reális esélyét, úgy fogják elhagyni a nemesfémeket, így – egy optimista scenáriót feltételezve – az arany ára már ősszel visszatérhet a tavalyi szintekre.

A koronavírus kedvezőtlen konjunkturális hatásai következtében a **monetáris politika** tavaly megindult lazítása folytatódott. A 2008/2009-es pénzügyi válság következtében kialakult alacsony kamatszínvonal normalizálódása alig kezdődött meg, máris visszafordult. A *FED* az idén 150 bázisponttal 0%-ra mérsékelte az alapkamatot, s mennyiségi könnyítéseket vezetett be. Az *EKB*, amely a kamatokhoz nem is nyúlt hozzá a kötvényhozamok emelkedésére reagálva március közepén 750 milliárd eurós kötvényvásárlási programot jelentett be. Ezzel sikerült lenyomnia a hozamokat s továbbra is víz felett tartani a nagyobb, sérülékeny adósságpályával rendelkező államokat is. Felmerült egy közös európai koronakötvény gondolata, azonban ez a németek és az osztrákok ellenállásán megbukhat. A *Bank of England* az idén két lépésben 65 bázisponttal csökkentette az irányadó kamatot, ezzel itt is 0 közelébe jutott a kamatszint, s 645 milliárd fontra bővült a kötvényvásárlási program. A *japán jegybank* szintén újabb mennyiségi könnyítéseket vezetett be és a fiskális politikával együtt ontják a pénzt a gazdaságba. Világosan látszik, hogy a monetáris politika eszköztára kimerülőben van, a jelenlegi válságban elsősorban nagyszabású **fiskális intézkedések** kompenzálhatják a termeléses csökkenés következményeit. Ezek, mint az eurózónában az államháztartásra vonatkozó Maastricht-i kritériumok átmeneti hatályon kívül helyezése, a különböző országokban meghirdetett állami mentőcsomagok, az állami kiadások bővülésének nagy lendületet adhat. A probléma majd azokban az országokban merül fel, ahol a pénzügyi válságot követően felhalmozott adósságállományt nem sikerült leépíteni, és az új intézkedések csak tovább növelik azt. A kormányok által meghirdetett példa nélküli segélyprogramok a vállalatok millióinak megsegítésére, a magánháztartások támogatására, a jegybankok gyakorlatilag korlátlan likviditást biztosító intézkedései a jelen helyzetben megkerülhetetlenek voltak, de hosszú távú következményei egyelőre beláthatatlanok. Az Európai Unió külső környezetében mindenütt a gazdasági visszaesés jellemző. Az idei évre vonatkozó legfrissebb amerikai előrejelzések jelentős bizonytalansággal -2,3%-os GDP csökkenést várnak az **USA**-ban, de az IMF mostani előrejelzése egy 5%-os visszaesést sem tart kizártnak. S jövőre is csak 2% körülire gyorsulhat a növekedés. De ez a prognózis csak egy V alakú kilábalási görbe esetén igaz. A legsötétebb prognózisok szerint a második világháború óta nem látott recesszió is bekövetkezhet a koronavírus következtében az amerikai gazdaságban, s az egyik legnagyobb probléma lehet, hogy a lakossági fogyasztás nem indul be újra. A munkanélküliség drámaian nő: a jelenlegi 4,4%-os munkanélküliségi ráta akár 10-15%-ra is emelkedhet. A monetáris és fiskális politika – egyelőre nem sok sikerrel – igyekszik enyhíteni a helyzetet: a mennyiségi lazítások mellett az alapkamat újra 0 közelébe süllyedt, míg a Szenátus egy 2000 milliárd dolláros segélycsomagot fogadott el, amely a munkanélküliek megsegítésén kívül a vállalatoknak nyújtott hiteleket, valamint az amerikai állampolgároknak nyújtandó egyszeri 1200 dolláros támogatást is tartalmaz.

Japánban a koronavírus járvány hatásai és az Olimpia átütemezése következtében – a jelentős fiskális intézkedések ellenére is – -1,7%-os visszaesés várható, de vannak ennél sokkal pesszimistább előrejelzések is (-5,2% – IMF). A tavalyi ÁFA-emelések már 2019 utolsó negyedében recesszióba döntötték a japán gazdaságot, így – részben a tavaly évvégére előrehozott vásárlások következtében – a kiskereskedelmi forgalom már januárban is 3,9%-kal volt kevesebb, mint egy évvel korábban. A szélsőséges időjárás pedig a beruházásokat befolyásolta kedvezőtlenül. A várt élénkülés a COVID-19 következtében nem tudott bekövetkezni, s a kínai kereslet összeomlása az exportot is aláásta. Egyelőre mind az infláció, mind a munkanélküliség alacsony, de a gazdaság leállása következtében ez utóbbi változhat. Az expanzív monetáris és fiskális politika egyelőre kevés eredménnyel képes a válság hatásait kompenzálni.

Ma már nyilvánvaló, hogy nem sikerül **Kínának** elérnie idén azt a 6%-os gazdasági növekedést, amire ahhoz lett volna szüksége, hogy tíz év alatt megkétszerezze (!) a GDP-jét. Előzetes adatok szerint 2020 első negyedévében 10%-os lesz a GDP visszaesése. Az OECD szakértői 2020-ra éves szinten 4,9, 2021-re 6,4 százalékos kínai GDP növekedést várnak. Pesszimistább előrejelzések igen mérsékelt, 1,2-2% körüli növekedést sem tartanak kizártnak. Egyelőre úgy tűnik, Kínában március második felére sikerült megállítani a járványt, s a cégek közel 90%-ában újraindulhatott a munka. Az ország fő gazdasági partnerei viszont még a járvány súlyosbodásának, a fertőzés tömegessé válásának fázisában tartanak, ezért még egy jó ideig nincs esély a globális termelési láncok helyreállítására. A járvány leküzdésében annak is komoly szerepe volt, hogy a termelő üzemek igen gyorsan át tudtak állni a pillanatnyilag eladhatatlannak bizonyuló termékek gyártásáról az egészségügy számára szükséges eszközök (diagnosztikai berendezések, lélegeztető-készülékek, egyéb kórházi berendezések stb.) és segédeszközök (maszkok, védőruhák, kesztyűk stb.) előállítására. A Covid-19 válság alatt, majd annak lecsengését követően Kína világgazdasági szerepe várhatóan meg fog változni. A termelési-értékesítési láncok újragondolása, átalakítása folytán a „világ műhelye” szerepkörben nem fog tovább erősödni, sőt elképzelhető, hogy egy kicsit gyengülni is fog a jelentősége, ugyanakkor befektetőként az eddiginél is erősebb befolyásra fog szert tenni, mind a működőtőke-export, mind a likviditási nehézségekkel küzdő államok költségvetéseinek finanszírozása terén.

A koronavírus az **euróövezet** országaiban is brutálisan érezteti hatását. Jelen optimista prognózisunk szerint – amennyiben az év második felében megindul egyfajta normalizálódás a termelésben – az euróövezet GDP-je 5,2%-kal csökkenhet. Azonban – amennyiben a leállás 4-5 hónapra elhúzódik – 8-10%-os növekedéscsökkenés is bekövetkehet. Minden országban beindultak a válságot kompenzáló intézkedések, azonban ezek csak akkor lehetnek hatásosak, ha az egyéni utakat járó kormányoknak sikerül a járványt valamilyen módon megfékezniük, a terjedést lassítaniuk. Jövőre, attól függően, hogy mennyire lesznek sikeresek a konjunktúra élénkítő intézkedések, 1% körüli növekedést várunk. Az **EU-27** átlagában az idén -5%-os növekedéscsökkenésre számítunk, ami pesszimista scenárió esetén -7,3%-ra erősödhet. Jövőre 1,3%-os GDP bővülésre számíthatunk. A növekedésslassulás az **EU-13** országaiban is megmutatkozik: az idei évre -3,9%-s GDP lassulást várunk, míg 2021-re akár 4%-os bővülés is bekövetkezhethet. Előrejelzésünk rendkívül sok lefelé mutató kockázatot rejt magában: hiszen az olasz és a spanyol gazdaság válsága a koronavírus következtében a jelenleg vártnál sokkal súlyosabb is lehet. Nemcsak az idei visszaesés, hanem az állami

intézkedések hatására egy olyan fokú eladósodás jöhet létre, amibe az egész euróövezet belerokkanhat.

A *fogyasztói árak* mérsékeltek maradnak. Ebben az olajárak újbóli visszaesése is szerepet játszik: az energiaárak augusztus óta majdnem folyamatosan estek, januárban ugyan kicsit emelkedtek, míg február-márciusban ismét esni kezdtek. Februárban a fogyasztói árindex 1,2%-ot ért el, márciusban 0,7%-ra süllyedt, tehát változatlanul az EKB célértéke alatt mozgott, a maginfláció 1,2%-on ingadozik. A legerőteljesebb mozgást az élelmiszerárak februári 1,9%-os emelkedése mutatta. A jelenlegi helyzet meglehetősen bizonytalan: a kereslet csökkenése az árak mérséklődése irányába hathat, a termelés leállása azonban áruhiányokat idézhet elő, ami viszont felfelé nyomhatja az árakat. A különböző korlátozások következtében a lakossági szolgáltatások iránti kereslet erősen visszaeshet, ami számos szolgáltató csődjét hozhatja magával. Éves átlagban egyelőre az idei évre 1,2%-os, jövőre valamivel magasabb 1,5%-os inflációs rátát várunk az euróövezetben. Az EU-27 átlagában 1,4%, illetve 1,6% a két mutató.

A *munkanélküliség* újra emelkedni kezd. A recesszió a tavaly még robusztus munkaerőpiacokat is kikezdi. Az idei évre az eurózónában újra 9-10% körüli munkanélküliségi ráta várható, ami 8,2%-ra csökkenhet, amennyiben a remélt élénkülés megindul. Az EU-27 átlagában 8,3% az idei, 7,3% a jövő évre várt adat.

Az euró továbbra is gyenge. jelenleg 1,10 **USD/EUR** körül mozog, tehát valamelyest tavalyi 1,12 USD/EUR éves átlag alatt. Jelentős változásra nem számítunk. A gyenge makrogazdasági fundamentumok, a bizonytalan pénzüpiaci helyzet, a világválság egyelőre beláthatatlan következményei párosulva a Brexit várt és nem várt hatásaival, egy esetleges olasz adósságválság mind olyan tényezők, amelyek lefelé nyomják az euró árfolyamát.

A koronavírus a már tavaly év végén is a recesszió határán billegő **német gazdaságot** nagyon súlyos válságba rántotta. Az IFO konjunktúrabarométer 1991 óta nem zuhant akkorát, mint idén márciusban, s 2009 augusztusa óta nem volt ilyen alacsony szinten. Különösen a következő hat hónapra vonatkozó várakozások zuhantak. A visszaesés minden ágazatot elért. Amennyiben a koronavírus okozta leállás május elejére megszűnik, úgy nagyjából egy -4,5%-os GDP csökkenéssel lehet számolni, amennyiben azonban elhúzódik akár a -10%-os visszaesés sem kizárt. Egyelőre a vendéglátás, a szállodaipar, a légitársaságok, a szabadidős termékek gyártó ágazatok és az autógyártás a nagy vesztesei a járványnak. A munkanélküliség emelkedése már megindult.

Az **Egyesült Királyság** esetében a Brexit kedvezőtlen hatásait a koronavírus gazdasági következményei csak felerősítik. A viszonylag erőteljesen bővülő magánfogyasztás volt a konjunktúra legfőbb támasza az elmúlt hónapokban, azonban a járvány hatására e téren jelentős visszaesés lesz tapasztalható. A munkaerőhiány problémája enyhül, hiszen a gazdaság leállása következtében munkaerő szabadul fel. A Brexit miatti bizonytalanság következtében a beruházások eddig is stagnáltak, a jelenlegi helyzetben ez a tendencia tovább erősödik. A nettó export negatív, lefelé húzva a növekedést. 2020-ban az expansionista monetáris és fiskális politika ellenére mintegy -3% körüli gazdasági visszaesés várható, s jövőre is szerény,

inkább 1% alatti növekedés várható. A bizonytalanság, a visszafogott beruházási hajlandóság, zsugorodó magánfogyasztás és pesszimista várakozások jellemzők.

.-.-.-

Világosan látszik, hogy a monetáris politika eszköztára kimerülőben van, a jelenlegi válságban nagyszabású **fiskális intézkedések** kompenzálhatják a termelés-csökkenés következményeit. Ennek érdekében az Európai Bizottság jóváhagyta azt az elképzelést, miszerint a válság hatásainak enyhítése érdekében a költségvetési eladósodás mértéke a Maastrichti korlátokat meghaladhatja. A különböző országokban meghirdetett állami mentőcsomagok, az állami kiadások bővülésének nagy lendületet adhatnak. A bő likviditás, az olcsón finanszírozható eladósodás megkönnyíti a kormányok helyzetét, így korlátot már „csak” a fogyasztói, illetve a befektetői bizalom hiánya jelent. A későbbiekben probléma majd azokban az országokban merülhet fel, ahol a pénzügyi válságot követően felhalmozott adósságállományt nem sikerült leépíteni, és az új intézkedések csak tovább növelik azt. A kormányok által meghirdetett példa nélküli segélyprogramok a vállalatok milliósok megsegítésére, a magánháztartások támogatására, a jegybankok gyakorlatilag korlátlan likviditást biztosító intézkedései a jelen helyzetben megkerülhetetlenek voltak, de hosszú távú következményei egyelőre beláthatatlanok.

Legfőbb fiskális intézkedések a járvány miatt a világ néhány országában (2020.04.03-i állapot)

Tagállam	Fiskális intézkedés mérete a GDP %-ában	Az intézkedéscsomag legfőbb elemei
Ausztria	9,0	Krízis menedzsment alap egészségügyi kiadások fedezésére, rövidített foglalkoztatásban dolgozók és önfoglalkoztatók bérkiegészítése, mikrovállalkozások támogatása, személyi jövedelem és vállalati adók késleltetett befizetése, kutatási és rövidített munkaidő alkalmazásának kiterjesztése szükség esetén augusztusig. A munkaadóknak csak a ténylegesen ledolgozott bért kell kifizetniük, a kiegészítést az állami költségvetés állja. Plusz a GDP 8,5%-a értékében, állami garancia program exportvállalatok részére, illetve általános hitelgaranciák nyújtására.
Belgium	2,0	Munkanélküli segély tartós biztosítása átmenetileg munkanélküliek számára, egészségügyi kiadások növelése, szociális adó és ÁFA befizetés késleltetett kötelezettsége, GDP 10%-ának megfelelő bankgarancia biztosítása vállalatok számára.
Finnország	6,4	Bérkiegészítés, vállalatok támogatása, adókönyvitések
Franciaország	2,0	Vállalati hitelek, állami bankgaranciák, egészségügyi kiadások bővítése, átmeneti adóelengedések, gyorsított ÁFA-visszatérítés, közvetlen pénzügyi támogatás a mikro-vállalatok, a szabadfoglalkozásúak részére, munkanélküli segélyre való jogosultság időszakának meghosszabbítása a gazdasági leállás időszakában.
Görögország	5,0	Egészségügyi dolgozók bérkiegészítése, egészségügyi kiadások növelése, rászorulóknak támogatása, munkanélküli segély folyósításának meghosszabbítása két hónappal, válságtól sújtott vállalkozások támogatása,

Tagállam	Fiskális intézkedés mérete a GDP %-ában	Az intézkedéscsomag legfőbb elemei
		az iskolák bezárása miatt fizetés nélküli szabadságra kényszerült szülők bérének kompenzálása, kedvezményes vállalati hitelek feltételeinek biztosítása, adók (ÁFA, szociális hozzájárulás) késleltetett befizetése.
Hollandia	2,0	A bérek 90%-ig bérkompensáció, a válságtól érintett szektorok támogatása, önfoglalkoztatók, kisvállalatok támogatása. Rövidített munkaidőben való alkalmazás támogatása. Adók késleltetett befizetése. Állami bankgarancia KKV-k számára.
Írország	2,0	Bér-, jövedelemkiegészítés az eredeti jövedelem 70%-áig munkahelymegtartó intézkedés formájában,
Luxemburg	2,8	Bérikiegészítés az elvesztett bér 80%-ig, részmunkaidős bérikiegészítés, fizetési nehézségekbe jutott vállalkozások támogatása, kisebb ÁFA kompenzáció.
Németország	4,9+25	Pótköltségvetés bejelentése, egészségügyi kiadások növelése, rövidített munkaidőre kényszerült dolgozók bérikiegészítése, munkahelymegtartó intézkedések bevezetése, alacsony jövedelmi családok családi pótlék ellátásának bővítése, kisvállalatok és önfoglalkoztatók támogatása, állami bankgaranciák biztosítása. Ezen túlmenően a különböző tartományok saját hatáskörben még plusz intézkedéseket hoztak a gazdasági helyzet javítása érdekében.
Olaszország	1,4+20	A GDP 1,4%-ának megfelelő szükségcsoport: egészségügyi rendszer támogatása, közbiztonság javítása, munkahelymegtartó intézkedések, bérikiegészítések, adótartozások késleltetett befizetése, plusz a GDP 20%-ának megfelelő támogatás a vállalatok, illetve a magánháztartások likviditási helyzetének javítása érdekében.
Egyesült Királyság		Vállalkozások támogatása, közszolgáltatások növelt finanszírozása, direkt támogatások KKV-k részére, késleltetett ÁFA-befizetés, hitelmoratórium, bérikompensáció rövidített munkaidőben dolgozók, illetve önfoglalkoztatók számára.
Japán	4,9	Egészségügyi rendszer támogatása, háztartások segítése, bérikiegészítések fizetése, halasztott adóbefizetési kötelezettség. Azonnali pénztámogatás azoknak a háztartásoknak, ahol koronavírusos beteg található. Jövedelem-pótló intézkedések azoknak a háztartásoknak, amelyek jövedelemkiesést szenvedtek el a koronavírus miatt.
Svájc	6,0	Részleges munkanélküliek támogatása, állami bankgarancia KKV-k részére, szociális hozzájárulás befizetésének kamatmentes elhalasztása, önfoglalkoztatók támogatása, a gyermekeik ellátása miatt otthonmaradásra kényszerült szülők támogatása.
USA	11,0	Egyszeri adóvisszatérítések, munkanélküli segély folyósításának meghosszabbítása, bankgarancia és kedvezményes vállalati hitelek nyújtása a csődök elkerülése érdekében, azon vállalatok támogatása, amelyek megtartják a munkaerőt. Egyszeri segély a rászorulóknak.

<https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19#F>

Jó utolsó negyedéve volt a **kelet-közép európai térség** 2019-ben, még akkor is, ha a növekedési ütemek kis mértékben lelassultak. Így a térség GDP bővülése 3,2%-ot ért el tavaly télen, ami továbbra is rendkívül jónak számít a korábbi évekhez képest. A régió élén Magyarország (4,5%), Románia (4,3%) és Észtország állt (3,9%), magas hozzájárulása miatt pedig kiemelendő még Lengyelország (3,5%). Az Európai Unió más országaiban tapasztalt lassulás azonban már 2019 végén több kelet-európai tagállamban is éreztette hatását. Csehország (1,8%), Szlovákia (2%) és Szlovénia (1,7%) növekedése is jelentősen elmaradt a térség átlagától. Mindhárom tagállamban az export visszaesése fogta vissza a növekedést, ami Szlovákiában a beruházások stagnálásával is párosult. Összességében a tavalyi növekedés 3,6% volt az új EU tagállamokban, ami közepes lassulásnak felel meg a 2018-as 4,3%-hoz képest.

Az infláció 2,6% körüli szinten alakult a térségben, elsősorban a magyar (3,4%) és a román (3,9%) áremelkedésnek köszönhetően. A maginfláció 2,1% volt 2019-ben, az élelmiszerárak tartósan felfelé húzták az inflációt, míg az energiaárak jellemzően lefelé, így a jegybankok számára a likviditás szűkítő intézkedések bevezetése lassan napirendre került.

2019 végén az elemzők még viszonylag magas, 3% örüli növekedést vártak a térségben.

A világméretű járvány azonban a kelet-közép-európai térség növekedési térképét is alapjaiban átrajzolta. A térség országai nehéz időszak elé néznek, mivel kínálati és keresleti oldalról is sokkhatás éri őket. A nagymértékű beágyazódás miatt, nem tudják magukat függetleníteni az EU magországainak recessziójától, ami az exportkereslet súlyos visszaesésében fog megmutatkozni. Az exporton keresztül begyűrűző hatások eltérő mértékben érintik a térség országait, mivel a negatív következmények elsősorban a kisebb, nyitottabb tagállamokat sújtják. Így Csehország, Magyarország és Szlovákia érintett különösen a fokozatosan leálló európai járműipari termelés miatt, amelynek nem csupán a helyi termelőkapacitások átmeneti bezárása, hanem a Kínához erősen kötődő autóipari értéklánc január-februári ellátási zavarai is hozzájárultak. Hazánk különösen érintett, mivel a helyi elektronikai vállalatok erősen kötődnek a kínai beszállítási láncához (mind az export, mind az import oldaláról). A szlovén gazdasági alappályájára is jelentős visszaesés jellemző a külső sokk következtében. Az ország fém- és gép-, valamint elektronikai ipara az európai értéklánc szerves része, azonban a termelés nagy része csupán néhány nagyvállalatra koncentrálódik, így a gazdaság ezen szegmense kevésbé diverzifikált, s sérülékenyebb egy sokk esetén.

Éppen ezért rendkívül fontos, hogy a kormányzatok a fiskális intézkedésekkel a munkaviszony és a bérek fenntartását támogassák, akár a költségvetési hiány és az államadósság elengedésével is.

Az export visszaszorulásával valószínűleg az importvolumen is csökkenni fog, ami némiképp mérsékli a külső kereslet csökkenése okozta nyomást. Azonban a termelőkapacitások kihasználatlanok maradnak, és minél nagyobb hozzáadott értéket állított elő az adott vállalati szegmens az értékláncban, annál nagyobb az ország vesztesége az exportkereslet zuhanása miatt. Csehországban ezért a kieső hozzáadott érték akár duplája is lehet a magyarnak és háromszorosa a szlováknak.

A nagyobb belső piaccal rendelkező országok valamelyest védettebbek a külső sokkokkal szemben, mivel a magánfogyasztáson keresztül a gazdaság könnyebben élénkíthető. Romániában a fogyasztási hányad például 80%-os, Lengyelországban pedig 76%, ezzel szemben Magyarországon és Csehországban csupán 68%. Éppen ezért különösen fontos, hogy a kormányzatok miként reagálnak a válságra, és mennyiben tudnak a hazai végső fogyasztási kiadások emelkedésére hatni. Az összes régiós országban megjelentek már a stimuláló fiskális beavatkozások, amelyek átlagosan a GDP 2-3%-át érik el. Jelen helyzetben meglehetősen bizonytalan, hogy ez megfelelő mértékű lesz-e, a kockázatok egyértelműen lefelé mutatnak.

A régió országai – Magyarország kivételével – tehát lényegében már elengedték a költségvetési hiányt, és a foglalkoztatás és a jövedelmek csökkenésének mérséklésére és a gazdaság működésének a fenntartására fókuszálnak.

A következő táblázat a bejelentett fiskális intézkedéseket foglalja össze néhány kelet-európai ország esetében¹:

**Legfőbb fiskális intézkedések a járvány miatt az új EU tagállamokban
(2020.04.03-i állapot)**

Tagállam	Fiskális intézkedés mérete a GDP %-ában	Az intézkedéscsomag legfőbb elemei
Bulgária	2%	Veszélyeztetett munkavállalók bérének kiegészítése a bér 60%-ig
Ciprus	3%	Egészségügy 100 millió eurós támogatása; jövedelemkiegészítés háztartások számára, ÁFA csökkentés
Csehország	2%	Jövedelemkiegészítés a bér 60%-ig a karanténba szorult, és 80%-ig az elbocsátott munkavállalók számára
Észtország	2%	Bérsökkentések kompenzációja; adófizetési kötelezettség átmeneti felfüggesztése; vállalati likviditási hitel biztosítása
Horvátország	kb. 1%	Adófizetési kötelezettség átmeneti felfüggesztése legalább 3 hónapig az érintett ágazatokban; a minimálbér biztosítása egyes ágazatok nehéz helyzetbe került munkavállalóinak. Hitelmoratórium
Lengyelország	2%	Keresetkiegészítés; vállalati hitelezés kkv-k részére; az idei év vesztesége leírható a jövő évi társasági adóbevallásban
Lettország	3%	Bérgiegészítés a teljes bér 75%-ig (legfeljebb 700EUR), ezekre SzJA fizetési kötelezettség felfüggesztése
Litvánia	5%	Egészségügy 500 millió eurós támogatása; további támogatások az érintett munkavállalók számára (egyfajta járadékként)
Málta	12%	Munkavállalói adókedvezmények; keresetkiegészítések (minimálbér garantálása, valamint még legfeljebb 1200 euró támogatás a minimálbér felett keresők számára); emelet összegű munkanélküli támogatások

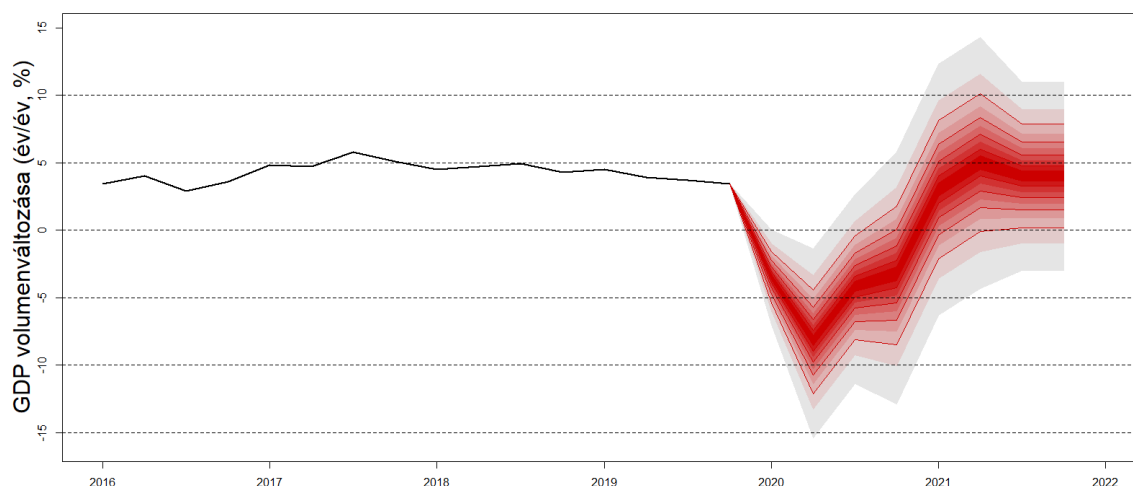
¹ A magyar intézkedésekkel külön fejezetben foglalkozunk.

Tagállam	Fiskális intézkedés mérete a GDP %-ában	Az intézkedéscsomag legfőbb elemei
Románia	2%	Egészségügy támogatása; bérkiegészítés a karanténba szorult, továbbá a járvánnyal érintett munkavállalók számára
Szlovákia	3-4%	Nagyvonalú Kurzarbeit rendszer, a bruttó bér 80%-át az állam fizeti. Az egyéni vállalkozók támogatása. Adófizetési kötelezettség átmeneti felfüggesztése az érintett ágazatokban; megemelt támogatások a nehéz helyzetbe került munkavállalók számára
Szlovénia	6%	Adófizetési kötelezettség felfüggesztése 2 évre; bérkiegészítés a nehéz helyzetbe kerül ágazatok számára és karanténba került munkavállalók részére; hatósági árazású termékek árának csökkentése

Forrás: IMF, saját gyűjtés

A fiskális politika egyértelműen a magánfogyasztás stimulálását célozza, ennek mértéke azonban közel sem elegendő ahhoz, hogy az országok recesszió nélkül át tudják vészelni az elkövetkezendő időszakot. A lakosság jellemzően megtakarításokkal válaszol a válságra, így még a kieső bér 100 százalékanak kipótlása is nagy valószínűséggel a fogyasztás kis mértékű visszaesésével járna.

A GDP becsült volumenváltozása 2020-2021 között az új EU tagállamokban



Forrás: Kopint-Tárki

A jegybankok minden országban likviditásbővítésbe kezdtek, hogy állami és vállalati kötvényvásárláson, alapkamat csökkentéssel és egyéb nem konvencionális eszközökön keresztül a gazdaság szereplői számára megfelelő finanszírozást biztosítsanak. Mindez várhatóan az infláció megugrásával fog járni, ami rontja a fiskális politika részéről a munkaerőpiac számára bevetett intézkedések hatékonyságát. Az inflációt illetően további lefelé mutató kockázatokat jelentenek a protekcionista intézkedések, mivel a világ több országa is exportembargót vezetett be egyes stratégiai fontosságú termékekre. A járvány érzékenyen érinti a mezőgazdaságot is, mivel lassan kezdődik

a betakarítási időszak, azonban a vendégmunkások nem léphetik át a határt, ami globális élelmiszerár-emelkedéshez vezethet, szintén rontva a kilábalás esélyeit, és lépésre kényszerítve a jegybankokat a térségben.

A térség országainak növekedésére vonatkozó becsléseink egy mérsékelt optimista scenárió alapján készültek, amelyben feltételeztük, hogy a globális recesszió 2020-ban -2 és -4 százalék közé eshet. Ilyen feltételek mellett a térségben a gazdasági visszaesés mértéke -3% és -5% között alakulhat idén. Amennyiben a járványügyi intézkedéseket feloldják még jóval az év vége előtt, úgy a tagállamok gazdasága újra indulhat és akár 3 és 5 százalék közötti bővülés is elképzelhető a jövő évben.

