

**Világgazdasági hatások – különösen a Brexitre
tekintettel – az EU-ra, benne Magyarország
gazdaságára, államháztartására**

Tanulmány a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2020. szeptember 25.



Antal Judit – Köber Csaba – Molnár György – Szilágyi Katalin

1. Vezetői összefoglaló

A 2020-as év meghatározó globális története a koronavírus-járvány kitörése, terjedése és a járványra reagáló kormányzati intézkedések nyomán előálló általános bénultság. A közvetlen egészségügyi hatások és a járvány terjedését megakadályozni hivatott kormányzati lezárások szinte mindenhol komoly recessziót okoztak. A nemzetközi folyamatok alól a magyar gazdaság sem húzhatta ki magát: idén nálunk is számottevően, az előrejelzésünk alappályája szerint mintegy 6 százalékkal esik vissza a kibocsátás. A csökkenő reálgazdasági teljesítmény önmagában is romló költségvetési egyenleget jelentene, a járvánnyal szembeni védekezés azonban további súlyos terheket ró az államháztartásra – a megnövekedett közvetlen (egészségügyi) kiadások mellett a közvetett (gazdaságvédelmi) intézkedések miatt is. Nem meglepő tehát, hogy a világ legtöbb országához hasonlóan a hazai költségvetési hiány is érdemben magasabb lesz a vártnál és az elmúlt évek fiskális fegyelemre utaló számainál. Alapelőrejelzésünk szerint a költségvetés idei hiánya a GDP 8 százalékát is meghaladhatja, az államadósság pedig a GDP 10,1 százalékával, a GDP 76,5 százalékára emelkedhet.

Az előrejelzés alappályájában – a nemzetközi szervezetekhez és a hazai gazdaságpolitikai műhelyekhez hasonlóan – azt tesszük fel, hogy a járvány további hullámai nem járnak drasztikus lezárással, vagyis a gazdaság tavaszi leállása nem ismétlődik meg. Azt is feltételezzük, hogy az oltás belátható időn belül elérhető lesz, így a következő év folyamán végleg lezárul a koronavírus okozta világméretű járvány, és a világ visszatérhet a járvány előtt megszokott állapotába. Végül azt is gondoljuk, hogy a monetáris és fiskális politika a világon mindenhol laza marad, és segíti a világgazdaság ciklikus helyreállítását.

Az alappálya mellé három alternatív forgatókönyvet készítettünk, amelyekben ezeket – a járvány terjedésével és kezelésével kapcsolatos – feltevéseket módosítottuk. Az első scenárióban azt tettük fel, hogy a járvány második hulláma a vártnál drasztikusabb kormányzati válaszlépéseket kényszerít ki, és elkerülhetetlenné válik az országok újbóli részleges és átmeneti lezárása. A második forgatókönyvünk ennél is pesszimistább, és azt feltételezi, hogy a járvány a széles körben elérhető oltóanyag hiányában tartósan velünk marad. Végül a harmadik esetben azt tesszük fel, hogy a közös európai válságkezelés megnyitja az utat az erősebb uniós integráció és a hosszú távú növekedési potenciált fokozó reformok előtt.

A pesszimista forgatókönyveinkben a gazdasági teljesítmény tartósabban visszaesik, és az adósságráta hosszabb távon is emelkedik. A második hullámos bezárásokat feltételező (enyhébb) forgatókönyvben a romlás csak rövid távú, és mindössze fél évvel nyújtja el a gazdaság helyreállítását. Az oltóanyag nélküli, tartós alkalmazkodási kényszereket feltételező

forgatókönyv ezzel szemben drasztikusabb hatást vált ki, és az adósságráta középtávú emelkedésével jár együtt. A két pálya közötti különbség arra hívja fel a figyelmet, hogy a hosszú távú fiskális fenntarthatóság sokkal inkább a potenciális növekedésen és a lassuló potenciális növekedés miatti fiskális alkalmazkodási kényszereken múlik, mint a gazdaság ciklikus visszaesésén. Vagy másképpen: ha a világgazdaságnak sikerül elkerülnie a kínálati kapacitások tartós leépülését, akkor nem kell aggódnunk a magyar gazdaság növekedési és fenntarthatósági folyamatai miatt.

Az optimista forgatókönyvünk is a tartós kínálatoldali (strukturális) folyamatok fontosságára világít rá. A járvány nagyon eltérően érintette az Európai Unió országait. Az uniós vezetők augusztusban rekordmértékű, 750 milliárd eurós csomagot fogadtak el, amely döntő részben a járvány által erősebben sújtott déli tagállamoknak csoportosított át forrásokat. A kockázatközösség tartós fennállásához azonban biztosan javítani kell a most segélyezett országok tartós növekedési potenciálján. Ez pedig csak úgy lehetséges, ha az uniós reformok a hosszú távú, strukturális folyamatokat is célozzák. Ha az uniós potenciális növekedés érdemben bővül, akkor a magyar gazdaság hosszú távú növekedési és fiskális fenntarthatósági kilátási is javulnak.

A magyar gazdaságot alapvetően jó helyzetben, stabilan magas növekedés és folyamatosan csökkenő államadósság-ráta mellett érte a koronavírus okozta sokk. A kedvező induló feltételeinknek köszönhetően az alappályában feltételezett átmeneti visszaesés után jövőre már újra növekedési pályára áll a gazdaság, és az adósságráta is csak átmenetileg, a járvánnyal kapcsolatos védekezési költségek, az elmaradt bevételek és az alacsonyabb kibocsátási szint miatt emelkedik. Elemzésünk arra világít rá, hogy az általunk leginkább relevánsnak tartott alternatív forgatókönyvek sem írják felül tartósan a magyar makrogazdasági és fiskális változók kedvező fundamentális folyamatait.

2. Tartalomjegyzék

1. Vezetői összefoglaló	2
2. Tartalomjegyzék	4
3. Bevezető	5
4. Meghatározó hazai trendek.....	10
Makrogazdasági helyzetkép	10
Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság, finanszírozási szerkezet.....	21
5. Meghatározó nemzetközi trendek	31
6. Középtávú előrejelzésünk alappályája	38
Külső feltevések	38
A hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás	39
Költségvetési folyamatok.....	43
7. Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra.....	49
Globális COVID-19 hullám 2021 elején	49
Tartósan elhúzódó COVID-19 járvány.....	54
Mélyülő európai integráció.....	58
8. Következtetések	63
9. Felhasznált irodalom	67
10. Függelék.....	68

3. Bevezető

A 2020-as év meghatározó globális eseménye a koronavírus-járvány. A Kínából induló, majd a világon végigsöprő járvány és az azt követő korlátozások világgazdasági hatása mind a globális GDP-ben, mind az érintett országok számában mérve messze meghaladja a 2008-as pénzügyi válságét. A nagy nemzetközi intézmények mind a válság kivételességét hangsúlyozzák, hiszen ilyen nagyságrendű és ennyire globális visszaesést csaknem egy évszázada nem látott a világ. Az IMF azzal számol, hogy idén a világ országainak 95 százaléka recesszióba süllyed, és Kína kivételével valamennyi jelentős gazdaságban a teljesítmény számottevő visszaesésére számítanak.¹ Az OECD számításai szerint a világ két év alatt annyival lesz szegényebb a járvány miatt, mintha Németország és Franciaország (a két legnagyobb európai gazdaság) minden gazdasági tevékenysége egy egész évre teljesen lenullázódna.²

A járvány – a kiterjedtsége és a súlyossága mellett – még egy dimenzióban különleges: korábban elképzelhetetlen nagyságú bizonytalanságot szabadított ránk. Nem tudjuk pontosan hány hullám áll még előttünk, és milyen súlyosak lesznek. Nem tudjuk, mikorra várható védőoltás, és nem tudjuk, hogyan lesz a világ számára (a gyártási és logisztikai akadályokat legyőzve) elérhető. Nem tudjuk, milyen folyamatok lobbanthatják be újra a szigorúbb korlátozásokat, lesznek-e újabb iskola-, gyár- és boltbezárások, drasztikus határozatok. Nem tudjuk, meddig tart ki a kormányok eltökéltsége a laza fiskális és monetáris politikák iránt, és meddig maradnak türelmesek a pénzpiacok a meglóduló adósságrátákkal és az alacsony hozamokkal.

Minden más előrejelző intézményhez hasonlóan mi is feltevésekkel élünk. A fentiekben megfogalmazott bizonytalanságokkal kapcsolatban az előrejelzés alappályájában a következő feltevéseket tesszük.

- A vírus újabb hullámai kontrollálhatók maradnak. Ezt leginkább azért gondoljuk így, mert levontuk a vírus első hullámának tanulságait (például azt, hogy a sérülékeny csoportok fokozott védelemre szorulnak, vagy hogy a beltéri kötelező maszkhasználat jelentősen csökkent a terjedést), és így jobban fel vagyunk készülve a fertőzések újbóli megugrására. Azt is okkal feltételezzük, hogy az emberek mozgása (nagyraoszt önkéntesen, szigorú korlátok nélkül is) jóval visszafogottabb marad.
- A kormányok nem élnek újra a drasztikus lezárás eszközével. Az első féléves gazdasági visszaesés a döntéshozókat szerte a világon eltökéltette, hogy a terjedés időleges

¹ IMF (2020)

² OECD (2020)

élénkülése mellett se hozzák vissza a szigorú korlátozásokat, ne legyen több iskola- és üzletbezárás. Az egészségügyi rendszerek ma jóval felkészültebbek a járvány kezelésére, így a terjedés minden áron való lassítása már nem az egyetlen politikai cél.

- A nagy nemzetközi szervezetekkel összhangban mi is azt gondoljuk, hogy nem kell örökké együtt élnünk a koronavírussal, az oltás elérhető közelségben van, így a járvány a következő év folyamán véglegesen visszaszorul. Ezzel összhangban a világ hosszú távú állapota és növekedési potenciálja nem lesz alapjaiban más, mint amit a válság előtt megszoktunk.
- A kormányok világszerte eltökéltek abban, hogy a járványhoz való rövid távú alkalmazkodást megkönnyítsék, a fiskális és monetáris politikák világszerte lazák maradnak, és próbálják enyhíteni a ciklikus visszaesést. Azt tesszük fel, hogy a laza kondíciók középtávon is velünk lesznek, és az adósságráták emelkedése nem kényszerít ki fájdalmas visszafordulást.

Miközben az alappálya mögötti feltevések viszonylag nagy szakmai konszenzust tükröznek (hasonlóan gondolkodik a legvalószínűbb feltevésekről az IMF, az ECB, az OECD vagy az MNB is), gyakorlatilag minden előrejelzés kiemelten kezeli a koronavírussal kapcsolatos kockázatokat. A nagy nemzetközi intézmények – éppúgy, mint a hazai gazdaságpolitikai műhelyek – szinte kizárólag a koronavírus terjedésével, lefutásával, az oltóanyag elérhetőségével vagy a pénzpiacok türelmével kapcsolatban fogalmazznak meg alternatív előrejelzési pályákat. Ebben az anyagban mi is ezt tesszük, mert úgy véljük, hogy a világgazdaság legfontosabb kérdései ma a vírussal és a járvánnyal kapcsolatosak.

Három alternatív pályát vázolunk

Az *első forgatókönyvben* azt tesszük fel, hogy a járvány második hulláma a vártnál erősebbnek bizonyul (több lesz a fertőzött és a haláleset), így a döntéshozók mai fogadkozásai ellenére világszerte újabb korlátozásokat, időszakos lezárásokat kényszerít ki. Ezen a pályán azzal számolunk, hogy 2021-ben újabb ciklikus visszaesés fékezi majd a világgazdaságot, amely a termelőkapacitások átmeneti leépülése miatt a hosszú távú növekedési kilátásokat is rontja. Azzal számolunk ugyanakkor, hogy a következő hullámnak a gazdaság működésére csak enyhébb hatása lesz, mert a védekezés már építhet az első hullám tapasztalataira, a bevált gyakorlatokra és a gazdasági szereplők nagyobb fokú alkalmazkodására. Ez a scenárió a világon mindenhol, így természetesen nálunk is, rontja a növekedési és a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatos kilátásokat is. A hatások azonban nem drámaiak, elsősorban azért nem, mert a második hullámot is átmenetinek képzeljük el, ami döntően a gazdaság ciklikus működését befolyásolja.

A *második forgatókönyvben* még borúsabb képet vázolunk, és azt feltételezzük, hogy a következő években még nem kerül elérhető közelségbe a széleskörű, mindenki számára megoldást jelentő védőoltás, vagyis a világnak hosszú távon is alkalmazkodnia kell a vírushoz és járványhelyzethez. Az oltóanyag vártnál lassabb elérhetőségére utalhat, hogy a nagy gyártók közül többen is jelentettek átmeneti tesztelési nehézségeket, hogy a döntéshozói nyomás ellenére a világ legtöbb országában nagyon szigorú protokoll szerint működik az engedélyeztetés, és egyelőre nincsenek meg a szükséges gyártási és logisztikai kapacitások sem. Ez a pálya annyival pesszimistább, mint az előző, hogy hosszabb és nagyobb részben kínálatoldali (a potenciális növekedést érintő) alkalmazkodást feltételez. A hosszú távú kibocsátás három okból is sérül. Egyrészt a munkaerő egy része tartósan kiesik a termelésből, és a hosszú állástalanság alatt az ő humántőkéjük (képességeik, motivációjuk, rutinjuk) is leépül. Ezzel összefüggő veszteség az, hogy a ténylegesen ledolgozott munkaórák a munkavállalók egy részénél számottevően csökkennek (jellemzően az online tanulást felügyelő kisgyerekes szülőknél vagy a betegeket ápolóknál). Másrészt a vállalatok költséges alkalmazkodásra kényszerülnek a vírus miatt (biztosítaniuk kell a gördülékeny távmunkát, digitalizálniuk kell a működésüket, új működési gyakorlatokat kell megtervezniük, kialakítaniuk és következetesen végrehajtaniuk). Ezek összességében hosszú távon is visszafogják a vállalatok termelékenységét. Harmadrészt pedig a tartós vírushelyzet komoly szerkezeti átrendeződéseket indít el a gazdaságban, bizonyos szektorokban (turizmus, vendéglátás) megnő a csődráta, sokan kénytelenek lesznek kilépni a piacról. Bár irányában ugyanolyan hatású, ez a forgatókönyv jóval pesszimistább, mint az előző, és érdemben lassítja a világ- és a magyar gazdaság bővülését, miközben számottevően rontja a növekedési kilátásokat.

A *harmadik forgatókönyvben* azt mutatjuk be, hogy a járványra adott gazdaságpolitikai válaszok olyan együttműködést kényszeríthetnek ki az uniós országok között, amely hosszú távon is inkább előnyösek lehetnek az európai növekedési potenciálra. Az augusztusban elfogadott közös európai mentőcsomag már példát mutatott az uniós országok közötti szolidaritásra és a mostani gyakorlatnál összehangoltabb működésre. A fiskális fenntarthatósággal kapcsolatos kockázatok kezeléséhez mindenképpen érdemes elmozdulni az átmeneti segélyprogramoktól a strukturális reformok felé. Ha ezek az erőfeszítések beérnek, akkor az Európai Unió potenciális növekedése érdemben emelkedhet, ez pedig a külkereskedelmi és a finanszírozási csatornán keresztül is kedvezően érinti a magyar növekedési és fiskális folyamatokat.

A magyar gazdaságot alapvetően jó helyzetben, stabilan magas növekedés és folyamatosan csökkenő államadósság-ráta mellett érte a koronavírus okozta sokk. A kedvező induló feltételeinknek köszönhetően az alappályában feltételezett átmeneti visszaesés után jövőre már újra növekedési pályára áll a gazdaság, és az adósságráta is csak átmenetileg, a

járvánnyal kapcsolatos védekezési költségek, az elmaradt bevételek és az alacsonyabb kibocsátási szint miatt emelkedik. Az alappályán arra számítunk, hogy már 2021-ben megindul a gazdaság növekedése, bár GDP csak 2022-ben éri el a járvány előtti szintet. Az alappályán az államadósság GDP-arányos rátája is csak átmenetileg, 2020-ban emelkedik, a járvány elmúltával ismét csökkenő pályára áll.

A pesszimista forgatókönyveinkben a gazdasági teljesítmény tartósabban visszaesik, és az adósságráta hosszabb távon is emelkedik. A második hullámos bezárásokat feltételező (enyhébb) forgatókönyv hatásában és mechanizmusában ugyanolyan, mint az alappálya, így az abban szereplő sokkok csak átmenetileg nyújtják meg a negatív hatásokat. Az oltóanyag nélküli, tartós alkalmazkodási kényszereket feltételező forgatókönyv ezzel szemben jóval drasztikusabb hatásokat vált ki, a növekedés tartós lassulásával és az adósságráta középtávú emelkedésével jár együtt. A két pálya közötti különbség arra hívja fel a figyelmet, hogy a hosszú távú fiskális fenntarthatóság sokkal inkább a potenciális növekedésen és a lassuló potenciális növekedés miatti fiskális alkalmazkodási kényszereken múlik, mint a gazdaság ciklikus visszaesésén. Vagy másképpen: ha a világgazdaságnak sikerül elkerülnie a kínálati kapacitások tartós sérülését és hosszú távú leépülését, akkor nem kell aggódnunk a magyar gazdaság növekedési és fenntarthatósági folyamatai miatt.

Az optimista forgatókönyvünk is a tartós kínálatoldali (strukturális) folyamatok fontosságára világít rá. A járvány nagyon eltérően érintette az Európai Unió országait. Azokban az országokban, ahol az emberek számottevő mobilitását és a sok fizikai kontaktust igénylő szolgáltató szektorok (elsősorban a turizmus, vendéglátás) nagyobb súllyal részesednek a GDP-ből, a visszaesés is jóval drámaibb. Egy közös gazdasági térségben (pláne valutaövezetben) ezeket az aszimmetrikus sokkokat a gazdaságpolitikának kezelnie kell. Ez a felismerés vezetett ahhoz, hogy az uniós vezetők augusztusban rekordmértékű, 750 milliárd eurós csomagot fogadtak el, amely döntő részben a járvány által erősebben sújtott déli tagállamoknak csoportosított át forrásokat. A kockázatközösség tartós fennállásához azonban biztosan javítani kell a most segélyezett országok tartós növekedési potenciálján. Ez pedig csak úgy lehetséges, ha az uniós reformok a hosszú távú, strukturális folyamatokat is célozzák. Ezek a folyamatok pedig még azt is jelenthetik, hogy hosszabb távon ezek, a külső környezetünk tartós növekedési lehetőségeit pozitívan befolyásoló fejlemények lesznek a dominánsak. Ha az uniós potenciális növekedés érdemben bővül, akkor a magyar gazdaság hosszú távú növekedési és fiskális fenntarthatósági kilátási is javulnak.

Tanulmányunk a következőképpen épül fel. Elsőként azt mutatjuk be, hogy honnan indulunk, milyen induló adottságok mellett végezzük a kivetítést. Megvizsgáljuk a hazai makrogazdaság és az államháztartás helyzetét, kiemelt figyelemmel a koronavírus okozta megrázkódtatásra és a fiskális politika szükségszerű igazodására. Ezt követően a legfontosabb nemzetközi

folyamatokat tekintjük át, amelyek – a koronavírus sokk globális jellege miatt – a hazai fejleményekhez nagyon hasonlóan alakulnak.

A tanulmányunk következő részében a középtávú előrejelzésünk alappályáját vázoljuk. Ismét hangsúlyozzuk, hogy bár ezt tartjuk a legvalószínűbb kimenetnek, ez a pálya rendkívüli mértékben függ a járvány lefutására tett különböző feltevéseinktől (kezelhető második hullám, nincs több lezárás, oltás elérhetővé válik, a laza fiskális és monetáris kondíciók világszerte fennmaradnak).

Az alappálya után térünk rá az alternatív forgatókönyvekre. Elsőként azt a pályát vizsgáljuk, amelyben a vírus újabb hulláma újabb lezárásokat kényszerít ki (W forgatókönyv), majd azt az esetet, amelyben a járvány tartósan elhúzódik. Végül egy optimista scenáriót mutatunk be, amelyben a válságkezelő lépések végső soron mélyítik az európai integrációt, és hosszú távon javítják az európai gazdaság hosszú távú növekedési kilátásait.

Tanulmányunk az alternatív pályák összehasonlításával és a következtetésekkkel zárul.

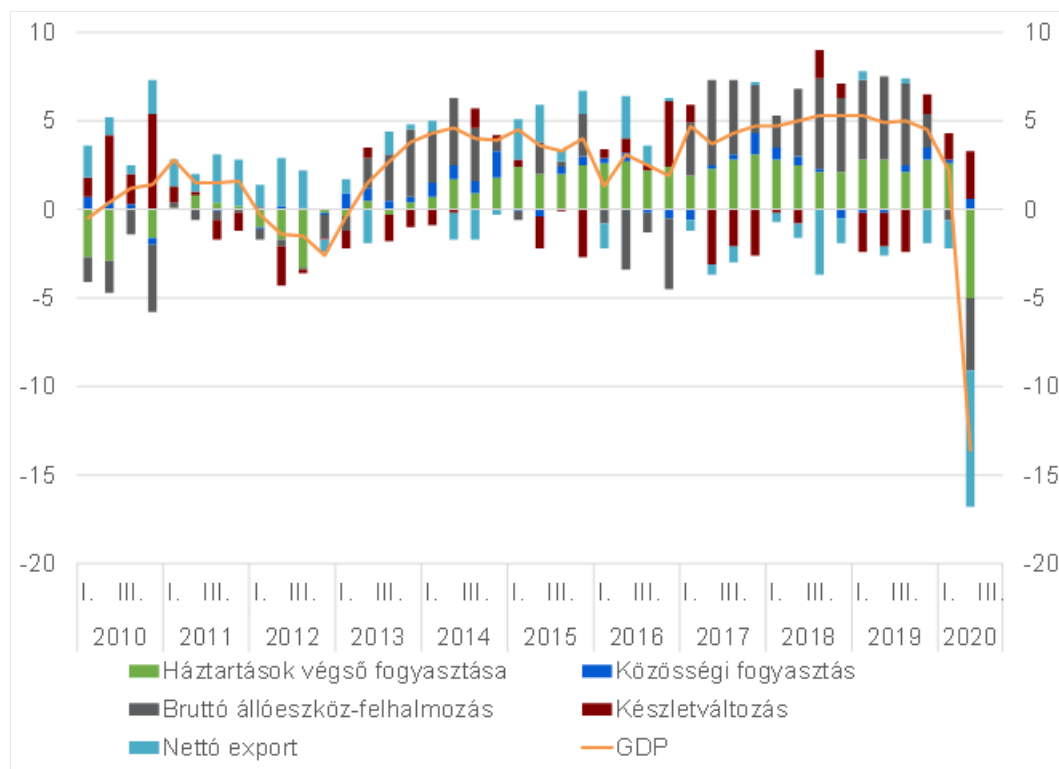
4. Meghatározó hazai trendek

Makrogazdasági helyzetkép

Reálgazdaság

A 2019-ben dinamikus, 4,9 százalékkal bővült a magyar gazdaság. A lendületes kibocsátás-bővülést az elmúlt évekhez hasonlóan a laza fiskális és monetáris politika is támogatta. A koronavírus-járvány gazdasági hatásai 2020 márciusától jelentkeztek hazánkban, így az első negyedéves növekedési számokat csak mérsékelten befolyásolták. A második negyedévben viszont a rendkívüli helyzet a legtöbb nemzetgazdasági ág teljesítményét erőteljesen visszafogta, és a KSH adatai szerint a magyar gazdaság teljesítménye 13,6 százalékkal volt alacsonyabb az egy évvel korábbinál.

4.1. ábra: Reál GDP növekedés (év/év, százalék)



Forrás: KSH, OGR számítás

Termelési oldalról nézve csaknem minden nemzetgazdasági ágazat drasztikusan visszaesett. A második negyedéves, rövidbázisú (negyedév/negyedév) adatok szerint a feldolgozóipar,

illetve a szolgáltatások, ezen belül is a kereskedelemhez és a turizmushoz köthető ágazatok járultak hozzá legnagyobb mértékben a csökkenéshez.

A felhasználási oldalon a nettó export és a fogyasztás csökkenése játszott meghatározó szerepet (4.1 ábra). A kijárási korlátozások és az óvatossági motívumok következtében március közepétől április végéig nagymértékben visszaesett a lakossági kereslet. A háztartások fogyasztása 8,6 százalékkal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. A korlátozó intézkedések és a világgazdasági kilátások érdemi romlása miatt áprilisban az exportra értékesítő ipari ágazatok (elsősorban a jármű- és gépipar) hetekig teljesen leállt. Emellett a határzár következtében nagymértékben visszaesett a turisztikai kereslet. Mindezek következtében az export 15,3 százalékkal csökkent a második negyedévben.

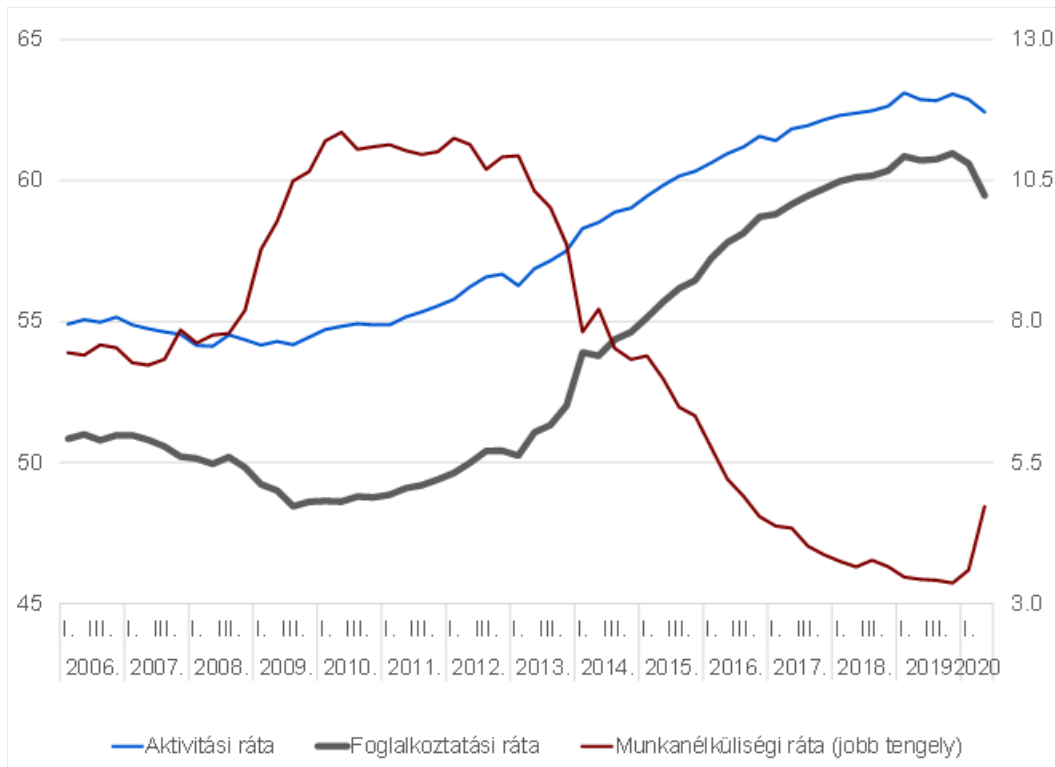
A beruházások 13,5 százalékkal estek vissza a második negyedévében az előző év azonos időszakához képest, így megtört a beruházások hosszú ideje tartó bővülése. A koronavírussal kapcsolatos bizonytalanság hatására a vállalati beruházások visszafogottan alakultak. A csökkenés jelentős részben a feldolgozóipari és a kereskedelmi ágazatokhoz köthető, és a külső konjunktúra romlásával hozható összefüggésbe. Mind az épületjellegű beruházások, mind a gépberuházások volumene jelentősen csökkent. Emellett a csökkenő foglalkoztatottság, valamint a bizonytalanabbá váló jövedelmi kilátások a lakossági beruházásokat is visszavetették. Egyedül a készletek változása és a közösségi fogyasztás járult pozitívan hozzá a nemzetgazdasági teljesítményhez a második negyedévben.

A magas frekvenciás (havi) adatok alapján a gazdasági helyreállítás fokozatosan megindult. A nagy hazai autógyárak április közepétől újraindultak. A korlátozások feloldásával a kiskereskedelmi forgalom visszarendeződött, és belföldi turisztikai kereslet erősen élénkült. Ugyanakkor a globális kereslet csökkenése lassítja az export korábbi növekedési pályához való visszatérését, és a nemzetközi turizmus kilábalása akár évekig eltarthat.

Munkaerőpiac, foglalkoztatottság

A koronavírus-járvány gazdasági hatásai következtében emelkedett a munkanélküliség, és csökkent a munkaerőpiac feszessége. 2020 második negyedévében a szezonálisan igazított adatok szerint a munkanélküliségi ráta 4,7 százalékra emelkedett. Az állásukat elvesztők egy része az inaktívak számát emelte, így az aktivitási ráta 2 negyedév alatt 0,6 százalékponttal, 62,4 százalékra csökkent (4.2. ábra).

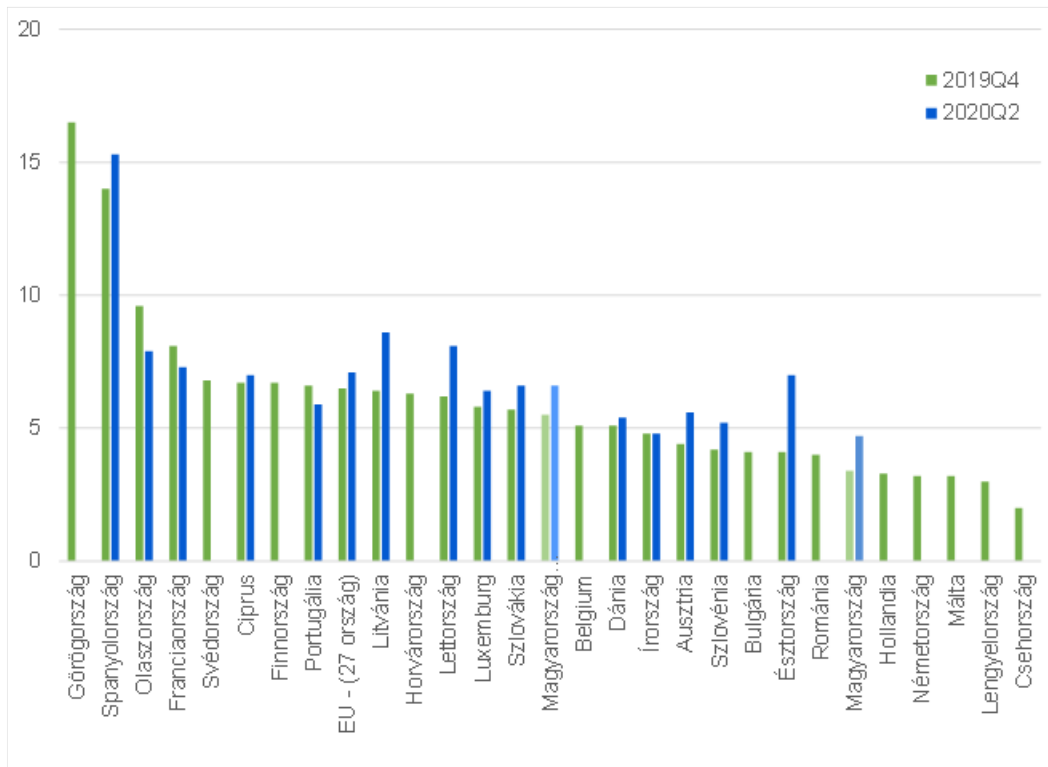
4.2 ábra: Munkaerő piaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, százalék)



Forrás: KSH

Folytatódott a közfoglalkoztatottak számának csökkenése az első negyedévben: 2019 decemberéhez képest közel 19 ezer fővel, 77 ezer főre csökkent a közfoglalkoztatottak száma márciusban. A második negyedévben – a romló munkapiaci kilátásokkal párhuzamosan – újra emelkedni kezdett a közfoglalkoztatottak száma, de továbbra is 100 ezer fő alatt maradt. A reálgazdasági aktivitás visszaesése miatt a munkanélküliségi ráta egész Európában emelkedett. A közfoglalkoztatottakkal korrigált munkanélküliségi ráta 2020 második negyedévében 6,6 százalék volt, amely 0,5 százalékponttal alacsonyabb az EU-átlagnál (4.3 ábra).

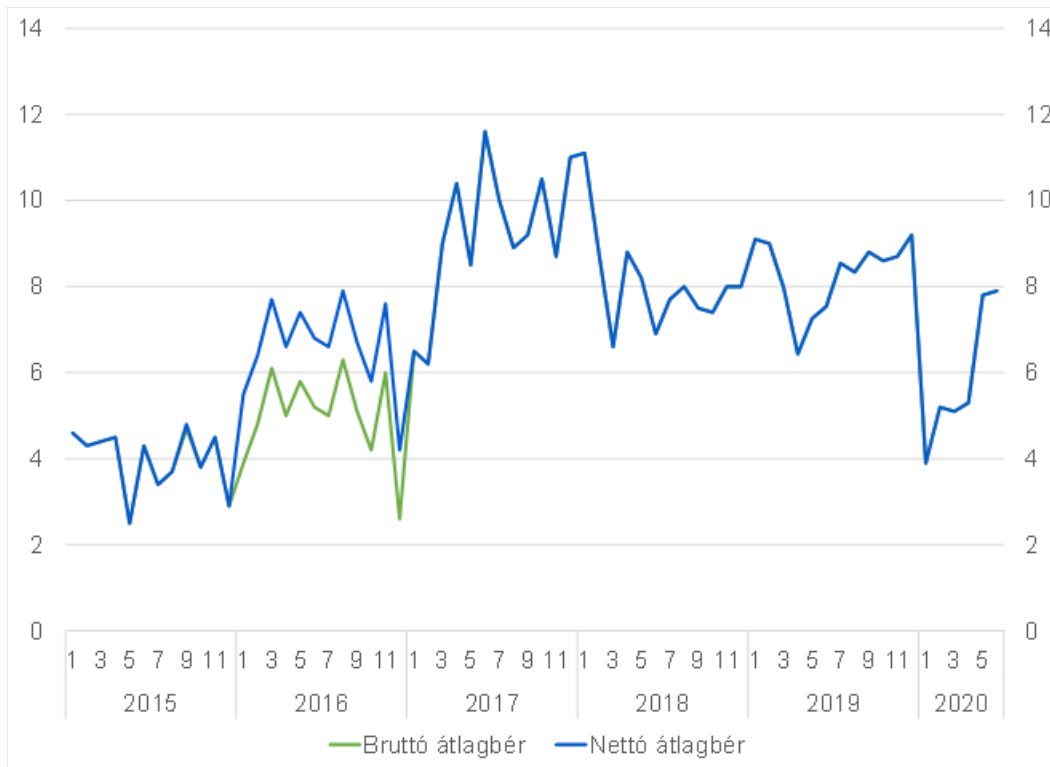
4.3. ábra: Munkanélküliségi ráta az Európai Unióban (százalék, negyedéves adatok)



Forrás: Eurostat, KSH, OGR számítás

2020 elején lassult a nominális keresetek korábban 10 százalék feletti dinamikája, és az emelkedő infláció miatt alacsonyabb lett a keresetek reálértékének növekedése. Az előző év azonos időszakához viszonyított reálbér-növekedés 4-5 százalék között alakult, majd májustól 8 százalék közelébe emelkedett (4.4 ábra). Fontos megjegyezni, hogy az elmúlt hónapok gyorsulását elsősorban az összetételhatás magyarázza. Számos ágazatban az alacsonyabb képzettségű és így alacsonyabb bérű munkavállalókat bocsátották el, ami az átlagot felfelé húzta. Ráadásul az adatok csak a teljes munkaidős munkavállalókra vonatkoznak, miközben az elbocsátások és a részmunkaidős dolgozók létszámának emelkedése miatt a bértömeg az átlagkeresetnél lényegesen lassabban növekszik. Összességében, a kevésbé feszes munkapiac hatására csökkent a bértömeg.

4.4 ábra: Egy keresőre jutó reálkereset éves növekedése a vállalatoknál (százalék)

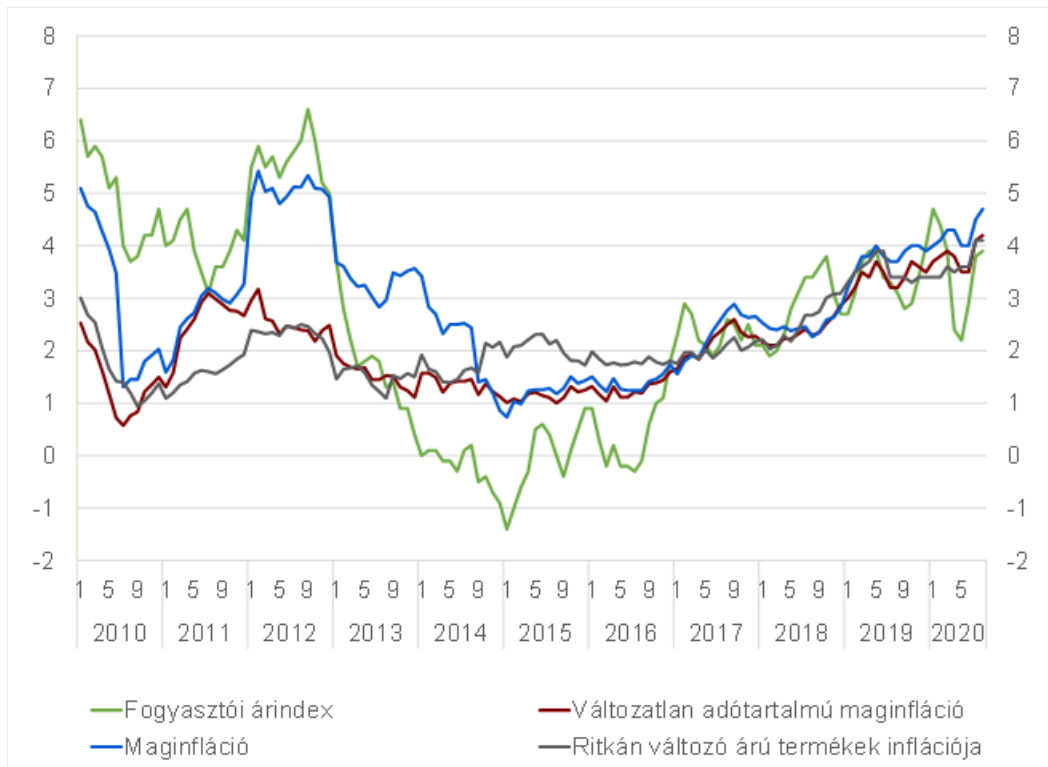


Forrás: KSH, OGR számítás

Infláció és monetáris politika

Az év eleji átmeneti mérséklődést követően tovább folytatódott az infláció emelkedése. 2020 augusztusában a fogyasztói árindex éves szinten 3,9 százalékkal növekedett (4.5 ábra). Az infláció elmúlt negyedévekbeli alakulásában meghatározó szerepet játszott az energiaárak ingadozása, az élelmiszerárak meglódulása, valamint a dohánytermékek jövedéki adójának emelése is. A fogyasztói kosár változékonnyabb elemeinek kiszűrésével számított maginfláció emelkedése azonban azt jelzi, hogy az inflációs nyomás folyamatosan erősödik a gazdaságban. A Magyar Nemzeti Bank (MNB) által használt és az inflációs alapfolyamatok megítélésére jobban alkalmas alternatív inflációs mutatók (maginfláció, adószűrt maginfláció, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) 2018 közepe óta emelkedő inflációs trendet jeleznek.

4.5. ábra: Éves inflációs mutatók (százalék)



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatokból számolva.

Forrás: KSH, MNB

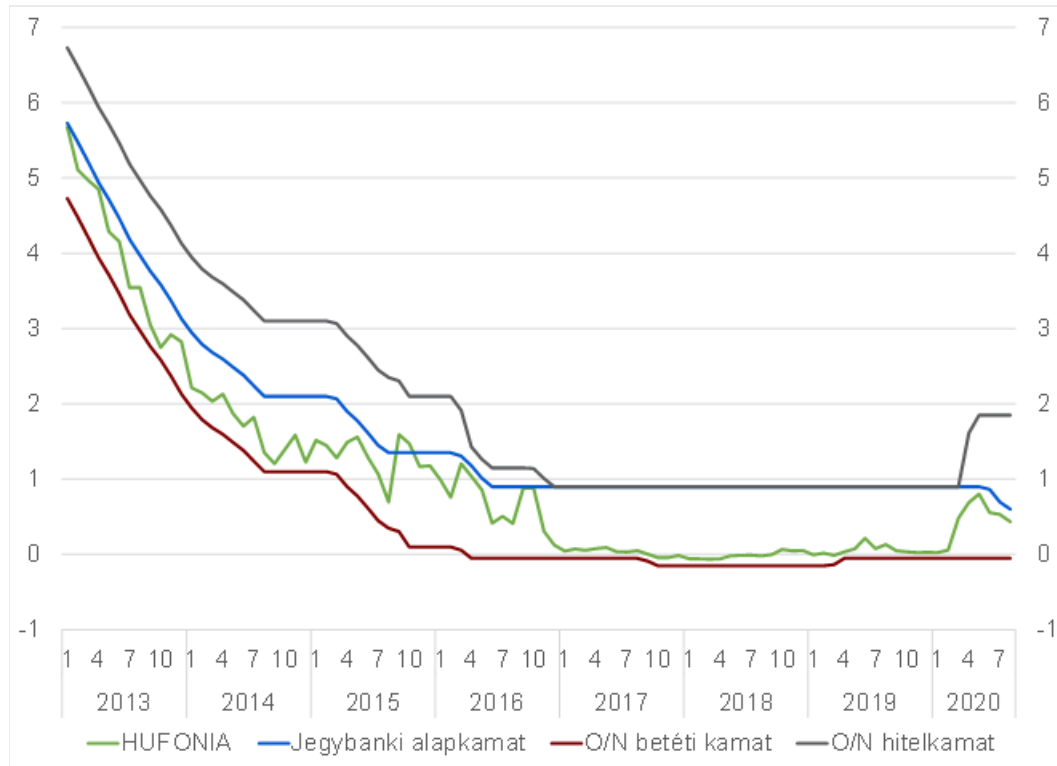
Az infláció éves növekedési üteme a 2020 januárjában mért 4,7 százalékról 2020 májusára 2,2 százalékra mérséklődött. A mutató számottevő csökkenése azonban döntően az energiaárak január óta megfigyelt drasztikus mérséklődéséhez köthető.³ Az inflációs alapfolyamatokat jobban megragadó maginfláció eközben továbbra is 4 százalék fölött alakult. Ezt követően az infláció éves növekedése üteme ismét 4 százalék közelébe emelkedett, és az alapmutatók is tovább erősödő inflációs nyomásról árulkodtak. Augusztusra a maginfláció éves szinten 4,7 százalékra növekedett.

Az erősödő inflációs nyomás ellenére a MNB egészen 2020 március-áprilisáig nem változtatott érdemben a laza monetáris kondíciókon. 2020 áprilisában a Monetáris Tanács 95 bázisponttal emelte a jegybanki egynapos hiteleszköz kamatlábát, amivel visszaállította a kamatfolyosó szimmetriáját (4.6 ábra). A lépés érdemben hat a legrövidebb lejáratú kamatokra, így monetáris szigorítást jelentett. A rövid lejáratú bankközi hozamok 2019 egészében a jegybanki alapkamat alatt, kamatfolyosó alsó szélé közelében ingadoztak, majd a likviditási helyzet romlása, illetve a 2020 áprilisi jegybanki intézkedések következtében emelkedni kezdtek. Azóta két lépésben összesen 30 bázisponttal csökkent a jegybanki

³ Az elsőként Kínában, 2019 decemberében azonosított és azóta világméretűvé vált új típusú koronavírus járvány a globális kereslet visszaesésén, illetve a növekedési kilátások romlásán keresztül jelentős árcsökkenést váltott ki a legtöbb nyersanyag piacán.

alapkamat, így július vége óta 0,6 százalékos szinten áll.⁴ Ennek következtében rövid lejáratú bankközi hozamok enyhén mérséklődtek az elmúlt hónapokban.

4.6. ábra: A jegybanki alapkamat, a kamatfolyosó és a HUFONIA alakulása

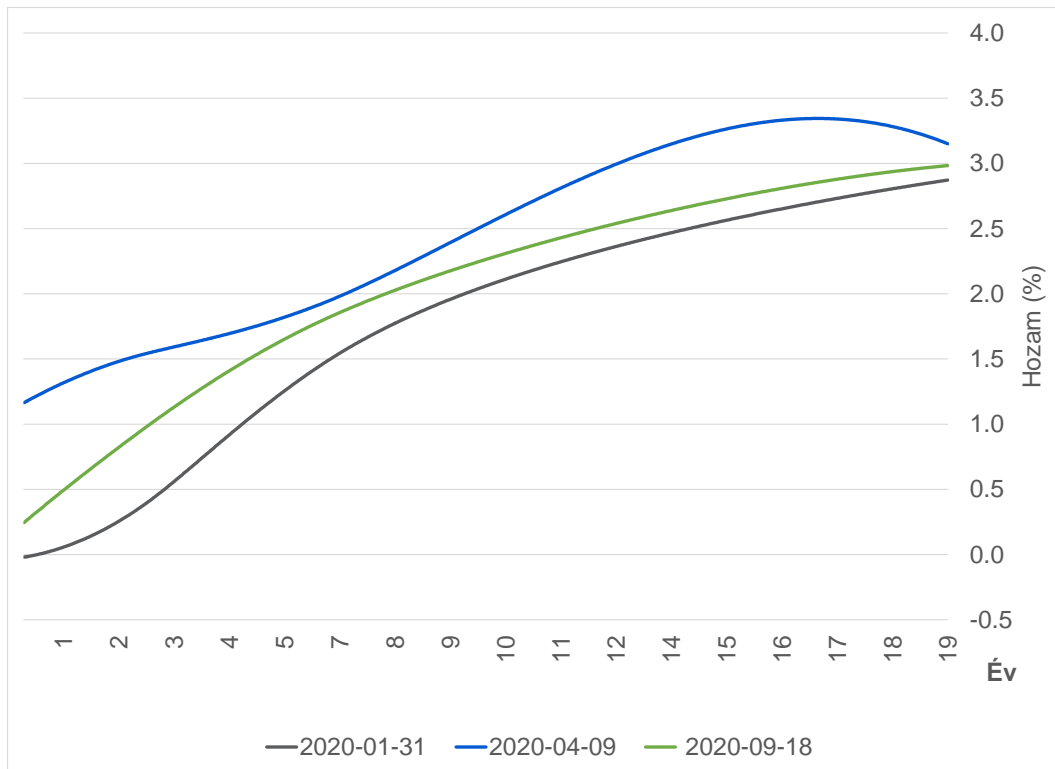


Forrás: MNB

2020 első felében a jegybank tovább növelte a forintlikviditást nyújtó deviza-swapok állományát. Emellett a vállalati finanszírozást támogató eszköztár 2019 júliusában tovább bővült a Növekedési Kötvényprogrammal (NKP). Az NKP célja hazai vállalati szektor finanszírozási szerkezetének diverzifikálása, a hitel típusú források mellett a kötvényfinanszírozás szerepének erősítése. A jegybank a program keretében a nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott jó minőségű kötvényeket vásárol. Az első kötvényvásárlásra 2019 szeptemberében került sor.

⁴ Az előrejelzésünk lezárását követően, szeptember 24-én az MNB 15 bázisponttal, 0,75%-ra emelte az effektív irányadó eszköz, az egyhetes betét kamatát.

4.7. ábra: Zérókupon hozamgörbe



Forrás: Államadósság Kezelő Központ

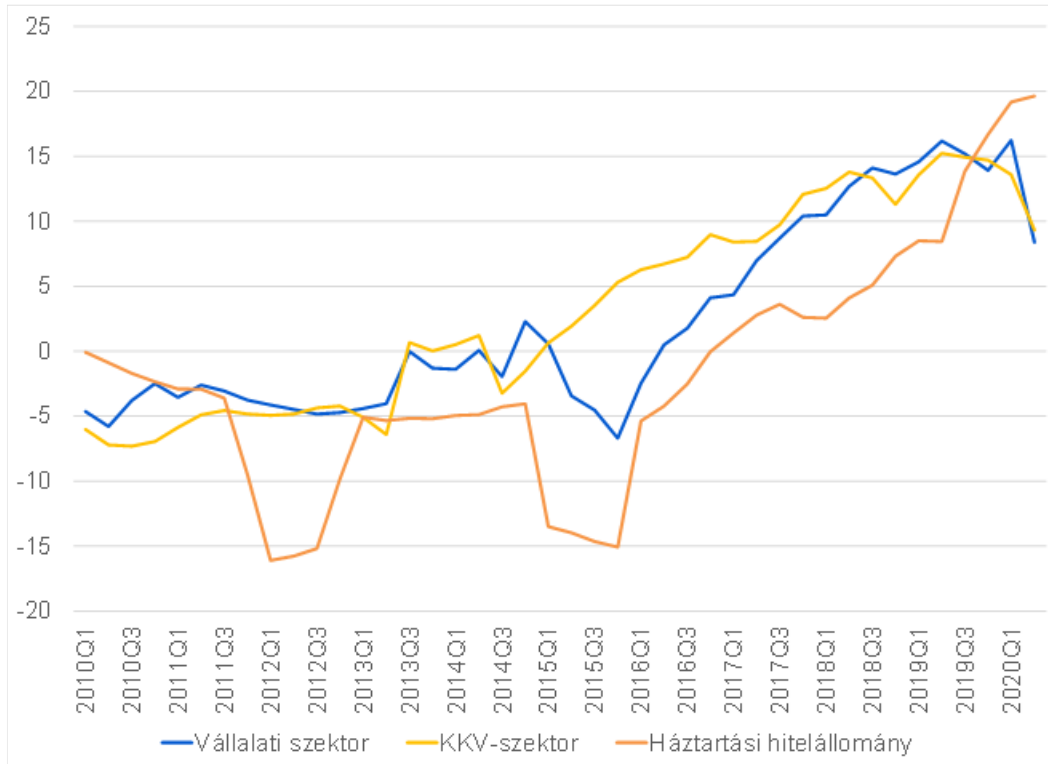
A koronavírus-járvánnyal összefüggő március-áprilisi fejlemények jelentős hozamemelő hatással bírtak mind a rövid, mind a hosszabb lejáratokon (4.7. ábra). Azóta az MNB számos intézkedést vezetett be, hogy oldja a COVID-19 járvány kapcsán kialakult válsághelyzetet. Az intézkedések alapvető célja, hogy növelje a bankrendszer likviditását, támogassa a vállalatok hitelezését és közvetetten oldja az államháztartás finanszírozási feszültségeit. Az alapkamat-csökkenés hatására a rövid lejáratú állampapír hozamok mérséklődtek az elmúlt hónapokban, míg a hosszabb lejáratokon a jegybank másodpiaci állampapír-vásárlásai segítettek lejjebb szorítani a kamatokat. Összességében az év eleje óta a hozamgörbe enyhén feljebb toldott a koronavírus-járvány hatásai miatt.

Hitelezés

2019-ben tovább gyorsult a hitelezés mind a vállalati, mind a lakossági szegmensben. A vállalati és ezen belül a kis- és közepes vállalatok (kkv) hitelállománya dinamikus, 14 százalékos körüli bővülést mutatott (4.8 ábra). 2020 második negyedévében a koronavírus-járvány negatív gazdasági hatásai következtében a vállalati hitelállomány zsugorodott, éves növekedési üteme 8,4 százalékra lassult.

A háztartási hitelállomány éves növekedése közel 20 százalékra gyorsult. A dinamikus bővülésben jelentős szerepet játszott a tavaly júliusban bevezetett babaváró hitelprogram, ugyanakkor a lakáscélú és a fogyasztási hitelek bővülése is lendületes maradt. A lakáshiteleken belül tovább emelkedett a fix kamatozású hitelek aránya.

4.8. ábra: Vállalati és háztartási szektor hitelállományának éves növekedési üteme (százalék)

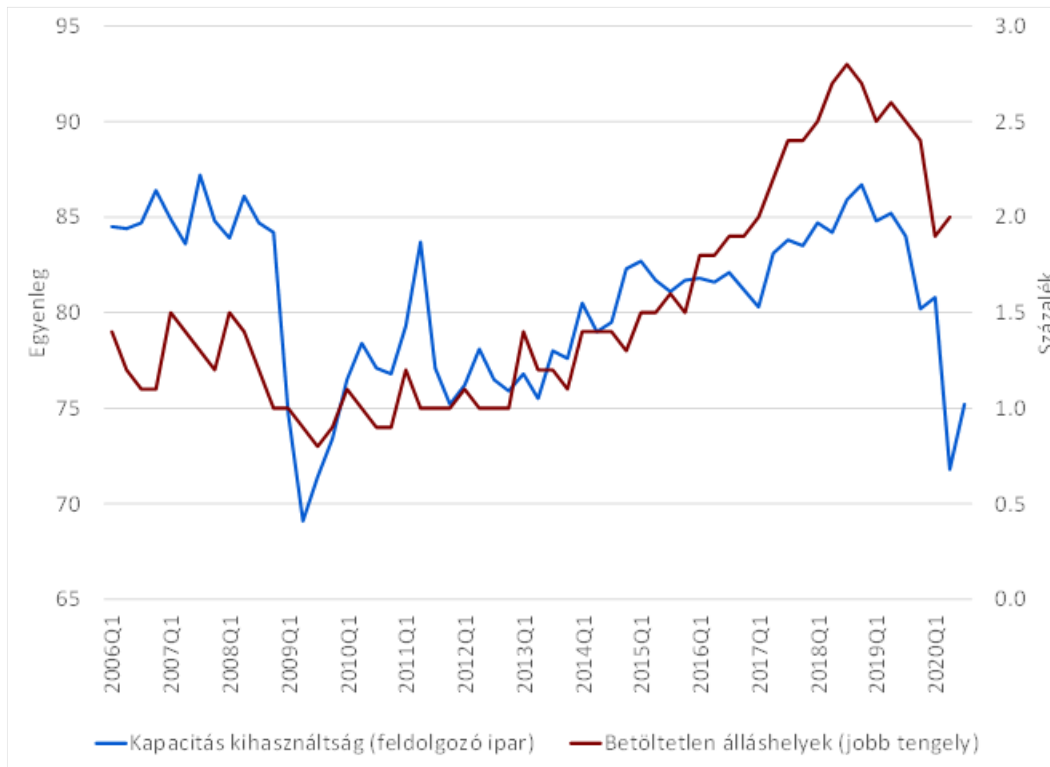


Forrás: MNB

A gazdaság ciklikus helyzete

Becslésünk szerint a magyar gazdaság kibocsátása 2016 óta meghaladta a potenciális szintjét, azaz a kibocsátási rés pozitív volt. A kibocsátási rés 2019-ben tovább nyílt, majd az év második felében stabilizálódott. A gazdaság túlfűtöttségére, azaz a termelő kapacitások korlátainak elérésére számos tényező utalt. A munkanélküliség historikusan alacsony szintje és a lendületes bérnövekedés mellett a külső finanszírozási képesség mérséklődése is ezt a képet erősítette. A túlfűtöttségre utal az inflációs alapmutatók 2018 közepe óta tartó trendszerű emelkedése is: a tendencia egyértelmű jele annak, hogy a vállalatok már nem képesek kigazdálkodni a feszes munkaerőpiac mellett emelkedő bérköltségeket, így áremelésre kényszerülnek.