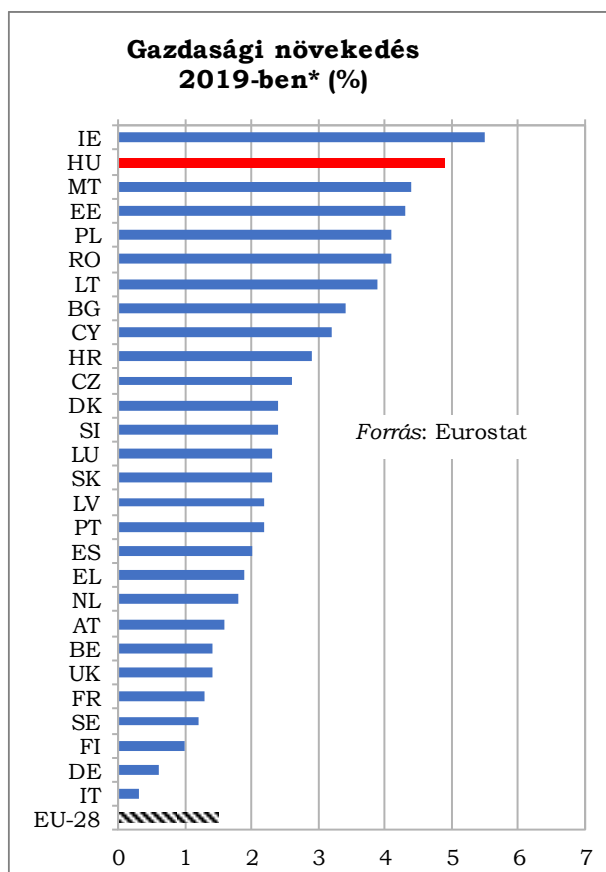
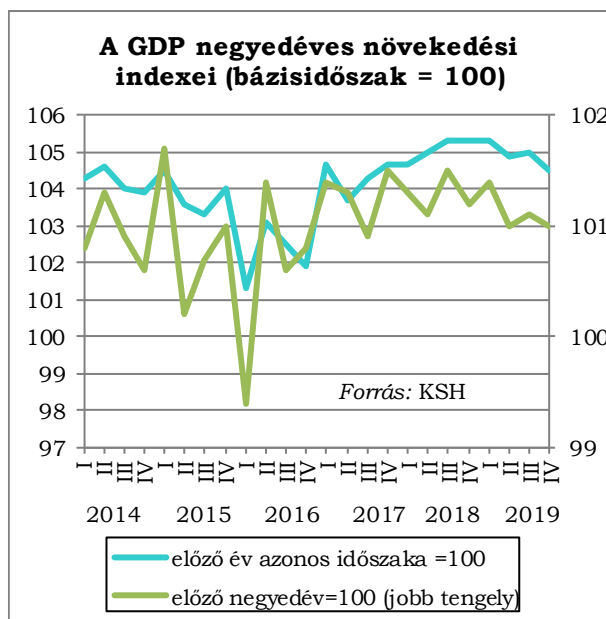
2. Makrogazdasági helyzet 2019-ben és 2020 első negyedében

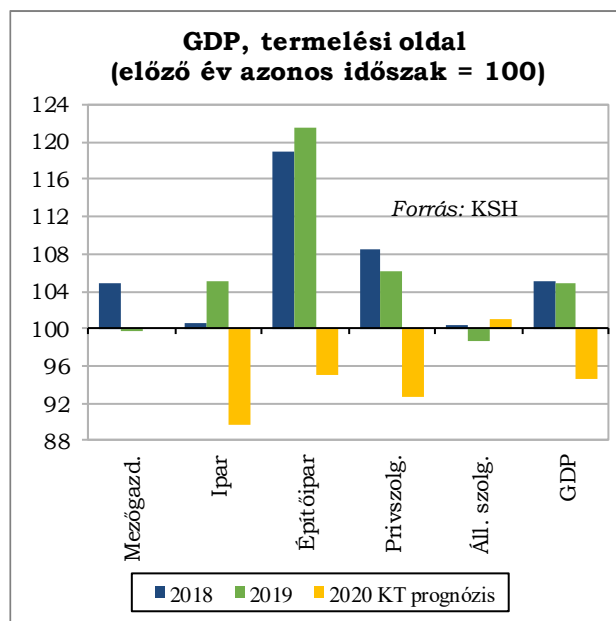
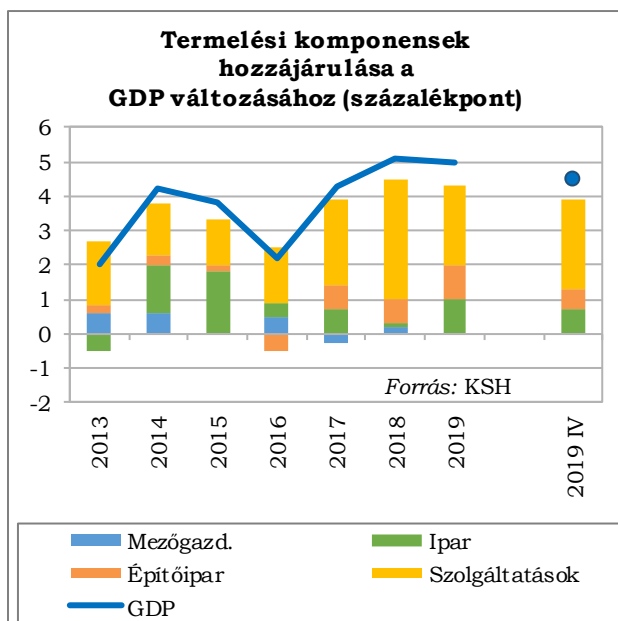
2.1. A GDP és komponensei 2019-ben

2019 negyedik negyedévében a kiigazítatlan GDP 4,5%-kal bővült, vagyis a növekedési ütem lelassult, de erőteljes maradt. Ennek következtében a **tavalyi éves** növekedési ütem 4,9% volt, vagyis alig maradt el a 2018. évi dinamikától. Egyben a tavalyi magyar GDP-növekedés 2019-ben a második legerőteljesebb volt (év/éves alapon) az EU-ban, Írország mögött.

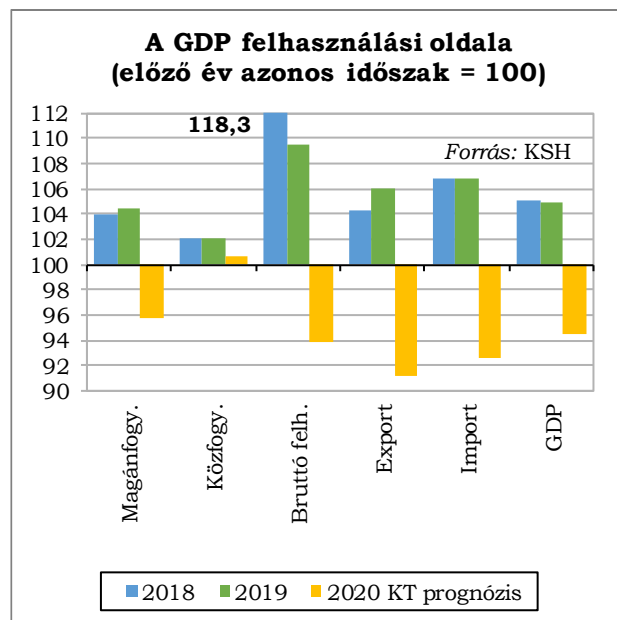
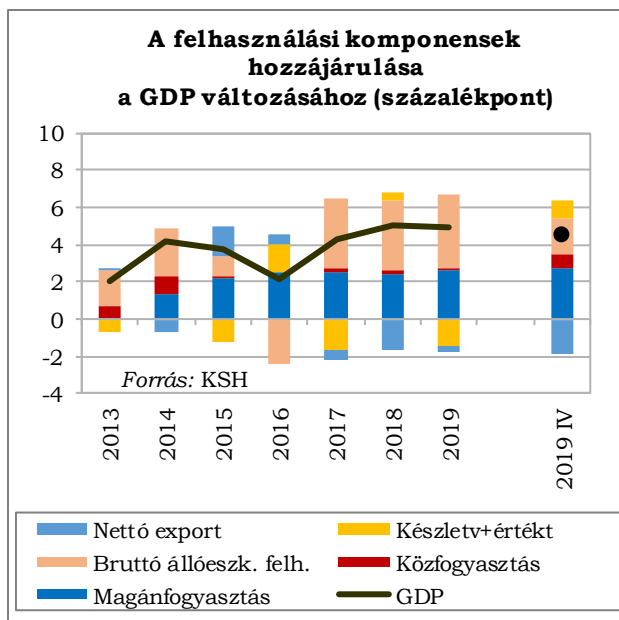
A növekedés szerkezetét illetően a **termelési oldalon** a negyedik negyedévi dinamikát mindenekelőtt a belföldi kereslet által megtámogatott *piaci szolgáltatások* gyorsulása tartotta magasan, emellett a *mezőgazdaság* esetében is némi pozitív növekedést mértek a negyedik negyedévben, szemben a megelőző két negyedévvel. Eközben a vártnál komolyabb lassulásra került sor az *iparban*, illetve a korábban vágtázó ütemben bővülő *építőiparban*, habár ebben az ágazatban még a negyedik negyedévben is 11% feletti volt a növekedési ütem.

A **felhasználási oldalon** mindenekelőtt a fogyasztási dinamika erősödése mellett a *bruttó állóeszköz-felhalmozás* erőteljesen befékezett az év végén, főként a feldolgozóipari beruházások visszaesése miatt. A készletalakulásnak is köszönhetően a **belföldi felhasználás** volumene ezzel együtt 6,6%-kal volt magasabb a negyedik negyedévben, mint az előző év azonos időszakában. Ezt ellentételezte a **nettó exportpozíció** erőteljes év végi romlása. A fő ok az áruexport növekedésének megtorpanása.

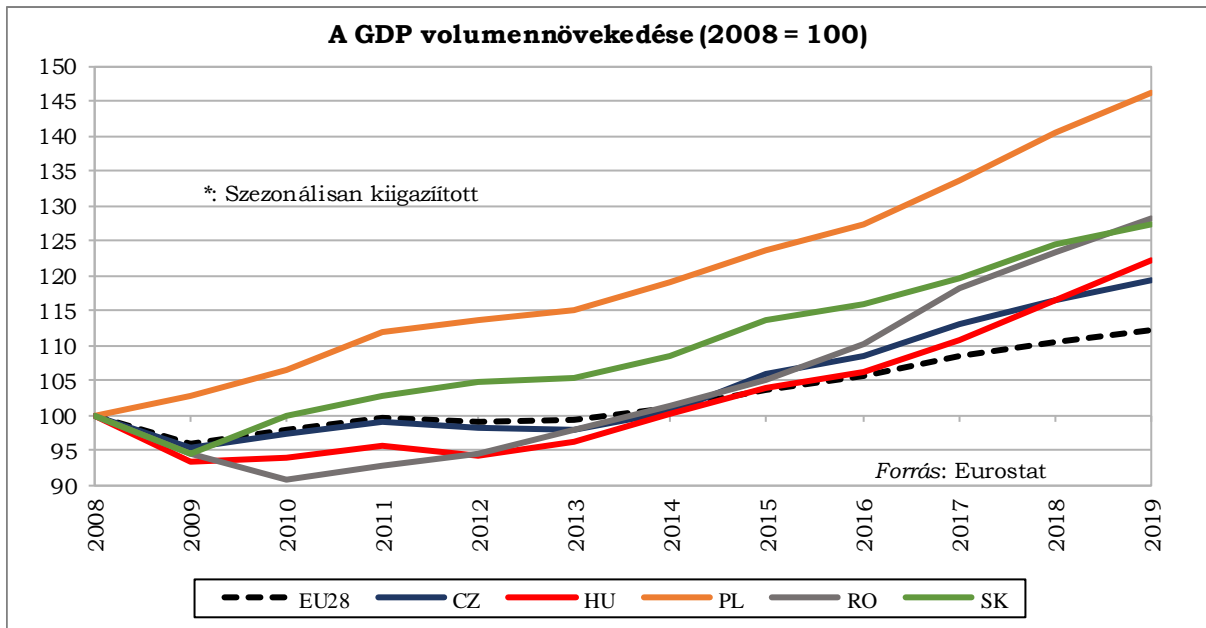




Az **egész tavalyi éves növekedés** szerkezetét tekintve is elmondható, hogy 2019-ben a belföldi felhasználás jó ütemű (bár a 2018-as rekordtól elmaradó) bővülése hajtotta a gazdasági növekedést, miközben a nettó export az év egészét tekintve kissé fékezte a növekedési ütemet, a nettó áruexport számottevően negatív és a nettó szolgáltatás-export pozitív hozzájárulása mellett. A termelési oldalon az építőipar 20%-ot meghaladó ütemben bővült – a negyedik negyedévi lassulás ellenére – míg az ipar és a piaci szolgáltatások hozzáadott értéke jó közepes ütemben emelkedett, a mezőgazdaság pedig gyakorlatilag stagnált.



Az elmúlt két év kedvező növekedési teljesítménye sem változtatott radikálisan azon a tényen, hogy az elmúlt bő évtized egészét tekintve a magyar növekedési teljesítmény térségi összetetésben a gyengébbek közé tartozott. 2008 és 2019 között a magyar halmozott növekedés alacsonyabb volt, mint a lengyel, a szlovák vagy a román – habár épp a tavalyi évnek köszönhetően magyar gazdaság már kissé lehagyta Csehországot.



Ennek értékeléséhez természetesen érdemes figyelembe venni, hogy a cseh gazdaság a legfejlettebb a visegrádi mezőnyön belül.

.-.-.-.-.-

Makrogazdasági helyzet 2019 első negyedévében

Míg az **idei év** első két hónapjában – az elérhető adatok alapján – még számottevően nőtt a gazdaság, főként az erős magánfogyasztásnak köszönhetően, addig márciusban az aktivitás szintje érzékelhetően összezuhant a koronavírus-járvány miatti korlátozások következtében. Az új helyzetben a lakosság egy jelentős hányada gyakorlatilag nem mozdul ki otthonról, és így keresletének bizonyos szegmensei automatikusan kiesnek. Lényegében megszűnt a turizmus, jóformán leállt a vendéglátóipar és a személyes jelenlétet igénylő szolgáltatások. Az élelmiszer-kiskereskedelem márciusi drasztikus megugrása előre láthatóan átmeneti jelenség volt. A hirtelen támadt kereslethiány és az ellátási láncok zavarai közepette az autóipar is nagyrészt szüneteltette működését körülbelül egy hónapig, az iparvállalatok számottevő hányada vagy leállásra, vagy tevékenységének drasztikus csökkentésére kényszerül. A bevételkiesés miatt viszont a vállalati szektor nagy részénél gyorsan romlik a pénzügyi helyzet – immár megkezdődtek a csődök és a széles körű elbocsátások – bár hivatalosan bejelentett csoportos elbocsátásra még nem túl sűrűn került sor.

Bizonyos területeken mindenképpen fenn kell tartani a működést – mezőgazdaság, élelmiszeripar, szállítás, energetika – de e területek egy részénél is mutatkoznak zavarok. A létfontosságú szállítások nagy tömege ellenére az áruszállításban működő vállalatokat sújtja az uniós országhatárok aktiválása csakúgy, mint a megrendelők hirtelen támadt fizetési nehézségei. Míg makroszinten a munkaerőhiányt máris felváltotta a gyorsan növekvő munkanélküliség, helyenként gondot okoz a megbetegedéstől tartó munkavállalók csoportos felmondása.

Az *élelmiszer-gazdaság* esetében a kereslet nem feltétlenül zsugorodik, de mindenképpen átrendeződik a járvány időtartama alatt. Az *építőiparban* lelassult az új

megrendelések beérkezése, de likviditási és kínálati oldalról is jelentkeztek nehézségek, számos kis cég máris felfüggeszti tevékenységét, és elbocsátja dolgozóit.

Összességében, míg az első negyedévet kb. 1%-os növekedés fogja jellemezni, addig a második negyedév nagyon drasztikus – várakozásunk szerint két számjegyű – GDP-visszaesést fog hozni. A kérdés, hogy mi történik ezt követően.

Előre bocsátjuk, hogy jelenleg **azt feltételezzük, hogy a járvány nagyjából nyár közepére-végére lecseng, és nem lesz második hullám.** Ezért innentől kezdve a kilábalás ütemét már csak a vállalati szektor akkori állapota és a háztartások pénzügyi helyzete, valamint a nemzetközi és gazdaságpolitikai környezet határozza meg.

Április közepére már véget értek a korábbi pánikvásárlások, és a széles körű elbocsátások, illetőleg a jövedelmi kilátások bizonytalanná válása miatt a **fogyasztás** erős visszafogására lehet számítani. A munkanélküli ellátásokat semmilyen formában nem bővítik, továbbá a még alkalmazásban lévők béreinek kifizetését is csak bizonyos feltételek fennállása esetén, rövidített munkaidő bevezetéséhez kötötten, a **kieső bérek viszonylag csekély hányadáig menően** támogatja a kormány. Ez utóbbi – miután a potenciálisan részt vevő vállalatok körét a vállalati szektor sürgetésére kibővítette a kormány – segíthet a vállalati csődök arányának bizonyos fokú mérséklésében, így a majdani kilábalás feltételeinek kedvezőbbé tételében. Ugyanakkor a lakosság munkanélküliségtől való félelmét a jelenleg ismert intézkedések csak nagyon kismértékben enyhítik, a rövidített munkaidős foglalkoztatásba bevont dolgozók kieső keresetét csak kismértékben pótolják. Így a továbbiakban a fogyasztást nem csak sokak vásárlóerejének hirtelen csökkenése húzza le, hanem az általános fogyasztói bizalom romlása, az óvatossági motívum előtérbe kerülése is. Ez kétszeresen igaz a háztartások beruházásaira is. Megemlítendő a negatív vagyonhatás is: a tőzsdei összeomlás a megtakarításokkal rendelkező háztartások pénzügyi vagyonát alaposan megcsapolta, és ez is ronthatja a fogyasztási hajlandóságot. Rohamosan nő a mélyszegénységbe süllyedt, a nélkülszerű háztartások száma és aránya. *A lakosság hirtelen veszélyeztetetté vált szegmenseinek erőteljes átmeneti kormányzati segítése valószínűleg már rövid távon is válságállóbbá tehetné volna a magánfogyasztást,* így már a második negyedévi visszaesést is némileg mérsékelhetné volna, továbbá jobb feltételeket teremtett volna a mélypontot követő javuláshoz az év vége felé és jövőre.

Ami a **vállalatokat** illeti, itt a fő kérdés, hogy a csődök mennyire válnak tömegessé, illetőleg a termelési kapacitások leépülése mennyire lesz széles körű a járvány hónapjai alatt. Mint említettük, a korábbiakhoz képest a kormány kiszélesítette a körű rövidített munkaidős konstrukcióhoz kapcsolódó bértámogatásra esélyes vállalatok körét, ezen felül a jelek szerint a vállalatok jelentős része számára bőséges hitellehetőséget – ezen belül forgóeszközhitel-felvételi lehetőséget – biztosít az MNB a válság hónapjaiban. Ám – főként a kisebb vállalatok körében – még így is számottevőnek ígérkező csődhullám és az elbocsátások miatt a járvány után érdemi termelői és szolgáltatói kapacitás elveszik – ezek újraépülése időbe fog telni, ha egyáltalán lehetséges lesz.

A vállalati szektor pénzügyi helyzetében és kilátásaiban végbement törés miatt hirtelen lecsökkent a vállalatok **beruházási hajlandósága.** A kormány bejelentette,

hogya a GDP mintegy 1%-át, az összberuházások durván 4%-át kitevő állami beruházási programot fog elindítani a beruházási kereslet és a vállalati tevékenység visszaesésének tompítása érdekében, illetve munkahely-teremtési céllal. E projektek leghamarabb az év második felében enyhíthetik a beruházás visszaesését, ráadásul valószínű, hogy az erre szánt költségvetési keret egy jó részét csak jövőre tudják felhasználni.

A fogyasztás és a beruházások együttes esése következtében a **belföldi felhasználás** az idén több mint 4%-kal visszaesik. Eközben mind az export, mind pedig az import meredeken csökkenni fog, ám a nettó hatás valószínűleg kedvezőtlen lesz – vagyis a nettó export súlyosbíthatja a GDP visszaesését – legfőképpen a külföldről érkező turisták elmaradása, következésképpen a *szolgáltatás-külkereskedelem* tetemes pozitív mérlegének elmaradása miatt.

Összességében az idén márciustól nyár végéig terjedő időszak a GDP nagyon meredek visszaesését fogja magával hozni, miután a gazdasági tevékenységek jelentős köre egyszerűen szünetel, vagy takaréklángon folytatódik. Az év végi és jövő évi kilábalást a jelen állás szerint nehezíteni és lassítani fogja a vállalati szektor megtizedelődése, valamint az, hogy a túlélő vállalatok egy része is drasztikus létszámleépítésre fog kényszerülni, és a munkaerő újraépítése, az újonnan felvettek kiképzése időbe telik. A fogyasztás újra-dinamizálódását késleltetheti, hogy a járvány utáni periódus komoly munkanélküliséggel fog kezdődni, ami viszont a korábban igen erőteljes bérdinamikát alacsonyabb szinten stabilizálhatja. Eközben a tavaszi hónapokban munkahelyüket veszítők munkakeresési járadékra jogosultsága (3 hónap) nyár közepén-végén letelik, és ezek a háztartások jövedelem nélkül maradnak.

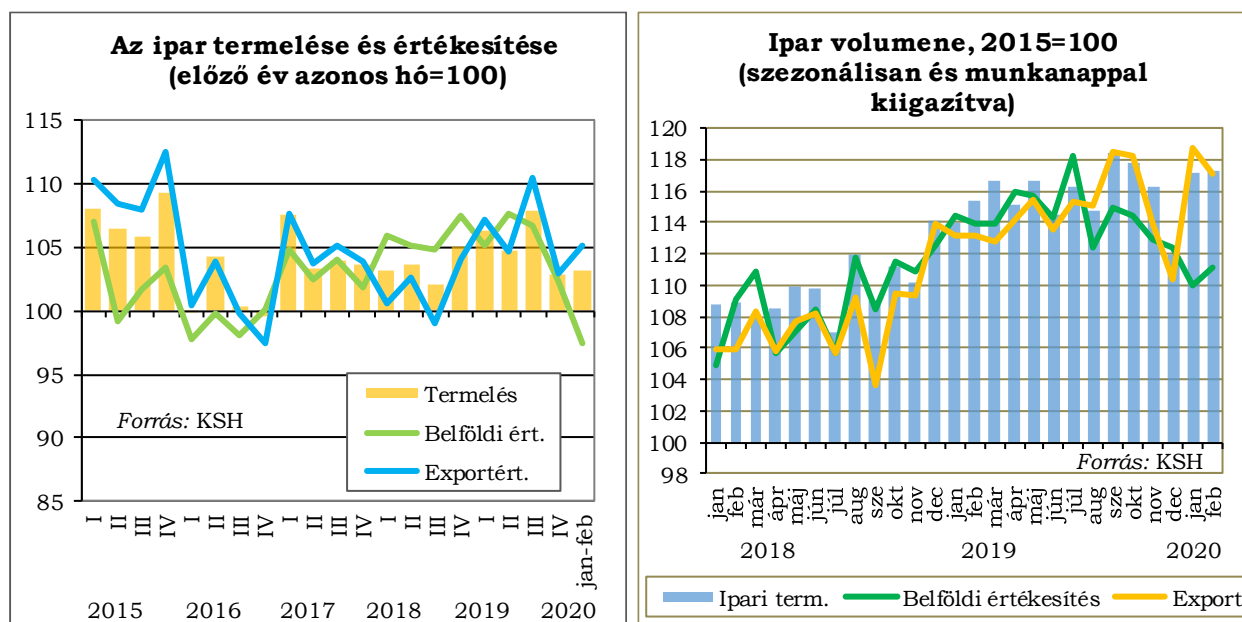
Felvethető a kérdés, hogy vajon a járvány okozta válság nem okozza-e az alacsony bérekre alapozott korábbi növekedési modell szavatosságának meghosszabbodását, egy perspektivikusabb növekedési modell kialakulásának időbeli kitolódását.

Jelenleg a GDP 5,5%-os csökkenésére számítunk 2020-ban, amelyet mérsékelt növekedés követhet 2021-ben. Ez utóbbi feltételezi, egyebek mellett, hogy világszerte és Európában a költségvetési gyeplő átmeneti lazítását követően jövőre nem kerül sor drasztikus kiadás-visszafogásra, ahogyan az a 2008-2009-es válságot követően történt.

2.2. A GDP termelési oldala

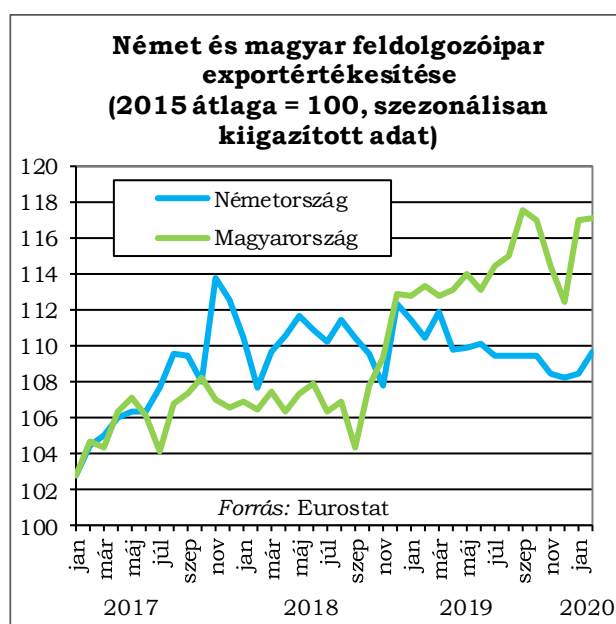
2.2.1. Ipar

2019-ben az ipari termelés jó közepes ütemben, 5,4%-kal bővült. Az utolsó negyedév azonban komoly lassulást hozott, azon belül decemberben visszaesést regisztráltak. A visszaesést mindenekelőtt az autóiipari, gépipari és a fémipari kibocsátás 7-10%-os átmeneti csökkenése váltotta ki, bár kisebb volumenesezt más ágakban is mértek decemberben.



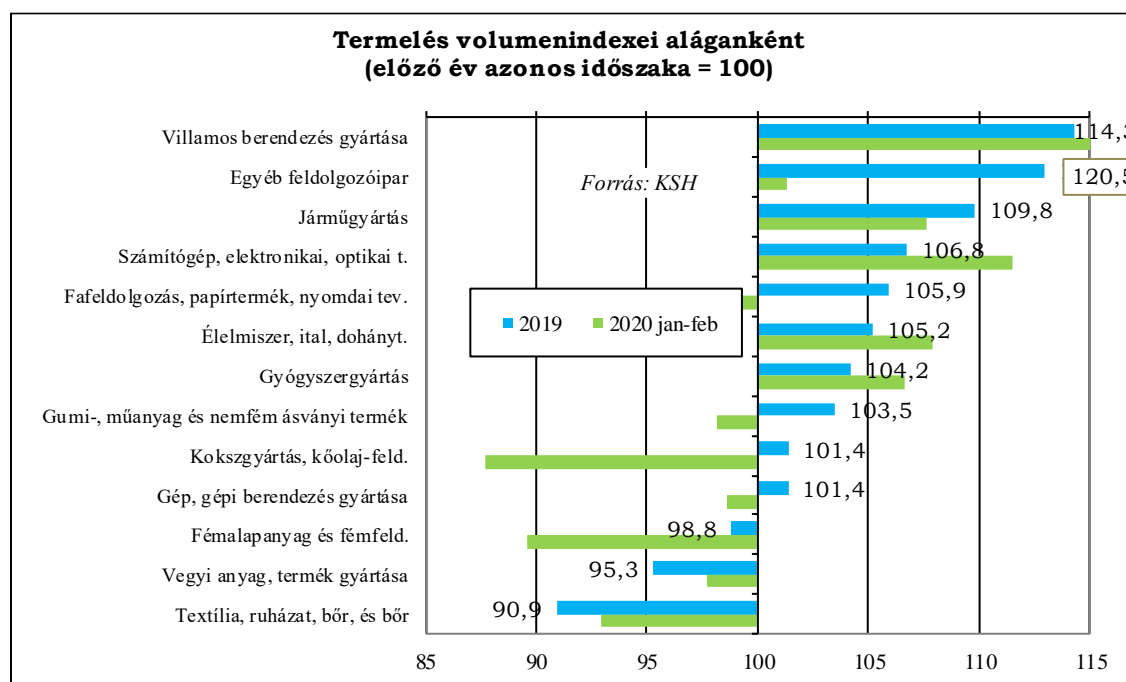
Ez azonban jóformán mindenütt egyszeri negatív kiugrás volt. A tavalyi év egészéről elmondható, hogy miközben a gyenge 2018-as év után új lendületet vett az exportértékesítés, addig a belföldi értékesítés dinamikája is meglehetősen erős, 5%-ot meghaladó maradt. Vagyis e tekintetben az ipari növekedés szerkezete szokatlanul kiegyensúlyozott volt 2019-ben – habár ágazati bontásban az aszimmetria, a járműipar domináns szerepe a növekedésben, változatlanul fennáll.

Összességében a magyar feldolgozóipari exportértékesítés trendje jóval kedvezőbben alakult tavaly, mint a német feldolgozóipari exportértékesítésé. Vagyis míg 2017 és 2018 nagy részében a magyar exportértékesítés mintha kevésbé tudott volna rákapcsolódni a német feldolgozóipar viszonylag kedvezőbb teljesítményére, 2018 végétől ez a viszony megfordult. E vonatkozásban még az ipari termelés (és exportértékesítés) tavaly év végi visszaesése sem hozott törést: az idei első hónapok adata alapján a magyar



exportértékesítés a járvány beérkezéséig nem követte a német exportértékesítés lefelé tartó trendjét.

Idén januárban az ipari növekedés csupán 2,4%-os lett, februárban pedig – a szökőnap-hatást leszámítva – a növekedési ütem 2% alá süllyedt. Figyelemre méltó módon ez a *belföldi felhasználás* csökkenésbe fordulásának az eredménye, méghozzá az alágak többségére kiterjedően – az exportértékesítés eközben csupán kb. 1 százalékponttal lassult a tavalyi év átlagához képest.



A későbbiekben a dinamika javulhatott volna valamelyest, ha a koronavírus-járvány nem ír felül minden korábbi trendet. Március folyamán leállt a nagy európai autógyárak többsége, köztük a magyar telephelyek is; a példát követte egy sor beszállító cég is. Az ok egyrészt a kereslet drasztikus visszaesése volt, másrészt a beszállítói láncok (nem utolsósorban az európai beszállítói láncok) szétszakadozásából adódó kínálati korlátok, továbbá a cégek mindenütt hangoztatták elkötelezettségüket a munkavállalók egészségének megőrzése iránt.

De más iparágban is akad példa átmeneti gyárbezárásra. A Kopint-Tárki legfrissebb konjunktúratesztjének eredménye azt sugallja, hogy március folyamán az iparvállalatok több mint egytizede leállította, további egynegyede-egyötöde pedig jelentősen csökkentette termelését a helyzet és a kilátások kedvezőtlen fordulata miatt.