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



Forrás: Eurostat

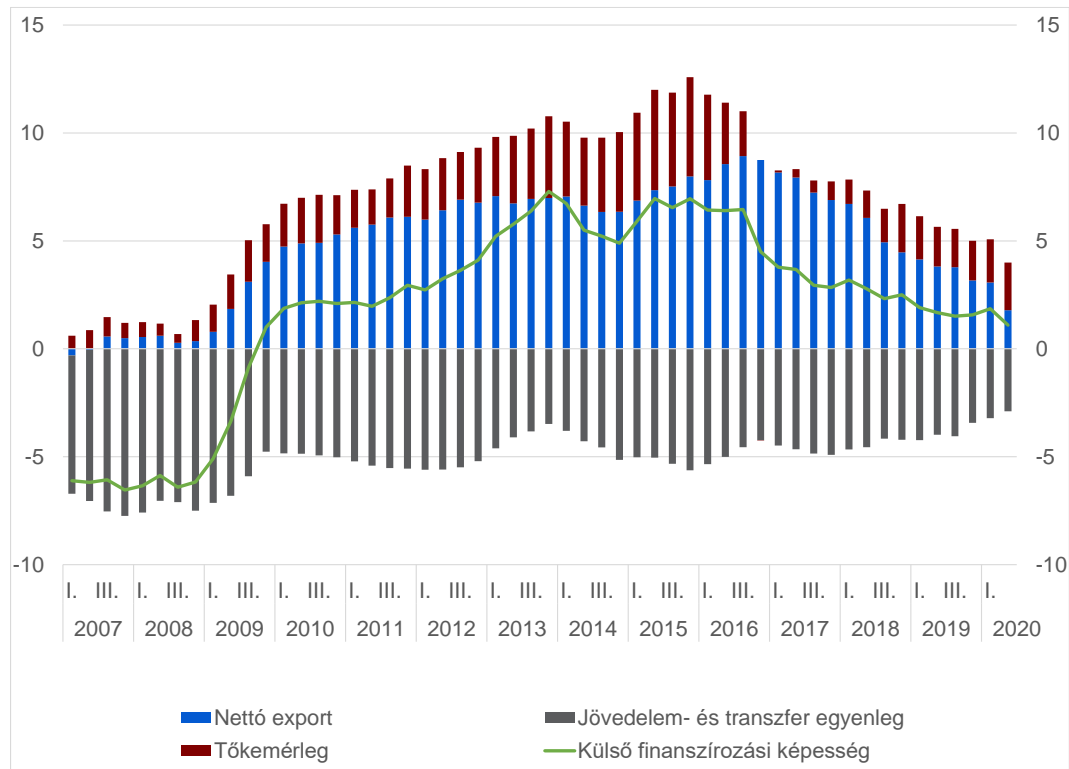
2020-ban a gazdaság ciklikus pozíciója a koronavírus hatásainak következtében negatív tartományba fordult. A kapacitáskihasználtsági mutató és a betöltetlen álláshelyek aránya arra utal, hogy a gazdaság a második negyedévben érheti el a mélypontját (4.9 ábra). A kibocsátási rést 2020-ban a potenciális GDP -4,5 százaléka becsüljük, ami 7 százalékpontos csökkenést jelent 2019-hez képest. Ugyanakkor hangsúlyoznunk kell, hogy a ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi, a keresleti és kínálati hatások számszerűsítése és szétválasztása a mostani helyzetben különösen nehéz. A kibocsátási rés fokozatos záródását támogatja a laza monetáris és fiskális politika, illetve a különböző kormányzati hitelprogramok. Az alacsony hozamkörnyezet mellett a reálértelemben alulértékelt forint árfolyam ugyancsak hozzájárul a gazdasági növekedés helyreállításához.

Külső sérülékenység

Magyarország külső egyensúlyi pozíciója 2019-ben is kedvezően alakult (4.10 ábra). Elsősorban a csökkenő, de továbbra is jelentős többletet mutató nettó exportnak köszönhetően az ország megtartotta a külfölddel szembeni megtakarítói pozícióját, amely 2019-ben a GDP közel 1,6 százalékát tette ki. 2020 második negyedévében ugyanakkor, elsősorban a külső kereslet visszaesése következtében a nettó export mérséklődött, így a

nettó külső finanszírozási képesség, azaz a folyó fizetési és a tőkemérleg négy negyedéves egyenlege a GDP 1,1 százalékára csökkent.

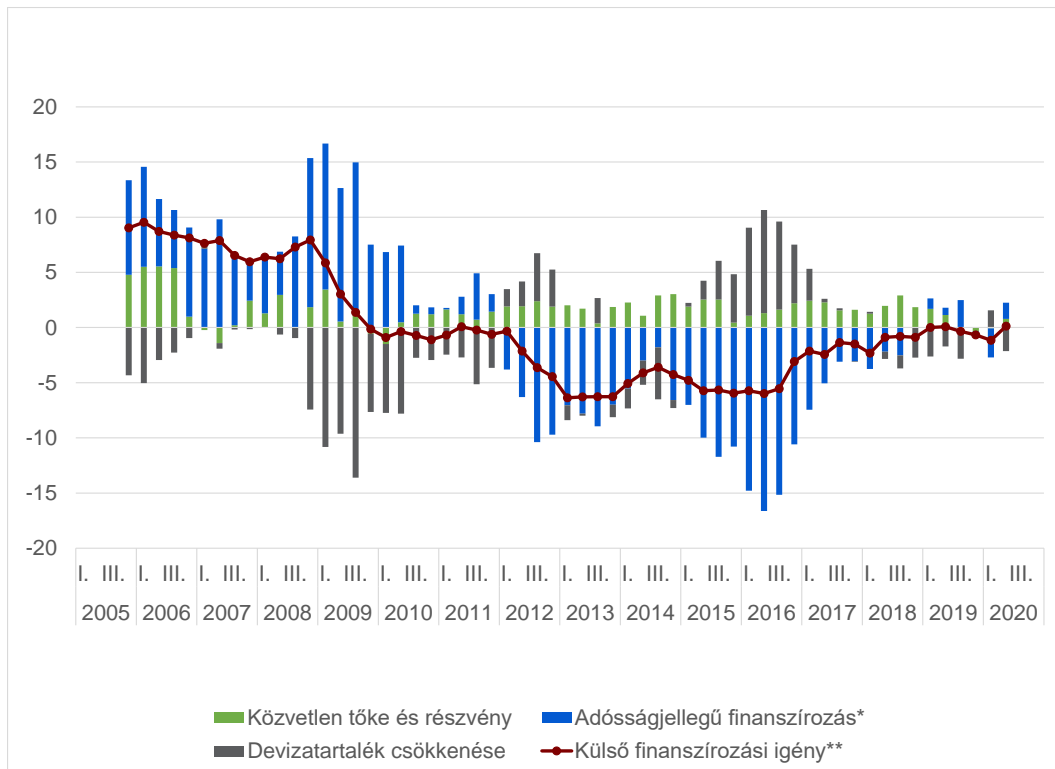
4.10 ábra: Külső finanszírozási képesség (GDP százaléka, négy-negyedéves kumulált adatok)



Forrás: MNB Statisztika, KSH

A külső finanszírozás szerkezetében 2019 eleje óta változásokat tapasztalunk: az adósságtípusú finanszírozás korábbi kiáramlása (azaz a korábban felhalmozott adósság csökkenése) megtorpant, miközben mérséklődött a közvetlen tőkebeáramlás. A devizatartalék a 2015-17-ben tapasztalt masszív csökkenés után enyhén növekedett 2020 második negyedévében (4.11 ábra).

4.11 ábra: A külső finanszírozás szerkezete (GDP százaléká, négy-negyedéves kumulált adatok)



Forrás: MNB, KSH, OGResearch számítás

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

A külső finanszírozási folyamatokkal összhangban 2019-ben lassult a külső adósságráták csökkenése. 2020-ban pedig – elsősorban a GDP visszaesése következtében – már emelkedtek az adósság- és tartozás-mutatók. A nettó külső adósság 2020 II. negyedévében mért és a GDP 8,5 százalékát kitevő értéke ugyanakkor mind nemzetközi összevetésben, mind historikusan alacsony. Az ország nettó külső tartozása és bruttó külső adósságállománya rendre a GDP 50 és 60 százaléká közelében alakult, ami mindkét mutató esetében historikusan alacsony értéket jelent.

Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság, finanszírozási szerkezet

Költségvetési hiány

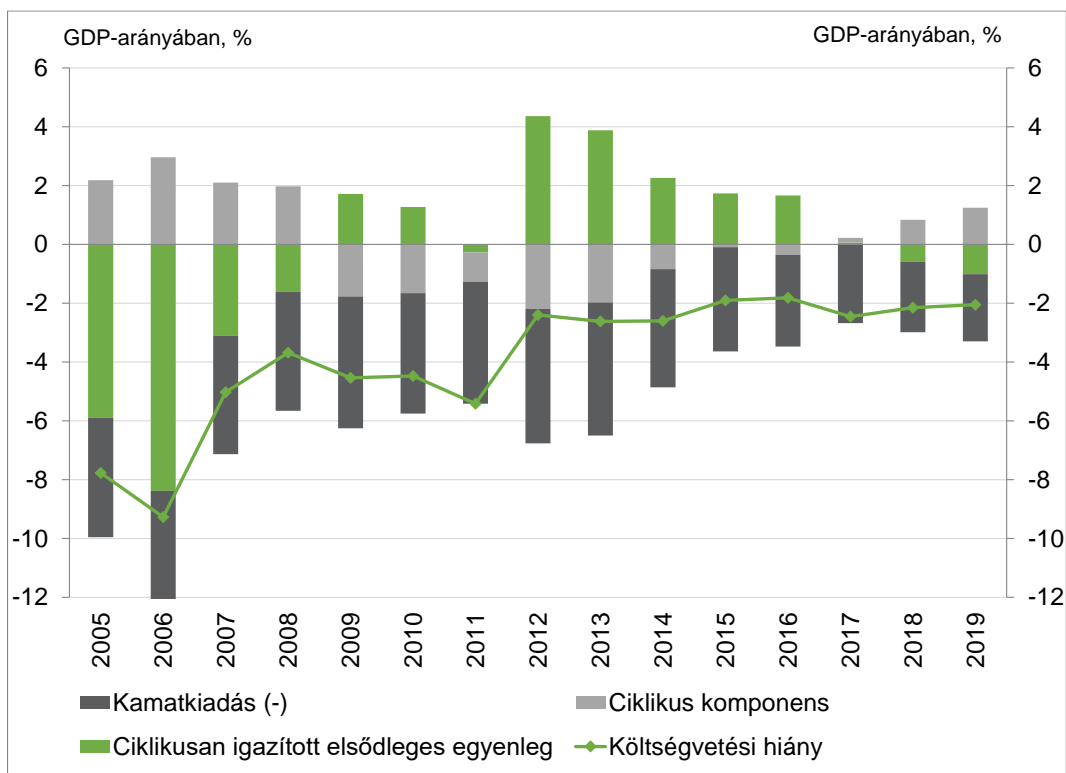
A költségvetés eredményszemléletű (ESA) hiánya a 2020 áprilisi EDP adatközlés szerint 2019-ben a GDP 2 százalékát tette ki, ami kismértékben meghaladta a GDP 1,8 százalékában

meghatározott törvényi előirányzatot, ugyanakkor enyhe, 0,1 százalékpontos csökkenést jelent 2018-hoz képest.

2019-ben a vártnál gyorsabb gazdasági növekedéssel, valamint az elmúlt években bevezetett fehéredést célzó intézkedésekkel, az adófizetési morál javulásával összefüggésben jelentősen emelkedtek az adóbevételek. A többletbevételeket ugyanakkor a kormány – jelentős részben a már menetrendszerűvé váló év végi költségek keretében – elköltötte.

Az ESA hiány kismértékű csökkenése a kamatkidások 0,1 százalékpontos mérséklődése és a költségvetés ciklikus komponensének 0,4 százalékos becsült hiányjavító hatása mellett következett be. Ezzel párhuzamosan a ciklikusan igazított elsődleges hiány a GDP 0,4 százalékaival növekedett, azaz ha lassuló mértékben is, de tovább folytatódott a 2013 óta tartó költségvetési lazítás.

4.12 ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGR becslés

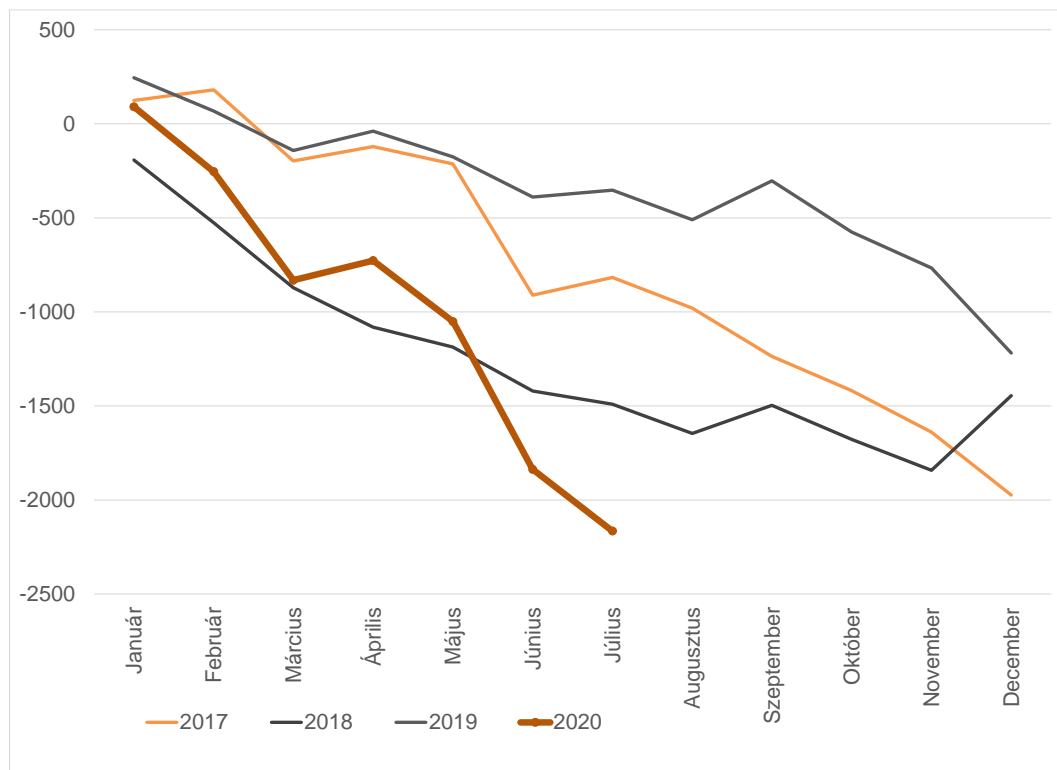
A 2019-es költségvetés összességében mind az adóterhek csökkentésén, mind a kiadások növelésén keresztül enyhe keresletélénkítő hatást gyakorolt a gazdaságra. A bevételek esetében a szociális hozzájárulás adókulcsának 2 százalékpontos csökkentése mellett az adórendszer kisebb változtatásai eredményezték az adóterhek csökkenését. A kiadásoknál a

minimálbér és a garantált bérminimum 8 százalékos emelése, a Családvédelmi akcióterv számos intézkedése, a beruházások emelkedése, valamint az EU források szabálytalan felhasználása miatt fizetett bírság növelte a hiányt, miközben a pénzügyi transferek GDP-arányos értéke az elmúlt évek tendenciáinak megfelelően tovább csökkent.

Az évek óta tartó költségvetési lazítás ellenére 2019-ben az eredményszemléletű hiány a maastrichti kritériumokban megfogalmazott 3 százalékos küszöbérték alatt maradt. Ugyanakkor a gazdasági ciklus pozitív hatásától megtisztított, úgynevezett strukturális egyenleg 3,3 százalékos hiányt mutatott.

A COVID-19 járvány és az azzal összefüggésben kialakult gazdasági visszaesés alaposan rányomta a bélyegét a 2020-as költségvetési folyamatokra. A március-április időszakban a járvány gazdasági és társadalmi következményeinek enyhítése érdekében a kormány jelentős intézkedéscsomagot jelentett be (lásd az 1. Keretes írást). A megfogalmazott kormányzati intézkedések ugyanakkor összességében arra utaltak, hogy a kormány a többletkiadásokat a költségvetésen belüli átcsoportosításokból, illetve újonnan kivetett adókból kívánja fedezni, így nem tervez költségvetési keresletélénkítést.

4.13. ábra: Az államháztartás kumulált pénzforgalmi egyenlege (Milliárd forint)



Forrás: Pénzügyminisztérium

Az első félévi költségvetési folyamatok ugyanakkor arra utalnak, hogy a tavaszi tervekhez képest a kiadások jelentősen emelkedtek. A költségvetés központi alrendszerének pénzforgalmi hiánya július végére már megközelítette a 2165 milliárd forintot, azaz az idei évre becsült GDP 4,6 százalékát. A hiány jelentős növekedése alapvetően négy tényezőhöz köthető: (i) a gazdaság visszaesése következtében az adóbevételek visszaestek és jelentős mértékben elmaradtak a tervezettől; (ii) az adókönyítést célzó – részben átmeneti – intézkedések további adóbevétel-kiesést eredményeztek; (iii) a járványügyi és gazdaságvédelmi kiadások időarányosan magasak voltak, illetve meghaladták a tervezettet; (iv) az uniós források előfinanszírozása tovább növelte a pénzforgalmi kiadásokat.

A terveket meghaladó, így tényleges költségvetési lazítást jelentő kiadásnövekedés mértékéről nincs megbízható információnk. Ugyanakkor az eddigi bejelentések alapján a gazdaságvédelmi alap terhére elszámolt kiadások már mintegy 500 milliárd forinttal magasabbak az alap forrásainál. Emellett a kormányzati közlések szerint a Járványelleni Védekezési Alap kiadásai is várhatóan meg fogják haladni a tervezettet.

1. Keretes írás: A járvánnyal összefüggő főbb kormányzati intézkedések áttekintése

A COVID-19 járvány gazdasági és társadalmi következményeinek enyhítése érdekében a kormány – a jegybankkal együttműködésben – több lépésben jelentős, a GDP 18-22 százalékát kitevő intézkedéscsomagot jelentett be. A gigantikus méretű csomag jelentős részét az MNB által bevezetett likviditásbővítő és finanszírozást támogató intézkedések (3000 Mrd forint), a hitelmoratórium (1500-3000 Mrd forint) és a kamat, illetve garanciatámogatott hitelek (2000-2500 Mrd forint) képviselik. Ezen intézkedések egy részének (például a hitelmoratóriumnak) nincs költségvetési hatása, másik része pedig rövidtávon nem jár közvetlen költségvetési hatással.

A járványhoz kapcsolódó megnövekedett egészségügyi kiadásokat, valamint a gazdaságvédelmi intézkedéseket a kormány két újonnan létrehozott alapon keresztül finanszírozza. Az alapok forrását a központi költségvetés tartalékaiból, átcsoportosításokból, illetve újonnan kivetett adókból teremti meg. A többletköltekezés, illetve az adókönyítések finanszírozásában emellett fontos szerepe van az EU források átcsoportosításának is.

1. Járványelleni Védekezési Alap

Az alap forrását képezi a költségvetés 2020-ra tervezett fő tartaléka, azaz Országvédelmi Alap (378 Mrd forint), költségvetési átcsoportosítások (82 Mrd forint, ebből 34 milliárd a helyi önkormányzatoktól átcsoportosított gépjárműadó bevétel), az újonnan kivetett kiskereskedelmi adó és a bankadó (összesen 90 Mrd forint), valamint az egészségügyi dolgozók béremelésére már a válságot megelőzően elkülönített 82 Mrd forintos keret.

Az alap forrásait a kormány a következő célokra használja fel: (i) egészségügyi dolgozók egyszeri bérkiegészítése (71 Mrd forint), (ii) egészségügyi dolgozók béremelése (nem új intézkedés, 82 Mrd forint), (iii) egészségügyi eszközvásárlások és beruházások.

2. Gazdaságvédelmi Alap

A Gazdaságvédelmi Alap fő forrását a központi költségvetésnél megcélzott, összesen 922 milliárd forintot kitevő megtakarítások képezik. A kormányzati kommunikáció szerint a tervezett megtakarítások döntő része az Innovációs és Technológiai Minisztériumnál (334 Mrd forint), a Miniszterelnökségnél (119 Mrd forint), az Emberi Erőforrások Minisztériumánál (81 Mrd forint), valamint a Kabinetirodánál (46 Mrd forint) keletkezik. A központi költségvetésben megcélzott megtakarítások döntő része a beruházási és a dologi kiadásoknál jelentkezik.

A kormány a 922 Mrd forintnyi átcsoportosított forrást a következő főbb célokra fordítja:

(i) *Válságsektorok tehermentesítése* címén a leginkább érintett ágazatok (turizmus, vendéglátás, szórakoztatóipar, sport, kulturális szolgáltatások, személyszállítás) munkáltatói járulékterheinek elengedése, munkavállalói járulékok csökkentése, KATA szerint adózó taxisok adójának elengedése, turizmusfejlesztési hozzájárulás elengedése, szolgáltató szektorokban további KATA elengedés. Az intézkedések 2020. június 30-ig tartó időszakra vonatkoznak, és mintegy 150 Mrd forinttal csökkenthetik a költségvetési bevételeket.

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

(iii) *Vállalatok beruházásának támogatása* 450 milliárd forint értékben.

(iv) A *13. havi nyugdíj 4 év alatt történő fokozatos visszaépítése* (2021-2024 között). Az intézkedés nem terheli a 2020-as költségvetést, és egyben nem köthető közvetlenül a válságkezeléshez. Az intézkedés kumulált költségvetési hatása 300 Mrd forintra tehető.

(v) *Vállalkozói adóterhek csökkentése* keretében az állam legfeljebb 5 millió forintig adóteher mérséklést ítélhet meg, a kisvállalati adókulcs 1 százalékponttal csökken, az idegenforgalmi adófizetési kötelezettség 2020 végéig felfüggesztése kerül, a SZÉP kártya keretösszege nő, míg a kapcsolódó adóterhek csökkennek, a rozsdavezetékbeli új lakás építése esetében az áfa-teher 5 százalékra csökken.

Emellett a Nemzeti Foglalkoztatási Alap a maga 423 Mrd forintnyi keretével és az általa ellátott feladatokkal, azaz kiadásokkal együtt átkerült a Gazdaságvédelmi Alap alá.

Összességében a kormány az év első felében becslésünk szerint 1310 milliárd forintnyi, azaz a GDP közel 3 százalékát kitevő nettó kiadásnövelő intézkedésről döntött (a korábban

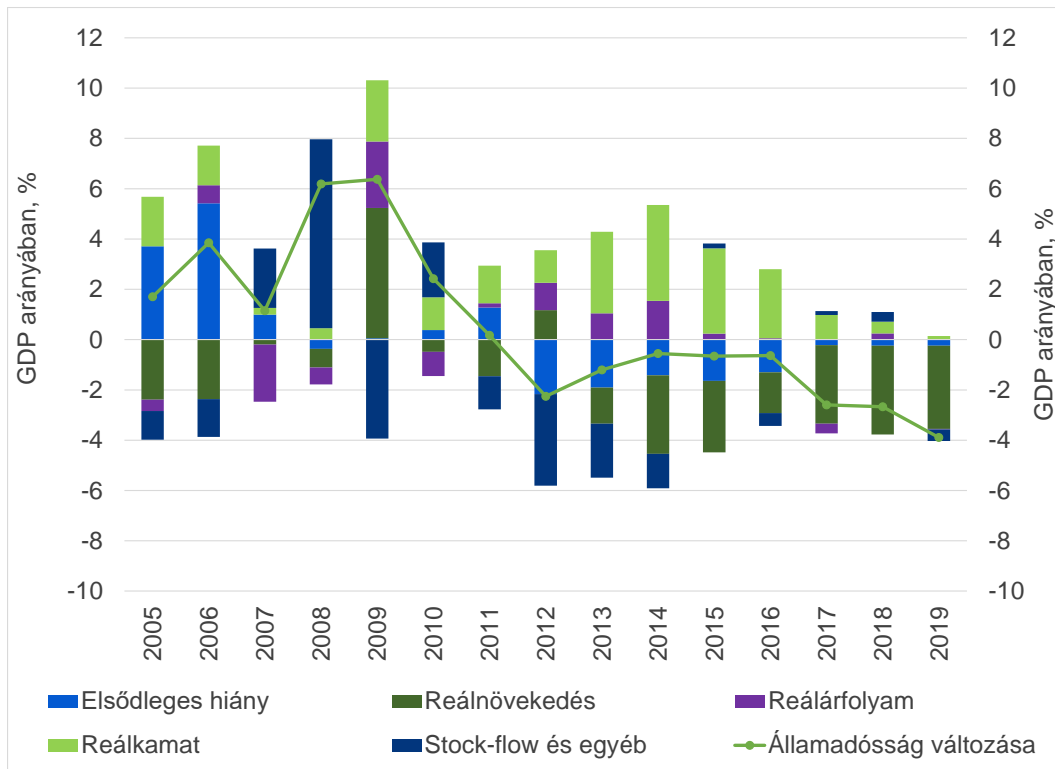
meghozott intézkedéseket nem számítva). Ezeket döntő részben a költségvetési tartalékokból, költségvetésen belüli átcsoportosításból, illetve az újonnan kivetett adókból finanszírozza. Az újonnan kivetett adók mellett a költségvetési törvényhez képest további többletforrást jelent, hogy az árfolyam gyengülése következtében megnövekszik az uniós támogatások forintban kifejezett értéke (a többletforrások a Pénzügyminisztérium szerint elérhetik az 1000 milliárd forintot is). Emellett 2020-ban az MNB 250 milliárd forintos eredményt fizet be a költségvetésbe, aminek közel 20 százaléka, azaz a GDP 0,1 százaléka a hiányt mérsékli (költségvetési bevételként kerül elszámolásra). A fennmaradó, 200 Mrd forintos összeg pedig az államadósság finanszírozását „tehermentesíti”. További finanszírozási tehermentesítést jelent emellett az uniós transzferek folyósításának felgyorsítása.

Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezői

2019-ben jelentős mértékben csökkent az államadósság GDP-arányos rátája: 2019 végén 66,3 százalékot tett ki, ami közel 4 százalékpontos mérséklődést jelent 2018-hez képest. Az adósságráta csökkenése szinte teljes mértékben a reálnövekedéshez köthető (4.14 ábra).

A gyors reálgazdasági bővülés önmagában a GDP 3,3 százalékaival csökkentette az adósságrátát 2018-hoz képest. Az adósság kinövését támogatta emellett a tovább mérséklődő reálkamat kiadás, illetve az elsődleges egyenleg kismértékű többlete, valamint a stock-flow tételek hatása is.

4.14. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója

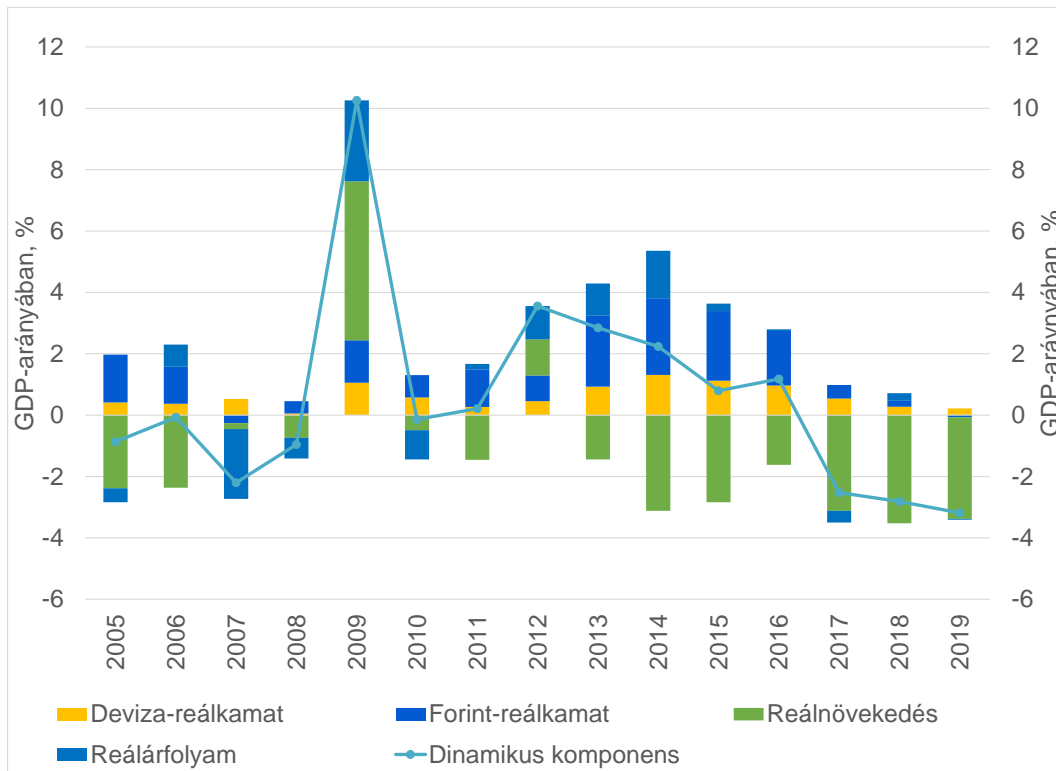


Forrás: KSH, OGResearch számítás

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

A reálkamat, reálárnyomás és reálnövekedés hármasságának, azaz a dinamikus komponens adósságra gyakorolt összhatásában 2019-ben is a reál GDP növekedés volt meghatározó (4.15 ábra). Ugyanakkor az elmúlt éveknek megfelelően az adósságra fizetett kamatköltség, az úgynevezett implicit kamat alakulása is támogatta az adósságcsökkenést.

4.15 ábra: A dinamikus* komponens



Forrás: KSH, OGRsearch számítás

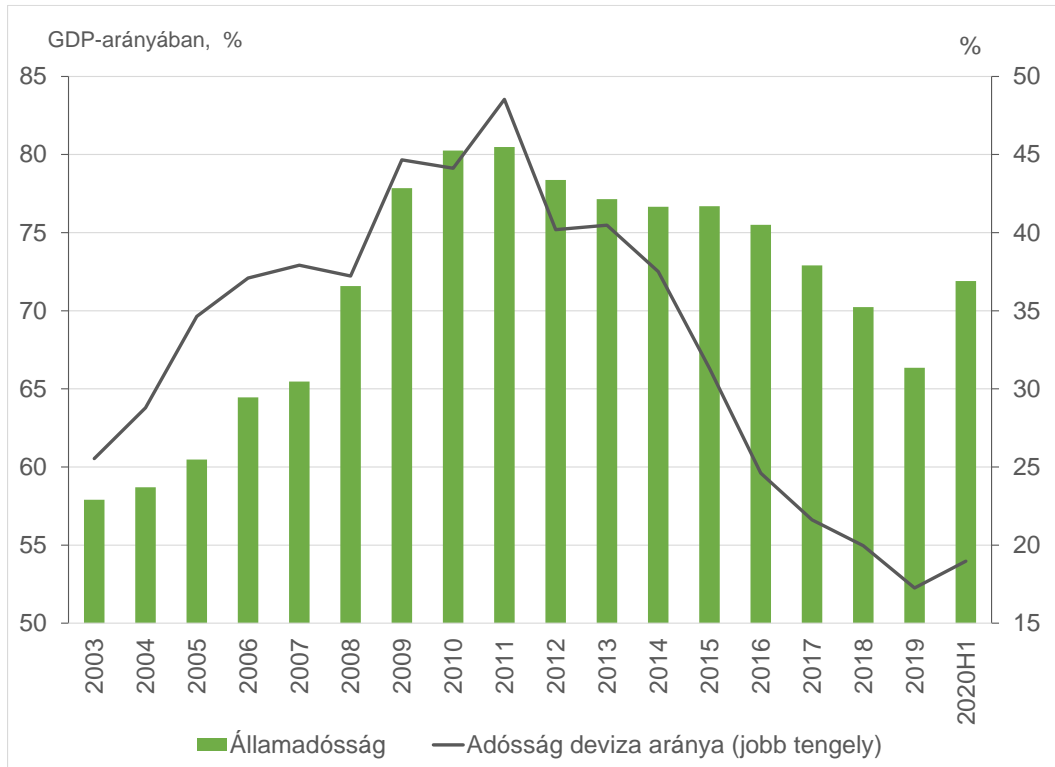
**Megjegyzés: A dinamikus komponens a kamat, a reálárfolyam és a reálnövekedés, azaz a makrogazdasági tényezőknek a múltban felhalmozott adósságon keresztül az adósságdinamikára gyakorolt összhatását mutatja.*

Az elmúlt években mind az állampapírpiazi hozamok, mind az eurókamatok esetében jelentős csökkenést figyelhettünk meg, ami elsősorban a mérséklődő inflációhoz, illetve a tartósan laza monetáris politikához volt köthető. Emellett a szuverén magyar adósságra fizetett kockázati felár is számottevően mérséklődött, így az államadósság marginális finanszírozási költsége, azaz az új kibocsátásokra és az újonnan felvett hitelekre fizetett kamat tovább csökkent. Ennek ellenére az adósságra fizetett implicit kamatokban sokáig nem tükröződött a piaci hozamcsökkenés, a reál implicit kamatok pedig egyes években emelkedtek is. Ez a folyamat elsősorban az adósság lassú átárzódásával állt összefüggésben, aminek hatására a piaci hozamok csökkenése csak fokozatosan, késleltetve jelenik meg a teljes adósság finanszírozási költségében. A fenti folyamat következménye ugyanakkor, hogy a piaci hozamok lassuló csökkenésének, illetve stabilizálódásának ellenére 2016-19 folyamán is folytatódott az implicit kamatok csökkenése.

2020 első felében megtört az adósságráta csökkenő trendje. A gazdaság visszaesésének, a költségvetési hiány emelkedésének, valamint az átmeneti tételek, elsősorban az EU

transzferek előfinanszírozásának következtében az adósságráta a GDP 71,9 százalékára emelkedett.

4.16 ábra: A maastrichti államadósság ráta és annak devizaaránya



Forrás: ÁKK, OGR számítás

Az államadósság finanszírozási szerkezete

2019-ben folytatódott az államadósság devizaarányának csökkenése: a mutató értéke a 2018-ban mért 20 százalékos szintről 17,3 százalékra csökkent, így tovább mérséklődött az államadósság árfolyamkockázata. A devizaadósság arányának markáns csökkenése 2019-ben is a lakossági állampapír-állomány meredek emelkedésével valósult meg. Ugyancsak kedvező fejlemény, hogy az elmúlt egy évben emelkedett az államadósság hátralevő futamideje, ami 2020 júniusra a forintadósság esetében 4,3 év körül alakult, miközben a devizaadósság esetében ez a mutató meghaladta a 6 évet. A futamidő növelésével tovább csökkent az adósság kamat- és refinanszírozási kockázata. Így az adósságkezelési stratégia alapvetői célkitűzései 2019-ben megvalósultak.

2020-ban a finanszírozási igény hirtelen és jelentős mértékű emelkedése, a COVID-19 okozta növekvő bizonytalanság és a gazdasági kilátások romlása alapvetően átrajzolta a

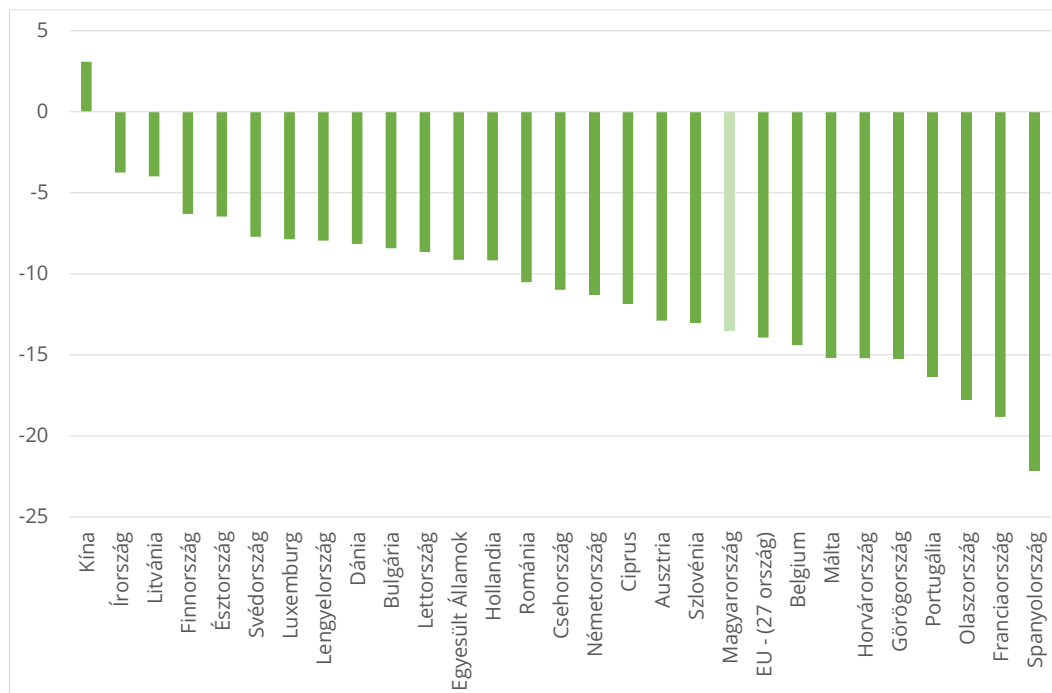
finanszírozási folyamatokat. Az ÁKK a 2020 augusztusi, legfrissebb tervében a finanszírozási szükségletet döntő részben hazai államkötvény-kibocsátással, illetve devizakibocsátással kívánja fedezni. A finanszírozási terv a lakossági állampapírok esetében enyhe csökkenéssel számol. Az államkötvény kibocsátás jelentős mértékű növelését támogatja a jegybank állampapír vásárlási programja. A program keretében 2020 májusától szeptember 20-ig tartó időszakban az MNB közel 354 milliárd forint értékben vásárolt állampapírt a másodpiacon. A 2020-ra tervezett, nettó értelemben (azaz a lejáratokat levonva) összesen 540 milliárd forint (GDP közel 1,2 százalékát kitevő) devizaforrás-bevonás szeptember első felére már meg is valósult. Az államadósság devizaaránya 2020 júniusára 19 százalék közelébe emelkedett (4.16 ábra).

5. Meghatározó nemzetközi trendek

A 2019 végén Kínából elinduló, 2020 márciusára világméretűvé váló új típusú koronavírus-járvány (COVID-19) komoly társadalmi problémákat okoz, és mind a kínálat, mind a kereslet visszaesésén keresztül alapjaiban rázolja át a nemzetközi gazdasági és pénzügyi folyamatokat. A nagy gazdaságok teljesítménye 2020 első negyedében jellemzően mérséklődött, majd a második negyedében a széleskörű korlátozások hatására a kibocsátás meredeken zuhant. Még a 2008-2009-es nemzetközi pénzügyi válságot is felülmúlta a termelés visszaesése. Az egyes országok növekedési számait az eltérő gazdaság szerkezet (export súlya, turizmus és ipar jelentősége), valamint a járvány elleni védekezés különbözősége magyarázza (5.1 ábra).

A járvány hatására bevezetett óvintézkedések, illetve a megbetegedések kapcsán kieső munkaerő a világ számos országában a termelés jelentős visszaeséséhez, illetve egyes szektorok teljes leállásához vezetett. A válság által közvetlenül sújtott szektorokban szinte azonnal megkezdődtek a munkaidő korlátozások, a részmunkaidő bevezetése és az elbocsátások. A jövedelem csökkenése és a munkanélküliség növekedése, illetve az ezekkel kapcsolatos negatív várakozások hatására a lakosság fogyasztása és beruházása visszaesett. Így a vállalatok azonnali, elsősorban kínálati okokhoz köthető termelés kiesése mellett egyre erősebbé válik a kereslet csökkenése miatt bekövetkező visszaesés. A bevételkiesés sok vállalat esetében likviditási problémák kialakulásához vezet, de a válság által leginkább sújtott szektorokban – külső támogatás hiányában – a cégek jelentős részét rövid időn belül a csőd kockázata fenyegeti.

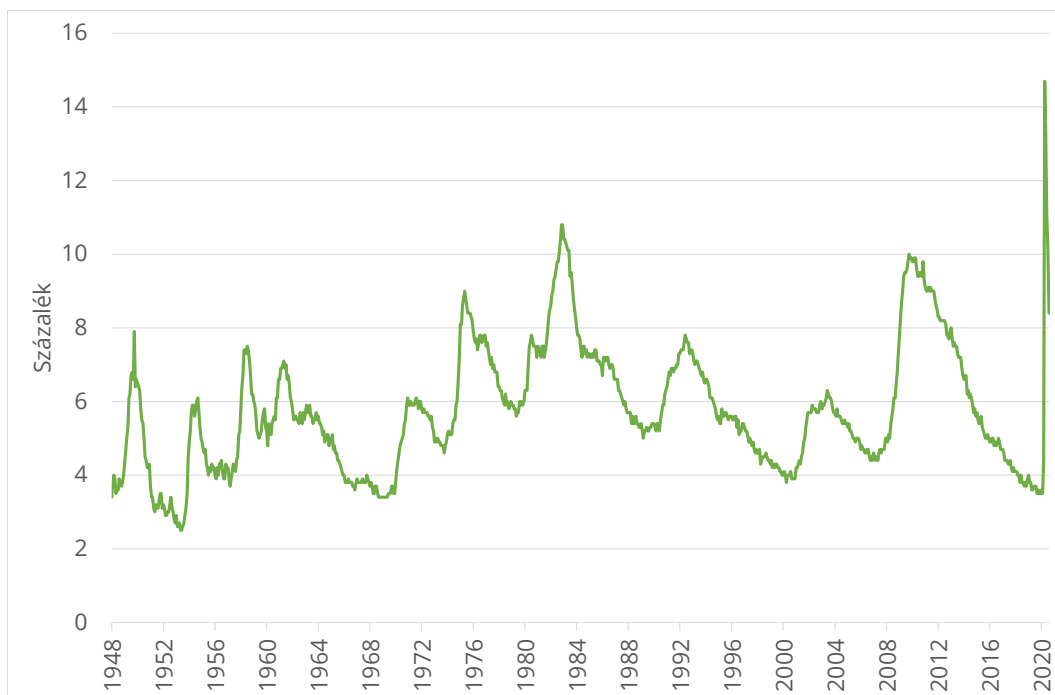
5.1 ábra: Reál GDP növekedés 2020 második negyedében (év/év, százalék) – nemzetközi adatok



Forrás: Eurostat

A rendelkezésünkre álló konjunktúraadatok az alapján az elmúlt hónapokban a gazdaságok helyreállása fokozatosan megindult. Ugyanakkor a megnövekedett bizonytalanság és a várakozások romlása a kockázati indexek növekedését és ezzel párhuzamosan a befektetésektől elvárt kockázati prémiumok emelkedését váltja ki. A szűkülő likviditás, a romló növekedési kilátások, a növekvő bizonytalanság és a reálértelemben vett finanszírozási költségek emelkedése a vállalatok beruházási keresletét veti vissza. Összességében a COVID-19 jelentős mértékben visszaveti mind a globális növekedést, mind a nemzetközi kereskedelmet. A válság mélysége és a kilábalás gyorsasága igen bizonytalan, és jelentős mértékben függ a járvány hosszától, illetve a válságkezelés hatékonyságától.

5.2 ábra: Munkanélküliségi ráta az Amerikai Egyesült Államokban (százalék, havi adatok)



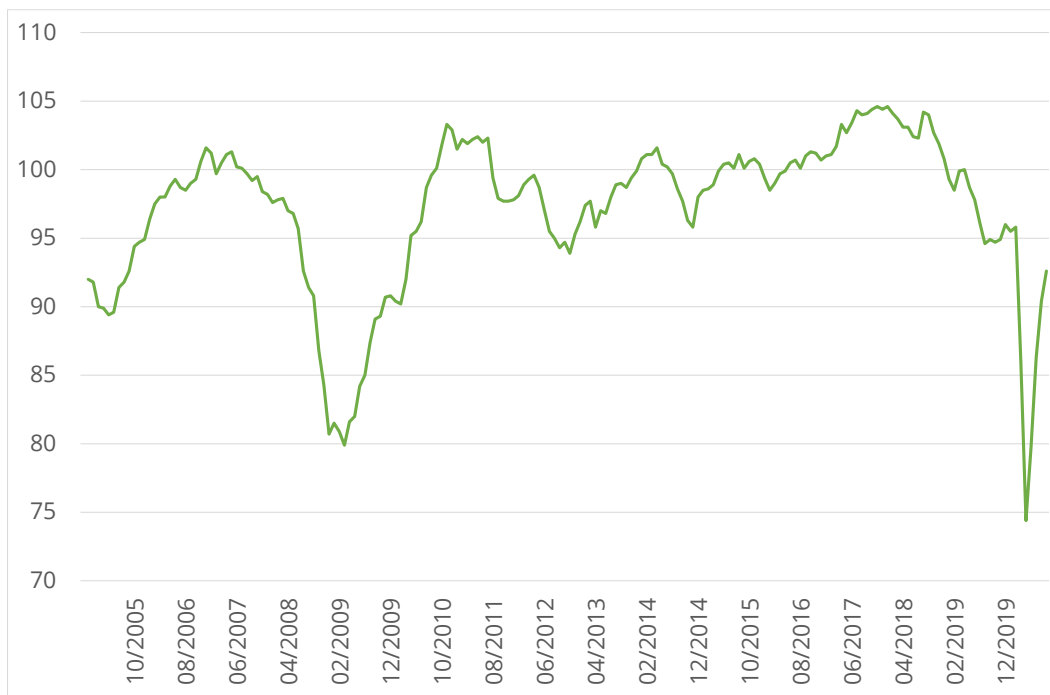
Forrás: Federal Reserve Bank of St. Louis

Az Amerikai Egyesült Államok (USA) gazdasági teljesítménye 9,1 százalékkal volt alacsonyabb a tavalyinál a második negyedévben. A munkanélküliségi ráta historikus csúcsra emelkedett áprilisban (14,7 százalék) és az elmúlt hónapok csökkenése ellenére az augusztusi szint továbbra is rendkívül magas (5.2 ábra). Az USA ipari termelése 2020 augusztusában a szezonálisan igazított adatok szerint továbbra is 8 százalékkal marad el a tavalyi értékétől.

A COVID-19 válság kedvezőtlen körülmények között érte Európai Gazdasági Térséget. A Brexit elhúzódó negatív hatása mellett (lásd a 2. Keretes írást) a német gazdaság továbbra is az autóipari technológiaváltás, illetve az új környezetvédelmi szabályozás terheivel küzd. Az Eurostat adatai szerint az EU GDP-je éves alapon 13,9 százalékkal volt alacsonyabb 2020

második negyedében. Az elmúlt hónapok korrekciója ellenére Európa országában mind a lakossági, mind a vállalati bizalmi indexek még mindig érdemben negatív tartományban alakulnak. A német IFO üzleti bizalmi index a szezonálisan igazított adatok alapján 2 hónap alatt több mint 20 pontot zuhant, ami a legnagyobb mértékű visszaesést jelenti az index fennállása, azaz 1991 óta (5.3 ábra). Jelenleg az index a 2010 elején tapasztalt szinten tartózkodik, azaz az üzleti szektor a nemzetközi pénzügyi válságban mérthez hasonló mértékben kedvezőtlennek ítéli meg a kilátásokat.

5.3 ábra: IFO német üzleti bizalmi index



Forrás: Ifo Institute. Magyarázat: Index (2015=100, szezonálisan igazított adat)

2. Keretes írás: Hogy áll a Brexit?

2020 január végén az Egyesült Királyság kilépett az Európai Unióból, de az idei év végéig egy átmeneti időszak van érvényben, ami alatt az Egyesült Királyság betartja a legtöbb EU-s előírást, hogy részese maradjon az unió egységes piacának. Ugyanakkor még mindig jelentős a bizonytalanság azzal kapcsolatban, hogy hogyan fog a jövőben a két fél együttműködni, lesz-e köztük szabadkereskedelmi megállapodás. A piaci szereplők döntő többségéhez hasonlóan az alappályánknban azzal a feltevéssel élünk, hogy a felek megállapodnak, és a brit kilépés az Unióval kötendő megállapodás szerint, rendezett módon fog végbemenni. Ugyanakkor az EU-s tagállamok által kitűzött október 15-i határidő közeledtével a brit parlament alsóháza megszavazott egy belső piaci törvényjavaslatot, amely ellentétes a januárban ratifikált uniós kilépési megállapodással. Az Európai Bizottság szerződészegésnek minősítette a törvénytervezetet és várhatóan csak annak visszavonása

esetén fogja áldását adni egy kereskedelmi megállapodásra. Az elemzői konszenzus szerint az októberi EU csúcsig a felek megegyeznek, de a rövid határidőre tekintettel némiképp ismét megnőtt az esélye annak, hogy végül mégsem születik megállapodás, azaz a Brexit rendezetlen módon megy végbe.

A Brexittel kapcsolatos bizonytalanság az elmúlt években érdemi hatással volt az Egyesült Királyság gazdaságára, ezen belül is elsősorban a beruházási folyamatokra. Ebben az időszakban a szigetország gazdasági növekedése számottevően alacsonyabb volt, mint más fejlett országoké. A kilépéssel kapcsolatos népszavazás (azaz 2016) óta tartósan megnövekedett bizonytalanság emellett kedvezőtlenül hatott az EU tagállamok és a világgazdaság növekedésére is.

A rendezett Brexit jövőben várt negatív hatási beépültek az Egyesült Királyságra és a világgazdaságra vonatkozó előrejelzések alappályájába, a nemzetközi intézmények és gazdaságpolitikai műhelyek mindegyike a rendezett kilépés feltevésével él. Ha azonban a kilépés mégsem rendezett módon menne végbe, az tovább rontaná a gazdasági előrejelzéseket.

Az Egyesült Királyság egyik napról a másikra elvesztené az EU egységes piacához való hozzáférését (az EU tagállamaival szoros kereskedelmi kapcsolata van a brit gazdaságnak, a szigetország exportjának közel 50 százaléka az EU országaiba irányul), illetve kívül kerülné az összes érvényben lévő harmadik féllel kötött uniós kereskedelmi megállapodáson (ez körülbelül a brit export további 10 százalékát érinti). A kereskedelmi kapcsolatok leépülése, a brit külső kereslet csökkenése növekedési áldozatokkal járna az EU számára is.⁵ A Nagy-Britanniával fennálló szoros kapcsolatuk miatt Írország és a Benelux államok a leginkább kitéttek a kereskedelem lassulásának (exportjuk körülbelül 10 százaléka megy az Egyesült Királyságba). Ugyanakkor az EU legnagyobb gazdaságaiban (Németország, Franciaország és Olaszország) viszonylag mérsékelt, mindössze 5 százalék körüli a britek súlya a kivitelben, ezért számukra a közvetlen gazdasági hatás kevésbé jelentős. A kereskedelmi csatornák ellehetetlenülése mellett a gazdasági folyamatok szempontjából meghatározó csatorna a bizonytalanság növekedése, a fokozódó kockázatkerülés és a finanszírozási költségek ebből fakadó emelkedése. Az intézményi előrejelzők szerint ugyanakkor a bizonytalanabb gazdasági környezet hatására elsősorban az Egyesült Királyság szembesülhet magasabb kockázati prémiummal, a többi ország esetében ez a hatás elenyésző (lásd IMF, 2019).

⁵ Magyarország és Nagy-Britannia közvetlen kereskedelmi kapcsolata sem tekinthető számottevőnek, a szigetország magyar áru- és szolgáltatásexporton belüli részaránya csak 3 körül százalék körül van, ezért hazánk szempontjából a Brexit Európai Unióra gyakorolt növekedési hatása dominál.

Az IMF becslései (lásd IMF, 2019) szerint rendezetlen kilépés esetén 2 éves időhorizonton mindössze 0,5 százalékkal marad el az EU kibocsátása az alappályához képest. Hosszú távon a potenciális növekedés üteme is mérséklődik, azonban a szigorúbb bevándorlási szabályok hatására nő az EU-ban a munkaerő állomány, így ez a hatás mindössze 0,3 százalékra tehető.

A fentiek következtében egy megállapodás nélküli Brexit esetén a magyar gazdaság növekedése a külső kereslet visszaesése miatt átmenetileg mérséklődhet, és lassabb lehet az adósságráta csökkenése is. Jelenlegi becslésünk szerint azonban ezek a hatások kifejezetten kismértékűek, így a költségvetési hiány és az adósságpálya fenntarthatóságát átmenetileg sem veszélyeztetik.

Összességében, megítélésünk szerint a megállapodás nélküli Brexit valószínűsége alacsony, illetve egy ilyen forgatókönyv megvalósulása sem gyakorolna tartós és számottevő hatást a magyar fenntarthatósági folyamatokra. Így jelen tanulmányunkban nem szenteltünk külön forgatókönyvet a rendezetlen Brexitnek.⁶

Kínában a járvány 2019 végén kezdődött és 2020 márciusára már lecsengő szakaszba került. A kínai statisztikai hivatal adatközlése szerint 2020 első negyedében a GDP 6,8 százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest. A jelentős kibocsátás csökkenés annak ellenére következett be, hogy a kínai intézkedések hatására sikerült a járványt lokalizálni, azaz nem vált az országban széles körben elterjedté, valamint a globális környezet a fenti időszakban még viszonylag kedvezően alakult. A második negyedében azonban a gazdaság rendkívül gyorsan helyreállt, a kibocsátás 3 százalékkal haladta meg az előző évi értékét.

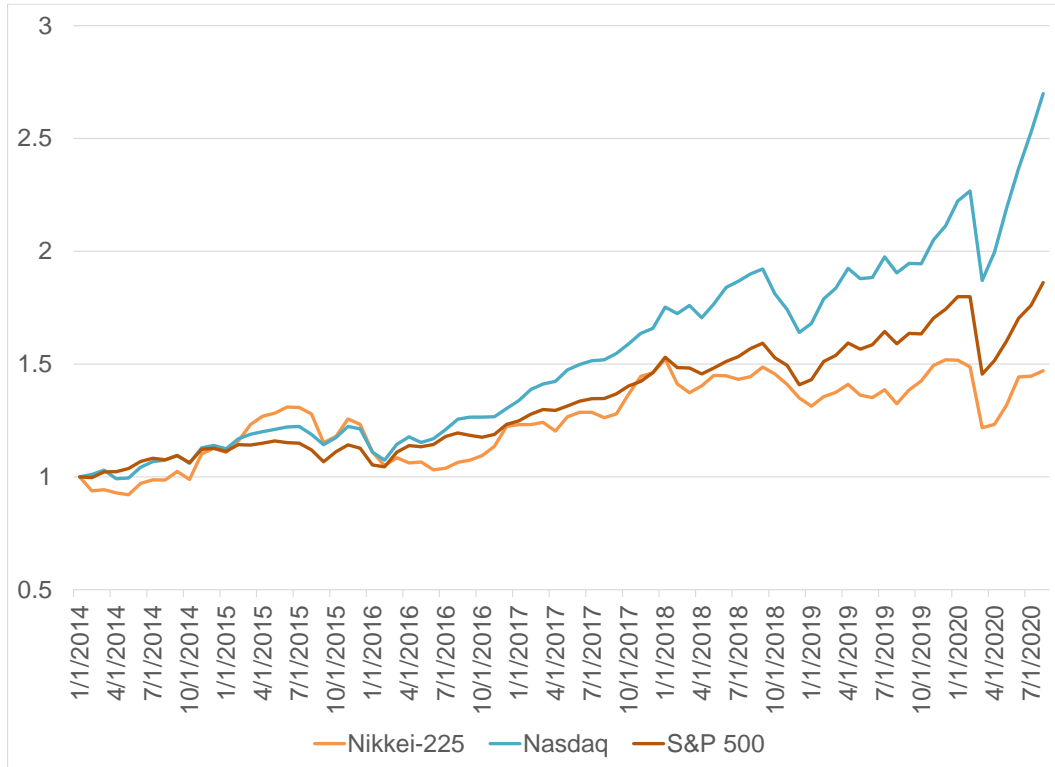
A kedvezőtlen globális folyamatok és a növekedési kilátások romlása a nyersanyagárak alakulásában is markánsan tükröződött. Áprilisban a Brent típusú kőolaj hordónkénti ára a 2019 decemberi végi 67 dollár körüli szintről 20 dollár közelébe mérséklődött. Az év elején az olajárak mélyrepülésében kínai tényezők is szerepet játszottak, ugyanis az OPEC+ tagállamok március 8-i ülésén nem született megállapodás a kibocsátás csökkentéséről, és Szaúd-Arábia egyoldalúan megnövelte a kitermelését. Termelés-csökkentést végül május elsejétől sikerült bevezetni, aminek következtében fokozatosan emelkedni kezdett a Brent nyersolaj ára. Június 6-án a termelést korlátozás meghosszabbításáról döntöttek az OPEC országok, és augusztus óta 45 dollár/hordó körül alakult az olaj ára.