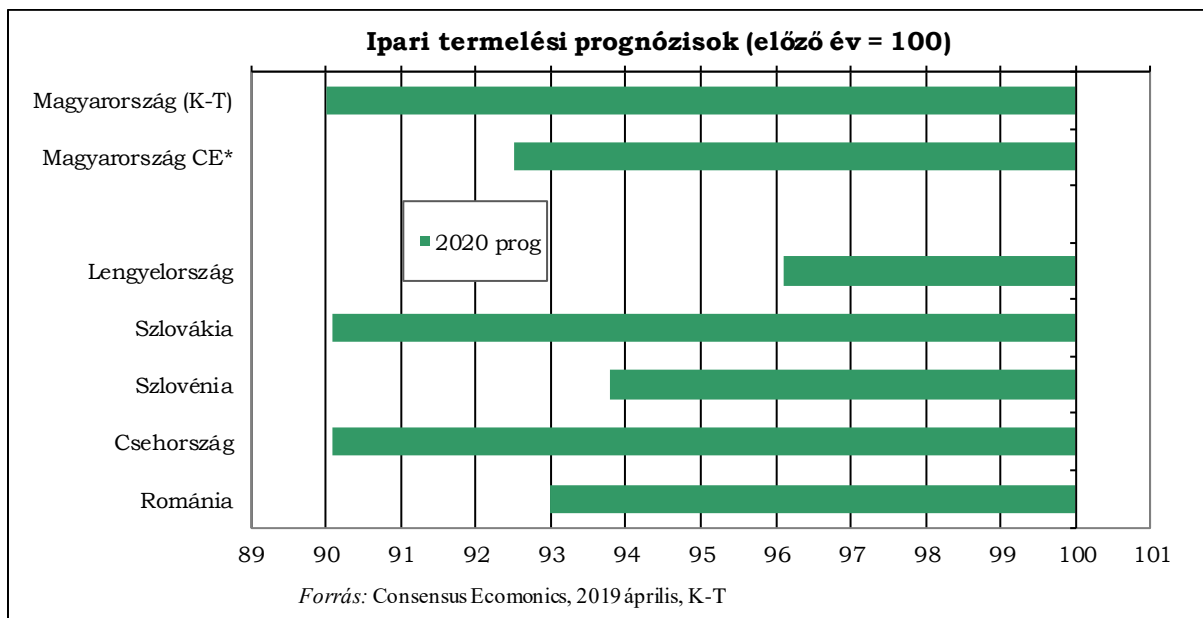
A második negyedévben az ipari termelés 15-20%-kal visszaeshet. A helyzet várhatóan a harmadik negyedévben is legfeljebb kismértékben javul, miután a járványhelyzet az általunk feltételezett kedvező esetben is legkorábban nyár vége felé érhet véget. Ugyanakkor a javulás érzékelhetőbbé válhat, ha túl vagyunk a tetőzésen, és a cégek növekvő hányada próbálja fokozatosan növelni aktivitását.

Az év vége felé – és a jövő év folyamán – az ipari termelés helyreállítását befolyásolja majd, hogy Magyarországon és másutt milyen gyorsan heveri ki a lakosság a járvány okozta sokkot, mikor kezd ismét tartós fogyasztási cikket vásárolni. Kínálati

oldalán a fő kérdés, hogy az iparvállalatok mekkora hányada megy tönkre; főleg a kisebb vállalatok körében – az újonnan megteremtett olcsó hitelcsatornák ellenére – a csődök száma jelentősnek ígérkezik.

Az iparvállalatok működésében tartós változások mehetnek végbe– így például lehet, hogy az eddiginél nagyobb ütésállóság érdekében módosulnak a készletezési gyakorlatok és a termelési lánc szerkezete. Az ilyen változások javíthatják a jövőben a sokkokhoz való alkalmazkodást, de egyben tartósan magasabb költségszintet jelentenek.

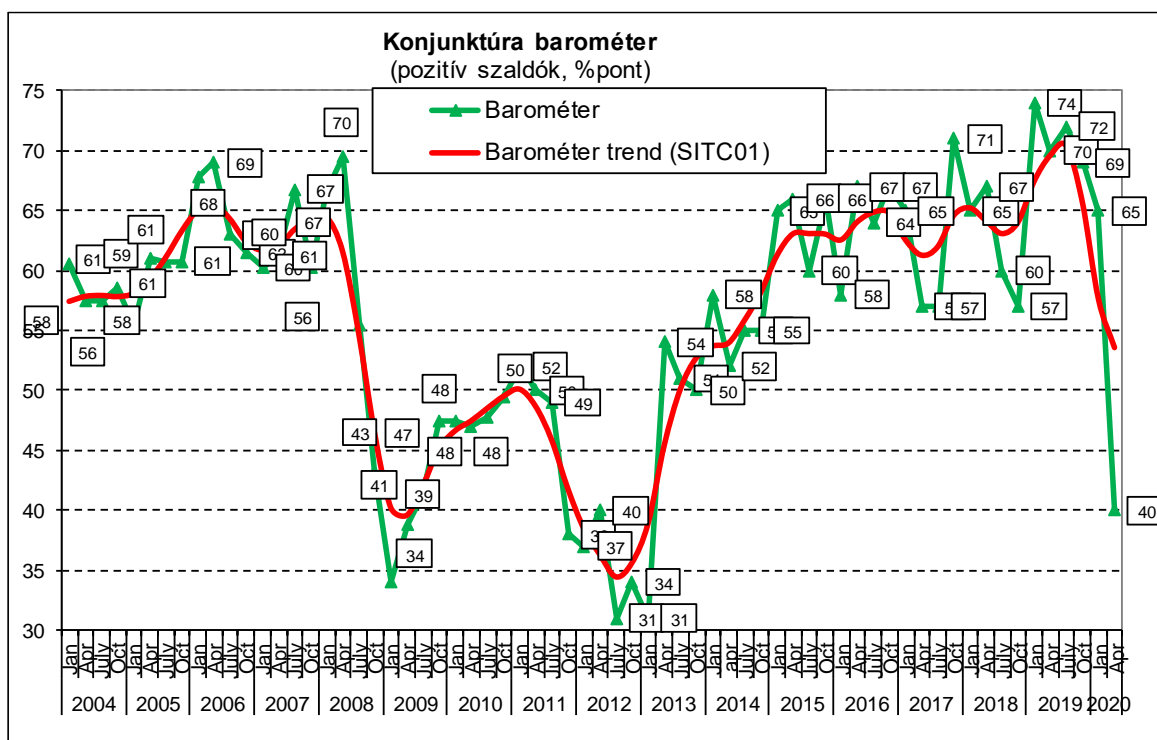
Éves átlagban **az ipari termelés drasztikus, közel 10%-os visszaesésére számítunk**. Ehhez a prognózishoz ugyanakkor – szemben a március végi állapottal – immár nem csak lefelé, de némi felfelé mutató kockázat is kapcsolódik, tekintettel arra, hogy a német autóiipari konszernek a termelés fokozatos újraindításáról döntöttek április közepén. Ezt az tette lehetővé, hogy egyelőre úgy tűnik, hogy Németországban sikerült megfékezni a járvány kontrollálatlan terjedését. Ennek nyomán a magyarországi telephelyek is lassan, részlegesen, beindulnak. Ám nem tudni, hogy e döntés nem bizonyul-e korainak a jövőben, vagy hogy a tényleges termelési szint milyen ütemben fog közelíteni a „normál” szinthez. Magyarországon a járvány még a felfutó szakaszban van, így a magyar telephelyek működése kérdésessé válhat a következő hónapokban. Mindenesetre – ha a járvány magyarországi alakulása nem kényszeríti ki az újbóli leállást, illetőleg, ha a termelésvolumen fokozatos növelésének folyamata nem reked meg, és ha ez a normalizálódás az autóiipar és beszállítóik körén túl is megkezdődik a nem túl távoli jövőben – immár nem zárható ki, hogy az éves átlagos ipari visszaesés valamelyest 10% alatt maradjon.



2.2.2. A március végi feldolgozóipari konjunktúrateszt eredményei

Jelentősen romlottak a feldolgozóipari vállalatok konjunkturális kilátásai Magyarországon 2020 első negyedében. A március második felében készített konjunktúratesztben a két legfontosabb mutató értéke, bár történelmi mélységet éppen nem ért el, 132 hónapja nem volt ilyen alacsony szinten. A konjunktúra barométer (a jelenlegi helyzet és a kilátások együttese), amely a cégek saját szubjektív helyzetértékelésén alapul, január és március között a korábbi 65 pontról 40 pontra süllyedt. A negyedéves periodicitású teszt 28 éves történetében ennél alacsonyabb érték csupán 7 alkalommal volt; a 2008-as válság idején (átlagosan 36 pont), illetve azt követő recessziós időszakban 2011-ben és 2012-ben (átlag 34 pont).

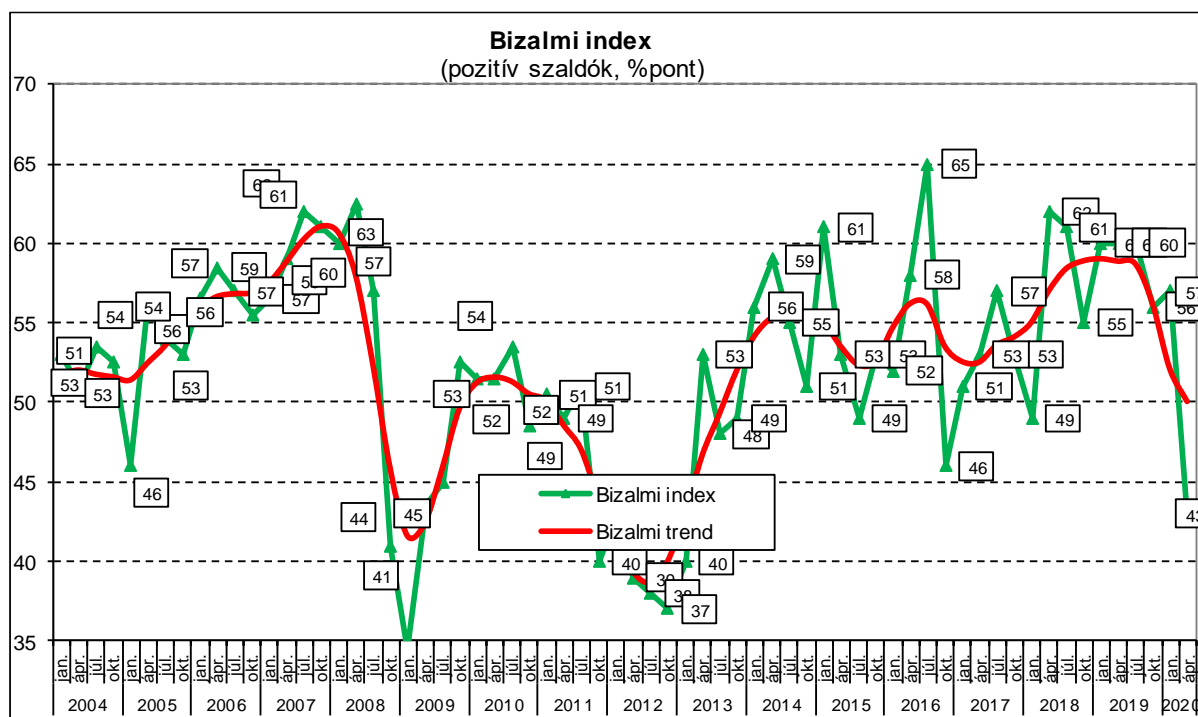
A jóval objektívebb összetevőkből álló (késztermék készletszint, rendelésállomány, termelési prognózis) bizalmi index szintje az előző negyedév 57 pontjáról 43 pontra zuhant vissza. Ez sem történelmi rekord, azonban megközelíti azt (35 pont 2008 telén). Érdeemes megemlíteni, hogy a világgazdasági válságon kívül még a rendszerváltást követő időszakban voltak még ennyire bizonytalanok a kilátások (1992 tavaszán, 40 pont körüli értékkel).



A magyar gazdaság kilátásait is egyértelműen kedvezőtlennek ítélik meg a megkérdezett vállalatvezetők. Három hónappal ezelőtt még a stagnálást jelentő 50 ponton állt az index, márciusban ez 22 pontra esett vissza vészesen megközelítve a 2008-ban tapasztalt 13 pontos értéket.

A vállalatok helyzetmegítélése egybehangzó, mikrovállalkozások, kkv-k és nagyvállalatok egyöntetűen nagyon borúsan látják a következő hat hónapot. Saját szubjektív megítélésük a jövőt illetően történelmi mélységbe, 29 pontra zuhant, ami az elmúlt 28 év legalacsonyabb értéke (2008-ban ez az érték 33 pont volt). Drámaian megugrott azok aránya, akik a járvány előtt még kedvező kilátásokkal rendelkeztek, mára azonban nagyon rossz termelési kilátásaik lettek. Ennek eredményeképpen a

termelési prognózis beírta a korábbi történelmi mélypontot, ami 34 pontot jelent, és utoljára 2012-ben fordult elő. A termelési akadályoknál jelentősen emelkedett a kereslethiányra és a gazdasági bizonytalanságra panaszkodók aránya (29 és 34 százalék), ami a korábbi egy számjegyű értékekhez képest határozott emelkedést jelent, igaz ezek a szintek egyelőre még távol vannak az elmúlt évtizedekben tapasztaltaktól, azonban további emelkedésük szinte biztosra vehető. A foglalkoztatási prognózis is jelentősen romlott. Az elmúlt 7 év során a vállalatok rendre azt jelezték, hogy bővíteni fognak, a mutató értéke azonban tavasszal 41 pontra, azaz egyértelműen a negatív tartományba esett, ami elbocsátásokat vetít előre.

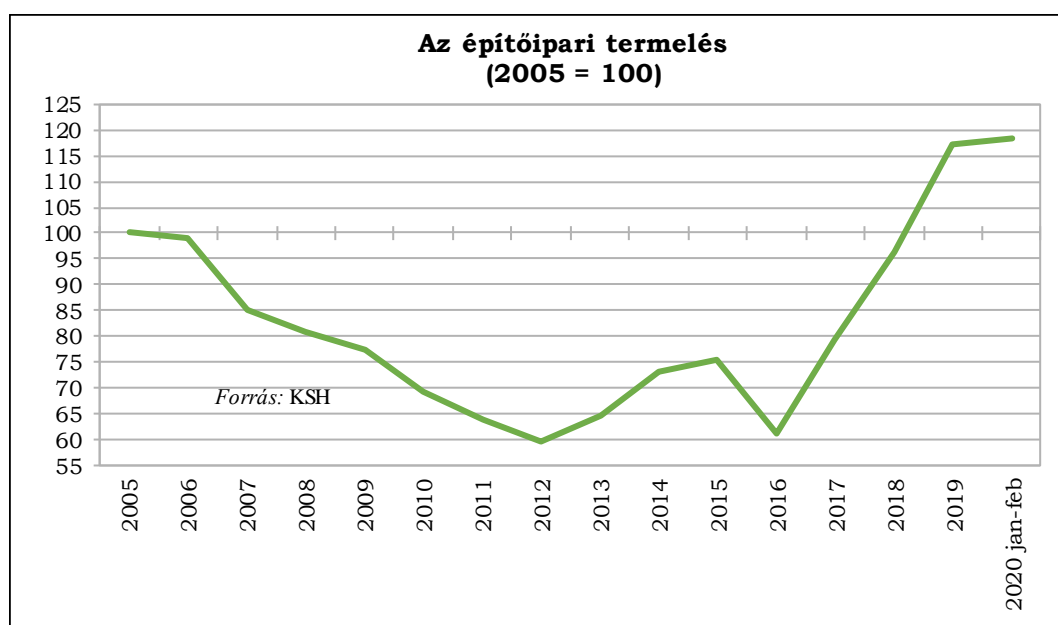


A vállalatok 59%-a számolt be lassulásról a termelési dinamikában, 14%-uk pedig konkrét leállást említett. A vállalatok 82%-ának legfeljebb 3 hónapra elegendő likviditási tartaléka van, 28% 1 hónapnál tovább nem tudja tartani a költségvetést, és jelentős szerkezeti átalakításokat kell eszközölniük (elbocsátások, hitelátütemezés stb.). Fontos megemlíteni, hogy a megkérdezett vállalatoknak csupán 43%-a tudna azonnal újraindulni, ha rövid időn belül feloldanák a korlátozásokat, 57%-uk számára azonban a piac összeomlott, így a teljes újraindulás 3 hónapot vagy annál többet is igénybe vehet. Ebben a helyzetben a vállalatok 56%-a várja, hogy pénzügyi helyzete 2020-ben romlani fog, 34%-uk pedig legfeljebb stagnálást remél.

A világgazdasági válság a hosszú távú kilátásokat is rontotta, de elsősorban a finanszírozási környezet összeomlása miatt. A jelenlegi helyzet azonban éppen ellenkezőleg hat, a finanszírozási körülmények nagyon kedvezőek voltak és maradtak, a termelés azonban nem csupán lelassult, hanem több helyen lényegében leállt, sőt egyes országokban hatósági tiltás alatt van az üzemelés. A járványügyi korlátozások feloldásának ideje teljesen bizonytalan, a járvány második hullámának ideje és erőssége pedig tovább rontja a kilátásokat. Az alkatrész és alapanyag ellátás sorsa ingatag, különösen, hogy a fejlődő országokra sokkal nehezebb időszak vár, mint a fejlettekre.

2.2.3. Építőipar

Tavaly az építőipari termelés 21,7%-kal, a 2018. évvel szinte megegyező ütemben nőtt. Ugyanakkor az év utolsó két hónapjában a növekedési ütem drasztikusan lelassult. Ez alapvetően a magasépítés novemberi lefékeződésének, majd pedig decemberi meredek, két számjegyű visszaesésének tudható be. Az év egészét tekintve mindkét építményfőcsoport erőteljesen húzta az ágazati növekedést: az épületek építésénél az éves volumenindex mintegy 20%-os, a mélyépítésnél pedig közel 24%-os volt. A tavalyi bővülés eredményeképpen az ágazati statisztika által mért bruttó kibocsátás 2019-ben immár több mint 17%-kal magasabb volt, mint a hosszú építőipari válságot megelőző 2005-ös csúcshoz képest.

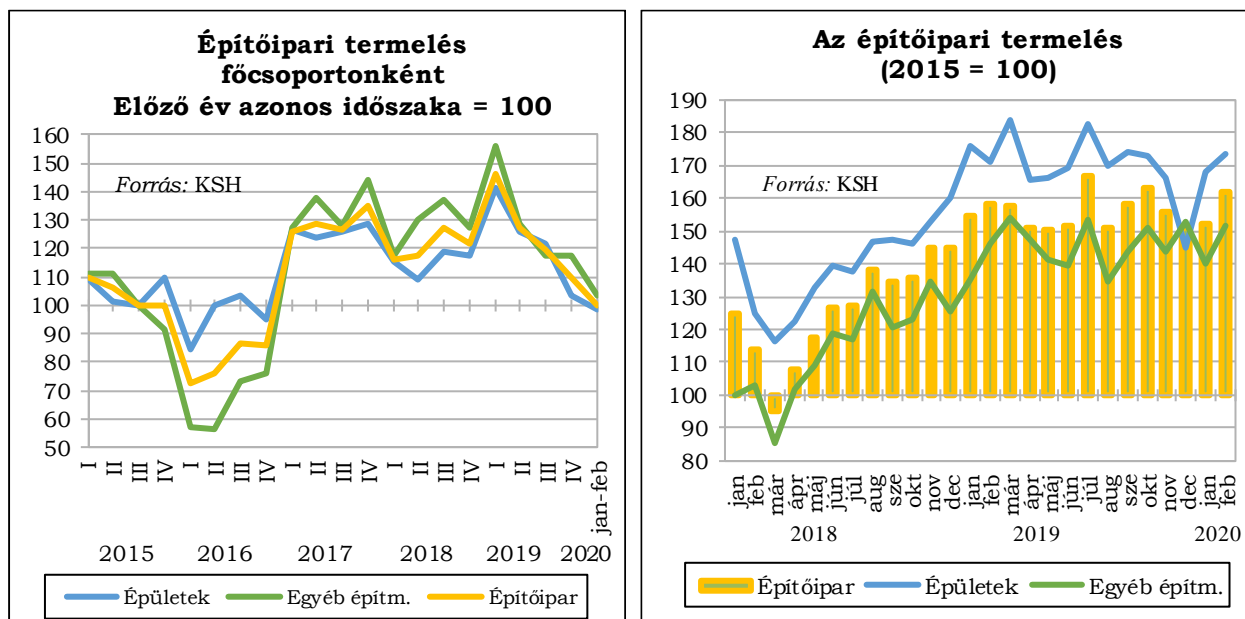


Ezzel együtt a tavalyi év végi lefékeződés után az idei első két hónap építőipari teljesítménye sem alakult fényesen. A magasépítés év végi zuhanása nem folytatódott, de az első két hónap átlagában így is 1,2%-os volumencsökkenést mértek a (kétségtelenül magas) egy évvel ezelőtti bázishoz képest. A mélyépítés kibocsátása pedig gyakorlatilag stagnált. Az idei évkezdet alapján – valamint figyelembe véve, hogy – leszámítva az év elején mért megugrást – a tavalyi év nagy részében már *egyik főcsoport kibocsátásának abszolút volumene sem mutatott emelkedő trendet* – az ágazati kilátások már a járvány érkezése előtt sem voltak fényesek.

A koronavírus-járvány miatt márciustól kezdve már az a kérdés, hogy mekkora lesz az ágazati kibocsátás volumenének esése az idén.

A mélyépítés esetében az állami kereslet a meghatározó, így ott az aktivitás szintje elvben akár viszonylag stabil maradhatna, még a kifutóban levő uniós projektek mellett is. Ugyanakkor az ÉVOSZ április közepe után közzétett jelentése szerint a mélyépítésben is drasztikusan visszaesett a megrendelések volumene: az állami és az önkormányzati megrendelőknél is tapasztalható az elbizonytalanodás. Ezen még bizonyos mértékig segíthetnek az előrehozott infrastruktúrafejlesztések. Az önkormányzatok ugyanakkor – miután forrásaikat leapasztja a járvány és az újonnan létrehozott járványügyi alap is – építési projektjeik jelentős részének felfüggesztésére kényszerülhetnek.

A magasépítés esetében a magánkereslet szerepe nagyobb, és itt is lefékeződött az új rendelések befutása, csakúgy, mint a már előkészített projektek elindítása.



Vagyis egy komolyabb építőipari visszaesésre is van esély jelenleg. A járvány az építőipar – azon belül is elsősorban a magasépítés – esetében is megzavarja az ellátási láncokat, a forintgyengülés pedig megdobta egyes építőanyagok árait. Ezért a kereslet kedvezőtlen alakulása mellett az inputbeszerzés nehézségei is visszafoghatják az ágazati tevékenységet. A munkaerő tekintetében átrendeződést okozott a külföldi vendégmunkások távozása, illetőleg a külföldről hazatérők megjelenése a munkapiacra. A kisebb cégeknél megkezdődtek az elbocsátások, ugyanakkor egyelőre az elbocsátottak még találnak állást más építőipari vállalatoknál.

Összességében az idén – a korábban várt mérsékelt növekedés helyett – az építőipari kibocsátás csökkenésére számítunk. Ám egyelőre feltesszük, hogy a csökkenés csupán 5% körüli lesz, vagyis az építőipar a gazdaságnak a járvány által viszonylag kevésbé érintett területe marad.

2.2.4. Lakásépítés, lakáspiac

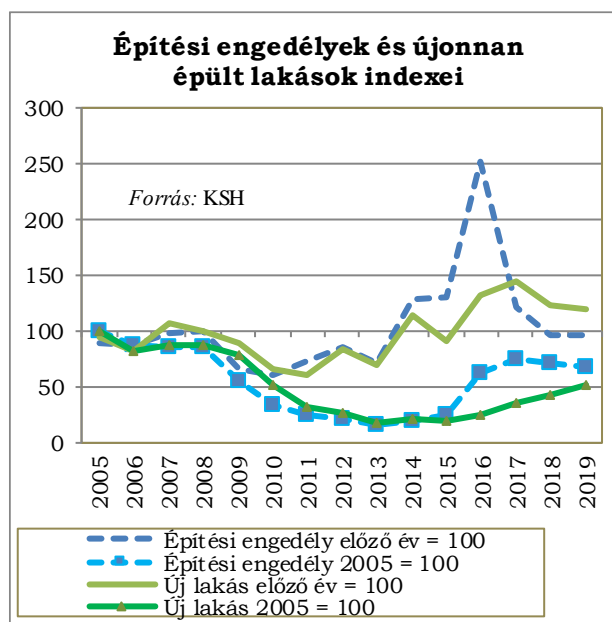
Egy rendkívüli év végi hajrának köszönhetően (45%-os növekedés az utolsó negyedévben) tavaly az *épített lakások száma* impozáns ütemben, 19,5%-kal nőtt 2018-hoz képest. A hosszú ideje húzódó építési projektek egy jó részét szemlátomást a tavalyi év végére sikerült lezárni. Ugyanakkor a lakásépítési engedélyek és bejelentések száma 4,3%-kal alacsonyabb volt tavaly, mint egy évvel korábban. Az újonnan induló társasházi lakásépítési projektek számában jelentős csökkenésre került sor a tavalyi év utolsó negyedében. A pozitív trendforduló esélye eddig sem volt jelentős, ami azért is kedvezőtlen, mert a tavaly épített lakásszám- noha tízéves rekordot jelent – még mindig nagyon elmarad attól a kb. 40 ezres számtól, amelyre a lakásállomány megfelelő szintű regenerációjához szükség lenne.

Idén a járvány miatt a korábbinál várthoz képest még sokkal komolyabb visszaesés látszik valószínűnek.

Kínálati oldalon a járvány okozta megbetegedések okozta esetleges létszám-problémákat ellensúlyozzák a kisebb cégeknél jelenleg zajló leépítések, illetve a külföldről hazatérők új munkakínálata. A termelési láncok megszakadása az építőipart is érinti, ha nem is olyan arányban, mint a feldolgozóipart. A koronavírus hatására a kereslet zsugorodni kezdett, így a lakáshirdetések száma is meredeken visszaesett márciusban. A továbbra is élő hirdetések körében pedig egyre gyakrabban szállítják le az eladási irányárakat.

Ahogy az állások egyre nagyobb számban válnak ingataggá, ahogy a jövedelmi biztonság érzete elenyészik, úgy válik elkerülhetetlenné a lakásvásárlás súlyos visszaesése. Ez a

lakásépítési aktivitást is visszafogja majd a korábbi várakozásokhoz képest, holott már korábban is stagnálásra vagy csökkenésre lehetett számítani. Április közepén a kormány a „rozsdáövezeteken” belüli új lakásépítések ÁFA-kulcsát leszállította 5%-ra, ami viszont némileg enyhíthet a visszaesésen. Jelenleg az épített lakások számának durván 10%-os esését várjuk 2020-ban. Az pedig, hogy az idén a meginduló lakásépítési projektek száma, várhatóan a tavalyi évinél is nagyobb mértékben fog csökkenni, a következő években is visszafogott építési aktivitást vetít előre.



2.2.5. Turizmus

A kereskedelmi szálláshelyeken megforduló vendégek száma éves összevetésben mindössze 2%-kal nőtt 2019-ben az előző évhez képest. A már egy ideje tartó lassulás közelebb került a stagnáláshoz. A vendégek számánál látványosabban lassult viszont a kereskedelmi *vendégéjszakák* számának dinamikája: ez utóbbi csak 0,8%-kal emelkedett tavaly, miközben 2018-ban még érzékelhető, 4,2%-os volt a növekedési ütem.

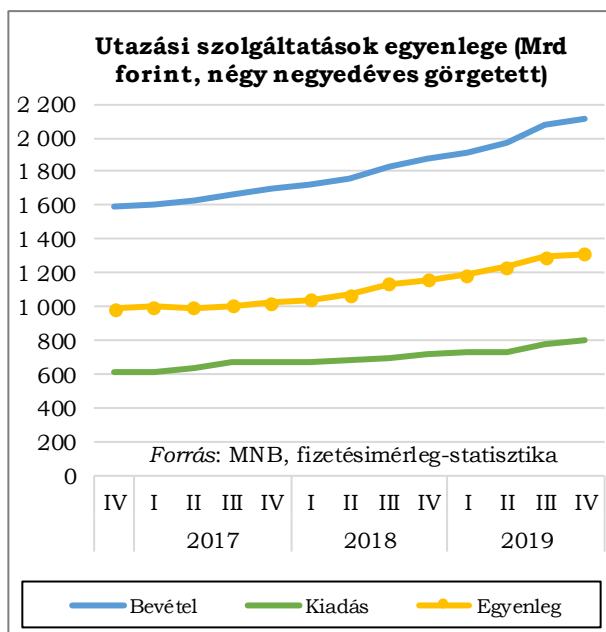
A belföldi vendégéjszakák száma 2018 még meglehetősen jó ütemben, 5,7%-kal nőtt, ezzel szemben tavaly már 0,6%-kal csökkent. Ez volt az összes vendégéjszakák lassulásának fő összetevője, miután a külföldi vendégéjszakák növekedése a tavalyi 2,7%-hoz képest csak jelképesen, 2,3%-ra mérséklődött tovább.

A külföldi vendégéjszakákon belül – ha az egyes földrészeket tekintjük – az Észak-Amerikából érkezettek által eltöltött vendégéjszakák dinamikája csökkent látványosan tavaly, az ázsiai eltöltött vendégéjszakák számának bővülése pedig mérsékelten. Az európai vendégéjszakák számának növekedési üteme alig változott (1,5%-ra emelkedett), ezen belül azonban a korábbinál gyorsabban csökkent a német és osztrák vendégéjszakák szám – nem beszélve a drasztikusan csökkenő spanyol és ukrán vendégéjszakákról – miközben érdemben javult a francia, a brit, valamint a szlovák vendégéjszakák dinamikája.