A réz és a vas ára dinamikusán emelkedett az elmúlt hónapokban. A kínai kereslet helyreállása mellett kínai tényezők is szerepet játszottak, ugyanis a járvány következtében több kitermelőhelyet bezártak. Korábban nem látott csúcsra emelkedett az arany árfolyama.

⁶ 2019-es tanulmányunkban a rendezetlen Brexit scenárióban azt feltételeztük, hogy erősödik az euro és EU-szkepticizmus, ami hosszabb távon is kedvezőtlenül befolyásolja a magyar gazdaság számára meghatározó külső környezetet (lásd Antal et al., 2019). Jelenleg a koronavírus negatív gazdasági következményei miatt ez a kompozit scenárió nem reális.

A nemesfém árának emelkedésének oka, hogy a befektetők biztonságos menedékként tekintenek az aranyra és más nemesfémekre.

5.4 ábra: Tőzsde indexek (pont) – nemzetközi adatok



Forrás: Federal Reserve Bank of St. Louis

A példa nélküli globális járvány a bizonytalanság növekedését, a kockázati felárak megugrását és nagymértékű eladásokat váltott ki a pénzügyi piacokon (5.4 ábra). A részvénytőzsdék ugyanakkor csak átmenetileg csökkentek a kedvezőtlen hírekre. Az Egyesült Államokban a részvénytőzsdéi mutatók átmeneti visszaesés után hamar korrigálódtak, majd az elemzőket meglepve tovább növekedtek.

A kockázatosnak tekintett országokban a kötvényhozamok növekedtek, a feltörekvő piacok devizái leértékelődtek, a tőke a „biztonságos” eszközök felé menekült. Az elmúlt negyedévben azonban a feltörekvő devizák érdemben erősödtek, és a kötvényhozamok is mérséklődtek a nemzetközi befektetési hangulat javulásával. A piaci szereplők által érzékelt kockázatokat mérő VIX index március közepén átmenetileg 80 pont fölé ugrott, azaz elérte a 2008-as pénzügyi válság mélypontján mért historikus csúcsát. A közelmúltban a mutató érdemben korrigálódott, és az elmúlt hónapokban 20-30 körül alakult.

A COVID-19 gyors terjedése és a járvány elhúzódásának kockázata egyértelművé tette, hogy a világ számos országának jelentős gazdasági visszaeséssel kell szembenéznie. Így a legtöbb országban a kormányok és a jegybankok átfogó gazdaságpolitikai intézkedéscsomagot

jelentettek be. A csomagok általános célja a válság mélységének és tartósságának tompítása a következő intézkedési területeken keresztül:

- (i) a munkaadók bérkiadásokhoz kapcsolódó terheinek átmeneti csökkentése, a bérköltségek részleges átvállalása annak érdekében, hogy az átmeneti bevételkiesés a lehető legkevesebb elbocsátással járjon;
- (ii) a vállalati csődkockázat mérséklése érdekében a válság által sújtott szektorok terheinek általános könnyítése, fizetési moratórium bevezetése, hitelnyújtás;
- (iii) a rászorulóknak szociális juttatásokon keresztüli közvetlen támogatása a válság kedvezőtlen társadalmi következményének enyhítése érdekében;
- (iv) a bankrendszer és a vállalati szektor likviditási helyzetének javítása;
- (v) az államháztartás finanszírozásának segítése.

A részben jelentős költségvetési teherrel járó, jól célzott intézkedéseknek meghatározó szerepe lehet annak megakadályozásában, hogy a válság tovább mélyüljön és a termelő kapacitások tartós leépülését, így a hosszú távú gazdasági kilátások jelentős romlását vonja maga után. Az Európai Bizottság az állami beavatkozás szükségességét felismerve átmenetileg felfüggesztette az uniós költségvetési szabályokat.⁷ Júliusban az EU 27 tagállamának vezetője megállapodott abban, hogy egy 750 milliárd eurós (2019-es EU GDP körülbelül 4 százaléka) méretű helyreállítási alapot indítanak 2021-től NextGenerationEU néven. Az alap célja, hogy támogassa a gazdasági helyreállást, és hozzájáruljon a zöld és digitális gazdasági átállás céljaihoz, először az EU történetében közös adósságfinanszírozást vállalva.

A növekedési kép drasztikus romlása és ezzel párhuzamosan az inflációs nyomás mérséklődése a világ nagy jegybankjait lazább monetáris politika felé terelte. A Fed 2 lépésben 150 bázisponttal nullára csökkentette az irányadó kamatot. Az angol jegybank 65 bázisponttal, 0,1 százalékra csökkentette az irányadó kamatot. A nagy jegybankok szinte kivétel nélkül jelentős likviditásbővítő intézkedéseket vezettek be, illetve további eszközvásárlási programokról döntöttek, emellett deviza-swap eszközökön keresztül növelték a rendelkezésre álló dollárlikviditást.

⁷ Lásd https://ec.europa.eu/hungary/20200313_coronavirus_economic%20package_hu.

6. Középtávú előrejelzésünk alappályája

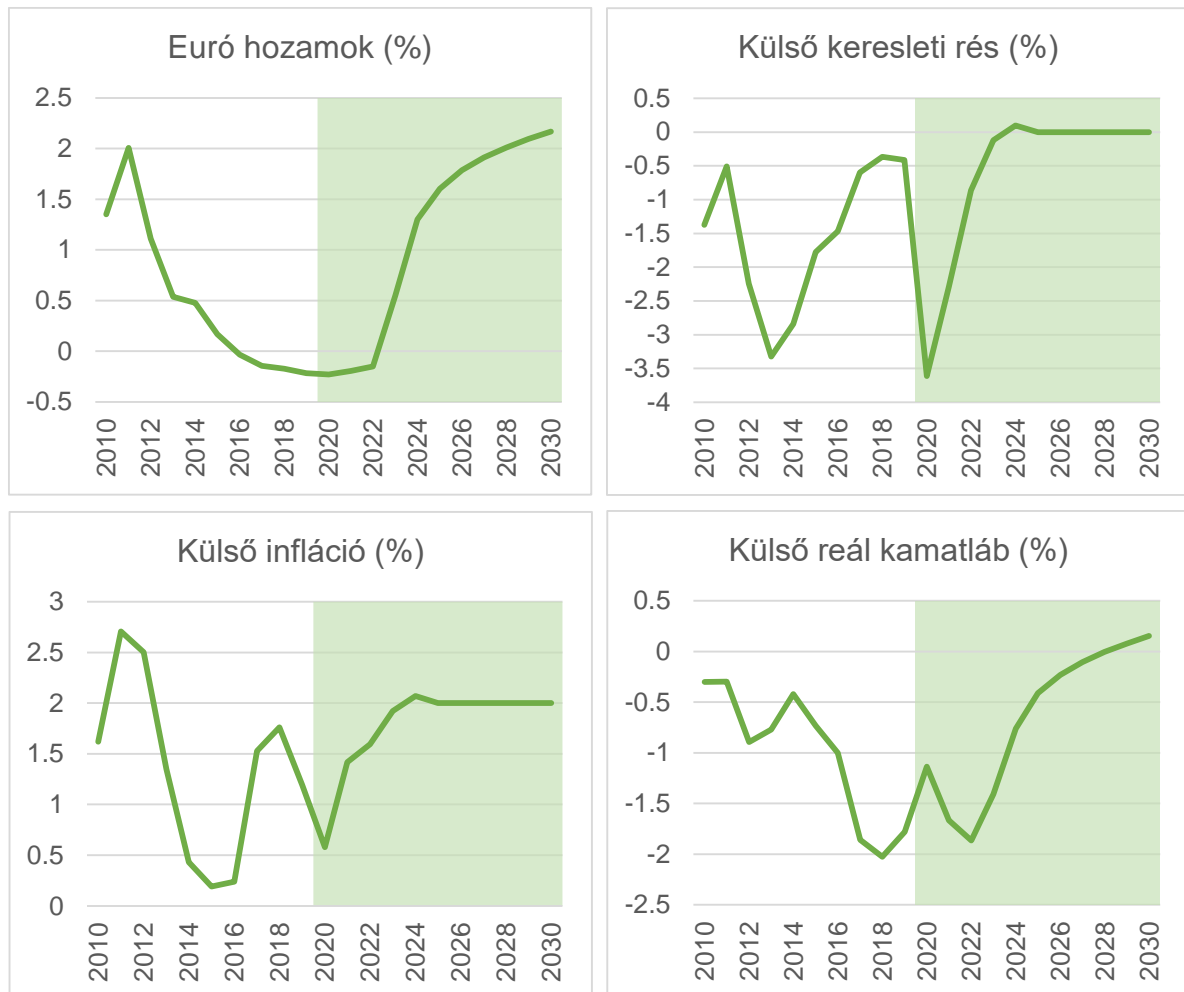
Ebben a fejezetben bemutatjuk középtávú, 2030-ig tartó előrejelzésünk alappályáját. A később bemutatásra kerülő alternatív forgatókönyvekben azt elemezzük, hogy a nemzetközi környezettel kapcsolatos eltérő feltevések milyen hatást gyakorolnak a makrogazdasági és fiskális változókra az alappályához képest.

Külső feltevések

A COVID-19 gyorsan terjedt az euroövezet országaiban, és a járvány a legnagyobb gazdaságokban a legsúlyosabb. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy korlátozások feloldásával az élet fokozatosan visszatér a megszokott kerékvágásba, és a gazdaságok „újraindulnak”. A vírus második hullámának hatására az országok különböző óvintézkedéseket vezetnek be, de nem lépnek életbe a tavaszi időszakhoz hasonló szigorú korlátozások. A kilábalás megítélésünk szerint fokozatosan következik be, mivel a jövedelem csökkenése és a bizonytalanság növekedése következtében a kereslet hosszabb távon elmarad a korábban feltételezettől. Az eurozóna kilábalását emellett tovább lassíthatják az évek óta jelenlévő strukturális problémák, illetve az a tény, hogy számos ország nem rendelkezik a válság érdemi enyhítéséhez szükséges fiskális mozgástérrel.

Előrejelzésünk szerint 2020-ban az eurozónában jelentős, 9 százalékos körüli gazdasági visszaesés következik be. A kibocsátás csökkenése miatt a 2019-ra becsült, enyhe negatív kibocsátási rés 2020-ban tovább nyílik, és megközelítőleg -3,5 százalékosra mélyülhet. Alappályánkban a kilábalás viszonylag fokozatosan megy majd végbe, így a kibocsátás még 2022-ben is elmarad a potenciális szintjétől és a kibocsátási rés -1 százalékos körül alakulhat. A mély recesszió hatására az infláció jelentős mérséklődésére számítunk. 2020-ban az infláció éves átlagos változása 0,6 százalékos közelébe mérséklődik, és keresleti nyomás hiányában csak az előrejelzési horizont közepén közelíti meg az EKB 2 százalékos célját. Így az EKB kommunikációjával összhangban arra számítunk, hogy 2022 végéig fennmaradnak a jelenlegi laza monetáris kondíciók, az EKB nulla közeli szinten tartja az irányadó kamatot (6.1. ábra). Előrejelzésünk szerint a monetáris szigorítás 2023-ban kezdődhet meg, és fokozatosan megy majd végbe.

6.1. ábra: az alappálya külső feltevései



Forrás: OGRResearch

Megjegyzés: A modellben a külső feltevések az euroövezetre vonatkoznak.

Az olajárak esetében a kedvezőtlen globális folyamatokkal és a kereslet visszaesésével összhangban nem számítunk gyors korrekcióra. A Brent típusú kőolaj hordónkénti ára előrejelzésünk szerint csak 2021-ben emelkedik 50 dollár fölé, és 2022 második felében éri el a 60 dolláros szintet.

A hazai makrogazdaságra gyakorolt hatás

A második negyedévben a járvány a legtöbb nemzetgazdasági ág teljesítményére kedvezőtlen hatást gyakorolt, és a KSH adatai szerint a magyar gazdaság teljesítménye 13,6 százalékkal volt alacsonyabb a tavalyinál. Ezt követően a havi konjunktúra adatok alapján a gazdasági helyreállítás fokozatosan megindult. A gazdasági folyamatokkal összhangban a GKI konjunktúraindexe szerint javult a fogyasztói és az üzleti bizalom tavasz óta, azonban a felmérés augusztusi eredményei szerint megtört a hangulat javulása, így a mutatók a gyors

visszapattanás helyett elnyújtott kilábalásra utalnak. A fogyasztói bizalom drasztikus romlása elsősorban a gazdaság jövőjének kedvezőtlen megítéléséhez és a munkanélküliségtől való félelem növekedéséhez köthető.⁸

Előrejelzésünk szerint a COVID-19 járvány közvetett és közvetlen hatásának következtében a magyar gazdaság 2020-ban mély recesszióba kerül. Elemzésünkben azzal számolunk, hogy a járvány kapcsán bevezetett óvintézkedések életben maradnak legalább az év végéig, de nem lépnek életbe a tavaszi időszakhoz hasonló szigorú korlátozások. Alappályánk szerint 2020-ban a gazdasági visszaesés mértéke éves szinten 6 százalék körül alakulhat. A kibocsátás így jóval elmaradhat a potenciális szintjétől és a negatív kibocsátási rés a potenciális GDP 4.5 százaléka körül alakulhat (6.2 ábra).

A bejelentett költségvetési és jegybanki intézkedések megítélésünk szerint elsősorban a likviditási korlátok enyhítésén és a finanszírozási lehetőségek kibővítésén keresztül járulnak hozzá a válság hatásainak mérsékléséhez. Emellett a költségvetési intézkedések is élénkítik a gazdaságot, azonban a sokk méretéből adódóan a kontraciklus gazdasági stimulus csak részben tudja ellensúlyozni a negatív hatásokat. A gazdasági visszaesés tompítása szempontjából fontos bértámogatási program megszűnésre került, és a rövid ideig járó munkanélküli segély miatt az új álláskeresők jelentős hányada ellátás nélkül marad.

A jegybank 2020 márciusában a forintárfolyam gyors gyengülése következtében kamatemelésre kényszerült, amit a kamatfolyosó „tetejének feltolásával”, illetve az 1 hetes fedezett hiteleszköz kamatának 1,85 százalékra történő emelésével ért el. Az effektív rövid kamatszint (HUFONIA) közel 50 bázisponttal emelkedett az év eleji szintekhez képest. Azóta két lépésben összesen 30 bázisponttal csökkentett a jegybank, így a rövid lejáratú piaci kamatok enyhén mérséklődtek. A hagyományos monetáris politika további lazítását korlátozza az árfolyamgyengülés és az erősödő inflációs nyomás.

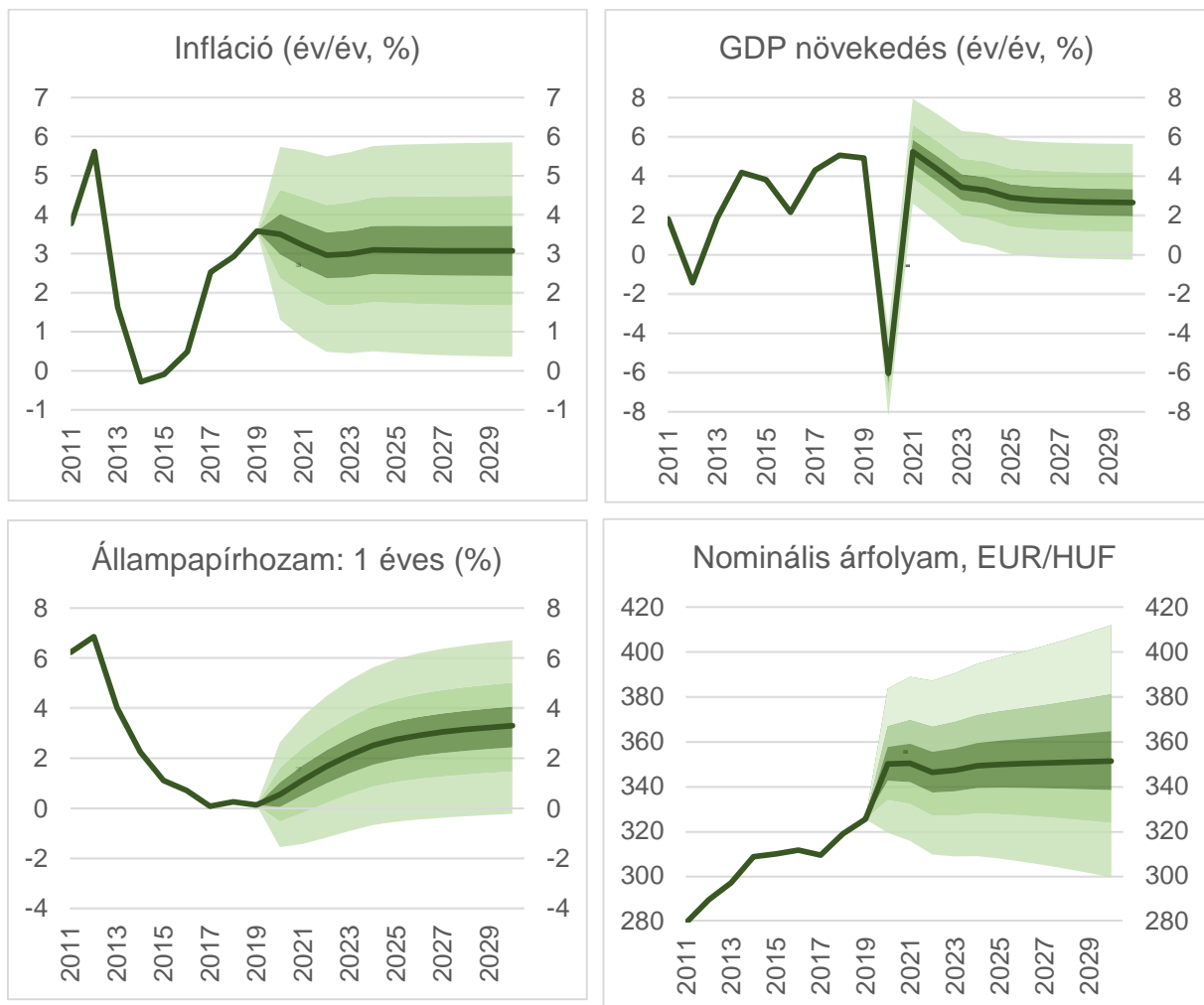
A jegybank ugyanakkor számos intézkedést jelentett be, amelyek alapvető célja, hogy növelje a bankrendszer likviditását, támogassa a vállalatok hitelezését és közvetetten oldja az államháztartás finanszírozási feszültségeit. Az MNB megemelte a kkv finanszírozását célzó Növekedési Hitelprogram és a nagyvállalati finanszírozást segítő Növekedési Kötvényprogramot keretét. A két program keretében összesen 3300 milliárd forintnyi extra forrást biztosít a vállalatoknak. Emellett a jegybank 1 százalékponttal csökkentette a kötelező tartalékrátát, így 250 milliárd forinttal növelte a bankrendszer szabad likviditását. Az MNB 1500 milliárd forint értékben indított államkötvény és jelzáloglevél-vásárlási programot.

Az Európai Uniótól érkező források is elsősorban a finanszírozási helyzet könnyítéséhez járulhatnak hozzá ebben az évben. Az unió ugyanis nem rendelkezik az EU költségvetésen kívüli extra forrásokkal. Ugyanakkor lehetőséget biztosít a tagállamoknak arra, hogy a 2014-2020-as ciklusban megítélt EU strukturális alapok támogatásait szabadon felhasználhassák a válság kezelésére. Emellett az előlegeket az EU azonnal és feltétel nélkül folyósítja, míg az EU

⁸ Lásd https://www.gki.hu/wp-content/uploads/2020/09/GKI_konj_2009.pdf

finanszírozással kapcsolatos tagállami visszafizetések határidejét 2025-re halasztja. Magyarország az adott ciklusban rendelkezésre álló források felhasználásáról ugyanakkor már korábban döntött és a kormányzati kommunikáció értelmében a már odaítélt támogatások nem kerülnek átcsoportosításra. Így hazánk nem tud élni az Unió által biztosított mozgástérrel. A forintárfolyam gyengülése ugyanakkor megnövelte a jövőben lehívandó támogatások forintértékét, ami a Pénzügyminisztérium közlése szerint akár 1000 milliárd forinttal is megnövelheti a támogatások forintban kifejezett értékét.

6.2. ábra: az alappálya főbb makrováltozói



Forrás: OGResearch

Összességében arra számítunk, hogy a hazai gazdaságpolitikai „mix” csak mérsékelten tompítja a COVID-19 belső keresletre gyakorolt kedvezőtlen hatását. Így az átmeneti leállások, illetve a külső kereslet csökkenése következtében elszenvedett bevételkiesés a magánszektorban komoly alkalmazkodást vált ki. A vállalatok jelentős mértékben csökkentik bérköltségeiket, növelik a részmunkaidőben foglalkoztatottak számát, illetve tömeges elbocsátásra kényszerülnek. A jövedelemcsökkenés, az elbocsátások, a romló

jövedelemvárakozások és a bizonytalanság növekedése hatására a lakosság mind fogyasztási, mind beruházási kiadásainak mérséklésével reagál. A külső konjunktúra romlásával az export bővülése ugyancsak lassul 2020-ban, amit várakozásunk szerint nem kompenzál teljes mértékben az import – a belföldi felhasználás visszaesésével összefüggő – mérséklődése. A nettó export egyenlege tovább romlik, és negatívan járul hozzá a GDP növekedéshez.

Az infláció 2020-ban 3,5 százalék közelében alakulhat, és jövőre is a cél felett marad (3,2 százalék). Az alappályában azt feltételezzük, hogy a költségoldali inflációs nyomás (elsősorban az árfolyam gyengülése miatt) ellensúlyozza a gyenge kereslet árleszorító hatását. A GDP-deflátor emelkedése a 2019-ben tapasztalt 4 százalék feletti érték után várhatóan 2020-ban megközelíti az 5 százalékot.

2021-ben várakozásunk szerint megindul a kilábalás, és a GDP reál növekedése 5,3 százalék körül alakulhat. A feltételezett komoly korrekció ellenére a GDP továbbra is számottevő mértékben, a GDP 2,4 százalékaival elmaradhat a potenciális szintjétől. A kibocsátási rés lassabb záródása részben az eurozóna elnyújtottabb kilábalásához köthető. A válság utáni korrekciónak köszönhetően 2022-ben is gyors, 4,4 százalékos növekedésre számítunk, de azt feltételezzük, hogy ekkorra a kibocsátás még mindig közel 1 százalékkal marad el a potenciális szintjétől. A válság elhúzódó hatása következtében előrejelzésünk szerint a GDP csak 2024-re éri el potenciális szintjét.

Modellbecslésünk alapján a potenciális növekedés üteme folyamatosan emelkedett az elmúlt években, és 3,5-4 százalékra volt tehető a mostani válság előtt. A trendszerű növekedés az előrejelzés alapályáján átmenetileg mérséklődik, mivel a kilátások hosszabb távú romlása a vállalatokat a tervezett beruházások elhalasztására kényszerítheti. A beruházások bővülését emellett lassítja, hogy az EU források kifutása 2021-ben már mérsékelheti az állami beruházásokat, mivel az uniós források kiesését az állam csak részben pótolja saját forrásból.

Középtávon a potenciális növekedés fokozatos gyorsulását valószínűsítjük, ugyanakkor azzal a feltételezéssel élünk, hogy nem éri el az elmúlt évek magas ütemét. Egyrészt a 2020-2027-es uniós költségvetési ciklus várhatóan kisebb keretösszegével összefüggésben az uniós transzferek beáramlása mérséklődhet. A privát szféra kapacitásbővítési ütemének növekedése ugyan részben ellensúlyozhatja a kiesést, de a potenciális növekedési ütem további emelkedéséhez ez nem elegendő. Másrészt, az elmúlt évek növekedésének fontos tényezője a munkaerő-piaci tartalékok kiaknázása volt. A tartalékok azonban hamarosan kimerülnek. A közmunkaprogram további leépítésével és a nők, illetve a hátrányos helyzetű régiók foglalkoztatási rátájának növelésével ugyan még van tér némi bővülésre, ez azonban messze elmarad a korábbi lehetőségektől. Az alacsony kockázati prémium és reálkamat szintek mellett a tőke költségek csökkenésére sem látunk teret.

A fenti tényezőket valamelyest ellensúlyozhatja a termelékenység bővülése, de a termelékenység elmúlt években megfigyelt növekedése és a jelenlegi beruházási folyamatok alapján arra számítunk, hogy ez csak a potenciális növekedési ütem fenntartására lesz elegendő, illetve a csökkenő uniós transzferbeáramlás a potenciális kibocsátás lassulása

irányába hat. Így a potenciális növekedés üteme fokozatosan 2,5 százalék körüli szintre emelkedhet.

Költségvetési folyamatok

A kormány 2020 március közepe óta több lépésben számos válságkezelő intézkedést jelentett be. (Lásd az 1. Keretes írást) A tavaszi tervek és bejelentések arra utaltak, hogy a többletkiadásokat a kormány alapvetően források átcsoportosításából és újonnan kivetett adókból kívánta fedezni, azaz a költségvetési politika oldaláról nem tervezett keresletélénkítést. A 2020-as költségvetési folyamatok, valamint a közelmúlt kommunikációi⁹ ugyanakkor azt valószínűsítik, hogy kormány szakított korábbi elképzelésével, és a mélyülő gazdasági válság, valamint a 2020 tavaszán tapasztalható képest javuló finanszírozási környezetben szükségesnek látja a fiskális lazítást. A többletkiadások megítélésünk szerint elsősorban a járványhelyzet miatti egészségügyi beszerzésekhez és beruházásokhoz köthetők, kisebb részben a gazdaság élénkítését célzó intézkedésekkel állnak összefüggésben.

Ugyanakkor a gazdasági növekedés beindítását támogatja számos, a válságot megelőzően bejelentett intézkedés. A 2019 májusában bejelentett Gazdaságvédelmi akcióterv értelmében 2020-ban folytatódik a szociális hozzájárulási adó kulcsának csökkentése. Emellett számos adócsökkentést tartalmazott a csomag (kiva 13-ról 12 százalékra csökkentése, szálláshely-szolgáltatás áfájának csökkentése, reklámadó csökkentése, kistelephelyeken építésre, felújításra használt lakóingatlanoknál 5 millió forintig áfa-visszatérítés, kisvállalati fejlesztési adókedvezmények keretének fokozatos bővítése). A 2019-ben bejelentett akcióterv 2020-ra becsült nettó hiányhatása a GDP közel 1 százalékára tehető. Emellett további, a GDP 0,2 százaléka körüli hiánynövelő hatással bírnak a 2019 februárjában bejelentett Családvédelmi akcióterv intézkedései. A kiadási oldalon elsősorban a babaváró hitelhez kapcsolódó kamattámogatás és gyermekvállalási támogatás, valamint a falusi CSOK bírnak érdemi hatással. Bevételi oldalon a négygyermekes anyák adómentessége jelenti a legnagyobb kiesést. Az intézkedések 2020-as hiánynövelő hatását ugyanakkor mérsékelheti, hogy a megváltozott környezetben a háztartások elhalaszthatják beruházásaikat és az ehhez kapcsolódó támogatások igénybevételét.

Előrejelzésünkben összességében azzal számolunk, hogy a költségvetés ciklikusan igazított elsődleges hiánya jelentős mértékben, a GDP mintegy 2,9 százalékával emelkedik 2020-ban. Ez a hatás részben az említett intézkedésekhez, részben a gazdaság potenciális

⁹ Pénzügyminisztérium 2020 augusztusi bejelentése szerint a költségvetési hiány 2020-ban a GDP 7-9 százaléka között alakulhat, amivel összhangban van az ÁKK augusztusi finanszírozási terve.