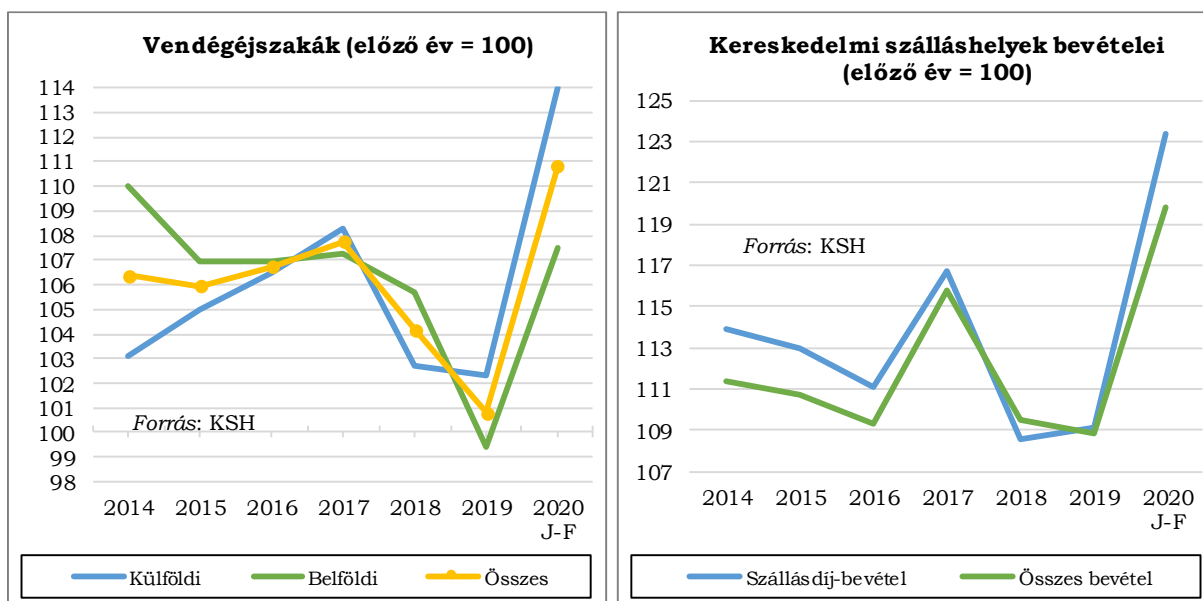
A vendégéjszakák érdemi fékeződése ellenére a kereskedelmi szálláshelyek szállásdíj-bevételének, illetőleg **összes bevételének** bővülése viszonylag stabil volt. 2019-ben a nominális szállásdíj-bevételek 9,2%-kal, az összes bevételek 8,8%-kal nőttek, ami még mindig számottevő, a 2018. évihez hasonló ütemet jelent. A gyorsabb infláció miatt az inflációval deflált reál-bevételek dinamikájának romlása már érzékelhetőbb volt, de továbbra is jóval kisebb, mint amit a vendégszám és a vendégéjszakák számának gyengülő növekedése alapján várnánk.

A *folyó fizetési mérleg* turizmushoz kapcsolódó tételének (a szolgáltatás-mérlegen belül az „utazás” tétel) tavalyi alakulása nem hozott törést a korábbi évekhez képest. A forintban mért bevételek – vagyis a beutazó turizmushoz kapcsolódó bevételek – kissé gyorsulóan, több mint 13%-kal emelkedtek. Noha a kiadások – a kiutazó turizmusból adódó pénzkirányítás – dinamikája valamivel nagyobb mértékben erősödött tavaly, e dinamika még mindig 12% alatt maradt, így az „utazás” pozitív mérlege közel 14%-kal megugrott.

Mindez azt sugallja, hogy a turizmus 2019-ben is erőteljesen járult hozzá a külgazdasági mérlegekhez, és a GDP-növekedéshez is. Tehát a küldő (elsősorban európai) országok romló konjunkturális helyzete összességében nem igazán tükröződött a turisztikai kereslet alakulásában.



Az **idei első két hónapban** egyszeriben megugrott a turisztikai aktivitás: a külföldi vendégéjszakák száma 14%-kal, a belföldieké 7,5%-kal bővült. Ezzel nagyjából összhangban a szállásdíj-bevételek több mint 20%-kal, a kereskedelmi szálláshelyek összes bevételei közel 20%-kal emelkedtek idén január-februárban. Az első két hónap súlya az egész évben természetesen feletébb csekély, és immár nem tudjuk meg, hogy a lendület kitartott-e volna a főszezonban is, miután márciusban a turisztikai szektor lényegében megszűnt működni. Még ha a járvány – a jelenlegi kormányzati várakozásoknak megfelelően – valóban még a nyár folyamán tetőzik, és ezt követően megindulhat a lassú normalizálódás, a turisztikai bevételek a főszezonban is a normális szint töredékét fogják csak kitenni, a fesztiválszezon elmarad az idén. **A turizmus az idén egyértelműen a fő vesztesek közé fog tartozni**, még ha közben a kormány továbbra is igyekszik például turisztikai fejlesztéseket támogatni.



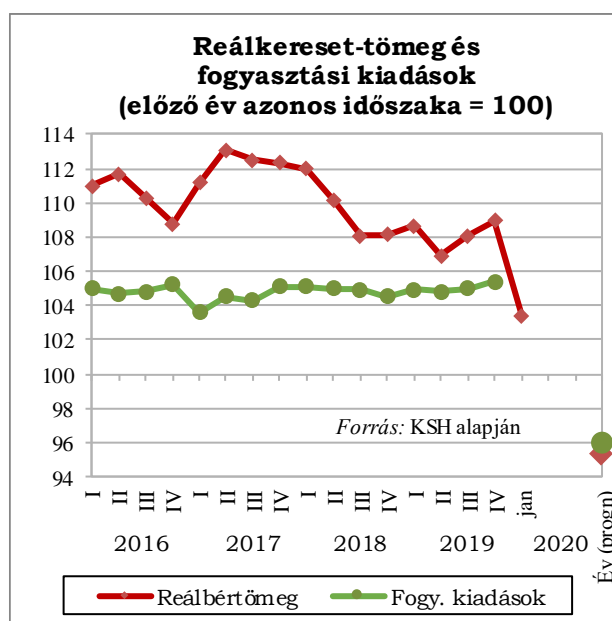
2.3. A GDP felhasználási oldala

2.3.1. A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

2019-ben a *közfoglalkoztatottak nélkül vett* bruttó (és nettó) keresetek nominálisan 10,6%-kal emelkedtek, vagyis a nominális bérdinamika kicsit még gyorsult is a tavalyi 10,2%-hoz képest. Főleg a közigazgatási kereset hirtelen megugrása miatt az utolsó negyedévben a növekedési ütem még gyorsult is, ám ezzel együtt az év egészében a versenyszféra kereseti dinamikája jócskán meghaladta a költségvetési szféra növekedési ütemét. A *közfoglalkoztatottakkal együtt vett* keresetek – a közmunkáslétszám leépüléséből adódó összetétel-hatás következtében – magasabb ütemben, 11,4%-kal bővültek 2019-ben. A **reálkeresetek** 7,8%-kal, a **nettó reálkereset-tömeg** pedig 8,3%-kal bővült, szemben az előző éves 8,3, illetve 9,6%-kal. Vagyis szemben a nominális keresetekkel, a reálkereset valamelyest lassult 2018-hoz képest.

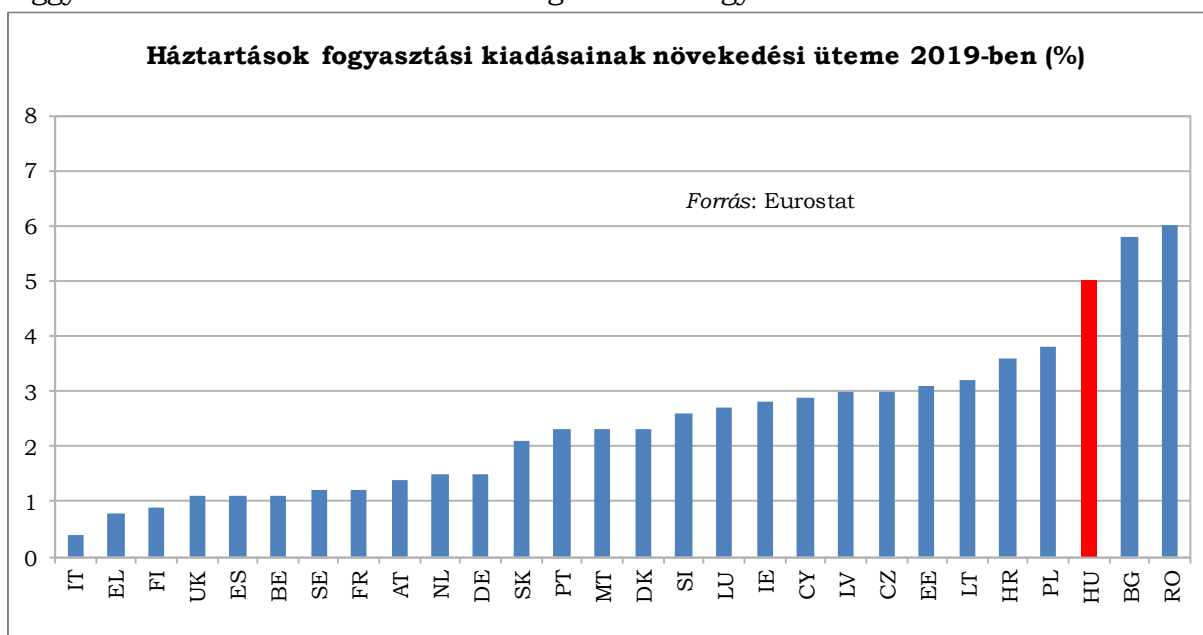
Az **idei év januárjában** a keresetek még mindig jó ütemben, 9,2%-kal (köz munkások nélkül 8,8%-kal) emelkedtek. Ugyanakkor, egyrészt a magas infláció miatt a reálkereset már csak 4,3%-kal volt magasabb, mint egy évvel korábban. Másrészt pedig az alkalmazotti létszám januárban már nem csak a köz munkások számának apasztása miatt, hanem köz munkások nélkül is kismértékben csökkent. Vagyis a munkapiaci helyzet már a koronavírus előtt is kedvezőtlen irányba mozdult el. Ám maga a nominális bérdinamika akkor még magasnak ígérkezett, több cégtől két számjegyű béremelésekről érkeztek hírek.

Ez nyilvánvalóan megváltozott márciusban, hiszen a pandémia miatt egyrészt egészen új megvilágításba kerültek a cégek rövid távú pénzügyi kilátásai – vagyis a potenciális béremelési képesség – másrészt pedig máris megugrott a munkanélküliség, a munkavállalók alkuereje így lecsökkent. Sok munkavállaló került fizetés nélküli – vagy csak alapbéren fizetett – állásidőbe, és ez a tendencia még egy-két hónapig folytatódik. Az év második negyedétől, az új kormányzati intézkedésnek köszönhetően, több százezer munkavállaló dolgozhat (állami bértámogatás mellett) csökkentett munkaidőben, ami természetesen jobb, mint az esetleges munkanélküliség, de keresetcsökkenéssel jár. Az ezután megkötendő bérmegállapodások – ha lesznek – nyilvánvalóan a korábbiaktól eltérően fognak alakulni a legtöbb ágazatban, de a már megkötöttek is felülvizsgálatra kerülhetnek az új pénzügyi kényszerek függvényében. Jelenleg még gyakorlatilag csak a kereseti dinamika erős lefékeződését lehet előre látni, e lefékeződés tényleges mértékét nem. Mindenesetre pillanatnyilag **5-6%-os nominális béremelkedéssel számolunk az idén**, de a végső kimenetel ettől nagymértékben el is térhet, feltevésünk szerint inkább lefelé. Ez egyben azt is jelenti, hogy míg az átlagos reálkereset nőhet

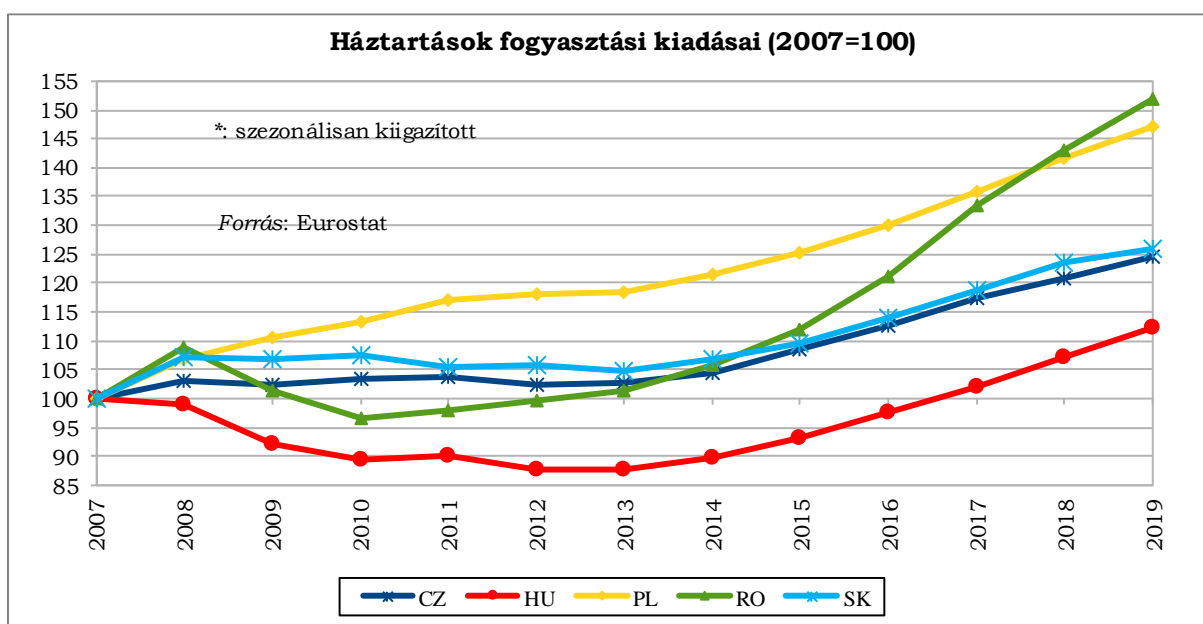


széreny mértékben, a **reálkereset-tömeg** – az alkalmazotti létszám meredek esése miatt – várhatóan jelentős mértékben csökkenni fog az idén. (Megjegyzendő, hogy az idén a nettó keresetek a bruttónál kicsivel gyorsabban nőnek majd, mivel a válság-ágazatokban átmenetileg elengedik a munkavállalói járulékok legnagyobb részét.)

A **háztartások fogyasztási kiadásai** 2019-ben 5%-kal bővültek – egy év végi hajrának köszönhetően – ami *16 éves rekordot jelent*. Mint láttuk, e rekordnövekedés annak ellenére következett be, hogy a reálkeresettömeg dinamikája kevésbé volt kiugró, mint a megelőző két évben. Ezzel Magyarország tavaly a harmadik leggyorsabb növekedést tudhatta magáénak a fogyasztási kiadások terén az EU-n



belül. Más kérdés, hogy a fogyasztási kiadások szintje ezzel együtt is csak alig több mint 12%-kal volt magasabb 2019-ben, mint a 2008-9-es válságot megelőző csúcspontban, 2007-ben. Ezzel Magyarország súlyosan elmaradt a térség más országaitól, ami akkor is lényeges, ha ez az elmaradás a 2007-2019-es időszak első



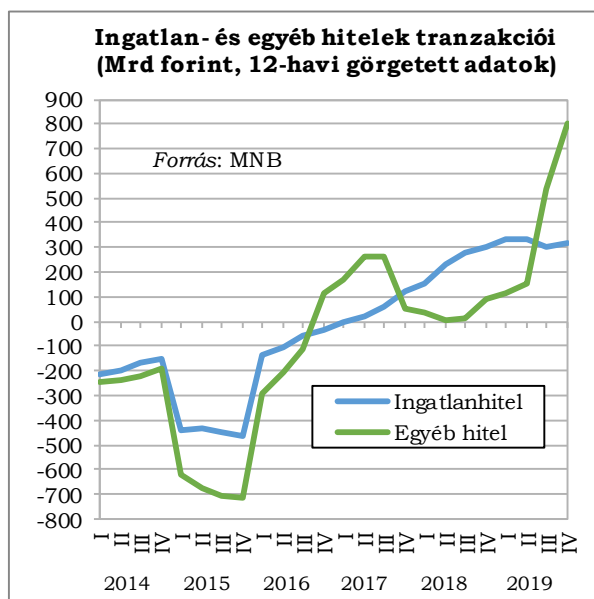
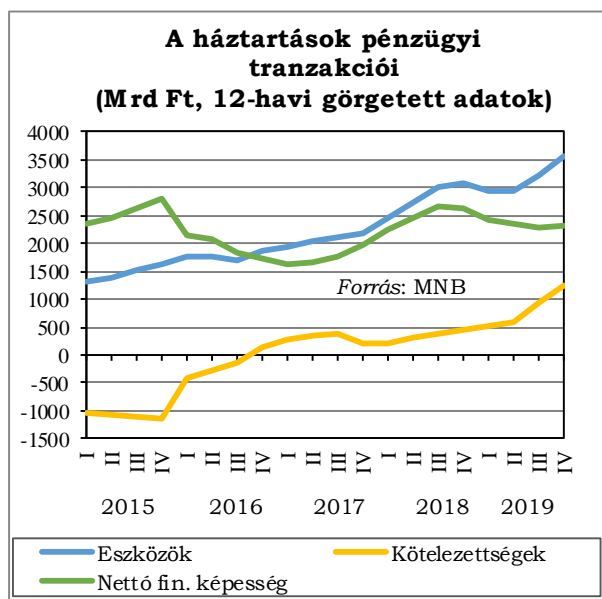
felében elszenvedett visszaesésnek a következménye, miközben a fogyasztás rákövetkező fellendülése már illeszkedett a régiós trendbe.

.-.-.-.

Az **idén** a háztartások fogyasztási kiadásainak dinamikáját az első negyedévben a januári-februári erős évkezdés, illetőleg a február második felétől már érzékelhető *pánikvásárlások* okozta megugrás fogja meghatározni. Ehhez hozzátartozik ugyanakkor, hogy míg a mindennapi cikkek kiskereskedelmi forgalma, valamint a gyógyszerforgalom, továbbá egyes háztartási gépek és informatikai eszközök iránti kereslet megugrott márciusban, a fogyasztás egyéb típusainál (vendéglátóipar, autóértékesítés) már bizonyosan csökkenésre került sor, vagy éppenséggel a kereslet egyszerűen megszűnt. Ez a második negyedévben fokozódni fog.

Az élelmiszer-kiskereskedelem várhatóan nem csökken jelentős mértékben – elvégre az élelmiszer-fogyasztást romló anyagi helyzetben is igyekeznek szinten tartani a háztartások. Legfeljebb a fogyasztás szerkezete tolódhat el az alacsonyabb minőségű termékek felé. Ugyanakkor a márciusban tapasztalható pánikvásárlási hullám már április elejére elült. Ezzel szemben a háztartások szembesülnek a hirtelen megnövekedett létbizonytalansággal, kereseti kilátásaik relatív vagy abszolút romlásával. Sőt, azok fogyasztása is mérséklődni fog, akiknek az anyagi helyzete nem romlik, mert a kijárási korlátozások körülményei között a fogyasztás lehetséges köre beszűkül. Az állásukat már – vagy majd ezután – elvesztők számára az új kormányzati gazdaságvédelmi intézkedések semmiféle könnyítést nem tartalmaznak, az álláskeresői járadék időtartamát nem hosszabbították meg, az alkalmi- és feketefoglalkoztatásból kiesők még három hónap erejéig sem jogosultak e járadékokra, az ellátásukról esetleg valamilyen formában gondoskodó önkormányzatok forrásait az új járványvédelmi intézkedések keretében megcsapolták. Az eddig ismert munkahelyvédelmi intézkedés – a rövidített munkaidős konstrukció – a veszélyeztetett állásban levők egy részén segíthet – keresetcsökkenés fejében.

Így aztán azzal számolunk, hogy a tavalyi erőteljes, 4%-os bővülés után a **magánfogyasztás az idén közel 4%-kal visszaesik.**

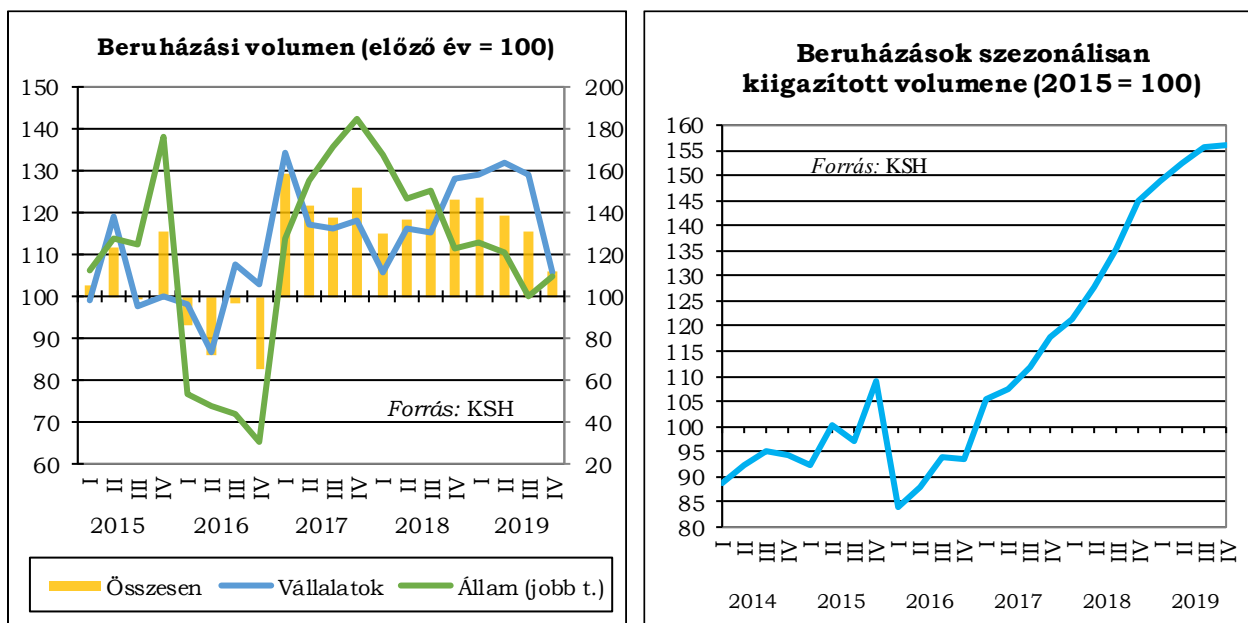


A háztartások **nettó finanszírozási képessége** csökkent 2019-ben, miután a *bruttó megtakarítások* emelkedését több mint ellensúlyozta a *hitelfelvételi egyenleg* még erőteljesebb bővülése. Az utóbbi a *fogyasztási hitelek* egyenlegének meredek megugrásához köthető, és ennek fényében lesz érthető a fogyasztási kiadások rekordütemű bővülése enyhén lassuló reálkereseti dinamika mellett.

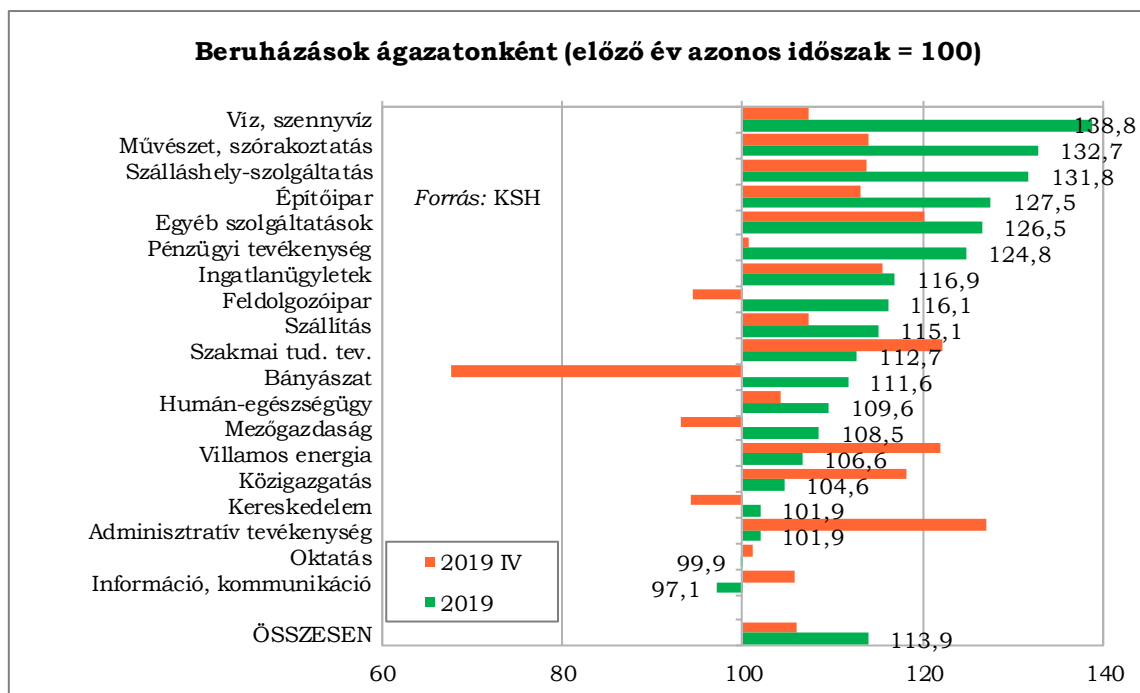
Az éves GDP-arányos *megtakarítási ráta* a 2018. évi 6,2%-ról 5%-ra esett vissza tavaly. Az **idén e csökkenés vélhetőleg megáll**, habár a széttartó tendenciák nettó hatását nehéz megbecsülni. Számos háztartás rá fog kényszerülni, hogy hozzányúljon pénzügyi megtakarításaihoz, vagy rosszabb esetben lenullázza azt, bár a többiek ugyanakkor inkább megtakarítani igyekeznek majd, amit segít a fogyasztási lehetőségek beszűkülése. Ugyanakkor mind a lakáscélú, mind a fogyasztási hitelfelvétel vissza fog esni, bár közben sok háztartás megkísérelheti a folyószámla-hitelekre való fokozott támaszkodást – már ameddig ezt megtehetik.

2.3.2. Beruházások

Tavaly a nemzetgazdasági beruházások 13,9%-kal nőttek az előző év azonos időszakához képest. Ez még mindig jelentős, de a 2018. évinél lényegesen lassabb ütem – az utolsó negyedévi drasztikus lassulás nélkül az éves növekedés közel maradhatott volna a 20%-hoz.

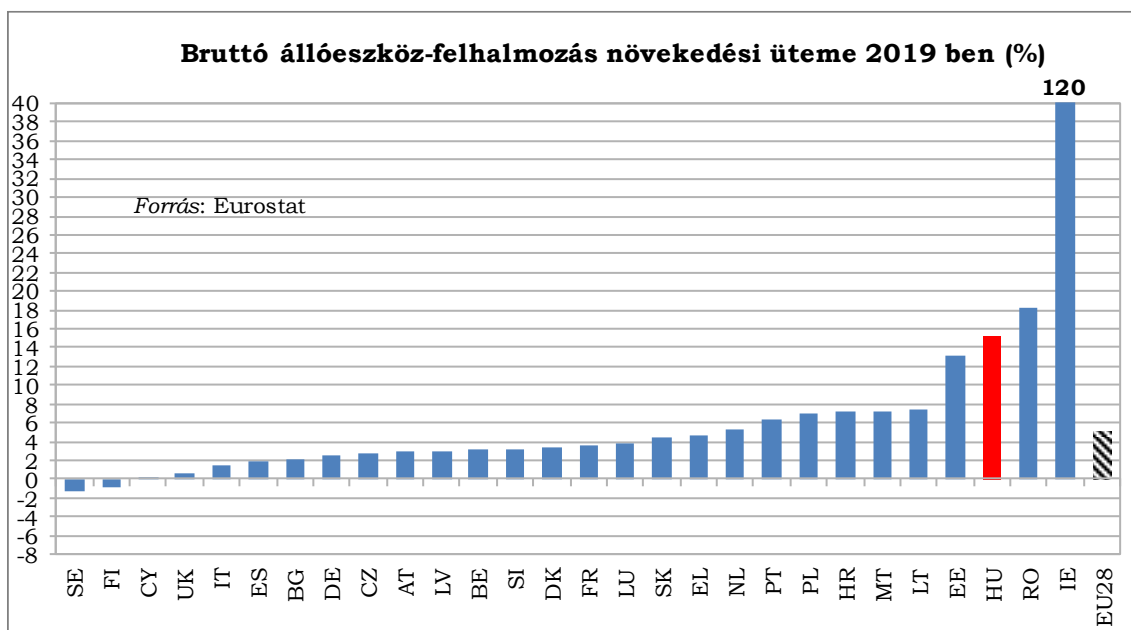


A negyedik negyedévben az ágazatok kétharmadánál jelentkezett a lassulás (a legjelentősebb kivétel a közigazgatás), de a nemzetgazdasági szintű fékeződés nagy részéért mégis a *feldolgozóipar* felelős – az az ágazat, amely a megelőző három negyedévben 30% körüli ütemben növelte beruházásait, az utolsó negyedévben viszont a beruházási volumen csökkent, főként a járműipari beruházások visszaesése

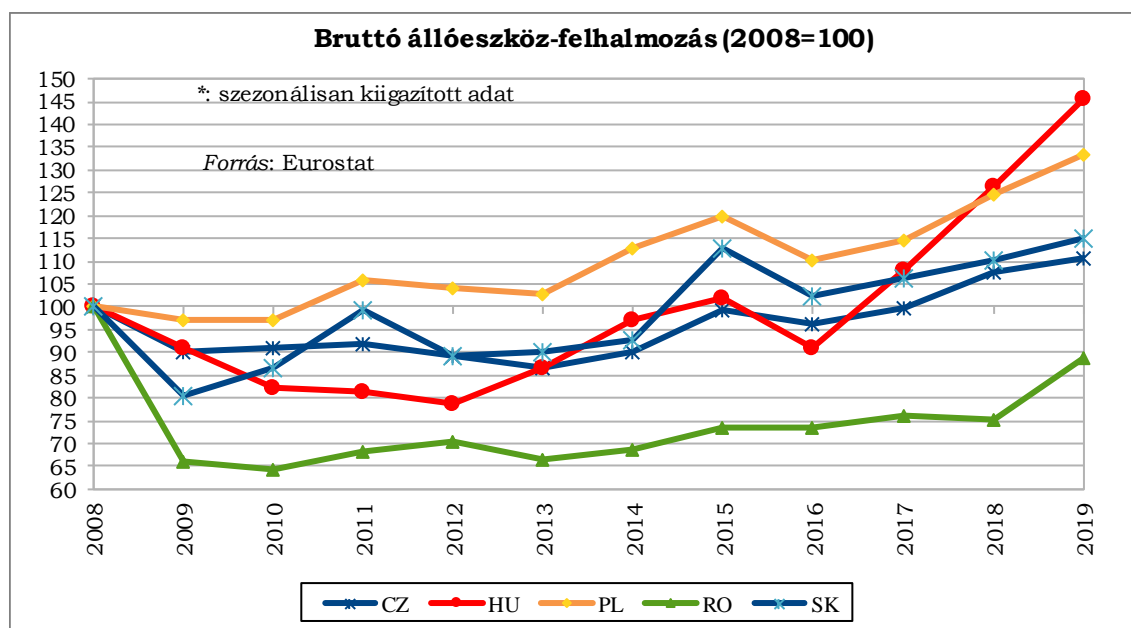


miatt. Az év végét így a közép- és nagyvállalati beruházási dinamika erős lefékeződése jellemezte, miközben az állami beruházások kissé nekilendültek. Az MNB szerint a vállalati körön belül igazából csak az államhoz kötődő ún. kvázi-fiskális kör beruházásai nőttek még mindig, a magánvállalati beruházások dinamikáját negatív tartományba húzta le a feldolgozóipari beruházások visszaesése.