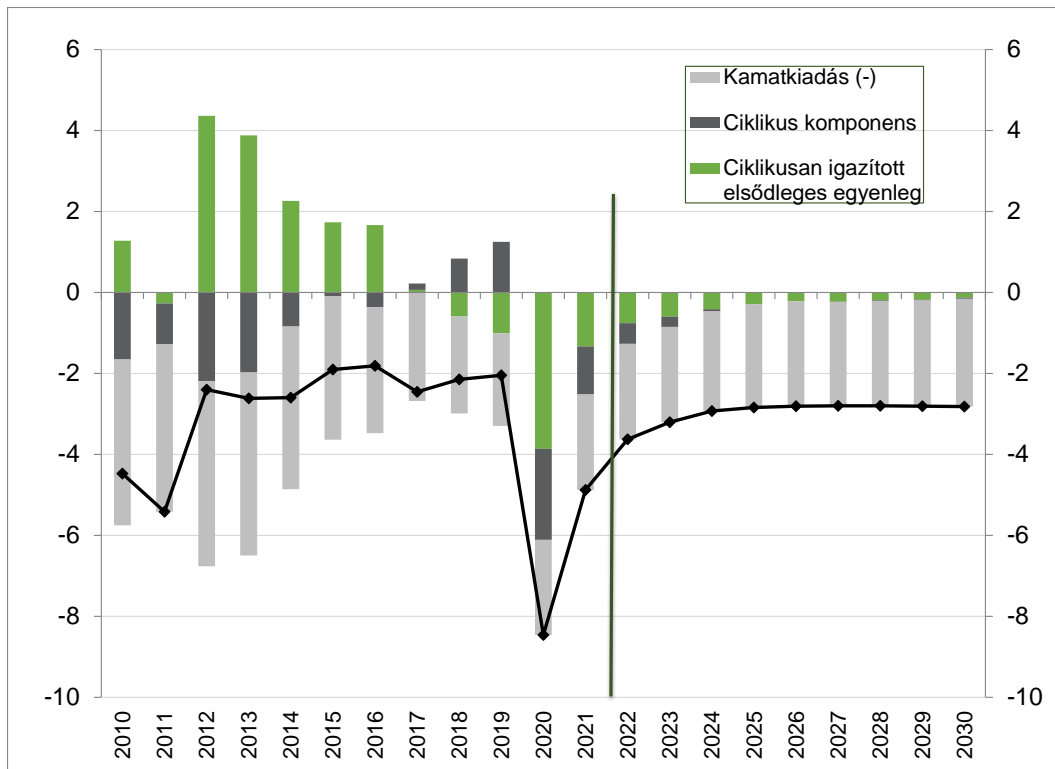
kibocsátásának becsült lassabb emelkedéséhez köthető. A válság hatására a részben átmenetileg, részben tartósan kieső termelési kapacitások csökkentik a potenciális kibocsátás növekedési ütemét. Ilyen környezetben a költségvetési politika csak akkor maradhat semleges, ha a kiadások növekedési ütemét korrigálja, amire azonban csak fokozatosan kerülhet sor.

A COVID-19 következtében kialakuló ciklikus visszaesés emellett jelentős mértékben csökkenti a költségvetés ciklustól függő nettó bevételeit, és tükröződik a GDP-arányos kamatkidások enyhe emelkedésében is. A gazdaság visszaesése jelentős nettó bevételkiesést okoz a költségvetésben. A gazdaság ciklikus helyzetével összefüggő kiadások (jellemzően a munkanélküli járadékok) és bevételek (elsősorban az adók) egyenlege, azaz a *költségvetés ciklikus komponense* becslésünk szerint a GDP mintegy 3,5 százalékkal rontja a költségvetés egyenlegét 2020-ban. A *kamatkiadások* esetében a kockázati prémium emelkedése, és az enyhén emelkedő hozamkörnyezet a kamatkidások GDP-arányában történő marginális (0,05 százalékpontos) növekedését vetíti előre. A kamatkidás így becslésünk szerint a 2019-es GDP-arányában 2,3 százalékos szintről nem mozdul el érdemben.

A 2020-as ESA szemléletű költségvetési hiány így összességében a GDP 8,5 százaléka körül alakulhat.

2021-ben a gazdaság előrejelzésünk szerint növekvő pályára áll, a negatív kibocsátási rés záródik, így a ciklikus komponens változása már mintegy 1,1 százalékkal csökkenti a költségvetési hiányt. Emellett azt feltételezzük, hogy a kormány 2021-ben óvatos költségvetési politikát követ, és az egyszeri kiadások kiesésén túl további megtakarításokat eszközöl. Az elfogadott törvény egyes területeken a kiadások érdemi növekedésével számol, de összességében a teljes kiadási szint visszafogott emelkedését vetíti előre. A nyugdíjkiadások a 3 százalékos alapemelés mellett a nyugdíjprémium kifizetése (53 milliárd forint), és a 13. havi nyugdíj fokozatos visszaépítésének megkezdése következtében érdemben emelkednek (77 milliárd forint). Emellett emelkedik a csecsemőgondozási díj (14 milliárd forint), valamint a Magyar Falu Programra szánt keretösszeg (50 milliárd forint körüli kiadási hatás). A költségvetés központi tartalékainak összege a törvény szerint 210 milliárd forint, azaz a GDP 0,4 százalékát teszi ki. Bevételi oldalon a kisadózók tételes adójának (KATA) átalakításából összesen 40 milliárd forint többletbevételt remél a kormány.

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



Forrás: OGRsearch

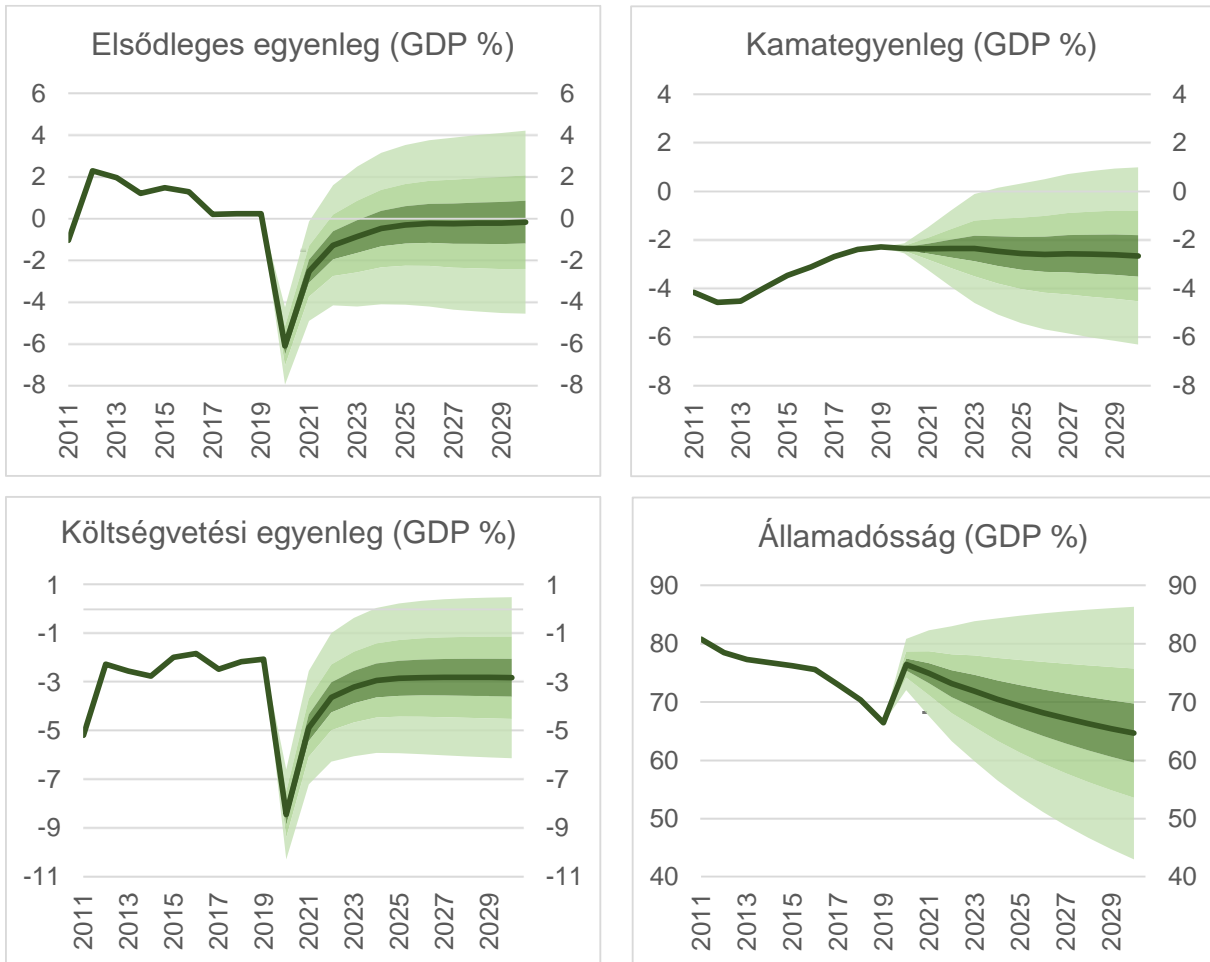
A ciklikusan igazított elsődleges hiány így várakozásaink szerint jelentős mértékben, a GDP 2,5 százalékaival mérséklődhet 2021-ben. Ezt azt jelenti, hogy a ciklikusan igazított hiánymutató csak enyhén, a GDP 0,3 százalékaival marad magasabb a 2019-re becsült 1 százalékos értékénél. A kamatkiadások várakozásaink szerint GDP-arányosan közel szinten maradhatnak. A fenti tényezők összességében a költségvetés ESA hiányának GDP 3,6 százalékát kitevő csökkenését valószínűsítik, így a költségvetési hiány 2021-ben a GDP 4,9 százaléka körül alakulhat.

2022-ben ismét konzervatív költségvetési politikával számolunk, és azt feltételezzük, hogy a költségvetési intézkedések mintegy 0,6 százalékkal csökkentik a hiányt. Emellett a negatív kibocsátási rés záródása következtében a *ciklikus komponens* a GDP 0,3 százalékaival javítja a költségvetési egyenleget, miközben a GDP-arányos kamatkiadások esetében nem számítunk érdemi változásra. A hiánymutató összességében a GDP 3,6 százaléka körül alakulhat.

Középtávon, a 2022-2030 időszakban azt feltételezzük, hogy fennmarad az óvatos költségvetési politika, így ugyan lassuló ütemben, de folytatódik a strukturális elsődleges hiány csökkenése. A ciklikus folyamatok egészen 2024-ig támogatják a hiány csökkenését. A GDP-arányos kamatkiadások ugyanakkor már enyhén emelkednek, mivel az adósság

átározódásával az implicit kamatköltség már növekszik, amit nem tud teljes mértékben ellensúlyozni az államadósság csökkenéséhez köthető kamatmegtakarítás.

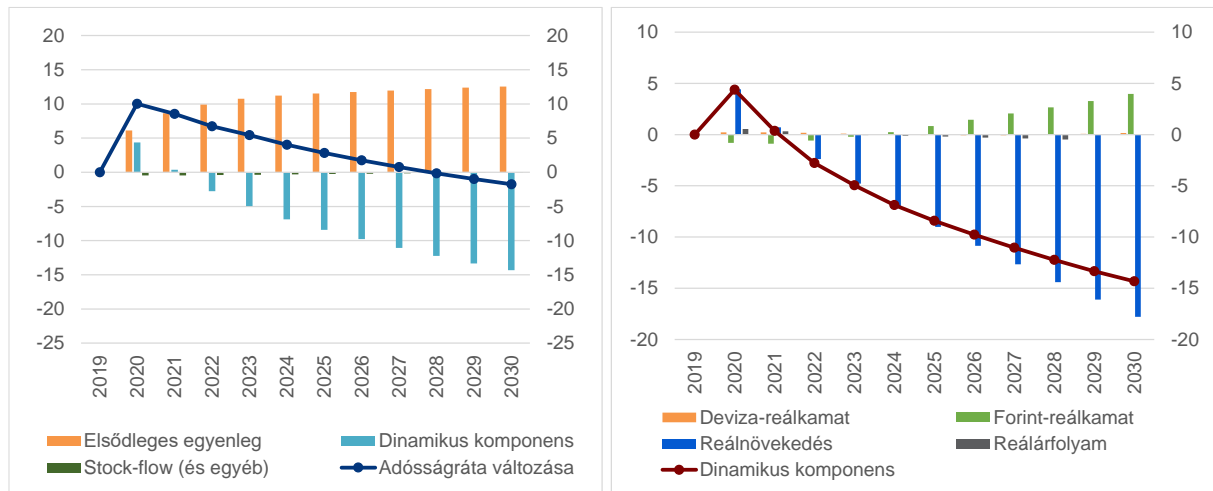
6.4 ábra: költségvetési mutatók az alappálya mentén



Forrás: OGRsearch

A fenti folyamatok eredményeképpen a költségvetési hiány 2020 után csökkenő pályára áll és 2026-ban a GDP 2,8 százaléka körül alakulhat, majd a kivetítési horizont végéig, azaz 2030-ig ezen a szinten stabilizálódik. Az ESA-hiánymutató várakozásaink szerint 2024-től már a 3 százalékos maastrichti küszöbérték alatt alakulhat, ugyanakkor a strukturális hiány a teljes időhorizonton meghaladja majd az Európai Bizottság szabályrendszere által kitűzött 1 százalékos célértéket.

6.5 ábra: a GDP arányos államadósság változásának dekompozíciója (2019-től kumulált változások, százalékpont)

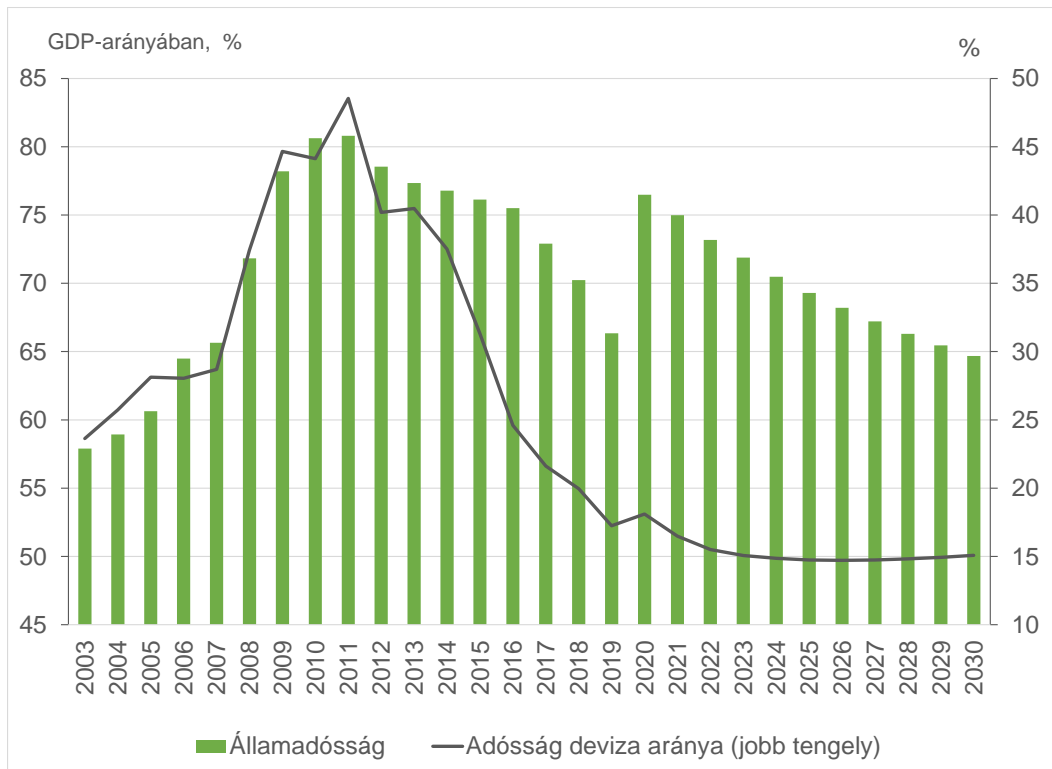


Forrás: OGResearch

A COVID-19 által kiváltott recesszió és növekvő költségvetési hiány következtében megtörik az adósságráta elmúlt években tapasztalt csökkenése. A GDP-arányos adósságráta 2020-ban előrejelzésünk szerint a GDP 10,1 százalékával 76,5 százalékra emelkedhet, majd a mutató ismét csökkenő pályára áll, és 2030-ra 65 százalék alá mérséklődhet. A költségvetés elsődleges többlete hiányba fordul és ugyan előrejelzésünk szerint fokozatosan mérséklődik, de az egyenleg így is a teljes horizonton negatív marad. Az elsődleges egyenleg 2020-2030 időszakra kumulált adósságráta növelő hatása meghaladhatja a GDP 12 százalékát (6.5 ábra).

2020-ban a reálgazdasági visszaesés, a reálkamat kiadás és a reálárfolyam gyengülése, azaz a dinamikus komponens a GDP mintegy 5 százalékával növeli az adósságrát. 2021-től a reálgazdasági növekedés és a várt enyhe reálfelértékelődés hatására a dinamikus komponens már az adósságráta csökkenése irányába hat. A reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés hármassal 2020-30 közötti időszakra kumulált adósságcsökkentő hatása a GDP 14 százaléka körül alakulhat (6.5 ábra). Az emelkedő hozamkörnyezet és a kockázati prémium növekedése következtében az adósság átlagos finanszírozási költsége, azaz az implicit reálkamat enyhén emelkedhet, de historikus viszonylatban továbbra is alacsony maradhat. Az adósságra fizetett reálkamat kumulált adósságnövelő hatása az előrejelzési horizonton a GDP 4 százalékát teheti ki.

6.6 ábra: Államadósság és annak devizaaránya



Forrás: OGResearch

Feltevésünk szerint az Államadósság Kezelő Központ a válság időszakában is folytatja a külföldi finanszírozás csökkentésére vonatkozó stratégiai célkitűzésének megvalósítását. Így a 2020-ra várt árfolyamgyengülés átmeneti devizaadósság-növelő hatásától eltekintve az elkövetkező években az devizaadósság arányának folytatódó csökkenésére számítunk.

7. Az alternatív világgazdasági forgatókönyvek hatása a magyar gazdaságra

Ebben a fejezetben részletesen bemutatjuk, hogy az általunk legfontosabbnak tartott három világgazdasági forgatókönyvnek milyen hatása lehet a hazai makrogazdasági, valamint fiskális folyamatokra. Az első forgatókönyvben azt tesszük fel, hogy a járvány második hulláma a vártnál erősebbnek bizonyul. A második forgatókönyvben még borúsabb képet vázolunk, egy tartósan elhúzódó járvány hatását mutatjuk be. A harmadik forgatókönyvben az elmúlt évek gyakorlatához hasonlóan egy az alappályában vártnál kedvezőbb forgatókönyvet elemzünk: azt vizsgáljuk, hogy a mélyülő európai integráció és a határozottabb strukturális reformprogram hatására emelkedő európai növekedési potenciál hogyan befolyásolná a hazai kilátásokat.

Globális COVID-19 hullám 2021 elején

A piaci szereplők döntő többségéhez hasonlóan mi is az a feltevésekkel élünk az alappályában, hogy a vírus újabb hullámai kontrollálhatók maradnak, és hogy a kormányok nem élnek újra a drasztikus lezárás eszközével. Miközben az alappálya mögötti feltevések viszonylag nagy szakmai konszenzust tükröznek, gyakorlatilag minden előrejelzés kiemelten kezeli a koronavírussal kapcsolatos kockázatokat. Az első alternatív forgatókönyvben azt tesszük fel, hogy a járvány második hulláma a vártnál erősebbnek bizonyul (több lesz a fertőzött és a haláleset), így a döntéshozók világszerte újabb korlátozásokat, időszakos lezárásokat vezetnek be. Ezen a pályán azzal számolunk, hogy 2021-ben újabb ciklikus visszaesés fékezi majd a világgazdaságot, amely a termelőkapacitások átmeneti leépülése miatt a hosszú távú növekedési kilátásokat is rontja. Azzal számolunk ugyanakkor, hogy a következő hullámnak a gazdaság működésére csak enyhébb hatása lesz, mert a védekezés már építhet az első hullám tapasztalataira, és a gazdasági szereplők nagyobb fokú alkalmazkodására.

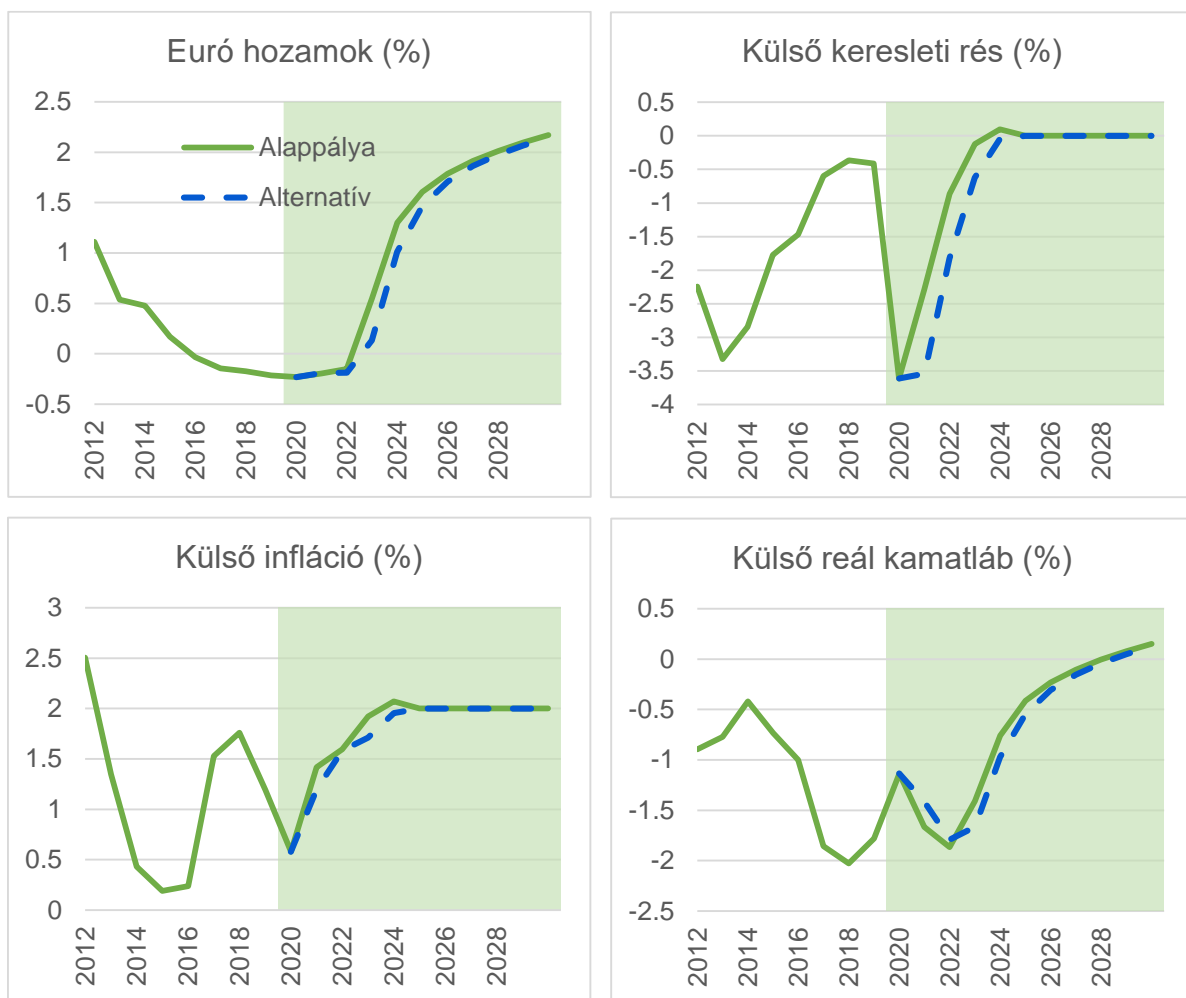
Ez a scenárió a világon mindenhol, így természetesen nálunk is, rontja a növekedési és a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatos kilátásokat is. A hatások azonban nem drámaiak, elsősorban azért nem, mert a második hullámot is átmenetinek képzeljük el, ami döntően a gazdaság ciklikus működését befolyásolja.

Külső feltevések

A járvány második hulláma közvetlen gazdasági hatása következtében a külső kereslet átmenetileg elmarad az alappályában feltételezettől. Ebben a scenárióban az euroövezet némiképp hosszabb ideig marad recesszióban, miközben a termelőkapacitások átmeneti

leépülése következtében a hosszabb távú növekedési kilátások is kedvezőtlenebbé válnak. Az átmenetileg kedvezőtlenebb ciklikus helyzet az alappályában előrevetítetttnél alacsonyabb euroövezeti inflációhoz és a hozamok lassabb korrekciójához vezet. Ebben a forgatókönyvben az EKB mindent megtesz a recesszió enyhítése és a deflációs kockázatok kivédése érdekében, de az eszköztára a már eleve alacsony irányadó kamatszint és a jelentős mértékű likviditásbővítés következtében rövidtávon igen korlátozott (7.1. ábra). A monetáris politikai eszközök korlátossága mellett az euroövezeti országok költségvetési politikai mozgásteret sem hagy teret jelentős mértékű lazításra.

7.1. ábra: Globális COVID-19 járvány hullám 2021 elején: külső feltevések

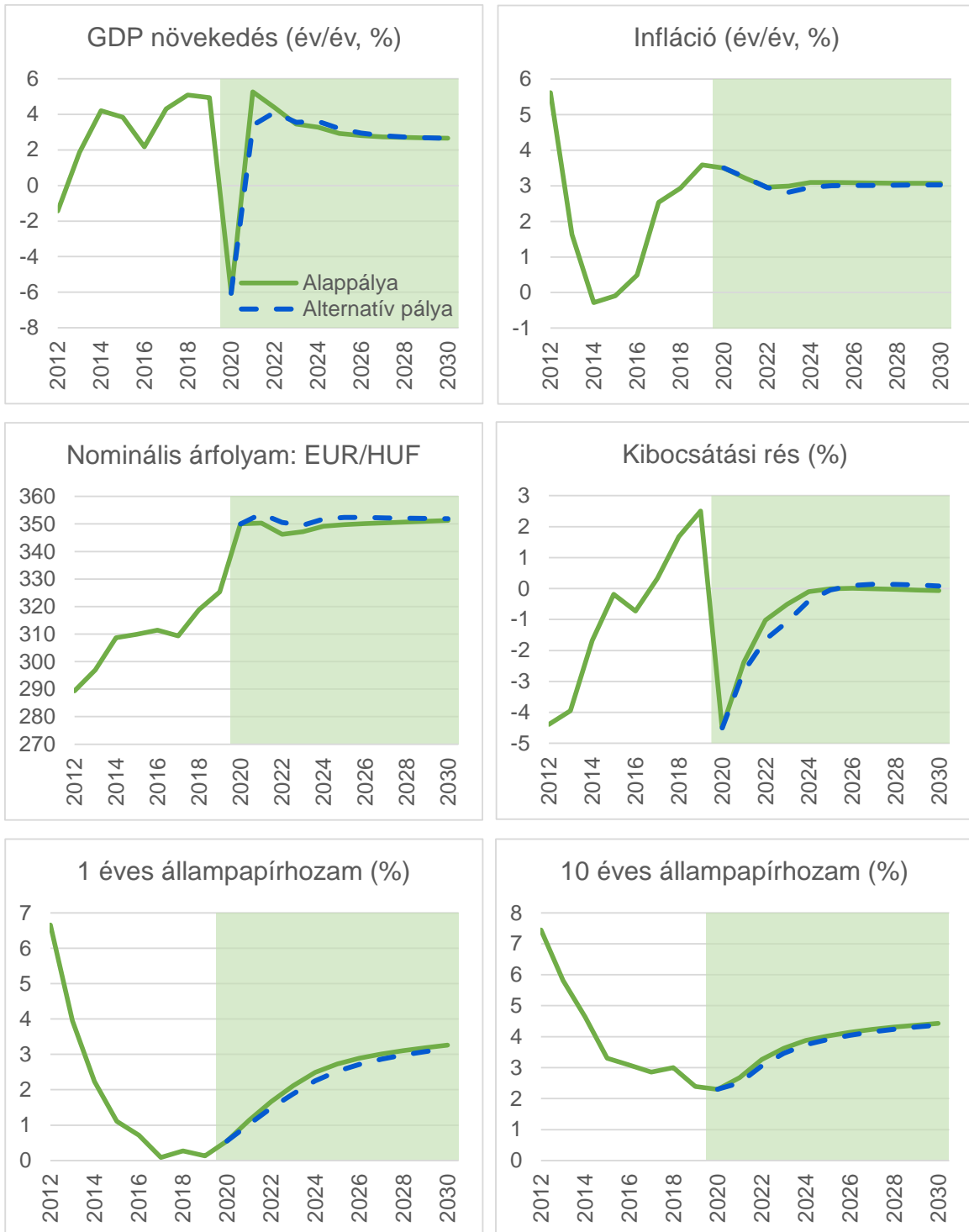


Forrás: OGResearch

A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás

A magyar gazdasági teljesítmény átmenetileg gyengébb a külső kereslet erősebb visszaesése miatt. Ezen túl a pesszimistább forgatókönyv átmenetileg a hazai potenciális növekedés mérséklődésében is érezteti hatását. Az alacsonyabb külső infláció hatására a hazai infláció enyhén elmaradhat az alappályában felvázoltnál, amelyet tovább csökkent a belső kereslet visszaesése. Bár a külső kamatlábak csökkennek, a lassabb reálkonvergencia gyengébb árfolyamot eredményez (7.2. ábra).

7.2. ábra: Globális COVID-19 járvány hullám 2021 elején: főbb hazai makrogazdasági változók

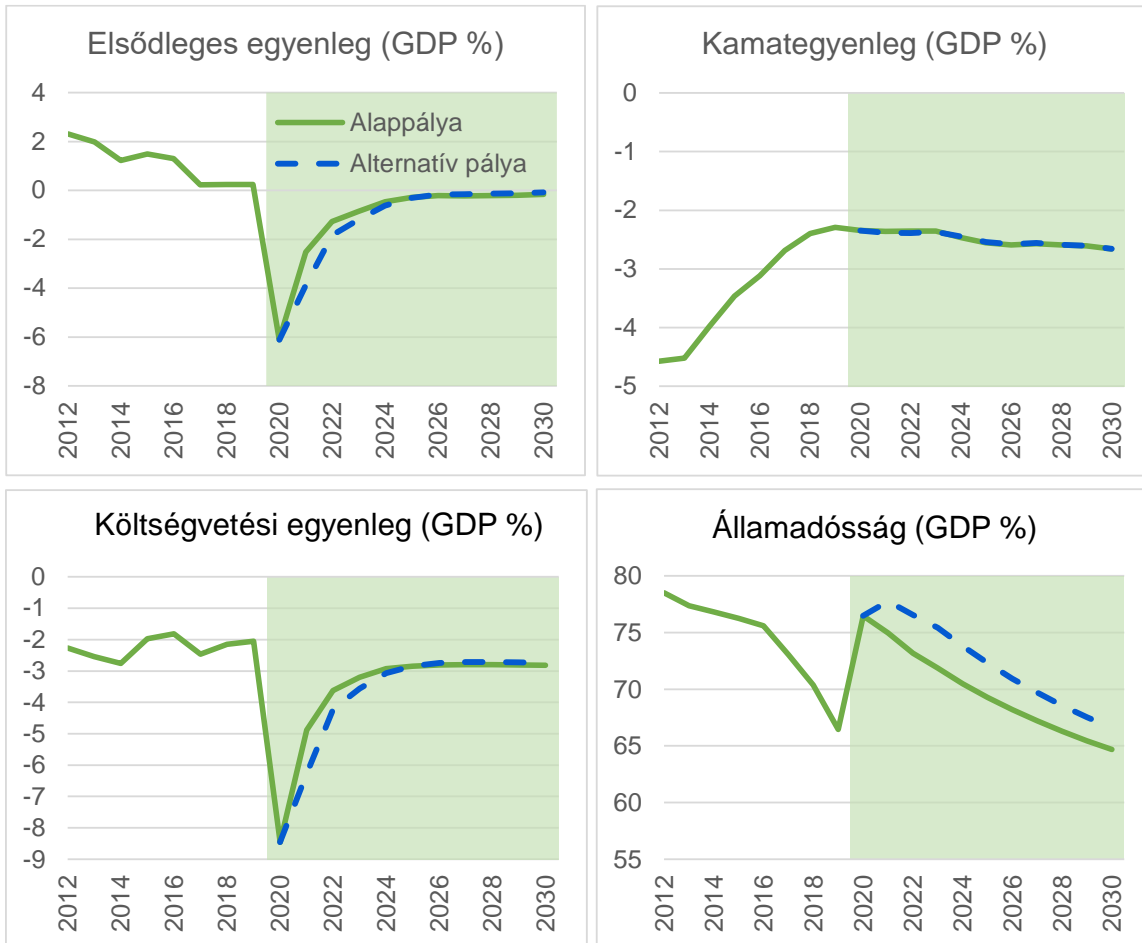


Forrás: OGResearch

Az elsődleges költségvetési hiány ebben a forgatókönyvben átmenetileg jelentős mértékben meghaladja az alappályában jelzettet. Az eltérést elsősorban a ciklikus pozíció romlása, azaz a lassabb növekedésből eredő átmeneti bevételkiesés okozza. A kibocsátási rés zárulásával

az elsődleges egyenleg javul és 2026-ra visszatér az alappályához. A kamatkidadások nem térnek el érdemben az alappályában jelzettől. Így a költségvetési hiány 2021-ben még a GDP 6 százaléka felett alakulhat, és az alappályában vártnál egy évvel később, 2025-ben csökken a 3 százalékos küszöbérték alá (7.3 ábra).

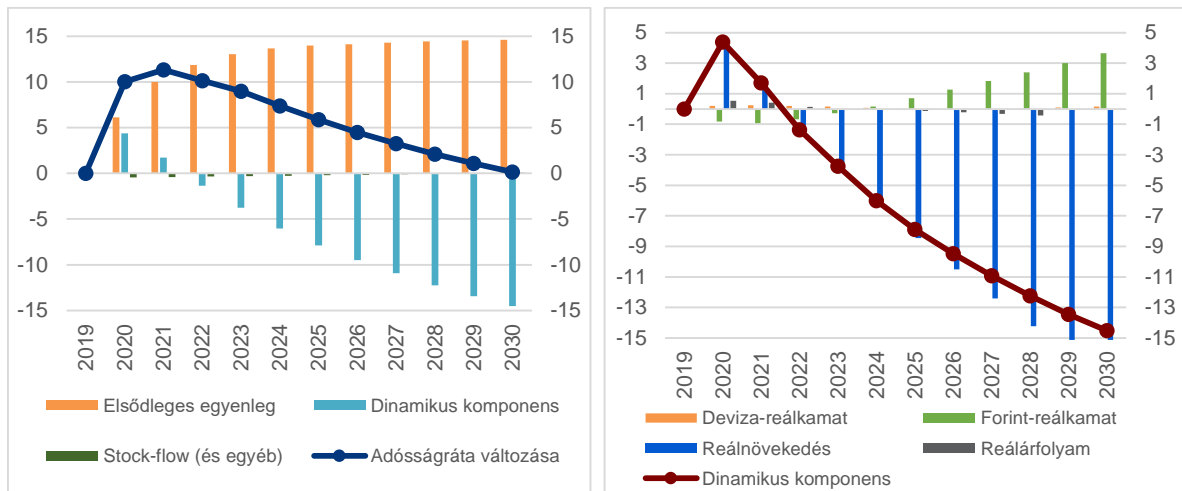
7.3. ábra: Globális COVID-19 járvány hullám: költségvetési mutatók



Forrás: OGResearch

Az átmenetileg kedvezőtlenebb egyenleg alakulás és lassabb gazdasági növekedés miatt 2021-ben tovább nő az adósságráta, amely 78 százaléknál tetőzik, majd az alappályával közel párhuzamos csökkenő pályára áll. Az adósságráta így az előrejelzési horizont végén 66,6 százalék, azaz a 2019-es szint közelében alakulhat, ami közel 2 százalékponttal magasabb az alappályában várt értéknél (7.3 ábra).

7.4. ábra: Globális COVID-19 járvány hullám: (2019-től kumulált GDP-arányos változás, %)



Forrás: OGResearch

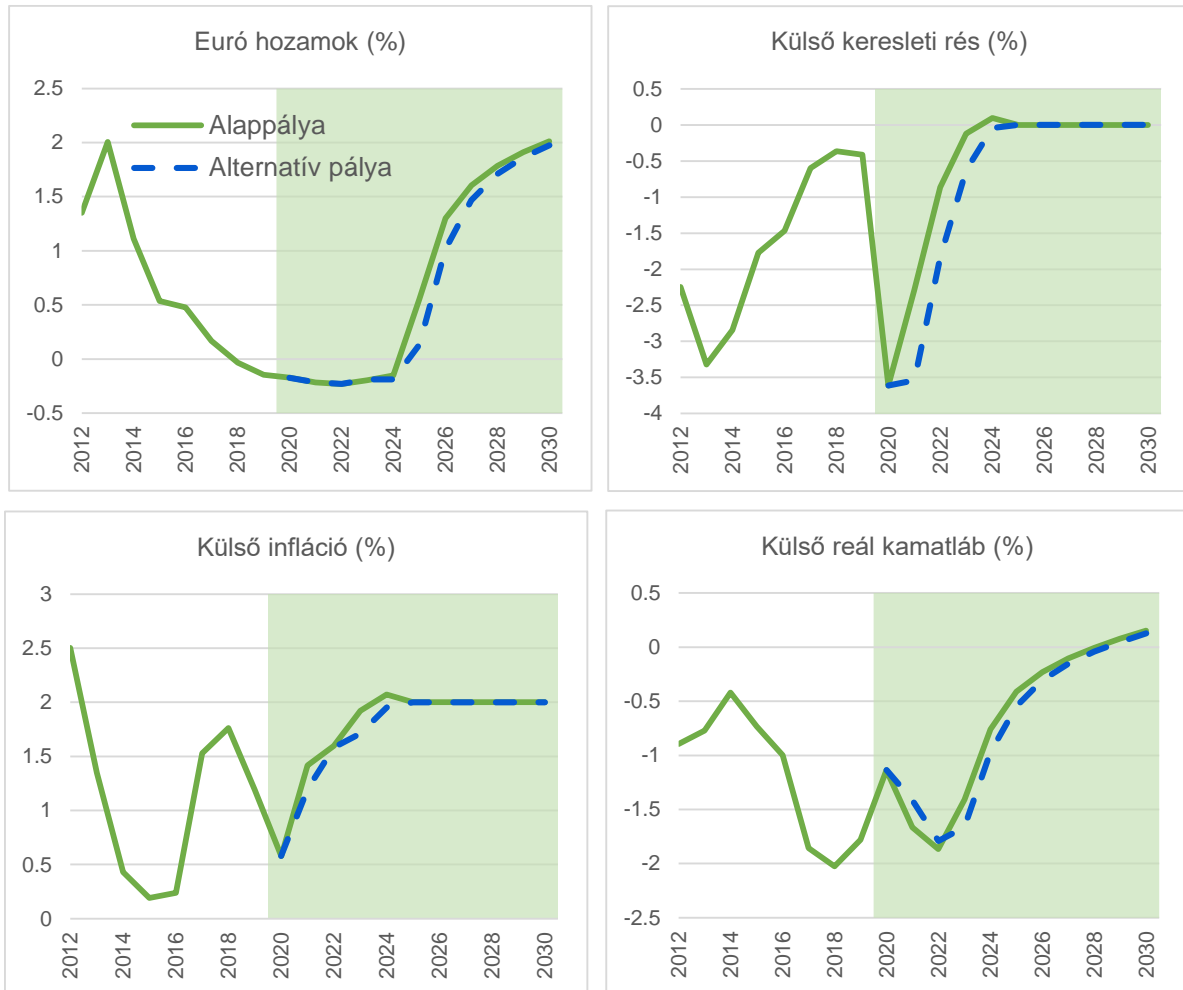
Tartósan elhúzódó COVID-19 járvány

A *második forgatókönyvben* tartósan elhúzódó járványhelyzetet feltételezünk, vagyis azt, hogy a világnak hosszú távon is alkalmazkodnia kell a vírushoz. Ez a pálya annyival pesszimistább, mint az előző, hogy hosszabb és nagyobb részben kínálatoldali (a potenciális növekedést érintő) alkalmazkodást feltételez. A hosszú távú kibocsátás három okból is sérül. Egyrészt a munkaerő egy része tartósan kiesik a termelésből, és a hosszú állástalanság alatt az ő humántőkéjük leépül. Ezzel összefüggő veszteség az, hogy a ténylegesen ledolgozott munkaórák a munkavállalók egy részénél számottevően csökkennek. Másrészt a vállalatok költséges alkalmazkodásra kényszerülnek a vírus miatt, így kevesebb forrás áll rendelkezésre a termelékenységét növelő beruházásokra. Harmadrészt pedig a tartós vírushelyzet komoly szerkezeti átrendeződéseket indít el a gazdaságban, bizonyos szektorokban megnő a csődráta. Bár irányában ugyanolyan hatású, ez a forgatókönyv jóval pesszimistább, mint az előző, és érdemben lassítja a világ- és a magyar gazdaság bővülését, miközben számottevően rontja a növekedési kilátásokat.

Külső feltevések

Azzal a feltevéssel élünk, hogy az euroövezet ciklikus folyamatai hasonlóak az előző forgatókönyvhöz. Az átmenetileg negatívabb kibocsátási rés az alappályában előrevetítettnél alacsonyabb euroövezeti inflációhoz és a hozamok lassabb korrekciójához vezet. Ugyanakkor azt feltételezzük, hogy egy tartósan elhúzódó COVID-19 járvány érezhetően visszafogja a hosszabb távú növekedési kilátásokat az euroövezetben, így tartósan és érdemben lassul a magyarországi export iránti kereslet.

7.5 ábra: Tartósan elhúzódó COVID-19 járvány: külső feltevések

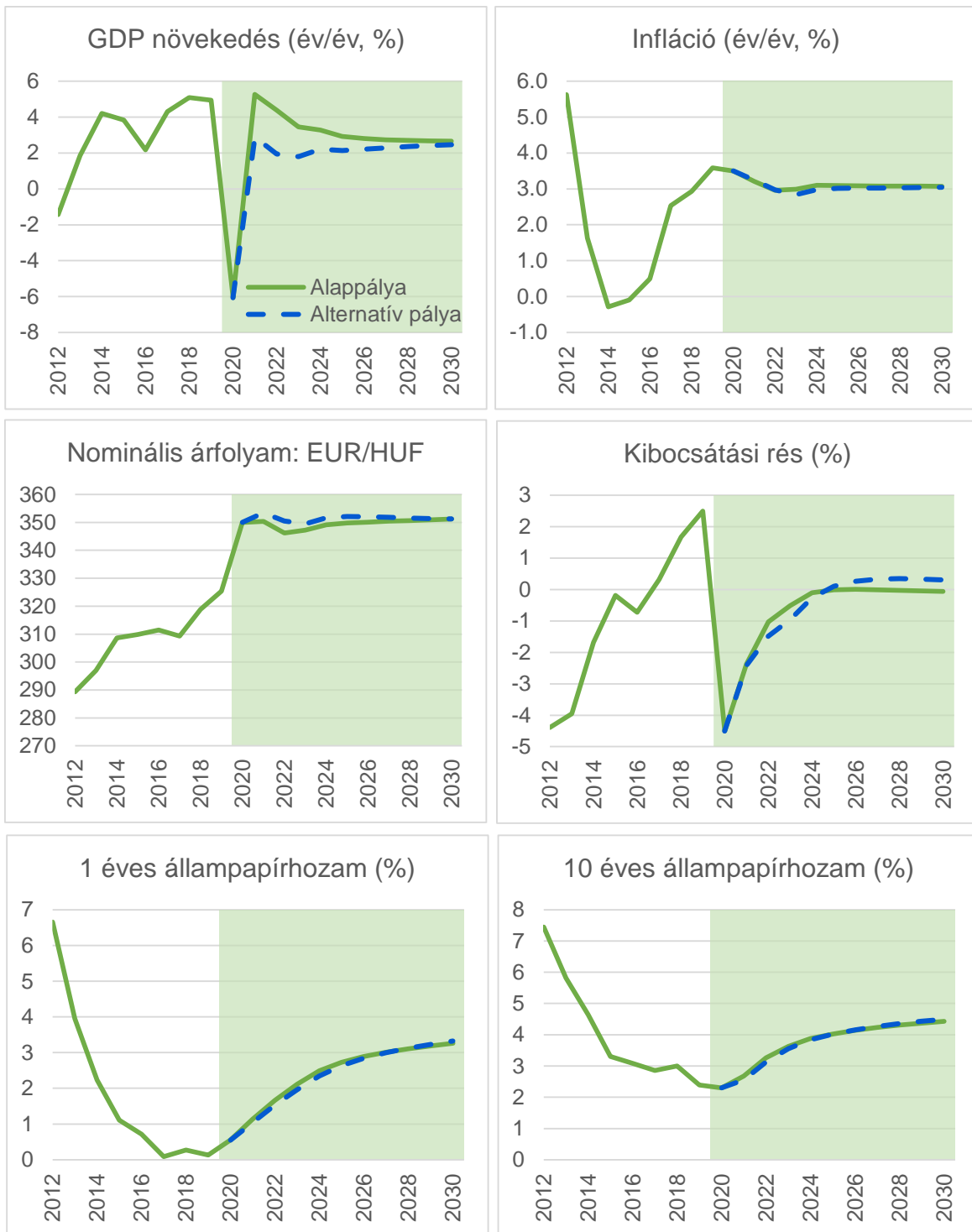


Forrás: OGResearch

A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás

A pesszimistább scenárióban a hazai gazdaságra gyakorolt hatások jóval drasztikusabbak. A magyar gazdasági növekedés érdemben lassabb az alappályához képest. A növekedési pálya csökkenését elsősorban a potenciális növekedési ütem érdemi mérséklődése magyarázza. Összességében az előrejelzési időhorizont végén a kibocsátás szintje 10 százalékkal alacsonyabb, mint az alappályában (7.6 ábra).

7.6. ábra: Tartósan elhúzódó COVID-19 járvány: főbb hazai makrogazdasági változók

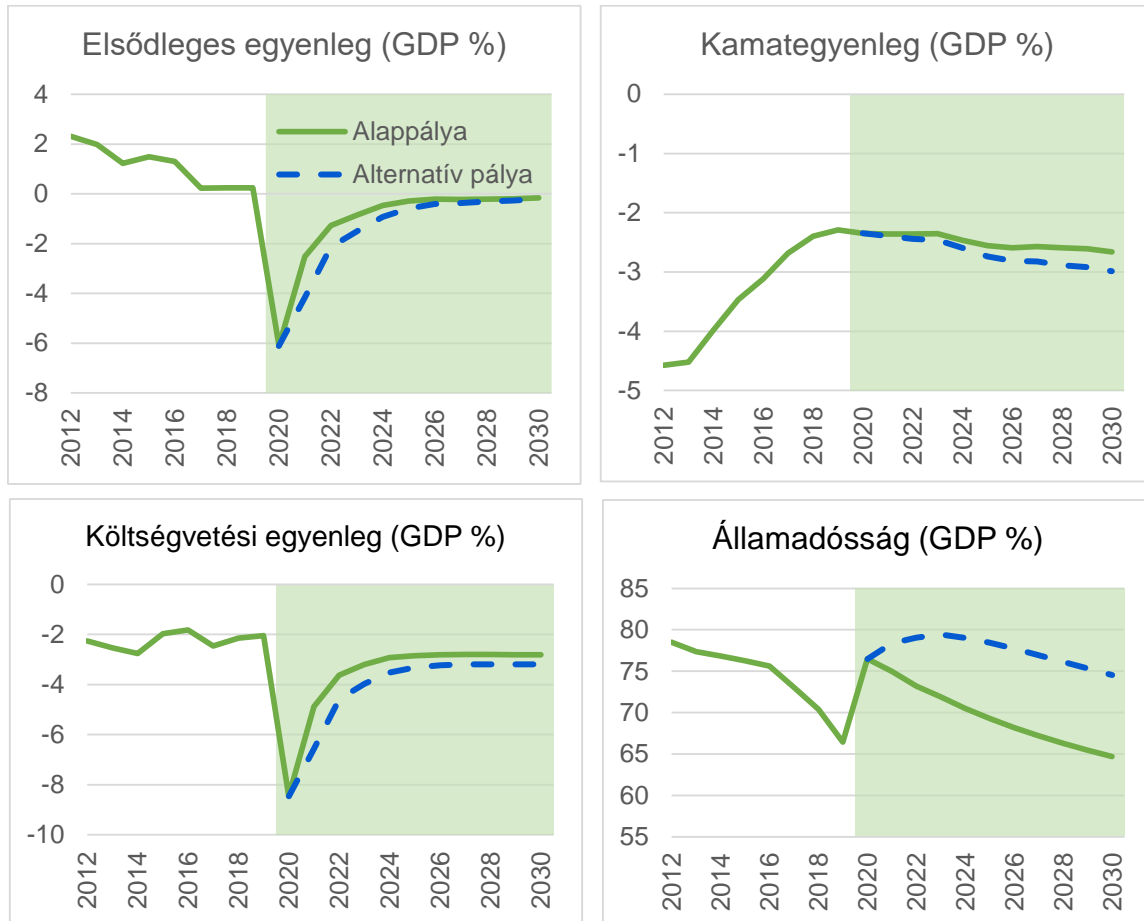


Forrás: OGRsearch

A tartósan lassabb növekedési pálya mellett az elsődleges költségvetési hiány szinte a teljes előrejelzési horizonton magasabb az alappályánál. Az államadósság pálya számottevően magasabb, ami a GDP-arányos kamatkidadások markáns emelkedésében is tükröződik. (7.7

ábra). Ennek köszönhetően a költségvetési hiány tartósan az alappálya felett alakul és az időszak végén a GDP 3,2 százalékát teheti ki.

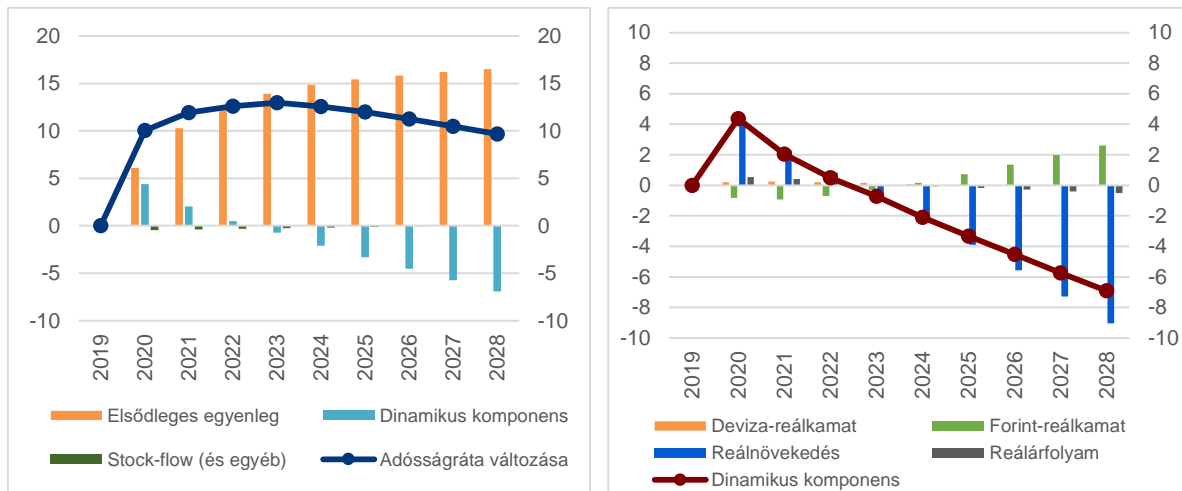
7.7. ábra: Elhúzódó járvány: költségvetési mutatók



Forrás: OGResearch

Az államadósság-ráta 2023-ban tetőzik 80 százalék körüli szinten, majd az alappályában előre jelzettnél lassabb ütemben csökken, és 2030-ban a GDP 74,5 százalékát teszi ki.

7.8. ábra: Elhúzódó járvány: adósság mutatók (2019-től kumulált GDP-arányos változások, %)



Forrás: OGResearch

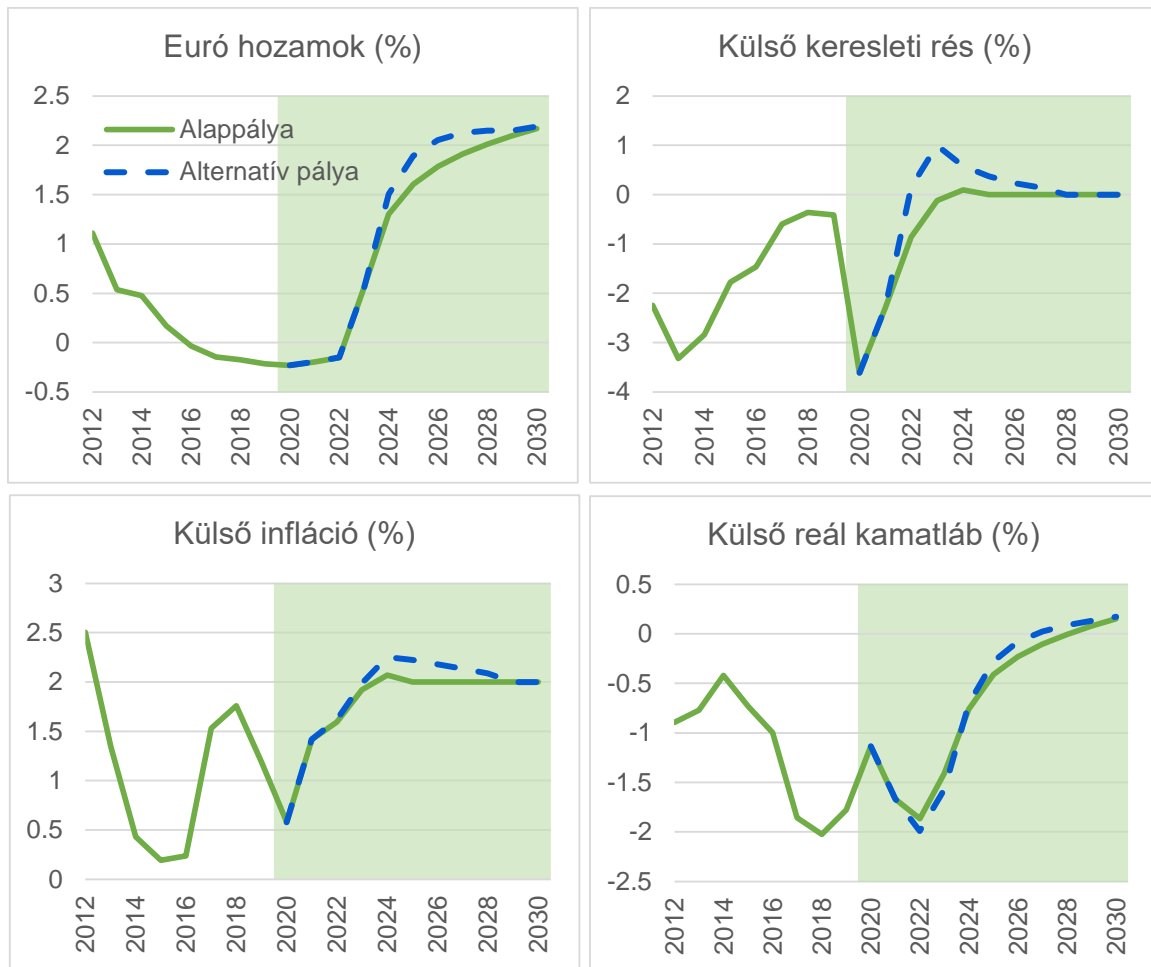
Mélyülő európai integráció

Az EU 27 tagállamának vezetői által augusztusban elfogadott közös helyreállítási alappal példát mutatott az uniós országok közötti szolidaritásra és a mostani gyakorlatnál összehangoltabb működésre. Egy 750 milliárd eurós méretű alapot indítanak 2021-től. Az alap célja, hogy támogassa a gazdasági helyreállást és, hogy hozzájáruljon a zöld és digitális gazdasági átállás céljaihoz, először az EU történetében közös adósságfinanszírozást vállalva. *A harmadik forgatókönyvben* azt feltételezzük, hogy a járványhelyzetre adott gazdaságpolitikai válaszok további strukturális reformokhoz, és mélyülő európai integrációhoz vezetnek. Ezen intézkedések érdemben emelik az Európai Unió növekedési potenciálját, ez pedig a külkereskedelmi és a finanszírozási csatornán keresztül is kedvezően érinti a hosszú távú magyar növekedési és fiskális fenntarthatósági folyamatokat. Az előzőhöz hasonlóan ez a forgatókönyvhöz is a tartós kínálatoldali (strukturális) folyamatok fontosságára világít rá.