Ezzel együtt tavaly a beruházások dinamikája európai összehasonlításban is kiugró volt: a GDP szerinti állóeszköz-felhalmozás év/éves növekedési rátája Magyarországon volt a harmadik legmagasabb.



Fontos viszont, hogy a tavalyi (és a 2018. évi) előkelő helyezés nem jellemzi az elmúlt évtized magyar beruházási teljesítményét. 2008-at bázisnak tekintve (a beruházások volumene ekkor érte el a válság előtti csúcst) az azt követő időszak első felében a



magyar beruházások kedvezőtlenebbül alakultak, mint a többi visegrádi országban, az uniós források felhasználásának előző (2014-15-ös) csúcsra járatása csak a felzárkózáshoz volt elegendő, és igazából csak a 2017-ben megkezdődött meredek emelkedésének köszönhetően került a magyar halmozott beruházásnövekedés a régió élvonalába. Márpedig ez a meredek emelkedés jelentős részben az uniós források felhasználásáról szól, habár nem kizárólag: a feldolgozóipari beruházásokat egy sor jelentős nagyvállalati projekt mozgatta.

.-.-.-.

Az **idén** a pandémia hatására a gazdaság legtöbb ágában a kapacitás-kihasználtság drasztikusan csökkenni fog már az első negyedév végére, és ez elvben csökkentheti a motivációt munkakiváltó beruházások elindítására. Másrészt a vírus éppen az emberi munkaerő sebezhetőségét domborítja ki, ez pedig épp ellenkezőleg, az „ütésállóbb” gépi technológiák szerepének növelésére ösztönözhetné a vállalatokat – már persze ha azok nem éppen a napi szintű túlélésért harcolnának, és ha a jelenleg kieső bevételek mellett maradna még beruházási forrásuk. De akárhogy is, rövid távon a vállalatok jelentős részénél számítani lehet a beruházási tervek elhalasztására. Bizonyos konkrét beruházási típusok – digitális kapcsolattartás és online fizetés lehetőségeinek radikális bővítése, házhozzállítási infrastruktúra megteremtése a kiskereskedelemben – sok cég számára a túlélés záloga lehet, így ezen a területen fejlesztésekre kerül sor.

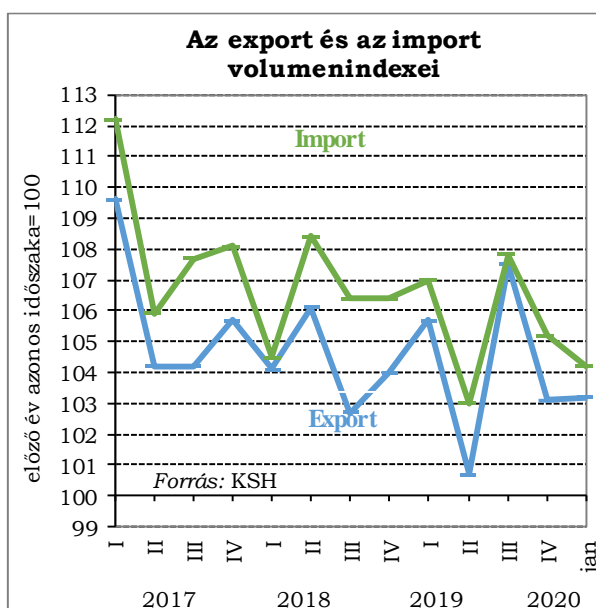
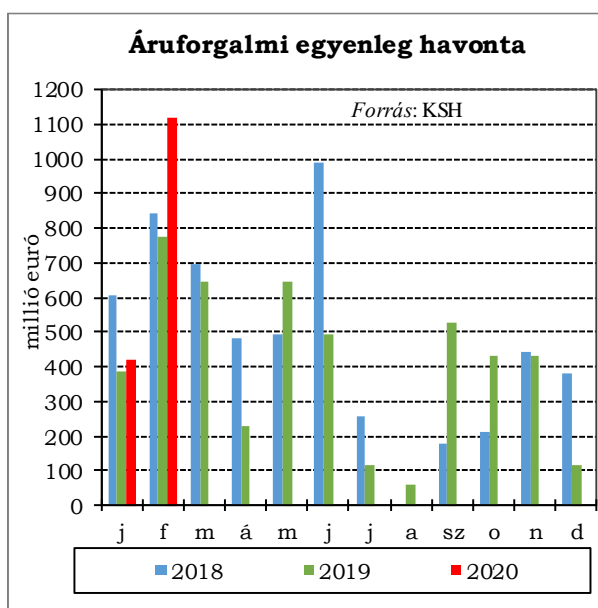
Az állami beruházásokat – legalábbis ami a központi költségvetést illeti – a kormány gyorsítani szándékozik, ahogy azt a 450 Mrd forintos beruházási keret felállítása mutatja. Ám egyrészt ennek ellenére állami közbeszerzéseknél is került már sor eredményhirdetések halasztására, továbbá sok önkormányzat anyagi helyzete már most megrendült – nem beszélve bevételi forrásaik újkeletű megcsapolásáról – így még a gazdagabb önkormányzatok is szelektíven fogják csak megvalósítani az idei évre vonatkozó korábbi beruházási terveiket.

Ami az uniós forrásokból finanszírozott fejlesztéseket illeti, a járvány okozta visszaesés tompítása érdekében a betervezett kifizetéseket a kormányzat a jelek szerint gyorsítani igyekszik. Ahol a vállalatok napi működése is veszélybe került, ott aligha lesz mód a fejlesztés folytatására a közeljövőben. De a közvetlen csődveszéllyel nem fenyegetett pályázók jelentős részénél is szükségessé vált a határidők kitolása – március végén a kormány lépett is, kitolta a határidőket három hónappal. Továbbá sok, a támogatás feltételül szabott vállalás – pl. az árbevétel növekedésére vonatkozóan – számos vállalatnál irreálissá vált, továbbá a technológia-intenzív fejlesztéseknél a vállalt költségszint is kétséges, miután a technológiai import megdrágult a forint leértékelődése miatt. Erre is reagált a kormány, a nem uniós elvárások átmeneti felfüggesztésével. Ezzel együtt, az uniós társfinanszírozási beruházások megvalósulásának kitolódása az idei beruházási teljesítményt lefelé húzza majd a járvány előtti várakozásokhoz képest, habár ez a beruházások relatíve stabil szegmensét alkotja a jelen körülmények között.

Összességében az idén várhatóan csökkenni fognak a beruházások. A mérték bizonytalan – **jelenleg durván 7%-os volumencsökkenéssel** számolunk.

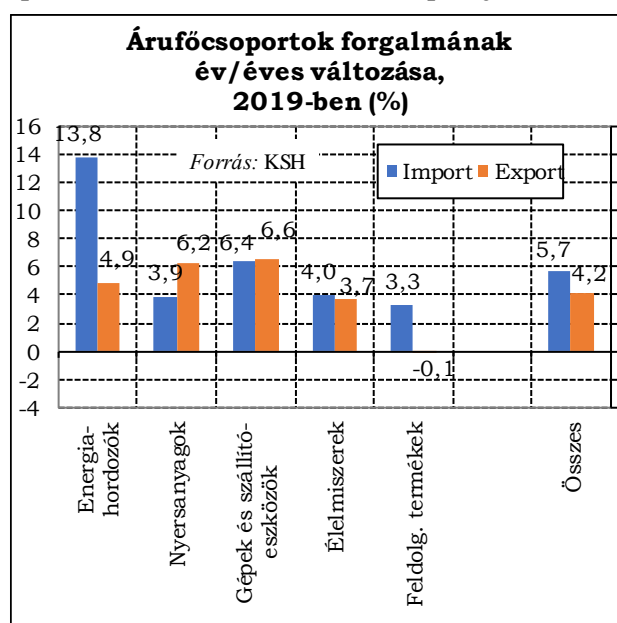
2.3.3. Külkereskedelem

A tavalyi utolsó negyedév az áruexport jelentős és az áruimport mérsékeltebb lassulását hozta magával. Az export lassulása elsősorban a gépek és szállítóeszközök termékcsoporthoz köthető – összhangban azzal, hogy az utolsó negyedév ipari növekedése is legfőképpen az autóiipar miatt fékeződött le. Így aztán év végére visszatért a **külkereskedelmi többlet** csökkenő trendje, a korábbi cserearányromlás javulásba fordulása ellenére is. A többlet éves euróértéke **4,9 Mrd eurót tett ki**, ami mintegy 12%-os nominális csökkenést jelent 2018-hoz képest.

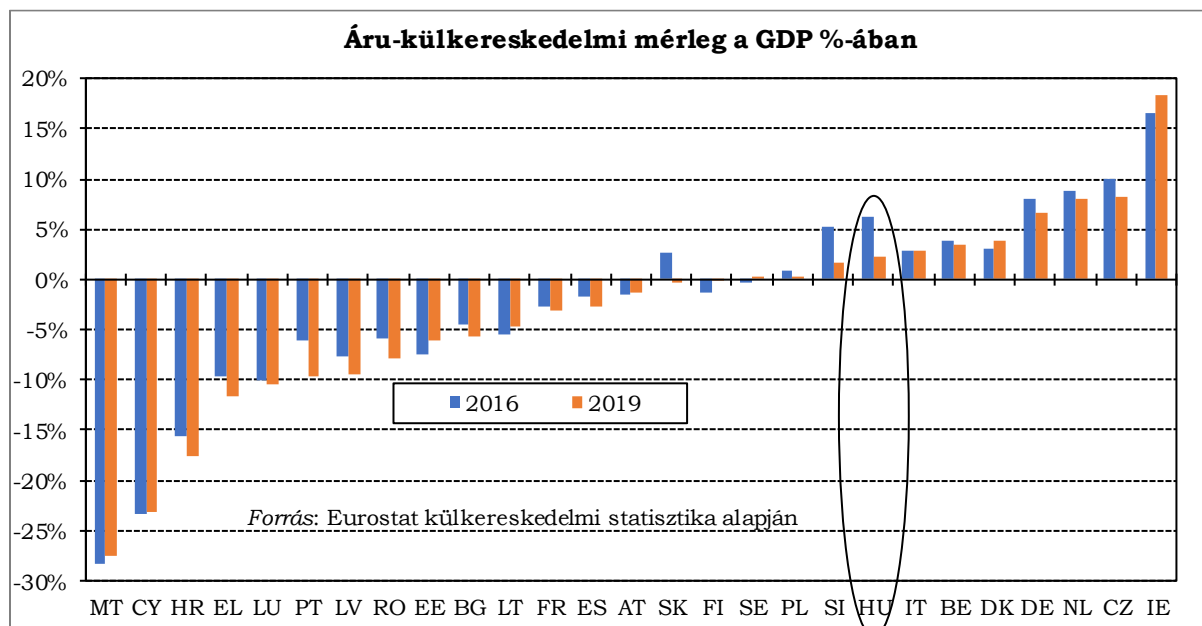


Ezzel együtt a tavalyi év egészében a gép- és járműexport dinamikája minimálisan felülmúlta az importét – így e termékcsoport euróban mért nettó exportja is nőni tudott.

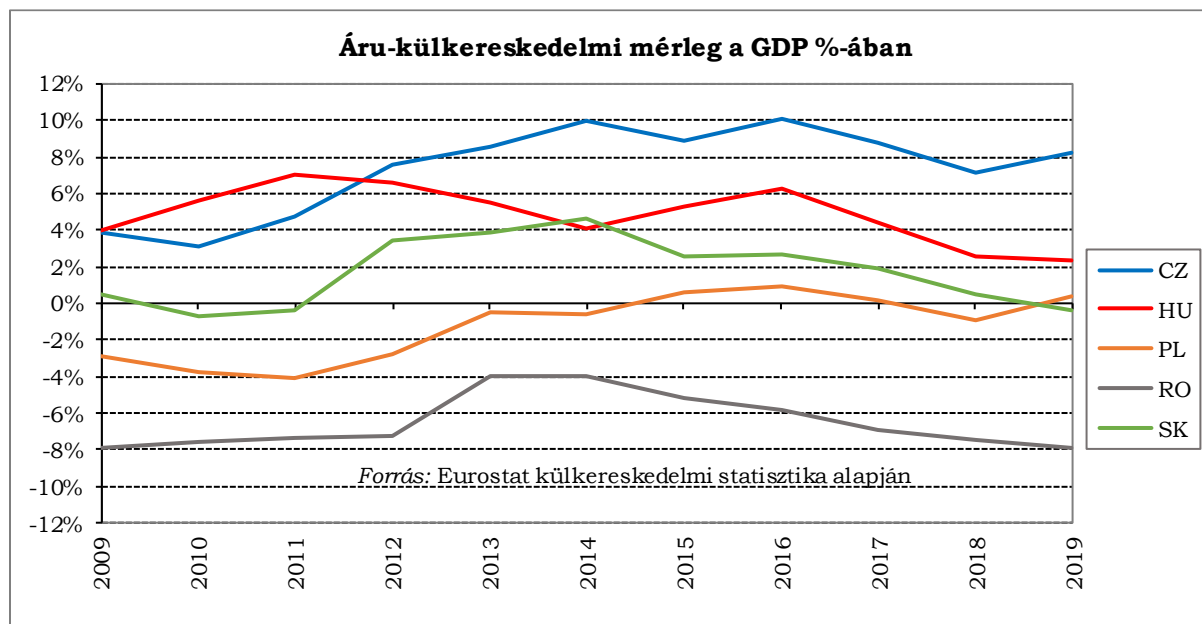
Eközben a *feldolgozott termékeknél* az export növekedése még a 2018. évinél is tetemesebben elmaradt az importétól – miután az exportvolumen tavaly lényegében stagnált – így a külkereskedelmi többlet éves visszaesése e termékcsoporthoz tudható be. A feldolgozott termékek körében az exportdinamika romlása 2018-hoz képest kiterjedt a feldolgozott termékek szinte valamennyi fontosabb kategóriájára – kivételt képeznek a szakmai-tudományos műszerek és készülékek, ám ez csekély vigasz, miután e termékcsoporthoz már 2018-ban is csökkent.



Európai összevetésben az áru-külkereskedelem terén Magyarország még tavaly is viszonylag jól állt, hiszen a tagállamok azon kisebbségéhez tartozott, amely pozitív külkereskedelmi többletet produkált. Ám e csoporton belül a magyar többlet



viszonylag szerény (a GDP százalékában), miközben három évvel korábban még nem ez volt a helyzet. Bár a tagállamok többségében romlott a GDP-arányos külkereskedelmi mérleg 2016-hoz képest, Magyarországon e romlás az átlagosnál erőteljesebb volt – vagyis a magyar gazdaságban a belső kereslet mint fő növekedési hajtóerő felé történt elmozdulás markánsabb volt, mint másutt. A visegrádi országok és Románia mezőnyében ugyanakkor a magyar áru-külkereskedelmi pozíció még mindig jónak mondható.



..-.-

Idén az első két hónapban a külkereskedelmi többlet mintegy 33%-kal magasabb lett, mint egy évvel korábban – habár ehhez az immár legalább 1,5%-os cserearányjavulás is hozzájárult. Márciusra ennek vélhetőleg már nyoma sem lesz, már csak azért sem, mert március végére mind a négy nagy autógyártó felfüggesztette a termelést, a legfőbb beszállító nagyvállalatokkal egyetemben.

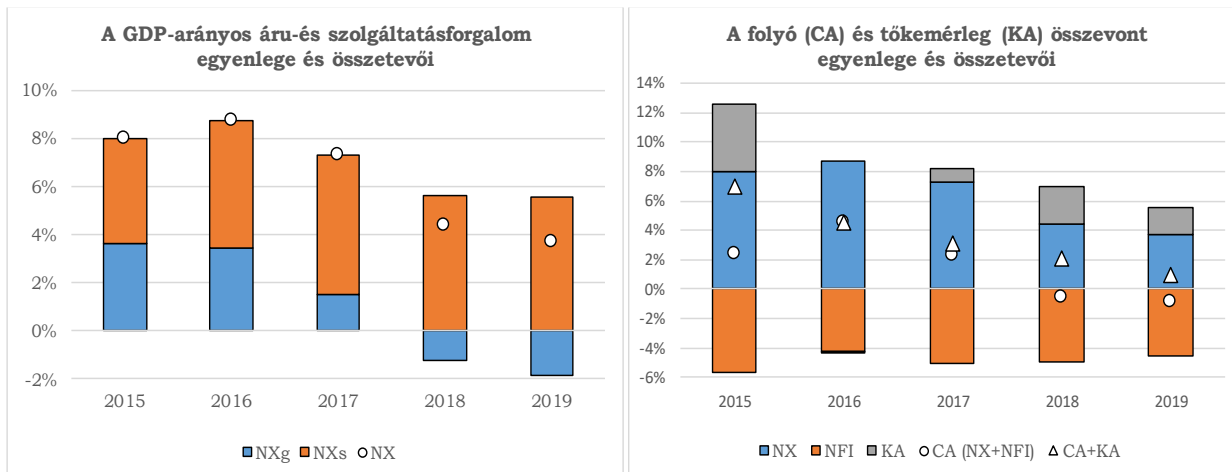
Az év további részében mind az export, mind az import súlyosan meg fogja szenvedni a járványt, nem csupán az európai gazdaság jelentős részének leállása miatt, hanem azért is, mert a járvány miatt bevezetett intézkedések drámaian rontották a szállítás – mindenekelőtt a közúti szállítás – feltételeit. Az élelmiszer- külkereskedelmet az is sújtja, hogy az országok a vészhelyzet közepette kezdik felhalmozni az élelmiszert. Az autóiipari leállások miatt a visszaesés a feldolgozóiparban iparban, jelesen gépek és járművek termékcsoportban különösen drasztikus lehet. Ugyanakkor jelenleg ez már nem olyan bizonyos, mint március végén volt, hiszen a nagy autóiipari cégek a működés fokozatos újraindításáról döntöttek április közepén. Am a normalitáshoz való visszatérés valószínűleg jó esetben is hónapokat fog igénybe venni, és ekkor még nem számoltunk a járvány esetleges második hullámával – például a jelenlegi aránylag pozitív trend megtörésével Németországban.

Kedvező esetben – ha a gazdaság leállása nem eredményez kiterjedt csődhullámot – az ipari export az utolsó negyedévben fellendülhet. Az élelmiszerexport – szintén jelentős külkereskedelmi többletet produkáló terület – esetében ez már kérdésesebb, részben azért, mert a külföldi piacok elérhetetlenné válása miatt az eladásra váró agrártermékek a hazai piacon kötnek ki. Mindenesetre jelentős az esélye, hogy a külkereskedelmi többlet zsugorodni fog mind az ipari, mind az agrár- és élelmiszer-export esetében, még a jelentősnek ígérkező cserearányjavulás mellett is.

2.4. A fizetési mérleg és az ország nettó külföldi kötelezettség-állományának alakulása

2019-ben a már 2018-ban is tapasztalt, és az évtized közepe óta tartó irányzatok folytatódása jellemezte a fizetési mérleg fontosabb tételeinek alakulását. A folyó fizetési mérleg többlete 2017-ig csökkent, 2018-ban fordult deficitbe, és a hiány kissé tovább nőtt 2019-ben (a GDP arányában 0,5-ről 0,8%-ra). E mögött alapvetően az árukereskedelem pozitív egyenlegének csökkenése, illetve 2018 óta fokozódó hiánya áll, amelyet a szolgáltatás-kereskedelem viszonylag stabil, GDP-arányos 5,5% körüli többlete egyre kevésbé tudott ellensúlyozni. Ráadásul eközben a folyó mérleg másik fő tétele, a jövedelemegyenleg tartós hiánya (itt számolják el a külföldi vállalatok profitját, a kamatokat, a külföldön dolgozók jövedelmét és a nettó EU-transzferek kisebbik részét) kissé mérséklődött.

A külső egyensúlynak a figyelem előterében álló mutatója azonban nem a folyó mérleg, hanem az úgynevezett felülről számított külső finanszírozási képesség, vagyis a folyó- és tőkemérleg összevont egyenlege (a tőkemérlegben számolják el az EU-transzferek nagyobb részét). E mutató által jelzett többlet – amely 2015-ben még a GDP 7%-ának felelt meg – évről évre folyamatosan zsugorodott, és 2018-ról 2019-re a GDP 2%-áról 1%-ára csökkent. Ez utóbbi 2019. évi változás az EU-transzfereken kívüli tételek egyenlegének romlásához köthető, mivel a folyó, valamint a tőkemérlegben elszámolt nettó EU transzferek mindkét évben a GDP 3%-a körül alakultak. Az alábbi ábra bal oldali grafikonja a nettó export (az áru- és szolgáltatásforgalom egyenleg), jobb oldala pedig a felülről számított finanszírozási képesség összetevőinek alakulásáról ad képet.

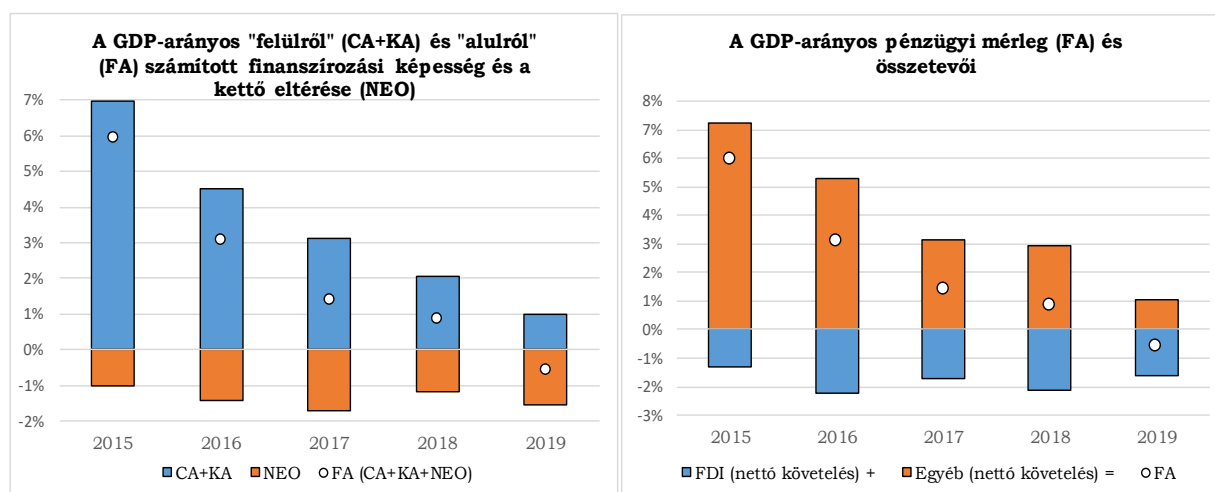


Jelölések: NXg, NXs és NX, rendre: áruforgalmi, szolgáltatásforgalmi és áru-és szolgáltatásforgalmi egyenleg. NFI, KA és CA, rendre: nettó külföldi jövedelem, tőkemérleg és folyó mérleg.

Forrás: itt és a további négy ábrához: MNB alapján saját számítás.

2019 leginkább figyelemreméltó fejleménye azonban a fizetési mérleg finanszírozási oldalát bemutató pénzügyi mérlegének, az úgynevezett aluról számított finanszírozási képességnek az alakulásához kötődik. A pénzügyi mérleg egyenlege 2010 és 2018 között folyamatosan többletet mutatott (a 2013. évi GDP-arányos 6,2% jelentette a csúcst), 2019-ben azonban a 2018. évi 0,9%-os többlet 0,6%-os deficitbe fordult át. E negatív egyenleg azt jelenti, hogy a hazai gazdaság egésze – 2010 óta először – csekély

mértékben ugyan, de külső finanszírozásra szorult. A következő ábra bal oldala a „felülről” és az „alulról” számított finanszírozási képesség eltéréseinek, jobb oldala pedig a nettó működőtőke (FDI) és az egyéb (nettó adósság-jellegű) összetevők alakulását mutatja a GDP-arányában.



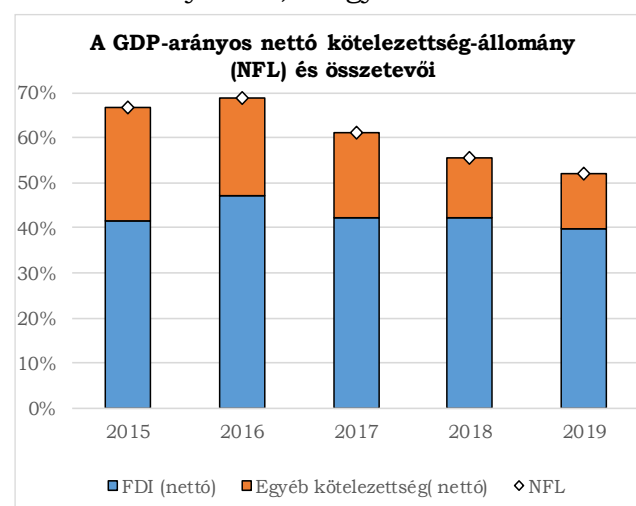
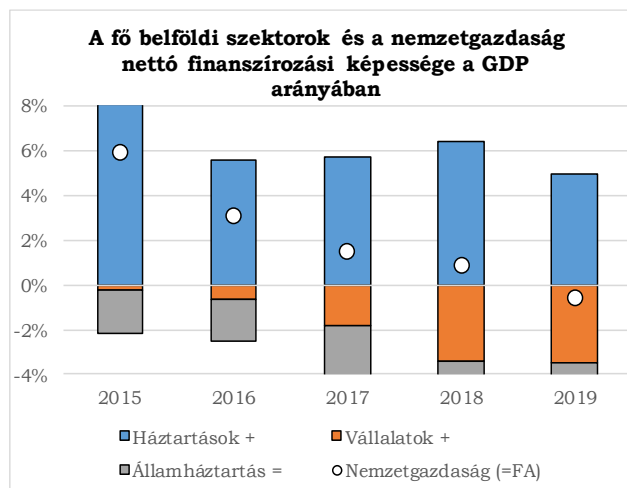
Az ábra bal oldalán látható, hogy az úgynevezett „tévedések és kihagyások” (NEO: net errors and omissions) az elmúlt években folyamatosan negatív volt, vagyis finanszírozási oldalról mért egyenleg elmaradt a folyó- és tőkemérleg összevont egyenlegétől. Technikai értelemben „attól” fordult deficitbe az alulról számított finanszírozási képesség, hogy csökkent a felülről számított mutató, miközben nőtt a NEO. E számviteli azonosságot azonban tartalommal tölti ki az ábra jobb oldala, amely a pénzügyi tranzakciók két fontos csoportja szerint bontva mutatja be a pénzügyi mérleg egyenlegének alakulását. Az ábra értelmezéséhez fel kell hívni a figyelmet arra, hogy a két fő tétel (nettó FDI, valamint egyéb nettó pénzügyi tranzakció) előjele a pénzügyi mérleg értelmezésének felel meg: a pozitív (negatív) értékek csökkentik (növelik) az ország nettó külföldi kötelezettségeit.

Általánosságban azt lehet mondani, hogy az elmúlt éveket kedvező folyamatok jellemezték abban az értelemben, hogy a nettó külső adósság leépülését előmozdító tranzakciók, csökkenő mértékben ugyan, de 2018-ig ellensúlyozták a nettó FDI-beáramlás külső kötelezettség-növelő hatását. Így e tranzakciók egyszerre járultak hozzá a GDP-arányos összes külső kötelezettség-állomány csökkenéséhez és szerkezetének átrendeződéséhez a nettó adósság terhére és a nettó FDI javára. 2018-ról 2019-re azonban úgy csökkent mindkét tranzakció-típus aránya, hogy a FDI-beáramlásé csekélyebb volt, mint a külső adósság-csökkentőké: így fordult a pénzügyi mérleg egyenlege deficitbe. Ez önmagában aligha tekinthető kedvezőtlennek.

A fizetési mérleg pénzügyi mérlegének egyenlege azonban a nemzetgazdaság pénzügyi számláiban közölt, a hazai szektorok szerint bontott nettó finanszírozási képességek alapján is rekonstruálható. A mellékelt ábra azt mutatja, hogy a három fő szektor – a háztartások, a vállalatok és az államháztartás – a GDP arányában mennyiben járult hozzá a gazdaság nettó külső finanszírozási képességének alakulásához.

Látható, hogy – belföldi finanszírozási oldalról – a fizetési mérleg pénzügyi mérlegének (és egyben a nemzetgazdaság nettó finanszírozási képességének) 2019. évi deficitbe fordulása alapvetően a háztartási, nem pedig a vállalati szektor nettó finanszírozási képességének csökkenéséhez köthető. Ma még nehéz megítélni, hogy a koronavírus-krízis nyomán kibontakozó gazdasági folyamatok hogyan rendezik át a háztartások és a vállalatok nettó pozícióit, de okkal valószínűsíthető, hogy a magánszektor nettó finanszírozási képessége jelentősen nő (a megtakarítások emelkednek, és a beruházások zuhannak), amit az államháztartás finanszírozási képességének csökkenése (a költségvetési deficit emelkedése) anélkül is ellensúlyozhat, hogy a külső deficit számottevően emelkedne.

Utolsó ábránk azt mutatja, hogy 2019-ben a pénzügyi mérleg negatív egyenlege dacára, lassan folytatódott az ország GDP-arányos nettó külföldi kötelezettségállományának csökkenése, amihez a GDP gyors növekedése és átértékelődési hatások egyaránt hozzájárultak.



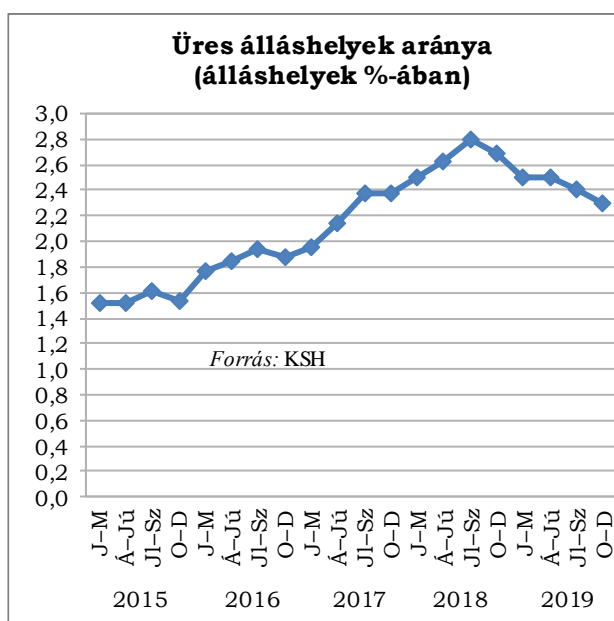
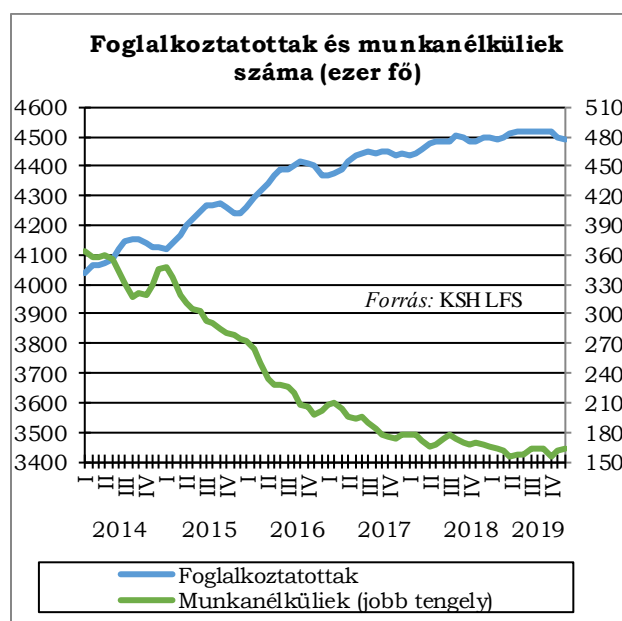
2.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A *munkaerő-felmérés* (KSH-LFS) adatai szerint tavaly a foglalkoztatottak száma 1%-kal emelkedett. Közmunkások nélkül a növekedési ütem jelentősebb volt, ámbar ehhez bizonyos fokig a külföldi telephelyen dolgozók gyorsabb bővülése is hozzájárult. A *munkanélküliségi ráta* éves átlagban 3,4% volt, ezen belül az utolsó negyedévben 3,3%-on állt, ami szerény javulás az egy évvel korábbi 3,6%-hoz képest.

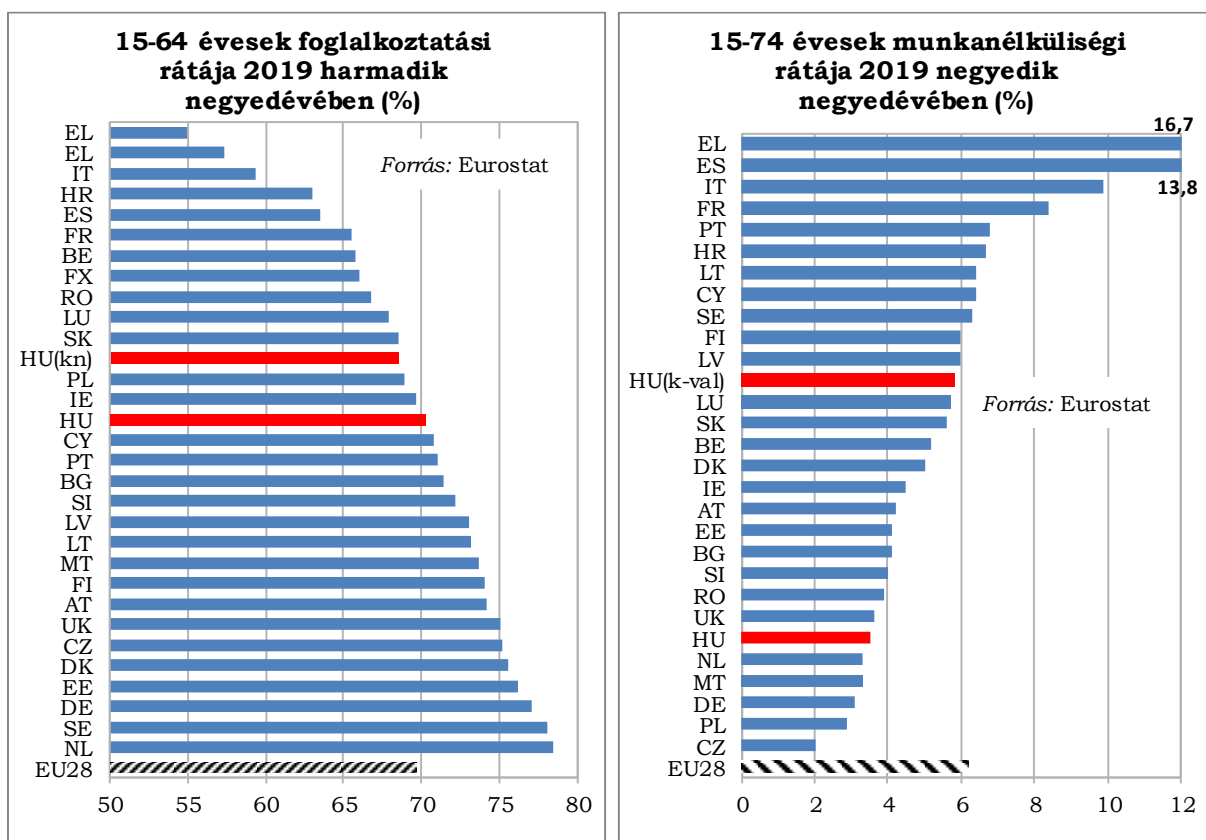
A foglalkoztatási helyzet javulása amúgy is kifulladásban volt, amit jelzett az üres álláshelyek arányának majdnem folyamatos csökkenése a tavalyi év folyamán. E csökkenés a *versenyszféra* egyes területein volt számottevő – így a feldolgozóiparban, az építőiparban, illetőleg a korábban kirívó létszámhiánnyal küzdő informatikai szektorban – míg a közszférában a betöltetlen álláshelyek aránya lényegében szinten maradt, ezen belül az egészségügyi álláshelyek száma érdemben tovább emelkedett. A versenyszférán belül tavaly év végén még fokozódott a munkaerőhiány a szállítmányozási, illetőleg a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazatban.

Európai összevetésben a foglalkoztatási és munkanélküliségi számok az év vége felé nagyjából az uniós átlagnak feleltek meg, amennyiben a foglalkoztatottak körébe nem számoljuk bele, a munkanélküliek körébe pedig beleszámoljuk a közfoglalkoztatottakat. (Ha a magyar módszertannak megfelelően a közmunkásokat nem tekintjük munkanélkülinek, akkor a magyar munkanélküliségi ráta jócskán alatta marad az EU-átlagnak.) A spanyol és görög munkanélküliség jelentősen rontja az európai átlagot, így érdemes megjegyezni, hogy – ha a közfoglalkoztatottakat az európai módszertan szerint számoljuk el – a magyar foglalkoztatottsági helyzet még tavaly év végén is érezhetően rosszabb volt az uniós *mediánnál*.

Ezt követően december-februárban - sok év óta először – a foglalkoztatottak száma minimálisan *csökkent* az egy évvel korábbihoz képest. Miközben tehát már március előtt is a munkapiaci helyzet stagnálására, esetleg bizonyos fokú romlására lehetett számítani, a január-márciusi foglalkoztatási számokat már egyértelműen a koronavírus-járvány fogja meghatározni.



A nyilvánosan is meghirdetett csoportos elbocsátások száma márciusban csekély volt – és április első felében sem nőtt meg drasztikusan – ennek ellenére a munkaerő-kölcsönzők és – legalábbis a legtöbb területen – új jelentkezők hirtelen tömeges megjelenését jelezték. Ahogy a járvány egész ágazatok alól kihúzta a talajt, és a kereslethiány és/vagy input-beszerzési nehézségek miatt a vállalatok leállásra vagy a működés jelentős visszafogására kényszerülnek, úgy először a kölcsönzött munkaerőt és az informálisan foglalkoztatottakat küldik el, illetőleg a határozott idejű szerződéssel dolgozókat. Mivel a vállalatok nagyobbik része abban bízik, hogy a válság néhány hónapig tart, ezért sok helyütt a törzsgárdát igyekeznek megtartani, pl. fizetett szabadságra küldéssel. Ám ez állami segítség nélkül nem folytatódhatott sokáig. A szóban forgó segítség meglehetősen későn érkezett – április elején már kb. 4 ezren veszítették el állásukat naponta. Ennek a trendnek a lefékezésére – a kedvező feltételekkel felvehető új forgóeszköz-hitelek túl – a *rövidített munkaidős foglalkoztatás* állami támogatásának bevezetése szolgál. E konstrukció az újonnan módosított feltételek mellett a válság által érintett vállalatok nem jelentéktelen körét érheti el, így valamennyire lelassíthatja a csődök és elbocsátások ütemét.



Az e konstrukcióban való részvételből kizárt (pl. tevékenységének nagyjából teljes szüneteltetésére kényszerült) többi cég számára a már említett bőséges likviditást kínálja a kormány és az MNB. Ám hogy a cégek mekkora része hajlandó megfelelő bevétel hiányában kedvezményes hitelből fizetni alkalmazottait közel fél éven keresztül, az kérdéses, még úgy is, hogy ennek az opciónak a vonzerejét némileg emelhetné a cégek számára, hogy lehetővé vált számukra a két évre kiterjesztett munkaidőkeret egyoldalú elrendelése.

Főleg a kisebb vállalkozások számottevő hányada még a felkínált likviditás mellett is csődbe megy majd, gyarapítva az új munkanélküliek számát, hasonlóan a külföldről hazatérők egy részéhez.

A munkaerőpiaci romlás mértékét és tartósságát tekintve is csak nagyságrendi becsléseket lehet tenni. Pillanatnyilag a foglalkoztatottak számának 9%-ot meghaladó csökkenésével, illetőleg 10% körüli munkanélküliségi rátával számolunk 2020-ra.

3. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

3.1. Államháztartási folyamatok

3.1.1. A 2020. évi költségvetés az első negyedévben

Az államháztartás központi alrendszerének ideai hiánya március végén 832 milliárd forint volt, több mint a kétszerese az egész évre tervezett deficitnek. Mivel egyes tételek (például beruházások, uniós támogatások) éven belüli eloszlása folyamatosan változik, ezért csak óvatos következtetéseket lehet levonni a deficit éven belüli alakulásából. A szaktárca tájékoztatása szerint azonban a koronavírus elterjedésének, illetve a vilá járvány visszaszorítása érdekében meghozott intézkedéseknek jelentős szerepe volt a hiány megugrásában már ebben az időszakban is. Ebbe az irányba mutat, hogy különösen a harmadik hónap terhelte meg az államháztartást. Noha részletes adatok még nem állnak rendelkezésünkre, annyi már tudható, hogy márciusban a központi alrendszer hiánya 577 milliárd forint volt, jóval nagyobb, mint bármikor az ezredforduló óta és közel kétszerese az év ezen időszakában megszokott értéknek. Ezen belül a Központi költségvetés 463 milliárd forintos, a Társadalombiztosítási alapok 80 milliárd forintos, az Elkülönített állami pénzalapok pedig 35 milliárd forintos hiánnyal zárták a harmadik hónapot.

A Pénzügyminisztérium tájékoztatása szerint a hiány megugrása részben arra vezethető vissza, hogy a járványhoz kapcsolódó egészségügyi eszközök (védőmaszkok, lélegeztető gépek) beszerzésére közel 190 milliárd forintot költött március végéig a kormány. Emellett az is rontotta a pénzforgalmi egyenleget – az eredményszemléletű elszámolást ez nem érinti –, hogy az első három hónapban összesen 63 milliárd forint uniós bevétel érkezett a költségvetésbe, szemben az egy évvel korábbi 284 milliárd forinttal, miközben az uniós programok kiadásai 691 milliárd forintot tettek ki.

A kiadási oldallal szemben a bevételi oldalon még nem érzékelhetőek a járvány következményei, sem a kezdeti felvásárlási láz adónövelő hatása, sem pedig a hirtelen leállásokhoz kapcsolódó befizetés-csökkenések. Az általános forgalmi adó márciusban év/év alapon mért 10 százalékos növekedése, csakúgy, mint a személyi-jövedelemadóból származó bevétel 9 százalékos bővülése illeszkedik a megelőző hónapok tapasztalataihoz. Ennek az a magyarázata, hogy a márciusi adóbefizetések nagyságát még korábbi időszaki gazdasági tevékenységek (fogyasztás, foglalkoztatás) határozták meg.

Bár az egyenlegromlásra vonatkozó legfrissebb, hivatalos dokumentumban feltüntetett kormányzati prognózis rendkívül optimistának tűnik, ezt részben indokolhatja, hogy az még március folyamán készült. Az április 1-én publikált EDP-jelentésben ugyanis az ideai évre vonatkozóan 2,9 százalékos GDP-arányos deficit szerepel. Ez egyfelől ugyan érdemi módosításnak tűnik az elfogadott költségvetésben szereplő 1 százalékos deficitcélhoz képest, másrészt viszont az elmozdulás sokkal kisebb, mint az általunk várt gazdasági visszaesés fiskális hatása, nem is beszélve a már bejelentett, illetve az esetleg később elinduló kormányzati programok egyenlegrontó hatásáról.

3.1.2. A válság becsült hatása az év hátralevő részében

Számításaink szerint az idei évben 5,5 százalékos recesszió mellett a GDP-arányos költségvetési hiány 5,2 százalék lehet. Mindez a legutóbbi, decemberben készült -1,2 százalékos prognózisunkhoz képest majdnem 4 százalékpontos egyenlegromlás, amely több tényező együttes hatásából adódik. A korábban számolt dinamikus növekedés helyett érkező gazdasági visszaesés önmagában 4,4 százalékponttal rontja az egyenleget, az eddig bejelentett intézkedések nettó hatása pedig 0,8 százalékponttal növeli a hiányt, míg az idei költségvetésben szereplő tartalék még fel nem használt része, valamint az Európai Uniótól kapott likviditási támogatás együtt 1,1 százalékponttal javítják az egyenleget.

A továbbiakban részletesen bemutatjuk a fiskális előrejelzésünk készítése során alkalmazott számításokat, illetve feltételezéseket. Ez utóbbi most különösen fontos, hiszen a jövővel kapcsolatos, és különösen a közeljövőre vonatkozó rendkívüli bizonytalanság miatt az előrejelzésünk pontossága alapvetően attól függ, hogy mennyire bizonyulnak reálisnak a kiinduló feltételezéseink. Mielőtt azonban rátérnénk az előrejelzésre, érdemes röviden összefoglalni azt is, hogy milyen állapotban, milyen felkészültségben érte el a jelenlegi válság a magyar költségvetést.

Az elmúlt években 2 százalék körül stabilizálódott a GDP-arányos költségvetési hiány Magyarországon, ami a rendszerváltás óta eltelt időszak egészéhez képest viszonylag fegyelmezett fiskális politikát jelez, és hozzájárult az államadósság-ráta lassú, de fokozatos mérséklődéséhez. Másrészt viszont a 2010-es évek második felére jellemző gazdasági fellendülést hatékonyabban is felhasználhatta volna a kormány arra, hogy nagyobb tartalékkal felszerelve készüljön a következő válságra. Az uniós tagállamok, illetve a régiós versenytársak többségében erőteljesebb volt a fiskális politika anticiklikus jellege, majdnem mindenhol alacsonyabb volt a hiány, mint nálunk, a tagállamok felében pedig többletes volt a költségvetés az elmúlt években. Mindez azt jelzi, hogy noha kétségtelenül jobb állapotban érte a magyar költségvetési politikát a jelenlegi válság, mint a 2008-as, azonban ismét kisebb a fiskális politika mozgásteret, mint a legtöbb uniós államban. Ez egyrészt korlátozhatja a válság hatásának tompítása érdekében szükséges intézkedések meghozatalát, másrészt pedig növeli a közpénzügyek sérülékenységét.

A 2020-as költségvetés készítésekor a kormányzat 4 százalékos GDP-növekedéssel számolt, ehhez képest az intézetünk által az idei évre várt 5,5 százalékos GDP-csökkenés becsülésünk szerint mindenfajta kormányzati intézkedés nélkül 4,4 százalékponttal rontja az éves egyenleget. A kieső bevétel több mint a fele a munkabérhez kapcsolódó adó- és járulékbételek visszaeséséből származik, miután a foglalkoztatás jócskán elmarad a költségvetés készítésekor készült prognózisoktól. Az egyenlegromlás másik felét a fogyasztási adók és a vállalati befizetések csökkenése okozza, illetve hozzájárul ehhez a kiadási oldalon a kifizetésre kerülő álláskeresési járadék emelkedése, amelyet szintén a munkaerő-piaci folyamatok mozgatnak. Itt érdemes felhívni a figyelmet arra, hogy általánosságban a progresszív jövedelemadó-rendszer, illetve a nagyvonalú munkanélküli segélyezés két kiemelten fontos automatikus stabilizátor, amelyeknek Magyarországon nagyon alacsony a hatékonysága, tekintve a személyi és társasági jövedelemadó egykulcsos jellegét, illetve az álláskeresési támogatás rendkívül rövid, három hónapos jogosultságát. Ezt ugyanakkor részben ellensúlyozhatja - a bizonyos keretek között - az inflációhoz

kötött nyugdíj indexálás aciklikus jellege, hiszen így válság idején a reálbérekkel ellentétben a nyugdíjak vásárlóereje kevésbé csökken.

A fentiekén túl azt is fontos hangsúlyozni, hogy a 4,4 százalékpontos egyenlegromlás szorosan kapcsolódik a gazdasági visszaesésre vonatkozó 5,5 százalékos prognózishoz, azon belül is egy olyan szerkezethez, amelyben a belföldi felhalmozás visszaesése valamivel kisebb, a nettó export csökkenése pedig némileg nagyobb. Mindez azt is jelenti, hogy ha a visszaesés teljesen más szerkezetben valósul meg, vagy a visszaesés mérete jelentősen eltér az általunk prognosztizált recessziótól, akkor annak fiskális hatása is más lesz. A gazdasági növekedés és annak költségvetési hatása közötti kapcsolatról a hozzánk hasonló kiterjedésű közpénzügyekkel rendelkező országokkal kapcsolatban általánosságban az mondható el – és ehhez illeszkedik a mi előrejelzésünk is – hogy ha a tervezetthez képest 1 százalékponttal kisebb a növekedés, akkor az a GDP-arányos költségvetési egyenleg 0,4-0,5 százalékpontos romlását okozza.

Az elmúlt hetekben a kormány nagy hangsúlyt fektetett a különböző gazdaságvédelmi programok általános kommunikációjára, azonban részletes tervekkel alátámasztott intézkedésből jóval kevesebbet lehetett megismerni. Fontos hangsúlyozni, hogy a rövid távú gazdaságélénkítés szempontjából az éves költségvetésen belüli átcsoportosításoknak nagyon kicsi a jelentősége, így ezekkel még akkor sem lenne feltétlenül érdemes számolni, ha nyilvános lenne, hogy honnan vonják el a pénzt és pontosan mire költik. A gazdaság stabilizálása szempontjából ugyanis az addicionális költségeknek van jelentősége, tehát az egyenleg rovására megvalósuló adócsökkentéseknek, és kiadásnöveléseknek. Éppen ezért az előrejelzésünk készítése során egyrészt csak a konkrét, részleteiben is többé-kevésbé ismert intézkedésekkel számolunk, másrészt azt feltételezzük, hogy ezeket – a bejelentett adókiutak mellett – a hiány növeléséből finanszírozza majd a kormány, új forrást biztosítva a magyar gazdaságnak.

Az eddig bejelentett gazdaságélénkítő programok teljes, extra adókkal csökkentett költsége nagyjából a bruttó hazai termék 0,8 százalékát teszi ki, ami csupán töredéke a legtöbb uniós tagországban bejelentett gazdaságélénkítő csomag méretének. Ezen belül az egyik legjelentősebb tétel a rövidített munkaidő miatti bevételkiesés 70 százalékának pótlása. Ez alapvetően egy olyan programra (Kurzarbeit) épül, amely sikeresen vizsgázott a 2008-10-es válság során Németországban és a jelenlegi világjárvány gazdasági hatásának enyhítése érdekében több más ország is átvette. A magyar intézkedés azonban több ponton is szigorúbb, mint a nemzetközi gyakorlat. Ezek közül a két legfontosabb, hogy nálunk a kormány nem a teljes, csupán a kieső bér egy részét kompenzálja, másrészt pedig kizárja a támogatásból azokat a munkavállalókat, akiknek a munkájára most egyáltalán nincs szükség a kereslet visszaesése miatt, őket ugyanis rövidített munkaidőben sem tudják foglalkoztatni. További korlátozó feltétel, hogy a munkáltatónak vállalnia kell a statisztikai létszám fenntartását, ami a válság körülményei között kifejezetten életidegen elvárás. A rendeletben az is szerepel, hogy a cégnek bizonyítani kell, hogy támogatása „nemzetgazdasági érdek”. Ma még nem világos, hogy a döntéshozó miért illesztette be ezt a gumi-feltételt, és a kérelmezők mekkora része fog tudni megfelelni ennek.

Ez a magyarázata annak, hogy az intézkedés fiskális költsége is kisebb, mint más országban, becslésünk szerint közel félmilliós igénybevétel esetén sem kerül többé

150-200 milliárd forintnál. Valamivel kisebb, 100-130 milliárd forintos bevételecsökkenést jelent a válság által leginkább érintett 13 ágazatra kiterjedő négyhavi járulékmentesség, míg 80-90 milliárd forint kiadásnövekedést okoz az egészségügyi dolgozóknak ígért egyszeri 500 ezer forintos juttatás. A többi intézkedés bár egy-egy ágazat, vagy társadalmi réteg számára komoly segítséget jelet (KATA-fizetés, idegenforgalmi adó, turisztikai fejlesztési hozzájárulás felfüggesztése, anyasági támogatások meghosszabbítása), ezek hatása együttesen sem éri el a 100 milliárd forintot.

A világvárossal kapcsolatos intézkedések költségvetési hatása

Intézkedés leírása	Becsült hatás 2020-ra (Mrd Ft)
Rövidített munkaidő esetén 70 százalékos bérpótlás (3 hónap)	150–200
Részleges járulékmentesség 13 ágazatban (4 hónap)	100–130
Részleges KATA-felfüggesztés (4 hónap)	10–20
K+F dolgozók jövedelmének 40 százalékos pótlása (3 hónap)	10–20
Idegenforgalmi adó felfüggesztése (év végéig)	8–12
Turizmusfejlesztési hozzájárulás felfüggesztése (4 hónap)	7–11
A vészhelyzet alatt lejáró gyes-, gyed és gyed jogosultságok meghosszabbítása	10–14
500 ezer forint extra juttatás az egészségügyi dolgozóknak	80–90
Extra adók (kiskereskedelem + bankszektor)	-91
MINDÖSSZESEN	300–400

Még ennél is kisebb a költségvetési hatása, ha van egyáltalán, azoknak a bejelentéseknek (például a nyelvvizsga feltétel eltörlésére a diplomázók esetében), amelyek nem is a fiskális keresletélénkítést célozták, hanem más szempontból próbáltak könnyíteni a lakosság mindennapjain. Mérsékli ugyanakkor az amúgy is szűkös kormányzati csomag nagyságát, hogy a válsággal kapcsolatos intézkedések egy részét extra adókból finanszírozza a kormány, ezzel is magyarázható, hogy a program teljes fiskális költsége mindösszesen a GDP 0,8 százaléka.

A 2020-as költségvetési egyenlegre vonatkozó prognózisunk készítésekor a legutóbbi, decemberben publikált konjunktúra jelentésünkben szereplő 1,2 százalékos előrejelzésből indultunk ki. Ezt korrigáltuk a gazdasági visszaesés hatásából fakadó 4,4 százalékpontos egyenlegromlással, illetve a 0,8 százalékpontos gazdaságélénkítő csomaggal. Mindezek mellett azonban figyelembe vettük egyrészt a válság hatásainak tompítása érdekében az EU-tól érkező és a GDP 0,6 százalékát kitevő likviditási támogatást, illetve az eredeti költségvetésben érzékelt fiskáli mozgásteret. Az idei büdzsében ugyanis a korábbi évekhez képest rendkívül nagy, GDP-arányosan 1 százalékos tartalékkal számolt a kormány. Ennek felét ugyan várakozásaink szerint

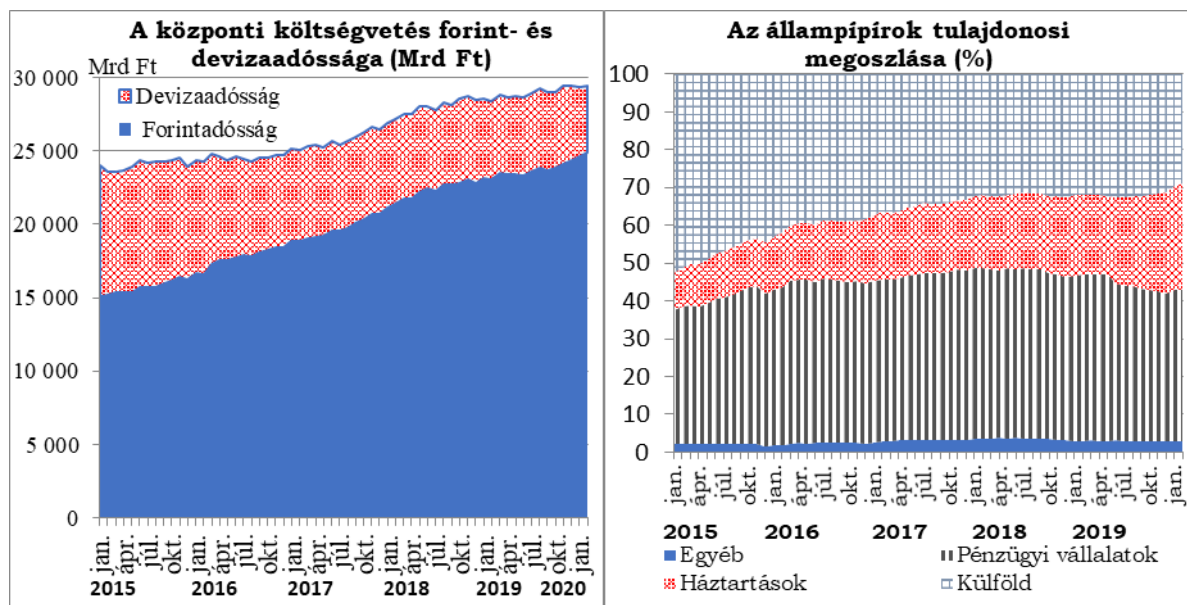
kénytelen lesz arra fordítani a kabinet, hogy ellensúlyozza a bevételek felültervezését, amelyre már a decemberben is felhívtuk a figyelmet. A GDP 0,5 százalékát viszont felhasználhatja a válsághoz kapcsolódó kiadások finanszírozására, vagy a kieső adóbevételek pótlására. A fentiek miatt összeségében az idei évet számításaink szerint 5,2 százalékos hiánnyal zárja a költségvetés. Ismételten hangsúlyozzuk ugyanakkor, hogy amennyiben a fentiekén túl további kormányzati intézkedésekre kerül sor, illetve a gazdaság teljesítménye az általunk várt 5,5 százalékos visszaeséshez képest számottevően kedvezőbb, vagy kedvezőtlenebbül alakul, akkor ez jelentősen befolyásolja a várható egyenleg alakulását is.

3.1.3. Az államadósság alakulása

Az MNB előzetes adatai szerint az államháztartás bruttó konszolidált, névértéken számításba vett (maastrichti) adóssága 2020 végén 31 040 milliárd forint, a GDP 66,3 százaléka volt, beleszámítva az Eximbank 1,8 százalékos adósságát is. A kötelezettségállomány 88 százalékát teszi ki a hosszútávú hitelek és értékpapírok (államkötvények) állománya, míg a többi rövid futamidejű forrás. Az előző évhez képest a tranzakciók 855 milliárd forinttal, az átértékelődések pedig 235 milliárd forinttal növelték a nominális államadósságot. Az államháztartás nettó tartozása 2019 végén 24 301 milliárd forint, a bruttó hazai termék 54,8 százaléka volt.

A tulajdonosi szerkezetet tekintve a központi költségvetés adósságán belül egy év alatt 21 százalékról 28 százalékra emelkedett idén februárra a háztartások aránya. Ezzel párhuzamosan 4 százalékponttal 40 százalékra csökkent a pénzügyi vállalatok hozzájárulása, a külföldiek kezében lévő állampapír-állomány súlya pedig 3 százalékponttal 29 százalékra mérséklődött egy év alatt.

Noha a központi költségvetés adósságán belül a devizaadósság aránya február végére az egy évvel korábbi 19 százalékról 15 százalékra csökkent, a világjárvány kitöréséhez kapcsolódó forintgyengülés hatása várhatóan érezhető lesz az államadósság alakulásán is. Miután a hazai valuta március végéig 7-9 százalékot veszített az értékéből, ez önmagában 0,8-0,9 százalékponttal növeli az adósságrátát.



Mindemellett az idei évre várt 5,5 százalékos GDP-csökkenés, valamint az 5,2 százalékos költségvetési hiány miatt a prognózisunk szerint az év végére 73,7 százalékra emelkedik az adósságráta.

3.1.4. A költségvetési hiány finanszírozása és a költségvetési szabályok

Mint a fentiekből kitűnik, arra kell felkészülni, hogy a magyar költségvetési hiány 2020-ban mindenképpen túl fogja lépni a maastrichti 3%-os hiányplafont. A 3%-os hiány akkor sem teljesülne, ha az állam egyetlen fillért sem költene a vállalatok és a háztartások átmeneti támogatására a járvány okozta válság ideje alatt.

Sőt, a költségvetési hiány akkor is meghaladná a GDP 3%-át, ha a kormány netán megszorításokkal (adóemelésekkel vagy kiadáscsökkentéssel) reagálna a járvány okozta válságra. A megszorítások ugyanis tovább csökkentenék a gazdaság teljesítményét, tovább zsugorodó GDP mellett. S mivel a GDP arányos hiány mutatója olyan tört, amelyben a GDP a nevezőben szerepel, minél kisebb a nevező (a GDP), annál nagyobb a tört értéke. Ez tehát egy olyan lefelé mutató ördögi kör, amely mind a GDP zsugorodását, mind a költségvetés ellehetetlenülését egyszerre eredményezheti. Ugyanez igaz fordítva is: *a nagyobb költségvetési költségek nem okoz feltétlenül arányosan magasabb GDP arányos költségvetési hiányt*, mivel a GDP jobb teljesítménye a tört értékét csökkenti.

Ezt az összefüggést érdemes minden esetben szem előtt tartani, amikor az állami támogatások mértéke és a GDP-arányos költségvetési hiány összefüggését értékeljük. Ebben az értelemben a Pénzügyminisztérium legutóbbi bejelentése, miszerint a GDP csökkenése elérheti a 3%-ot (azaz 7 százalékponttal rosszabb, mint a költségvetés tervezésének alapjául szolgáló 4%-os növekedés), az államháztartási hiány pedig az eredetileg tervezett 1%-kal szemben, csupán a GDP 2,7%-a (az EDP jelentésben 2,9%) lesz, nem konzisztens egymással.

Mindazonáltal, a magasabb költségvetési hiány finanszírozása megoldható a külső eladósodás nélkül is. Az MNB április 8-i döntése értelmében ugyanis a jegybank feladja azt a - nemzetközileg is elfogadott és sokáig alkalmazott - elvet, amely tiltja az állam jegybanki finanszírozását és a másodpiacon állampapírokat fog vásárolni (lásd erről részletesebben a 3.3. fejezetet). Noha ez a megoldás is növeli az államadósság GDP-arányos rátáját, az államadósság 2020 végi általunk becsült 73%-os rátája majdnem azonos a 2018. évvel. Tehát nem jelent számottevő visszalépést az elmúlt évekhez képest. Szükség esetén az elsődleges piacon való jegybanki állampapír-vásárlás lehetőségét sem lehet kizárni, ami ráadásul az esetleges hozamemelkedésnek is korlátot szabna.

.....

A költségvetési szabályok lényegükből fakadóan nem jelentenek akadályt a kormány számára, hogy új források bevonásával a deficit és ezen keresztül az államadósság növeléséből finanszírozza a koronavírus elleni védekezést, illetve a világjárvány miatt kialakult gazdasági válság hatásainak tompítását célzó intézkedéseket. A fiskális szabályok egyik alapvető célja, hogy a gazdasági válságok közötti békeidőkben takarékos gazdálkodásra, deficit- és adósságráta-csökkentésre kényszerítsék az államokat. Ez biztosítja ugyanis, hogy recesszió esetén jelentős fiskális lazítással

segíthessék a gazdaságot anélkül, hogy veszélybe kerülne a közpénzügyek fenntarthatósága. Ennek előfeltétele, hogy a mostanihoz hasonló rendkívüli helyzetben a szabályok vagy átmenetileg érvényüket veszítsék, vagy lehetővé tegyék a kormányok számára a költsékezést. Pontosan ez történik most a magyar költségvetésre vonatkozó hazai és uniós szabályok esetében.

Jelenleg négy magyar és négy EU-s szabály van érvényben, ezek között azonban több átfedés is van. A hazai szabályok közül az Alaptörvényben szerepelő előírja, hogy amíg az adósságráta nem haladja meg az 50 százalékot, addig évről évre csökkennie kell a mutatónak. Mentésítő záradékként azonban szerepel benne az is, hogy különleges jogrend idején, valamint, ha az éves bruttó hazai termék reálértéke csökken, akkor nem kell betartani ezt az előírást. Ehhez hasonlóan recesszió esetén az érintett jogszabály rendelkezése alapján automatikusan felfüggesztésre kerül a stabilitási törvényben (is) szereplő 3 százalék alatti hiányra vonatkozó előírás, illetve az adósságképlet. Ez utóbbi – abban az esetben, ha nincs felfüggesztve – előírja, hogy ha az infláció és a reálnövekedés egyaránt nagyobb, mint 3 százalék, akkor az államadósság növekedési üteme nem haladhatja meg a költségvetési évre várható infláció és reálnövekedés felének a különbségét. Ha bármelyik mutató kisebb 3 százaléknál, akkor pedig biztosítani kell az adósságráta csökkenését.

A negyedik magyar szabály ugyan nincsen felfüggesztve, jellegéből fakadóan azonban ez is támogatja a mostanihoz hasonló különleges helyzetben az állami költsékezést. E szerint a strukturális egyenlegnek összhangban kell lennie az EU-val együtt kialakított középtávú költségvetési céllal, ami 2020 esetében a GDP 1 százalékos strukturális hiánya. A strukturális egyenleget viszont úgy kell kiszámolni, hogy korrigálni kell az ESA-egyenleget a gazdasági ciklus hatásával, valamint az egyszeri és átmeneti tételekkel, intézkedésekkel, tehát pont azokat az egyenlegrontó hatásokat kell figyelmen kívül hagyni, amelyek várhatóan jelentősen növelik az idei hiányt.

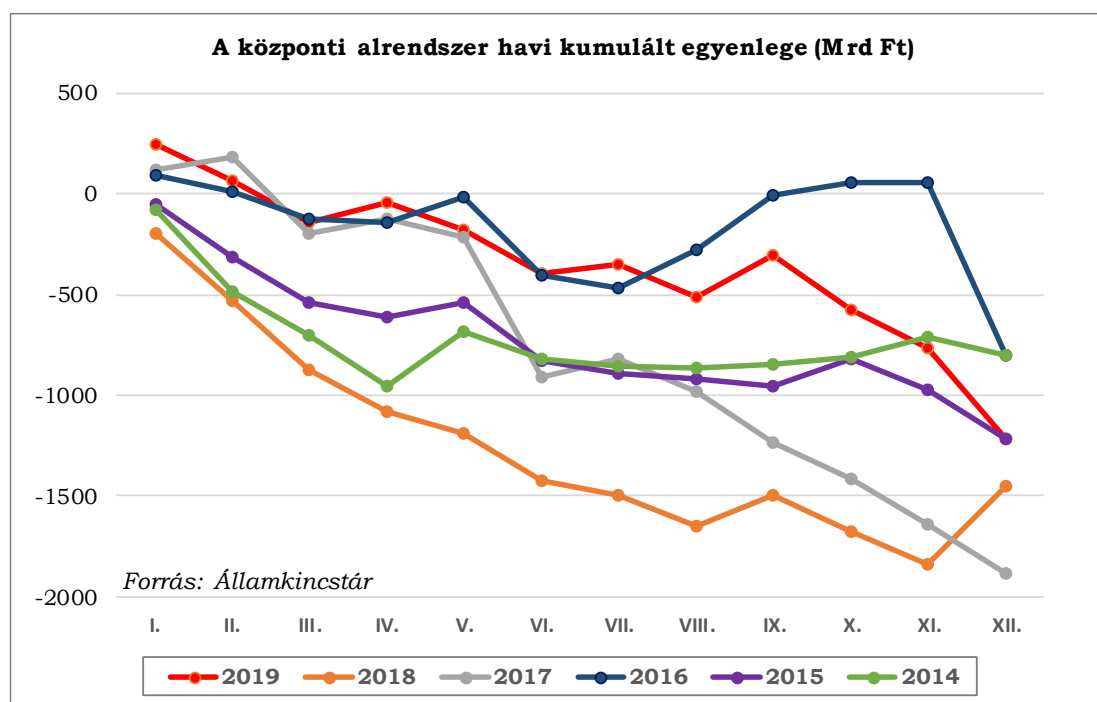
Az EU-s szabályok közül kettő, a 3 százalék alatti maastrichti hiány, illetve a középtávú költségvetési cél megegyezik a magyar jogszabályban szereplő előírással. Ez utóbbi nem teljesítése esetén azonban életbe lép a kiadási szabály, amely előírja, hogy a költségvetés kiadási oldala nominálisan nem emelkedhet nagyobb mértékben, mint a potenciális kibocsátás növekedése. Ezen kívül általános uniós előírás az úgynevezett egyhuzados adósságszabály, amely kimondja, hogy 60 százalék feletti adósságráta esetén, a küszöbérték feletti rész egyhuzadával kell csökkenteni évente a mutató értékét.

Az uniós fiskális szabályok sorsa a mostani válság során viszonylag gyorsan eldőlt. Noha március közepén az Európai Bizottság még azt hangsúlyozta, hogy ugyan maximális rugalmasságra készül a Stabilitási és Növekedési Paktum előírásaival kapcsolatban, de azt is hozzátették, hogy ez nem jelenti a fiskális szabályok ideiglenes felfüggesztését. Ez a foratókönyv azonban csak néhány napig volt életben. Alig egy héttel később ugyanis már a felfüggesztés mellett döntött a testület és néhány nappal később a pénzügyminiszterek tanácsa is rábólintott az általános mentesítési záradék alkalmazására, amely lehetővé teszi a nemzeti kormányoknak, hogy az európai költségvetési keretrendszerre általában alkalmazandó költségvetési követelményektől eltérve válságkezelő intézkedéseket hozzanak.

Az általános mentesítési záradék érvényes a hazánk ellen indított Jelentős Eltérési Eljárásra (Significant Deviation Procedure – SWD) is, amelynek részeként a bizottság tavaly novemberben arra hívta fel a figyelmet, hogy a magyar strukturális egyenleg 2019-es javulása nem érte el a kívánt mértéket. Másrészt viszont a 2020-as költségvetési törvényben szereplő kiigazítást megfelelőnek találták. A világjárvány és az ebből kialakuló gazdasági válság új helyzetet teremtett ebből a szempontból is. Rövid távon arra lehet számítani, hogy a szabályok nem gátolják semmiben a költségvetési politikát. Emellett azonban azt is érdemes hangsúlyozni, hogy az EU részéről a laza fiskális politika támogatása csak addig tart, ameddig ezt indokoltnak látják. Feltehetően amint megkezdődik a kilábalása a szabályok a fiskális konszolidáció irányába próbálják majd terelni a tagállamokat. Hogy e téren mennyire lesz radikális, vagy éppen türelmes az Európai Unió azt egyelőre nem lehet tudni.

3.1.5. A 2019. évi költségvetés

A tavalyi költségvetési hiány az előzetes adatok alapján 958 milliárd forint, a GDP 2,0 százaléka volt, némileg magasabb, mint az 1,8 százalékos törvényi előirányzat. Míg 2019 első felében még az is reálisnak látszott, hogy a tervezettnél alacsonyabb lesz a hiány, az év második felében és különösen az utolsó hónapokban ellenkező irányt vettek a folyamatok, részben az évközben meghozott intézkedések (például családvédelmi program), részben a költségvetési szervek költsége miatt. Ezt jelzi az is, hogy a Központi alrendszer esetében a szeptember végi deficit nem haladta meg az éves hiány negyedét sem, október végén pedig még a felét sem érte el, míg az elmúlt években az őszi hónapokra általában már az egész éves hiány 70 százalékát felhalmozta a költségvetés.



A teljes kormányzati szektor eredményszemléletű gazdálkodásának részleteit csak az ősszel megjelenő zárszámadási törvényből ismerhetjük majd meg, a főbb számok közül néhányat azonban már publikált a Központi Statisztikai Hivatal. Ezekből az derül is, hogy mind a bevételi, mind a kiadási oldal túlteljesült a tervekhez képest. Az adóbevételek közül részben a kedvező konjunkturális helyzetnek, részben a féhéredési folyamatoknak köszönhetően elsősorban a fogyasztási adókból és azon belül is különösen az általános forgalmi adóból származó bevétel segítette a büdzsét. Utóbbi önmagában a GDP 0,5 százalékaival haladta meg az előirányzatot. Ezen kívül többletbevételt realizált a költségvetés személyi jövedelemadóból, az állami vagyonnal kapcsolatos bevételekből, illetve kamatbevételekből is. Hiába emelkedtek azonban a vártnál jobban az adóbevételek, a kiadások még ennél is nagyobb mértékben növekedtek, ami nagyobb részt a költségvetési szervek gazdálkodására, kisebb részben pedig az egészségügyre és a kamatfizetésre fordított kiadások növekedésére vezethető vissza.

A fenti folyamatok eredményeképpen az összes bevétel az előző évhez képest 2019-ben 8,4 százalékkal bővült. Ezen belül a jövedelemadó-bevételek 10,2 százalékkal, az általános forgalmi adó 9,6 százalékkal, a társadalombiztosítási járulékok pedig 6,2 százalékkal növekedtek. A kiadások összességében nagyjából hasonló ütemben (8,2 százalékkal) emelkedtek egy év alatt, itt azonban már jelentősebbek voltak az eltérések az egyes kategóriák között. A beruházási kiadások 12,2 százalékkal, a munkavállalói jövedelmek 5,6 százalékkal, a pénzügyi támogatások és transzferek (pl. nyugdíj, családi pótlék, álláskeresési támogatás) pedig 4,7 százalékkal emelkedtek.

A Központi alrendszer pénzforgalmi adatai

Az önkormányzati szektort is magában foglaló teljes kormányzatra vonatkozó adat-sorok ugyan csak ősszel kerülnek nyilvánosságra, a Központi alrendszer januárban publikált tavalyi pénzforgalmi mérlege alapján azonban főbb vonalakban felvázolható a központi kormányzat 2019-es gazdálkodása. Ebből az derül ki, hogy a Központi alrendszer hiánya az eredeti tervekben szereplő 998 milliárd forinttal szemben 1219 milliárd forint volt. Ezen belül a központi költségvetés esetében a deficit 1024 milliárd forint, a Társadalombiztosítási alapoké pedig 235 milliárd forint volt, míg az Elkülönített állami pénzalapok 40 milliárd forint többlettel zárták tavalyi évet.

A központi alrendszer pénzforgalmi adatai is azt jelzik összességében, hogy az adóbevételek néhány százalékponttal meghaladták a tervezett szintet, emellett túlteljesültek az állami vagyonnal kapcsolatos bevételek, a vártnál kevesebbet kellett költeni az uniós kiadásokra, illetve a nettó kamatfizetés sem érte el az előirányzatban szereplő összeget. A fenti tételek egyenlegjavító hatását azonban túlszárnyalta a költségvetési szervek kiadásainak növekedése, valamint az egészségügyi és nyugdíjkiadások emelkedése.

Részleteiben vizsgálva az adórendszert az derül ki, hogy nagyon eltérően alakultak a fontosabb adóbevételek. Társasági adóból például majdnem 100 milliárd forinttal kevesebbet realizált a költségvetés a tervekhez képest, ez azonban alapvetően egy technikai változáshoz köthető. Tavaly év közben ugyanis megszüntette a kormány a decemberi adóelőleg-feltöltésre vonatkozó kötelezettséget, ami korábban az éves bevétel közel felét tette ki. A jelenlegi szabályozás értelmében ezt az összeget mostantól a tárgyévet követő tavasszal kell befizetniük a cégeknek, az addigra

véglegessé váló gazdálkodási adatok alapján. Az egyéb vállalati adók összességében a terveknek megfelelően alakultak, ezen belül néhány tízmilliárddal meghaladta a tervezett szintet a kisvállalkozók tételes adójából, valamint a kisvállalati adóból származó bevétel, ennek nagyrészt azonban ellensúlyozta, hogy felére csökkent az előirányzathoz képest az energiaellátók jövedelemadója.

A fogyasztási adók az elmúlt években szinte mindig jelentősen túlteljesültek, részben a kedvező konjunkturális környezet, részben a gazdaság fehéredése érdekében meghozott intézkedések eredményeképpen. Ez igaz az elmúlt évre is, hiszen általános forgalmi adóból a tervhez képest 242 milliárd forinttal többet realizált a költségvetés, amely 15 százalékos növekedést jelent az előző évhez képest. Ez részben ezúttal is a vártnál nagyobb gazdasági növekedésnek (és inflációnak) köszönhető, hiszen a költségvetés benyújtásakor a kormány még 7,3 százalékos nominális GDP-növekedéssel számolt, miközben a bővülés végül 2019-ben 9,6 százalék volt. Jövedéki adóból szintén 35 milliárd forint többletet realizált a költségvetés, ami alapvetően a dohánytermékek értékesítése után fizetendő jövedéki adó tavaly júliusi emelésével magyarázható. Az egyéb fogyasztási adókból összesen 41 milliárd forint többlet keletkezett, ami részben a pénzügyi tranzakciós illeték, részben pedig a turizmusfejlesztési hozzájárulás felülteljesülésének köszönhető.

A Központi alrendszer adó- és járulékbevételei (Mrd Ft)

Adó- és járulékbevételek	2018	2019 Terv	2019 Tény	2019/2018	Tény/Terv	Tény-Terv
Társasági adó	380	400	303	80%	76%	-96
Egyéb vállalati adók	534	520	532	100%	102%	12
Általános forgalmi adó	3 929	4 290	4 532	115%	106%	242
Jövedéki adó	1 112	1 141	1 176	106%	103%	35
Egyéb fogyasztási adók	371	391	431	116%	110%	41
Személyi jövedelemadó	2 177	2 361	2 425	111%	103%	64
Egyéb lakossági befizetések	248	247	274	110%	111%	27
Szociális hozzájárulási adó	4 649	5 124	5 027	108%	98%	-96
Egyéb járulékok	619	506	520	84%	103%	14
MINDÖSSZESEN	14 019	14 979	15 221	109%	102%	242

Forrás: Államkincstár, www.allamkincstar.hu

A munkabérre rakódó terhek közül a személyi jövedelemadóból származó bevétel 64 milliárd forinttal haladta meg a kormányzati várakozásokat, ami feltételezhetően azzal magyarázható, hogy a költségvetés készítésekor a kormány a bruttó átlagkeresetek 9,4 százalékos növekedésével számolt, végül azonban ennél nagyobb, 11,4 százalék lett a bérnövekedés üteme. Az szja-val szemben viszont 96 milliárd forinttal felültervezte a kormány a szociális hozzájárulási adót, amit nem magyaráz a júliusi adócsökkentés sem, hiszen az egy előre látható és kalkulálható intézkedés volt, amely szerepelt már a benyújtott költségvetési javaslatban is. Az adóbefizetések túl a bevételi oldalon összességében közel 150 milliárd forinttal túlteljesültek az állami vagyonnal kapcsolatos befizetések és egyéb bevételek is.

A központi költségvetésből kifizetett támogatások összevont nagysága nagyjából illeszkedett tervezethez, a különböző jogcímek esetében azonban voltak eltérések. Egyedi és normatív támogatásokra az előirányzathoz képest 46 milliárd forinttal többet fordított a kormány, amely részben a közösségi közlekedés megnövekedett forrásigényére vezethető vissza. Ennek hatását ellensúlyozta a lakásépítési támogatásokhoz kapcsolódó kiadások 51 milliárd forintos felültervezése, amely feltehetően

szorosan kapcsolódik a lakás-takarékpénztári rendszer állami támogatásának megszüntetéséhez.

A költségvetési szervek, a szakmai fejezeti kezelésű előirányzatok, valamint az uniós támogatásokhoz kapcsolódó kifizetések teljes nettó (tehát befizetésekkel csökkentett) költsége pénzforgalmi szemléletben 553 milliárd forinttal haladta meg az előirányzatban szereplő összeget. Részletes adatok hiányában egyelőre nem lehet tudni, hogy pontosan mire költött többet a kormány, annyi azonban bizonyos, hogy a tavalyi év közben meghozott intézkedések költségeinek egy jelentős része itt került elszámolásra. Márpedig a családvédelmi akcióterv keretein belül bejelentett intézkedések egy része (például babaváró hitel, falusi CSOK) már a tavalyi büdzsét is érintette, összességében több mint 100 milliárd forintos értékben.

A tervezethez képest 110 milliárd forinttal emelkedett az egészségügy tavalyi forrásigénye is, aminek közel kétharmada a gyógyító-megelőző ellátás többletköltségét finanszírozta, gyógyszer támogatásra pedig a tervezethez képest 21 milliárd forinttal többet költött a kormány. Emellett 56 milliárd forinttal emelkedtek a nyugdíjkiadások is az eredeti előirányzathoz képest, ami részben arra vezethető vissza, hogy a kormányzati várakozásokat meghaladó infláció miatt év közben kellett visszamenőleg is megemlíteni a nyugdíjakat, hogy biztosítsák a kifizetések reálértékének változatlanóságát.

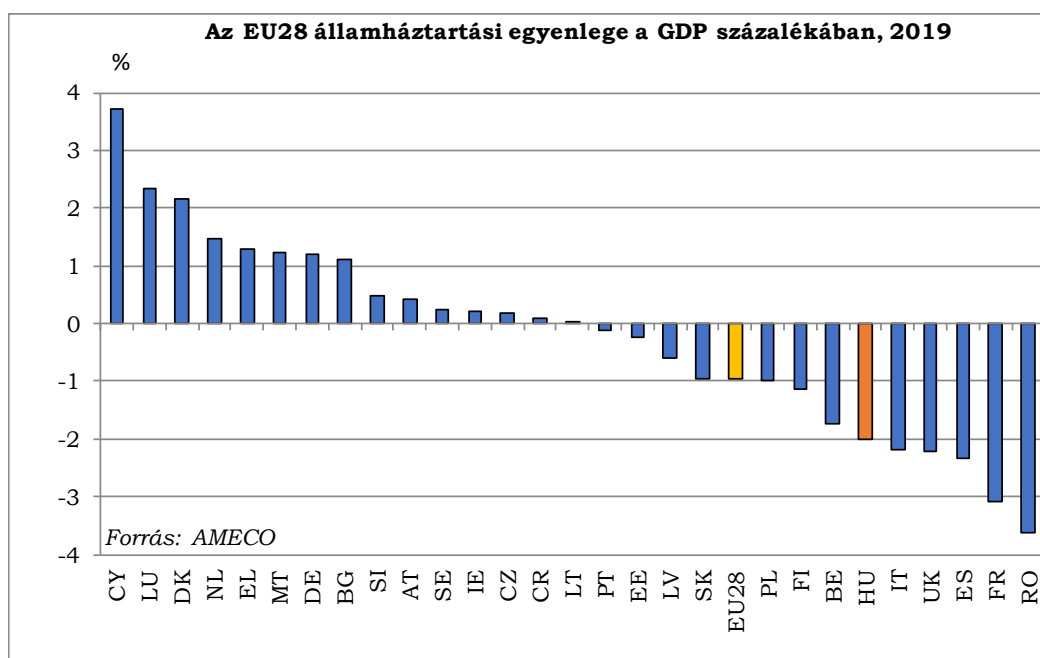
3.1.6. Európai kitekintés

A 2019. évi fiskális folyamatok

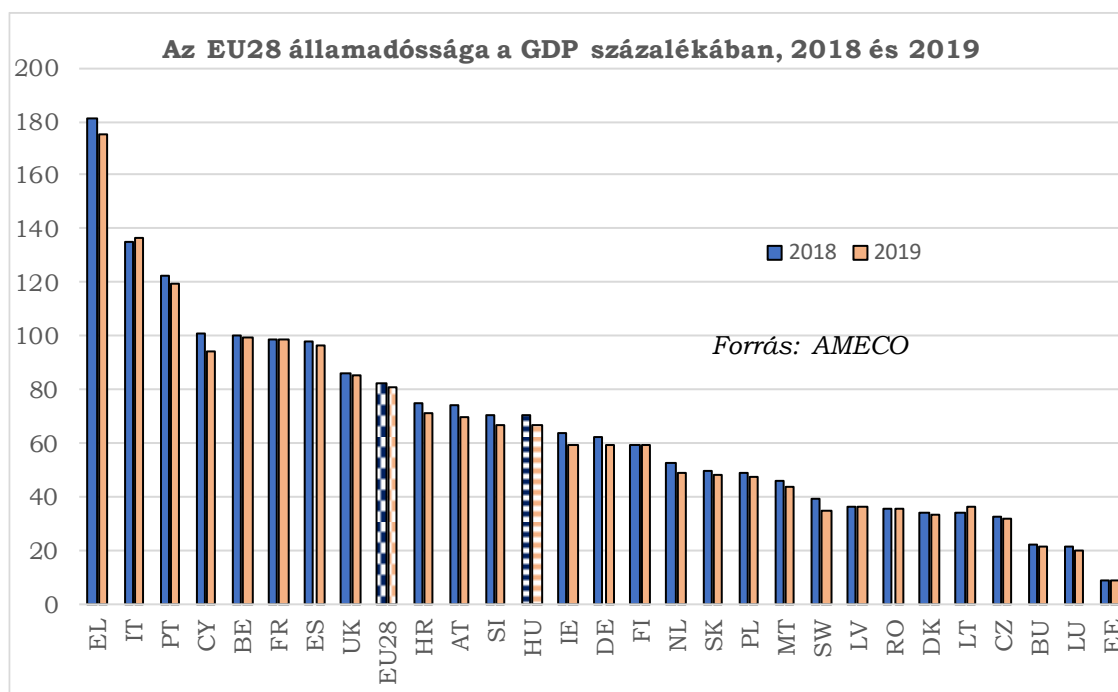
A 2019-es év véget vetett egy közel tízéves költségvetési konszolidációnak az Európai Unióban. A közösség egészében az átlagos GDP-arányos költségvetési hiány 2009-ben 6,6 százalék volt, azóta azonban évről évre csökkent a deficit és 2018-ra a bruttó hazai termék 0,7 százalékára mérséklődött a mutató. Tavaly azonban megfordult a trend és ugyan nem jelentősen, de az átlagos költségvetési hiány a GDP 1 százalékára emelkedett.

Az átlagos tendenciák mellett azonban érdemes megvizsgálni külön-külön is az országokat, mert jelentős eltérések alakultak ki. A rangsor egyik végén Ciprus található 3,7 százalékos GDP-arányos költségvetési többlettel, de a szigetországon kívül Luxemburgban és Dániában is meghaladta a 2 százalékot a tavalyi szufficit.

Ezzel szemben a lista másik végén található Románia, ahol az egyre komolyabb fizetésimérleg-problémák mellett a költségvetési hiánya is tavaly a bruttó hazai termék 3,6 százaléka volt, de a dél-keleti szomszédunk mellett Franciaország is megszegte az Európai Bizottság adatai szerint a 3 százalékos maastrichti hiánycélt. Hazánk nem sokkal lemaradva tőlük hátulról a hatodik a rangsorban nagyjából hasonló költségvetési egyenleggel, mint Olaszország és Belgium, és 1 százalékponttal nagyobb hiánnyal, mint a közösség átlaga.



A fiskális fordulat ellenére az EU egészére jellemző, 2014 óta tartó fokozatos *adósságráta*-csökkenés tavaly is folytatódott, a mutató 81,9 százalékról 80,6 százalékra mérséklődött. A közösségen belüli különbségek azonban még jelentősebbek ebben a tekintetben, hiszen míg a görög és olasz GDP-arányos államadósság 175,2 illetve 136,2 százalék, addig Észtországban 8,7, Luxemburgban pedig 19,6 százalék volt a mutató értéke december végén. A 66,3 százalékos magyar adósságráta még mindig nagynak számít az új tagországok körében, de már nem a legmagasabb. A ciprusi mutató jócskán, a horvát pedig néhány százalékponttal felette van, Szlovéniában pedig nagyjából azonos volt a GDP-arányos államadósság 2019 végén, mint Magyarországon. A V4 országok körében a magyar adósságráta továbbra is messze a legmagasabb, mivel 2019-ben a másik 3 országban is hasonlóképpen csökkent a mutató, mint Magyarországon.



2020-ban az adósságmutató várhatóan valamennyi EU-országban emelkedni fog.

Az EU főbb országaiban és a kelet-közép európai régióban a fiskális politika által alkalmazott gazdaság-támogató eszközöket és azok becsült költségvetési egyenleg-hatását a 2. fejezet 2 táblázatában mutattuk be. Ehhez hozzáadva a gazdasági visszaesés által okozott egyenlegromlást, biztosra vehető, hogy az EU legtöbb államában (és más, EU-n kívüli országokban is) a költségvetési hiány jócskán túl fogja lépni a 3%-os hiánykorlátot. Mivel azonban az EU Bizottság a 6-os csomag elfogadása óta elsősorban a strukturális hiányra fókuszál, amely figyelembe veszi a potenciális és a tényleges növekedés közötti kibocsátási rés (output gap) hatását a költségvetési egyenlegre, a gazdasági visszaesés miatt a strukturális egyenleg nem feltétlenül romlik (vagy legalábbis nem jelentős mértékben).

Mindazonáltal, az Európai Unió tagállamainak pénzügyminiszterei március 23-án úgy döntöttek, hogy a járvány miatt felfüggesztik az uniós költségvetési szabályokat. A gazdasági válság kezelése alatt a tagországoknak nem kell tartaniuk magukat ahhoz, hogy a költségvetési hiány maradjon a GDP 3 százaléka alatt, ahogy ahhoz sem, hogy az államadósság ne legyen nagyobb a GDP 60 százalékánál.

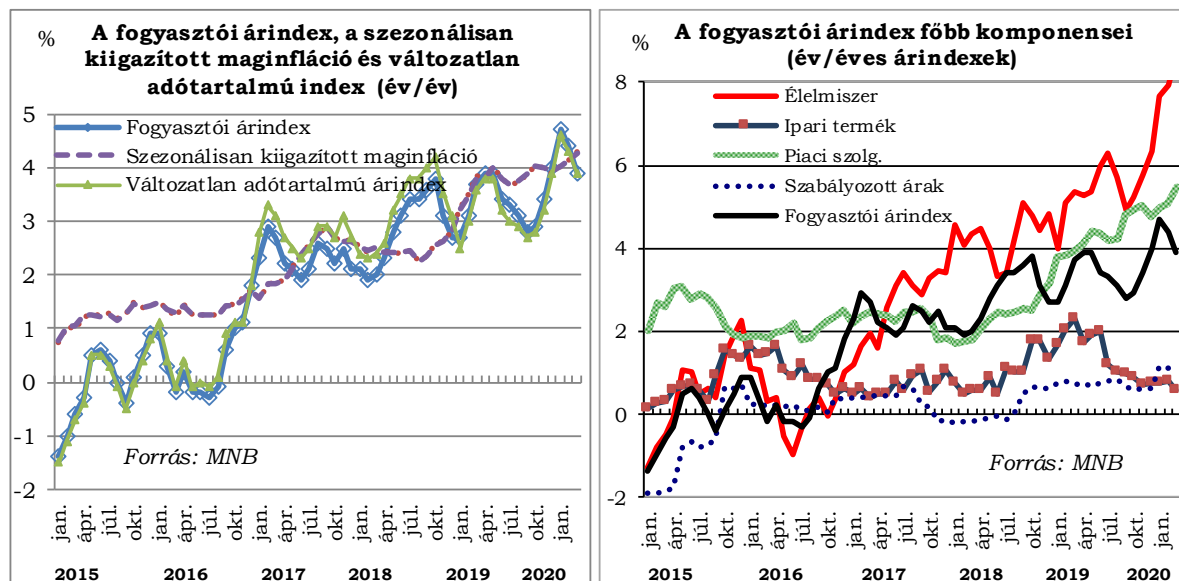
A felfüggesztett szabályok értelmében a tagállamoknak anélkül támogathatják a bajbajutott vállalkozásokat, folyósíthatnak munkanélküli segélyeket vagy fejleszthetik az egészségügyet, hogy az Európai Bizottság kötelezettségszegési eljárást indítana. A döntéshez a költségvetési fegyelmet szabályozó „Stabilitási és Növekedési Paktum” úgynevezett *mentesítési záradékát* alkalmazták. Az eredetileg 1997-ben kötött paktum szabályain az eurózóna válsága idején tovább szigorították, komoly felügyeleti és szankciós jogokat adva az Európai Bizottságnak.

3.2. Infláció

A 2020. évre vonatkozó inflációs előrejelzésünket az előző, 2019. decemberi jelentésünkhöz képest (3,4%) 3,8%-ra emeljük. Ennek oka nem kizárólag a koronavírus járvány hatása, mivel a fogyasztási ár-prognózisunkat a havi előrejelzésekben már februárban felemeltük. Az év első 3 hónapjában a magas 12 havi árindex ugyan nagyjából várható volt (főként a bázishatás miatt), mértéke (4,3%) azonban valamivel meghaladta a korábbi előrejelzésünkben vártat.

A magasabb árindex oka túlnyomórészt az élelmiszerárak igen gyors emelkedése volt. Az ugyan már korábban is várható volt, és ezt előző jelentésünkben jeleztük is, hogy „az élelmiszerek árának átlag feletti emelkedése 2020-ban is folytatódhat”, az élelmiszerárak első negyedévi átlagos áremelkedése (7,2%) azonban még az egyébként pesszimista várakozásainkat is meghaladta. Különösen aggasztó, hogy az élelmiszerárak emelkedése hónapról-hónapra gyorsul. Előrejelzésünk szerint az élelmiszerek árának gyors növekedése a következő hónapokban is fennmarad, és éves szinten megközelítheti a 10%-ot. A magyar mezőgazdaság termés-eredményei ugyan az előzetes várakozások szerint kedvezőek lesznek, az import beérkezésének a korlátoi azonban (akár a kínálat, akár a szállítás szűk keresztmetszetei következtében) mindenképpen a zöldség- és gyümölcs-árak jelentősebb emelkedése irányában hatnak a kora-nyári hónapokban. Az élelmiszerárak magas árdinamikájának fennmaradását az is alátámasztja, hogy, miközben szinte minden termék és szolgáltatás iránti fogyasztói kereslet jelentős csökkenése várható 2020-ban, az élelmiszerek terén ez a legkevésbé várható. Emellett, a kijárási korlátozások következtében az internetes vásárlás előtérbe kerülése kifejezetten versenytompító hatással van, ezeknek a kereskedelmi csatornáknak a korlátozott elérhetősége miatt.

Időközben a világpiaci olajár régen látott mélypontra süllyedt, ami éppenséggel az árindex csökkenését eredményezné. A világpiaci olajárak nem csak a közvetlenül érintett üzemanyag- és vegyipari árak alakulására hatnak, hanem a termékek széles körére, kiemelten a szállítási költségek változása következtében. Ma még beláthatatlan, milyen következményekkel fog járni a nemzetközi olajárak április közepi bezuhanása. Tanulmányunk írásakor 10 dollár körül volt az olaj hordónkénti

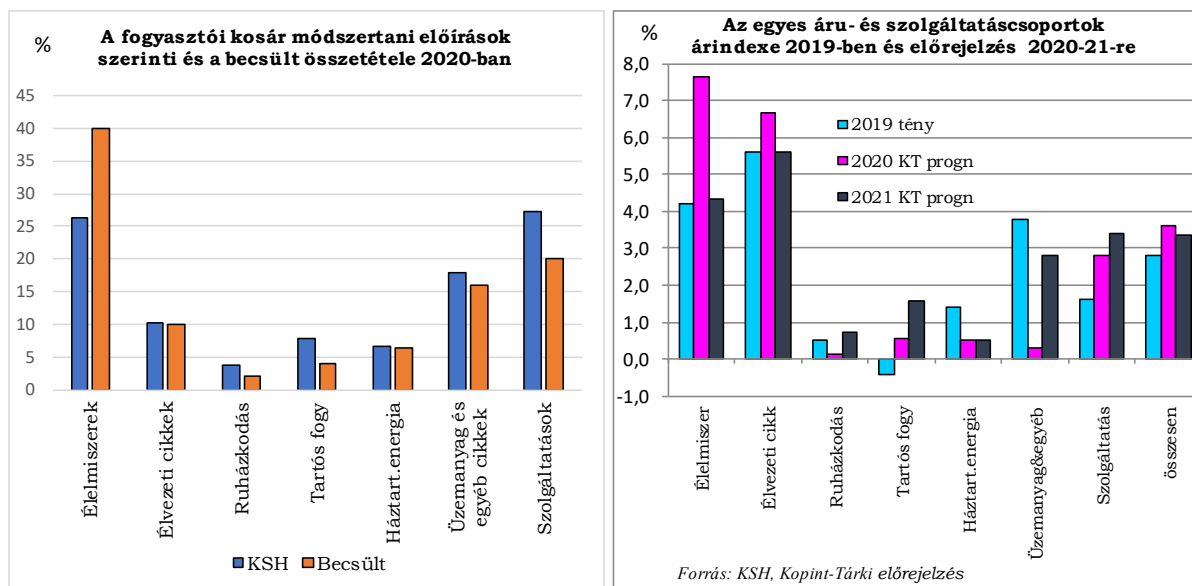


ára. A világgazdaság gyengélkedése miatti keresletcsökkenés pedig továbbra is gátat szab az olajárak visszakapaszkodásának, még akkor sem, ha a termelők meg tudnak megállapodni egy számottevő kitermelés-visszafogásban, mivel ennek már technikai korlátai vannak.

Várakozásunk szerint a kétféle hatás, azaz az élelmiszerárak jelentős emelkedése, és az energia-árak csökkenése (a közvetett hatásaival együtt) bizonyos mértékig kioltják egymást az éves a fogyasztó ár előrejelzésben, bár jelenlegi várakozásaink szerint az élelmiszerárak felfelé ható nyomása erősebb lesz, mint az olajárak lefelé ható ereje. Az infláció emelkedésének az irányába mutat a maginfláció emelkedő trendje is.

A többi árucsoport árának alakulásában szintén ellentétes hatások érvényesülnek. A forint árfolyamának drasztikus gyengülése elvben a magas importtartalmú árucsoportok (ruházkodási cikkek, tartós fogyasztási cikkek) esetében az árindexet megemelnék. Ugyanakkor az év hátralévő részében ezen cikkek iránt rendkívül lanya kereslet várható, még akkor is, ha a jövedelmi szintek az év végére többé-kevésbé helyre is állnának. Ezért éves szinten a ruházkodási cikkek árának stagnálását, és a tartós fogyasztási cikkek mindössze 0,5%-os áremelkedését várjuk. A szolgáltatások terén is mérsékelt áremelkedés feltételezhető. Az első 2 hónapban a szolgáltatások ára 3,8%-kal emelkedett, az év hátralévő részében viszont, jórészt a kereslet-hiány miatt, jóval alacsonyabb áremelkedés várható.

Ugyanakkor, a 2020. évi árindex értelmezését árnyalni érdemes. A 3,8%-os éves inflációs előrejelzés a nemzetközileg elfogadott módszertan szerint mért inflációra vonatkozik, amely a két évvel korábbi (2018. évi) fogyasztói kosár súlyozásával készül. Ez a standard, azaz a másfél-két évvel korábbi fogyasztási súlyok alkalmazása általában nem okoz problémát az aktuális fogyasztási árindex számításában, mivel a kosárösszetétele ennyi idő alatt nem változik jelentősen. 2020-ban azonban a lakosság jövedelmeinek zuhanása és a kijárási, valamint a bolt-nyitvatartási korlátozások következtében várhatóan a *fogyasztás szerkezetének jelentős eltolódását* eredményezheti. A háztartások túlnyomó része csökkenő jövedelmének a korábbinál jóval nagyobb részét lesz kénytelen élelmiszerekre költeni, és az egyéb áruk és szolgáltatások vásárlására jóval kevesebb



pénz jut. Emellett több hónapon keresztül a szolgáltatások elérhetetlensége, a boltok csökkentett nyitvatartása és a kijárási korlátozások szintén az élelmiszerek kívüli termékek és szolgáltatások vásárlásának és a fogyasztói kosárban betöltött részarányának a csökkenése irányában hat.

Amennyiben a fogyasztás általunk *becsült* szerkezeti eltolódását is figyelembe vesszük (amelyet az oldal alján a bal oldali ábra mutat), az átlagháztartások várható fogyasztási szerkezetével átsúlyozott fogyasztói árindex 4,5% körül lehet (az ábrán látható súlyokkal pontosan 4,4%). Ennek oka, hogy a várható fogyasztói kosárban a korábbinál jóval magasabb súllyal fognak szerepelni a magas árindexű élelmiszerek.

Hangsúlyozzuk, hogy a fenti, becsült árindex nem a hivatalosan (és módszertanilag helyesen) számított árindex helyettesítője, csupán kiegészíti azt, jelezve, hogy a háztartásoknak ténylegesen mennyivel kell többet fizetniük átlagosan a megváltozott fogyasztói kosaruk árszintemelkedése következtében.

Azt is meg kell jegyezni, hogy jelenleg az árindex előrejelzését ugyanúgy fokozott bizonytalanság övezi, mint a többi makrogazdasági komponensét. A lefelé és a felfelé mutató kockázatok egyaránt erősek. Egyrészt, amennyiben a járvány és az azzal kapcsolatos mozgási (pl. szállítási) korlátozások nem szűnnek meg legkésőbb a nyár végéig, és akár ellátási nehézségek merülhetnek fel, akkor a fogyasztói árindex a most prognosztizálnál magasabb lehet. Felfelé mutató kockázatot jelent a külföldi tulajdonú kiskereskedelmi láncokra kivetett extra adó, amelynek a fedezetét ezek a cégek csak értékesítési áraik emelésével tudják kigazdálkodni. Másrészt, a fogyasztói kereslet zsugorodása az áremelkedést fékezheti, különösen az élelmiszereken kívüli termékek és szolgáltatások esetében. Egyik befolyásoló tényező kimenetelét sem ismerjük, mert a járvány lefutása ma még beláthatatlan.

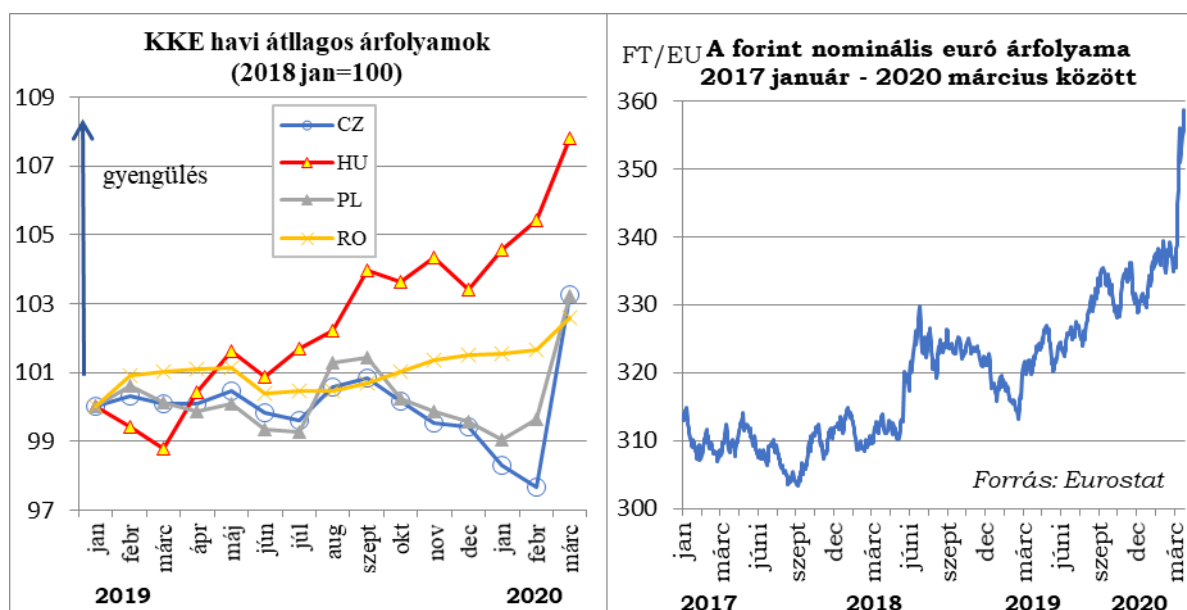
3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

Árfolyam

Az elmúlt időszakban több lépésben jelentősen gyengült a forint az euróval szemben. A magyar valuta árfolyama több éven keresztül 310 forint körül ingadozott, majd 2018 tavaszától tavaly szeptemberig a 320-330 forintos sávban mozgott. Ezt követte egy újabb fokozatos gyengülés idén március közepéig, megközelítve a 340 forintos árfolyamot, az idei első negyedév végén pedig zuhanórepülés következett. A koronavírus globális elterjedése, illetve a járvány visszaszorítása érdekében világszerte meghozott védelmi intézkedések várható gazdasági hatása komoly riadalmat okozott a forint piacán, így a magyar valuta alig két hét alatt újabb 20 forintot, közel 6 százalékot veszített az értékéből. Noha a forintosés első nagy hulláma után volt némi korrekció, március utolsó napjaiban többször átlépte az árfolyam előbb a 360 forintos szintet, majd megközelítette a 370 forintot is. Innen ugyan visszaerősödött a 350-360 forint közötti sávba, azonban nem lehet még tudni, vajon ez az erősödés tartósnak vagy átmenetinek ígérkezik. Félő, hogy van még tere a további gyengülésnek.

A korábbi időszakokhoz képes jelentős változás rajzolódik ki a forint és a régiós devizák viszonylatában is. A világvárvány megjelenése előtt a magyar valuta gyengülése egyedülálló volt a régióban, amelynek az állt a háttérben, hogy az egész feltörekvő piacon nálunk volt a legalacsonyabb a reálkamat, valamint erősíthették ezt a folyamatot a hazai monetáris politikával kapcsolatos várakozások is.

Ezzel szemben a világvárvány kitörése után a nemzeti valuták gyengülését egyetlen ország sem tudta elkerülni a régióban. A márciusi havi átlagos euróárfolyam a januárhoz képest a forint esetében 3,1 százalékos gyengülést mutat, ami elmarad a cseh (5,1 százalékos) és a lengyel (4,2 százalékos) eséstől, de meghaladja a román lej viszonylag kis mértékű (1 százalékos) gyengülését. Az eltérések feltehetőleg részben arra vezethetők vissza, hogy mind a magyar mind a román fizetőeszköz árfolyama már a világvárvány kitörése előtt történelmi mélypontra süllyedt, míg lengyel zloty és a cseh korona árfolyama ehhez képest stabil volt az elmúlt években.

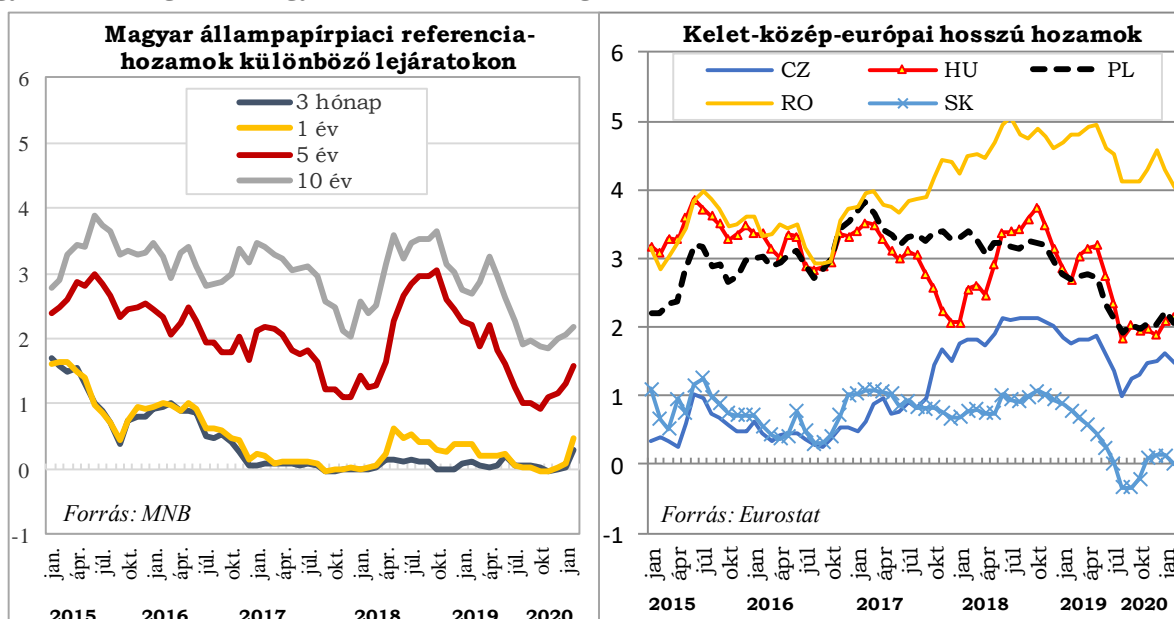


Állampapír-piaci hozamok

Az elmúlt hónapokban látványos fordulat következett be az állampapír-piaci hozamok alakulásában, miután a korábbi csökkenést, illetve néhány esetben kisebb stagnálást egy dinamikus hozamemelkedés váltotta fel. Az 5 és 10 éves állampapírok hozama 2018 első felétől kezdődően meredeken emelkedett, néhány hónappal később azonban megfordult a trend és ennek eredményeképpen a hozamok a korábbinál is alacsonyabb szintre csökkentek. Az 5 éves állampapírok hozama tavaly októberre 1 százalék alá, a 10 éves állampapíroké 2 százalék alá mérséklődött. Innen kezdődött egy fokozatos emelkedés. Ennek eredményeképpen február végére az 5 éves állampapírok hozama 1,6 százalékra, a 10 éves állampapíroké pedig 2,2 százalékra (április első napjaiban pedig már 3% közelébe) emelkedett. Hasonló a kép a rövid lejáratú állampapírok esetében is. Míg tavaly novemberben még mind a 3 hónapos, mind pedig az 1 éves futamidejű állampapírok hozama a mínusz tartományba fordult, addig február végére a papírok hozama 0,3 illetve 0,5 százalékra emelkedett.

A magyar állampapírpiaci hozamok novembertől februárig tartó emelkedése még nem, vagy csupán alig magyarázható a világvárvány elterjedése, illetve az ehhez kapcsolódó gazdasági problémák miatt egyre növekvő pénzpiaci aggodalmak erősödésével. Ezt jelzi az is, hogy miközben nálunk a hosszú hozamok három hónap alatt február végéig 0,2 százalékponttal emelkedtek, addig Csehországban és Lengyelországban nem változtak érdemben, Szlovákiában és Romániában pedig néhány tized százalékponttal mérséklődtek. Ennek az is lehet az egyik magyarázata, hogy a szlovákoknál és a cseheknel, de kisebb mértékben a románoknál is az elmúlt év második felében már volt egy érdemi hozamemelkedés.

Az elmúlt hónapok elmozdulásai mindenesetre nem változtattak a régiós összképen abból a szempontból, hogy részben a túlságosan laza költségvetési politikája miatt Romániában a legmagasabb a hosszú futamidejű állampapírok hozama, Lengyelországban és Magyarországon (már jó ideje szorosan együtt mozogva) némileg magasabb, mint Csehországban, míg az eurózóna tagország Szlovákiában gyakorlatilag közel egy éve nulla körül ingadozik.



A monetáris politikai eszköztár változása

Az elmúlt hetekben az MNB számos olyan lépést tett, amely mérsékelni igyekszik a vállalatok megnövekedett finanszírozási igénye, valamint a kormány által már márciusban bejelentett, 2020 december végéig tartó vállalati és lakossági hitelmoratórium következtében a bankrendszerre háruló terheket. Tanulmányunkban csak azokat az intézkedéseket emeljük ki, amelyek közvetlen és/vagy jelentős hatással lehet a válság kimenetelére, a bankok és a vállalatok pénzügyi helyzetére.

Első körben, a bankrendszer likviditásának biztosítása, valamint a vállalati kör hitelekkel való ellátása érdekében az MNB március végén 2600 milliárd forinttal megnövelte a bankrendszer számára potenciálisan elérhető likviditást, a fedezeti kör nagyvállalati hitelekkel való kiterjesztésével. Emellett a forintlikviditást biztosító devizaswap-tenderek esetében bevezette az 1 hetes futamidejű tendereket, napi rendszerességgel.

A Növekedési Hitelprogram keretében folyósított hiteleknél törlesztési moratóriumot hirdetett, valamint engedélyezte a hitelek átstrukturálását, a törlesztés ütemezésének átalakítását. Az NHP-ban résztvevő kis és középvállalatok mentességet kapnak az év végéig az NHP-s hitelek törlesztése alól, és így a bankoknak sem kell a refinanszírozási hitelek törlesztését teljesíteni az MNB felé. Ennek értelmében lehetőségük lesz a bankoknak az eredeti futamidő meghosszabbítására az NHP keretében kötött szerződéseknél.

Második körben, április elején, az MNB az alapkamat és az O/N betéti kamat változatlanul hagyása mellett az 1 hetes fedezett hitelek kamatát a korábbi 0,9-ről 1,85 százalékra emelte, ami implicite kamatemelést jelent. Ugyanakkor, az 1 hetes hitelek kamata a kamatfolyosón belül eltérhet az alapkamattól, akár felfelé, akár lefelé, amelyet a jegybank az aktuális tenderek meghirdetésekor határoz meg.

Az MNB talán legfontosabb, közvetlen lépése a válság következményeinek a mérséklésére az állampapír-vásárlási program meghirdetése a másodlagos piacon. Sőt, verbálisan az elsődleges piacon való vásárlás lehetőségét sem zárta ki teljesen, a későbbiek folyamán. Ez a – korábban tabunak számító – intézkedés alapján véve megnöveli a fiskális politika mozgásterét, a költségvetési hiány belföldi finanszírozásának lehetőségét.

A másik kiemelendő egybanki lépés a Növekedési Hitelprogram Hajrá nevű konstrukció bevezetése, amellyel az MNB 1000 milliárd forinttal emeli meg az NHP keretösszegét. Az NHP fix konstrukcióból eddig fel nem használt 500 milliárd forinttal együtt az MNB 1500 milliárd forintnyi olcsó és stabil forrást biztosít a kkv szektor hitelezésére, kedvező (legfeljebb 2,3%-os kamattal) mellett (az MNB a refinanszírozási hitel nulla kamattal nyújtja a bankoknak). Fontos, hogy a konstrukció keretében forgóeszközhitel nyújtására is lehetőség lesz, ami támogatást nyújt a bajba jutott vállalatok likviditásának biztosításában.

Az NHP Hajrá és az NKP konstrukciók keretében kibocsátott többlet pénzmennyiséget az MNB a preferenciális betéti eszközzel sterilizálja, így a programok hatása monetáris politikai szempontból semleges.

3.4. Vállalati és lakossági hitelek és kamatok

Vállalati hitelek

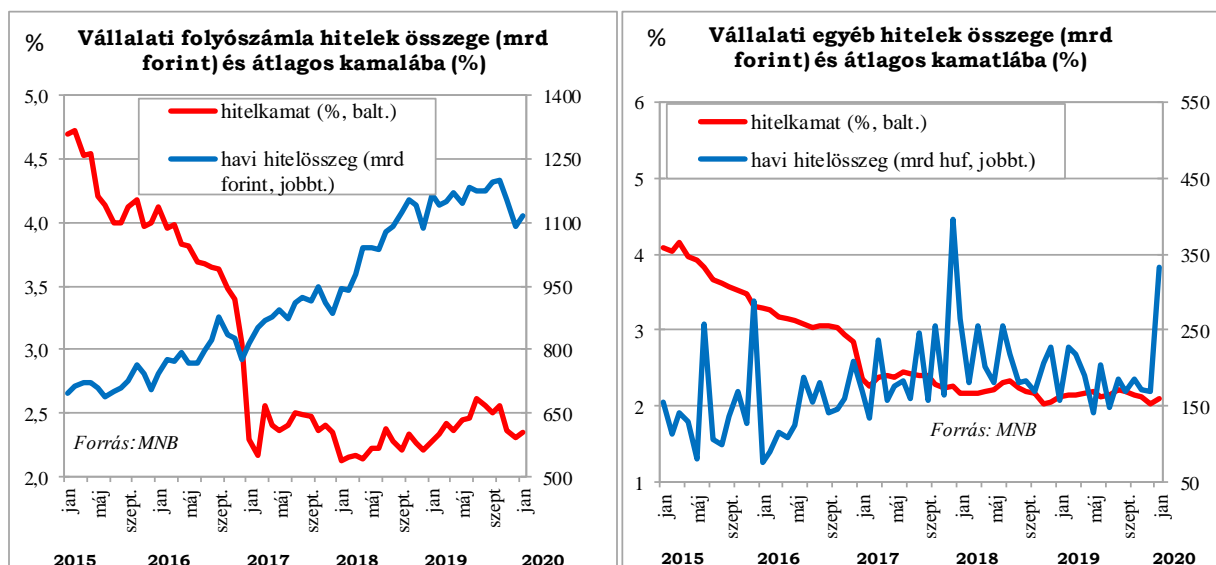
Fordulóponthoz érkezett a vállalati folyószámlahitelek alakulása az elmúlt három hónapban. A 2014 óta tartó előbb dinamikus majd 2018 közepe óta fokozatos bővülés eredményeképpen tavaly októberre 1200 milliárd forintra emelkedett a vállalati folyószámlahitelek havi szerződéses összege, innen fordult le a mutató két hónap alatt 1100 milliárd forint alá, amit januárban egy kisebb korrekció követett.

A vállalati *egyéb* (alapjában véve beruházási célokat szolgáló) *hitelek* novemberben és decemberben a korábbi trendeknek megfelelően enyhén mérséklődtek, januárban azonban közel másfélszeresére ugrott a mutató.

A teljes vállalati hitelállomány 2019 utolsó három hónapjában a korábbi negyedévekhez képest néhány százalékponttal lassabban, 13,9 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. Az előző negyedévhez viszonyított növekedési ütem a korábbi 3-4 százalékról 1,4 százalékra csökkent, jórészt a nagyszámú decemberi törlesztések miatt. A kkv-k körében gyakorlatilag nem volt visszaesés, az éves növekedés a tavalyi utolsó negyedévben 14,4 százalék volt.

A hitelállomány bővüléséhez hozzájárult az MNB által 2019 januárjában indított Növekedési Hitelprogram Fix is, amelynek kihasználtsága 2020 február végéig 430 milliárd forintot volt. A forráskihelyezés 56 százaléka új beruházási hitel 35 millió forintos medián hitelösszegben, átlagosan 8,6 év futamidővel. A 44 százaléknyi új lízingügylet esetében a medián tranzakcióérték 6 millió forint, az átlagos futamidő pedig 4,9 év. Szektorális elosztásban a mezőgazdasági, illetve feldolgozóipari cégek veszik igénybe leginkább a konstrukciót, az összes forrás 20, illetve 15 százaléka ebben a két szektorban landolt.

Ami a vállalati kamatokot illeti, a *folyószámlahitelek* kamatai enyhén csökkentek, így az elmúlt hónapokban 2,3-2,4 százalék körül alakultak. Az *egyéb hitelek* átlagos évesített kamatlába szintén mérséklődött kissé és a megközelítette a 2 százalékot.



Háztartási hitelezés

November és január között a forintban denominált *lakáscélú hitelfelvétel* 75 milliárd forint körül ingadozott, ami azt jelenti, hogy nem volt érdemi elmozdulás az elmúlt egy év-két évben tapasztaltakhoz képest. Ezen belül azonban közel tíz százalékponttal 65 százalékra csökkent a használt lakás vásárlására fordított hitelfelvétel, miközben 10 százalék fölé emelkedett az új lakás vásárlására költött kölcsönök aránya. A használt lakások esetében az átlagos hitelösszeg az előző év azonos időszakához képest 2020 utolsó negyedében 17,4 százalékkal 10,1 millió forintra emelkedett, míg az új lakások esetében 15,8 százalékkal 13,2 millió forintra nőtt.

A *fogyasztási hitelek* esetében az elmúlt hónapok a stabilizálódásról szóltak, miután a babaváró hitel tavaly júliusi bevezetése földrengésszerű változásokat okozott. Az intézkedés hatására a korábbi havi 60-70 milliárd forintnyi új fogyasztási hitel néhány hónap alatt 200 milliárd forint fölé emelkedett, november és január között azonban már a 100-120 milliárd forintos sávban ingadozott az új kölcsönfelvétel. A legfrissebb adatok szerint a bevezetést követő fél évben összesen 463 milliárd forint babaváró hitel került kihelyezésre.

A teljes hitállomány növekedése az előző év azonos időszakához képest a harmadik negyedévi 13,8 százalékról 2020 utolsó három hónapjában 16,7 százalékra emelkedett, ami közel duplája az év eleji növekedési ütemnek. Noha a babaváró hitel átrendezi a teljes hitállományon belül a különböző hiteltípusok arányát, az MNB tájékoztatása szerint a növekedés az új konstrukciót nem számítva is 9 százalék volt, így feltételezhető, hogy általánosságban új forráskihelyezés valósult meg és nem más típusú hitelek váltottak ki vele.

A *lakáshitelek* átlagos hitelköltsége egy erőteljes csökkenést követően 4,4 százalék körül stabilizálódott november és január között. A fogyasztási hitelek esetében a babavári hitel bevezetéséből fakadó jelentős csökkenés véget ért, és 8 százalék körül stabilizálódott az átlagos hitelköltség az elmúlt hónapokban. Ezen belül az 1-től 5 évig rögzített kamatozású *áruvásárlási és egyéb hitelek* költsége az októberi 5 százalékról januárra 4,5 százalékról mérséklődött.