Külső feltevések

A strukturális reformok felgyorsítása erősíti az Unió kohézióját, és javítja az EU jövőjével kapcsolatos várakozásokat, így számos, jelenleg a piaci szereplők várakozásaiban megjelenő Unióval kapcsolatos negatív forgatókönyv valószínűsége számottevően csökken (azaz ezek a forgatókönyvek „kiárazódnak”), ami összességében a bizonytalanság mérséklődéséhez és optimistább piaci hangulathoz vezet. A reformoknak köszönhetően a recessziót követően a külső ciklikus helyzet javulása mellett az Unió hosszabb távú növekedési helyzete is javul (7.9. ábra). Az alappályában vártnál magasabb kibocsátási rés következtében emelkedik a külső inflációs nyomás, amire az EKB gyorsabb kamatemeléssel reagál. A stabil piaci környezet ösztönzi a befektetéseket a perifériás országokban, így gyorsul a reálkonvergencia.

7.9. ábra: Mélyülő európai integráció

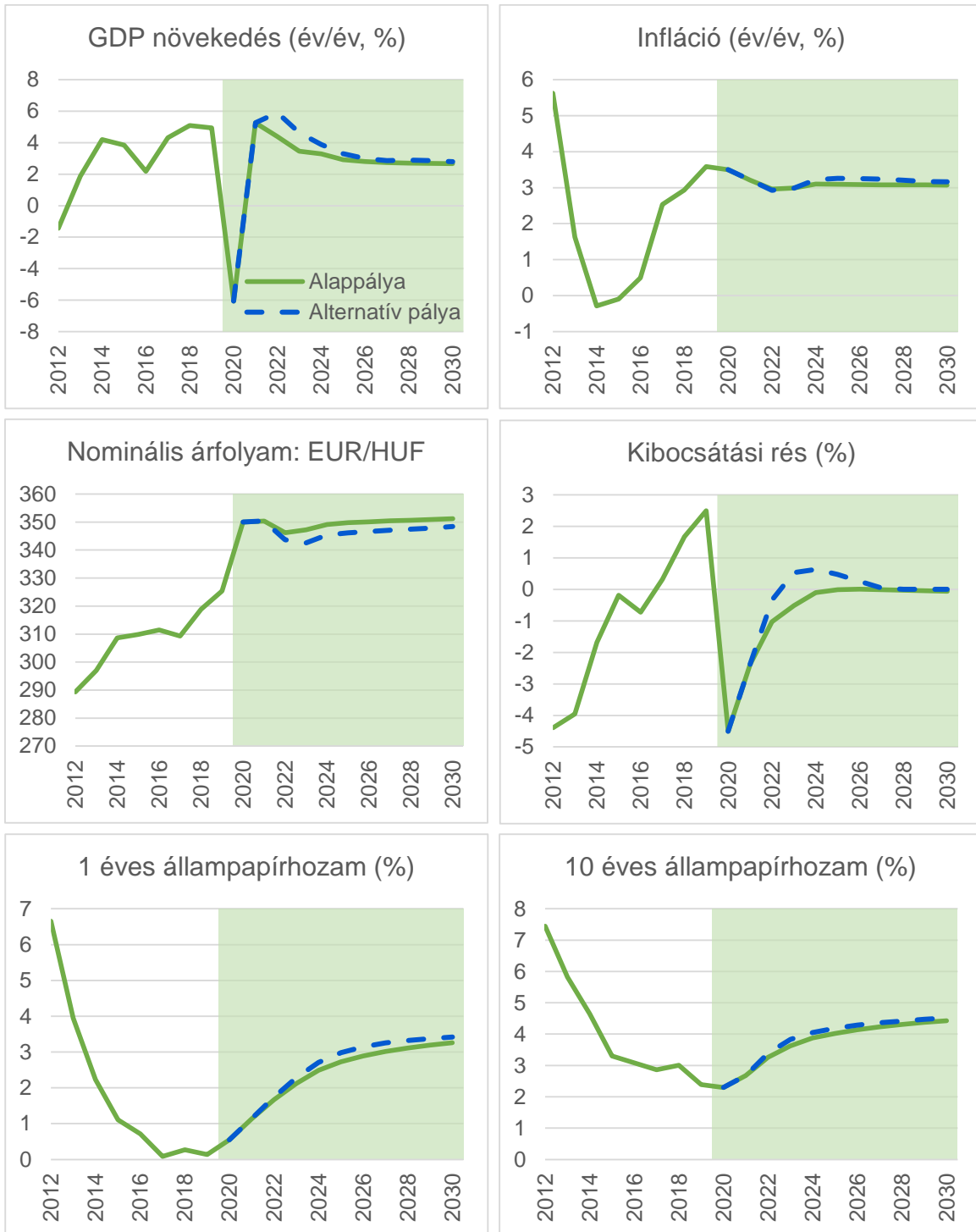


Forrás: OGResearch

A hazai makrogazdaságra és költségvetésre gyakorolt hatás

A kedvezőbb külső fundamentumok, valamint az Unió jövőjével kapcsolatos erősödő optimizmus pozitívan hat a hazai potenciális növekedésre és a gazdaság ciklikus pozícióját is javítja. Így a GDP-növekedés a recessziót követően gyorsabb az alappályában vártnál. Mivel a kibocsátási rés csak kis mértékben emelkedik, az inflációs pálya nem változik számottevően (7.10. ábra). A gyorsabb reálkonvergenciának köszönhetően az árfolyam erősebb az alappályában előre jelzettnél. A hosszú távú állampapír hozamok enyhén emelkednek mivel a kereslet bővülése miatt elkerülhetetlen a monetáris szigorítás. Összességében az előrejelzési időhorizont végén a kibocsátás szintje megközelítőleg 4 százalékkal magasabb, mint az alappályában.

7.10. ábra: Mélyülő európai integráció: főbb hazai makrogazdasági változók

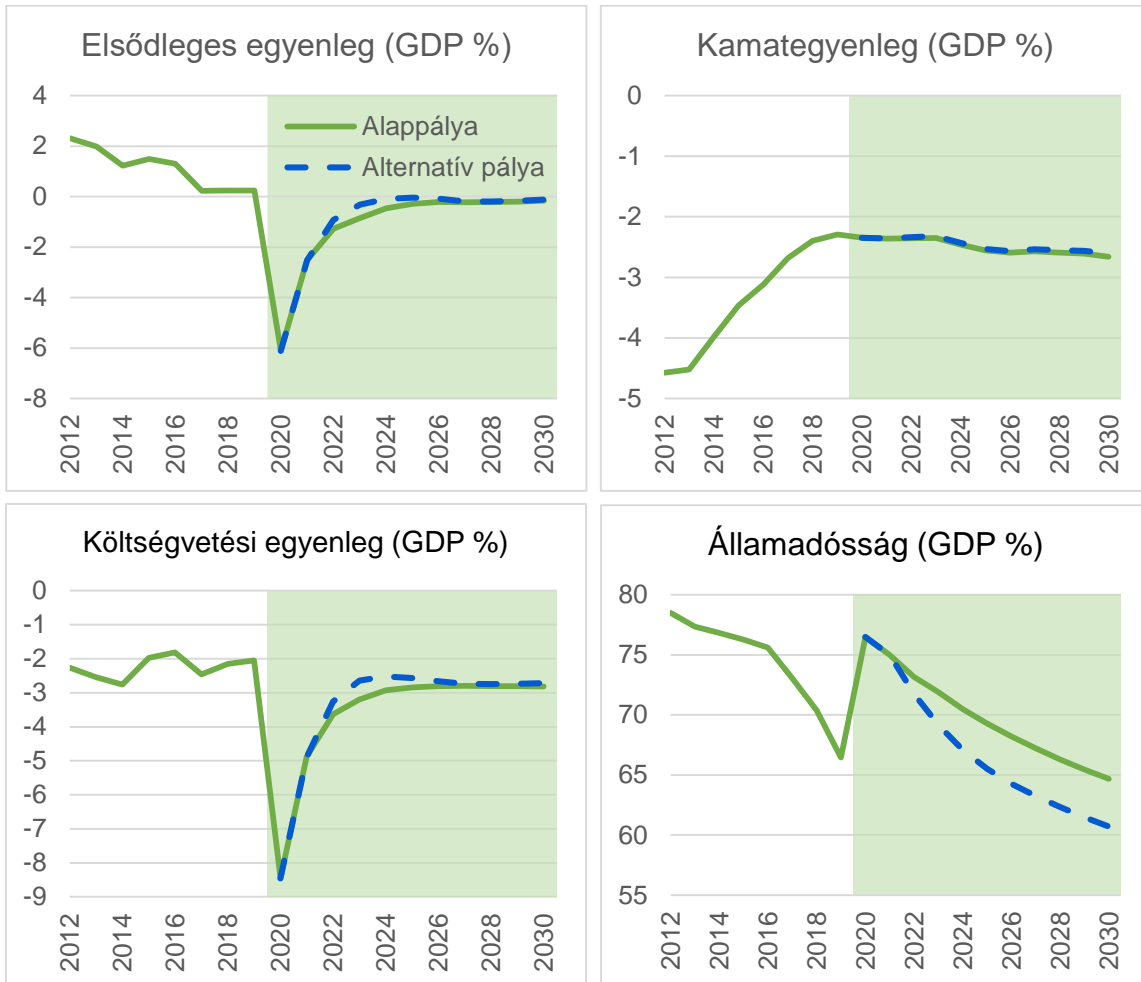


Forrás: OGResearch

Ebben a scenárióban az alappályánál kedvezőbb költségvetési egyenleg elsősorban a kedvezőbb növekedési pálya eredménye. A kedvezőbb finanszírozási környezet kamatköltség csökkentő hatását szinte ellensúlyozza az enyhén magasabb inflációs pálya

kamatokra gyakorolt hatása. A költségvetési hiány elsősorban középtávon változik érdemben: a 2022-26 közötti időszakban a GDP 0,4 százalékkal alacsonyabb, mint az alappályában.

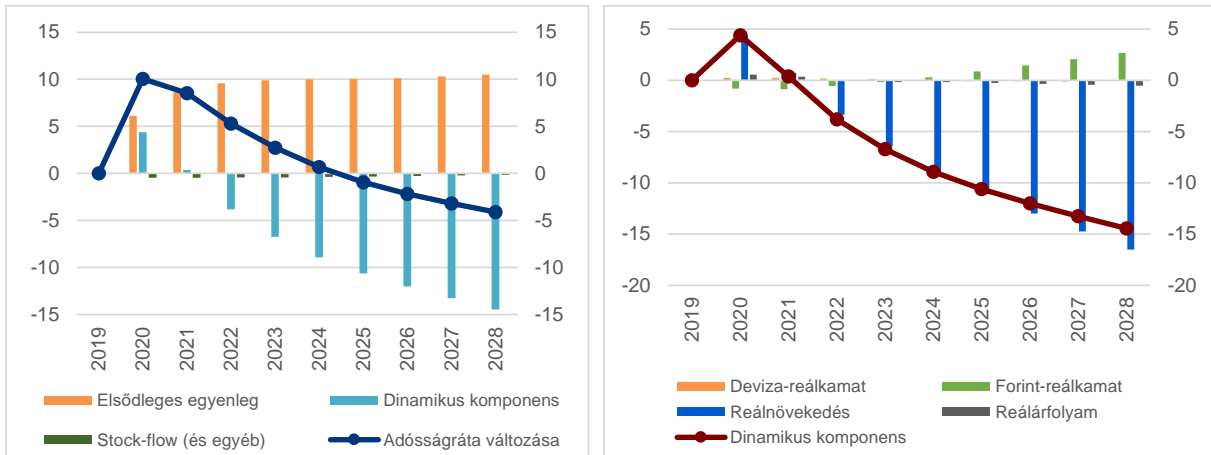
7.11 ábra: Mélyülő európai integráció: költségvetési mutatók



Forrás: OGResearch

Az államadósság dinamikusan csökken, és az időszak végén a GDP 4 százalékkal kisebb az alappályában kivetítetténél. Ez az erősebb árfolyam, valamint a gyorsabb gazdasági növekedés következtében kedvezőbb elsődlegesegyenleg-pálya és dinamikus komponens összhatását tükrözi (7.12 ábra). A kumulált adósságráta-csökkenés így megközelítheti az 5 százalékot, és 2030-ra az adósságráta 60 százalék közelébe mérséklődhet (7.11 ábra).

7.12 ábra: Mélyülő európai integráció: adósság mutatók (2019-től kumulált GDP-arányos változás, %)



Forrás: OGResearch

8. Következtetések

A magyar GDP-arányos államadósság 2011 óta csökkenő pályára állt, és az akkori 81 százalékos csúcstól 2019 végére 65 százalék közelébe süllyedt. Ezt a pénzügyi válságot megelőző időszakhoz képest lényegesen kiegyensúlyozottabb költségvetési politika, illetve a gazdaság fehérítése irányába tett sikeres lépések mellett főként a 2014-től fellendülő növekedés tette lehetővé. 2020-ban a világméretű recesszió és a koronavírus-járvány miatt megugró költségvetési hiány hatására az adósságráta a GDP 10,1 százalékával 76,5 százalékra emelkedhet. Előrejelzésünk alappályája szerint ezt követően a gazdasági növekedés helyreáll, és az államadósság ismét csökkenő pályára áll. Középtávú előrejelzésünk szerint az adósságráta 2030-ra 65 százalék alá mérséklődhet.

Az államadósság csökkenése fontos szerepet játszott az ország sérülékenységének mérséklésében, amit támogattak az adósság finanszírozási szerkezetének átalakítását célzó intézkedések is. Az államadósság devizaaránya jelentősen, a 2011-es 50 százalékos értékről 2019 végére 17 százalékig csökkent. Az arány számottevő csökkenése 2019-ben is a hazai befektetők által tartott állampapír-állomány emelkedésével valósult meg. Az idei évben a finanszírozási igény hirtelen és jelentős mértékű emelkedése átrajzolta a finanszírozási folyamatokat. Az államadósság devizaaránya 2020 júniusára 19 százalék közelébe emelkedett, mivel az ÁKK a finanszírozási szükségletet részben deviza-kibocsátással fedezi. Az átmeneti emelkedést követően a devizaadósság arányának folytatódó csökkenésére számítunk.

A fenti kedvező fejlemények ellenére Magyarország bruttó államadósság szintje a hasonló fejlettségű régiós országokhoz képest még mindig magas, ami az ország nyitottsága, valamint a nemzetközi pénz- és tőkepiacokba való beágyazottsága mellett abba az irányba hat, hogy a magyar gazdaság teljesítménye és az államháztartás helyzete továbbra is igen érzékeny a külső fejleményekre. Elemzésünkben az alappályával mellett három alternatív forgatókönyvet vizsgáltunk. Ezek mind olyan nemzetközi pénzügyi, illetve reálgazdasági feltételezéseket jelenítenek meg, amelyek az alappályánkhöz képest kisebb valószínűségűek, de nem tekinthetők szélsőséges, válságszerű eseményeknek.

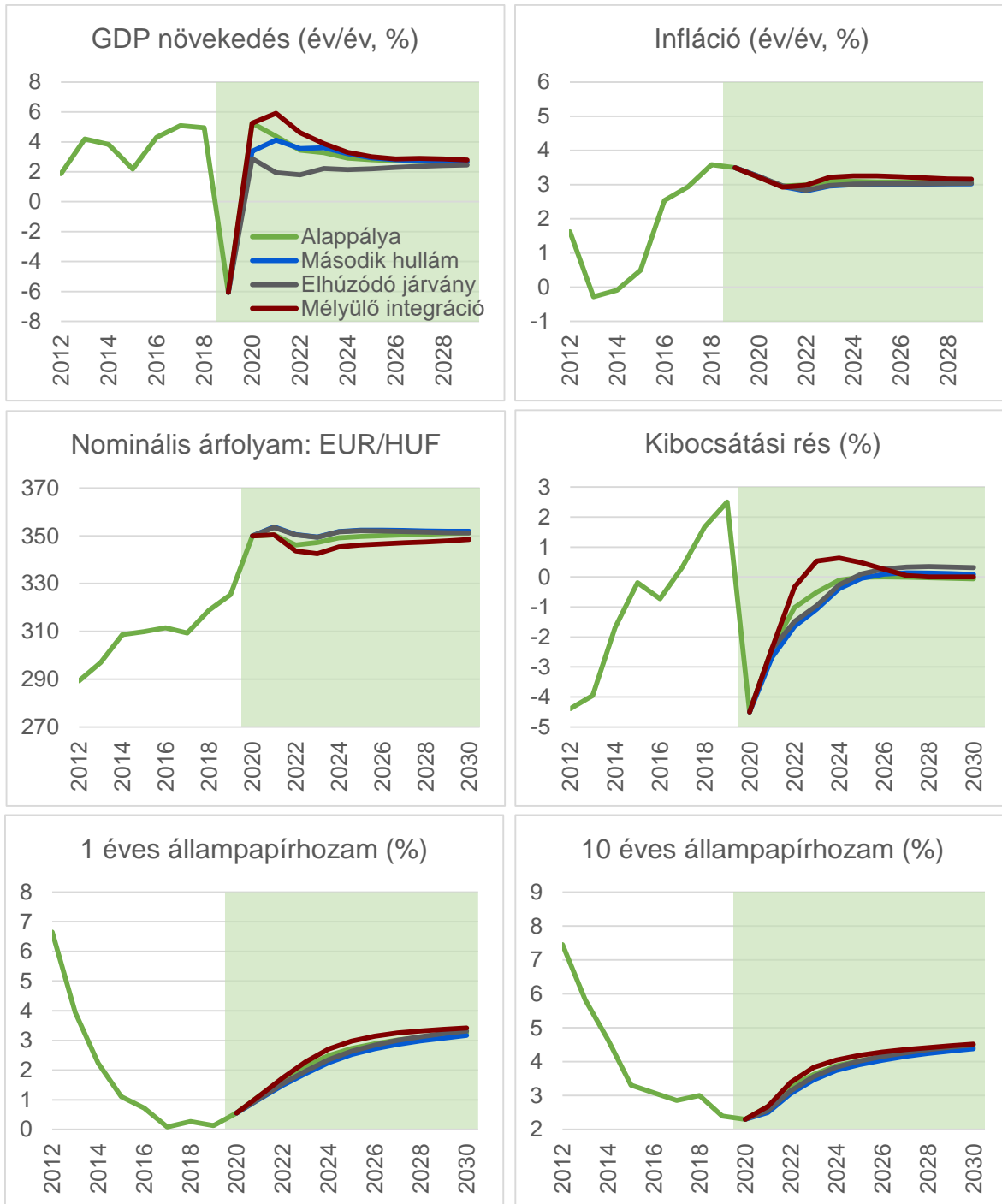
Az *első forgatókönyvben* azt tettük fel, hogy a járvány második hulláma a vártnál erősebbnek bizonyul, így a döntéshozók világszerte korlátozásokat, időszakos lezárásokat vezetnek be. Ebben a scenárióban mind az euroövezetben, mind hazánkban átmenetileg alacsonyabb növekedésre számítunk. A lassabb reálkonvergencia következtében a nominális árfolyam pálya gyengébb, míg a hosszú távú kamatok alacsonyabbak a mérsékeltebb külső kamatlábak és a hazai monetáris lazítás következtében. A költségvetési hiány a következő két évben kedvezőtlenebbül alakul, aminek hatására az adósságráta 2021-ben még tovább

emelkedik. Ezt követően azonban az államadósság csökkenő pályára áll, és 10 éves horizonton a GDP arányos mutató mindössze 2 százalékponttal magasabb, mint az alappályában.

A *második* *szcenárióban* egy elhúzódó járványhelyzet hatását mutattuk be, amely az első forgatókönyvvel összehasonlítva erősebb és tartós növekedési veszteséget okoz. Ebben a forgatókönyvben a költségvetés elsődleges egyenlegének tartós romlása mellett a kamatkidadások is emelkednek az alappályához képest. Az adósságcsökkenés ebben a forgatókönyvben szignifikánsan lassabb, mint az alappályában, és az előrejelzési időhorizont végére, 10 év alatt mindössze 2 százalékponttal csökken az adósságráta.

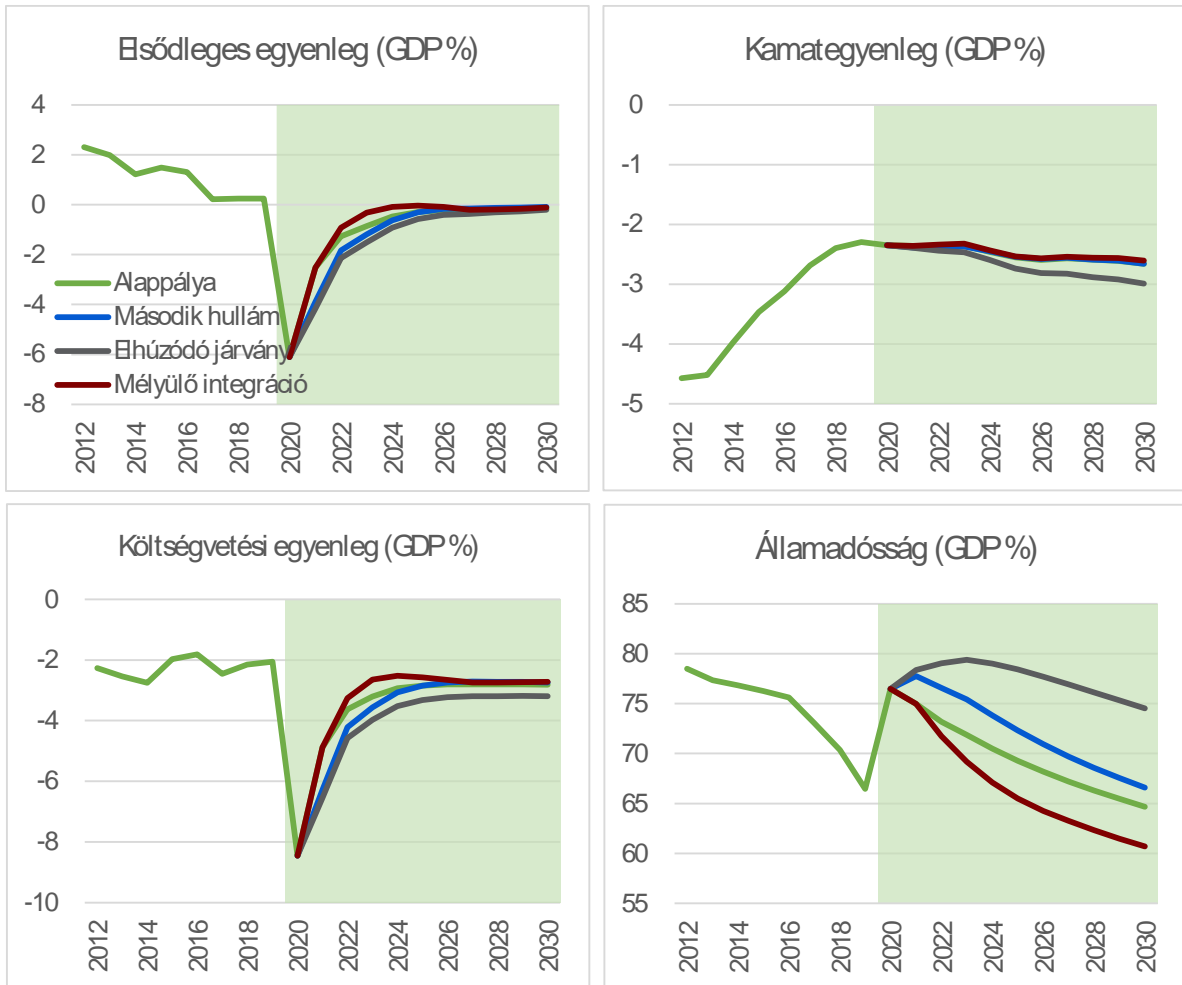
Végül a *harmadik forgatókönyvben* azt feltételezzük, hogy a járványhelyzetre adott gazdaságpolitikai válaszok mélyülő európai integrációhoz és strukturális reformokhoz vezetnek. A *szcenárióban* vázolt gyorsabb euroövezeti növekedés, illetve az unió hosszabb távú jövőjének pozitívabb piaci megítélése kedvezőbb hazai növekedési kilátásokat és a kockázati prémium mérséklését eredményezi. Így a költségvetési hiány tartósan alacsonyabb lehet az alappályában jelzethnél, az adósságráta gyorsabban, tíz év alatt a GDP-arányában további 4 százalékponttal csökkenhet, és 2030-ra 60 százalék közelébe mérséklődhet.

8.1. ábra: az alternatív pályák összehasonlítása: hazai makrováltozók



Forrás: OGResearch

8.2. ábra: az alternatív pályák összehasonlítása: költségvetési mutatók



Forrás: OGResearch

9. Felhasznált irodalom

- Antal, J., Iker, Á., Molnár, Gy., (2018). Áttekintés a világgazdaság középtávú folyamatairól és azok magyar gazdaságra, államháztartásra gyakorolt hatásairól, Budapest, OGRsearch
- Antal, J., Iker, Á., (2019). Világgazdasági hatások – különösen a Brexitre tekintettel – az EU-ra, benne Magyarország gazdaságára, államháztartására, Tanulmány a Költségvetési Tanács részére, Budapest: OGRsearch
- Antal, J., Köber, Cs., (2020): Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés 2020-2022, Elemzés a Költségvetési Tanács részére, Budapest: OGRsearch
- European Commission (2020): European Economic Forecast, Spring 2020
(https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/spring-2020-economic-forecast-deep-and-uneven-recession-uncertain-recovery_en)
- European Commission (2020): European Economic Forecast, Summer 2020
(https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/summer-2020-economic-forecast-deeper-recession-wider-divergences_en)
- International Monetary Fund (2019): World Economic Outlook: World Economic Outlook, Growth Slowdown, Precarious Recovery, April 2019
(<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2019/03/28/world-economic-outlook-april-2019>)
- International Monetary Fund (2020): World Economic Outlook Update: A Crisis Like No Other, An Uncertain Recovery, 2020 June
(<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>)
- Magyar Nemzeti Bank (2020): Költségvetési Jelentés, A 2021. évi költségvetési törvény elemzése, 2020 Július (<https://www.mnb.hu/letoltes/ko-ltse-gvete-si-jelente-s-2020-hun-0723.pdf>)
- Magyar Nemzeti Bank (2020): Inflációs jelentés, 2020 június
(<https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-2.pdf>)
- OECD (2020): Building confidence amid an uncertain recovery. OECD Economic Outlook, Interim Report, September 2020 (<http://www.oecd.org/economic-outlook/>)
- Szilágyi, K., D. Baksa, J. Benes, Á. Horváth, Cs. Köber és G. D. Soós (2013): "The Hungarian Monetary Policy Model", MNB Working papers 2013/1.

10. Függelék

Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Nominális Kamatláb														
Hazai állampapírhozam: 1 éves	%	0.3	0.1	0.6	1.1	1.7	2.1	2.5	2.8	2.9	3.1	3.2	3.2	3.3
Külső kamatláb	%	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	0.6	1.3	1.6	1.8	1.9	2.0
Árfolyam														
Nominális árfolyam	EUR/HUF	318.8	325.3	350.0	350.4	346.2	347.2	349.2	349.8	350.1	350.4	350.7	351.0	351.2
Reálárfolyam trend	%	1.4	1.1	0.8	-0.1	2.0	-0.3	-0.5	-0.6	-0.7	-0.8	-0.9	-0.9	-0.9
Árak														
Inflációs cél	év/év, %	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Fogyasztói árindex	év/év, %	2.9	3.6	3.5	3.2	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
GDP deflátor	év/év, %	4.5	4.5	5.0	3.7	3.1	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
GDP														
Reál GDP	év/év, %	5.1	4.9	-6.1	5.3	4.4	3.5	3.3	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
Nominális GDP	év/év, %	9.8	9.7	-1.4	9.1	7.6	6.6	6.5	6.1	6.0	5.9	5.9	5.8	5.8
Kibocsátási rés	%	1.7	2.5	-4.5	-2.4	-1.0	-0.5	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
Fiskális változók														
Költségvetési egyenleg	GDP %	-2.2	-2.1	-8.5	-4.9	-3.6	-3.2	-2.9	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8
Elsődleges egyenleg	GDP %	0.2	0.2	-6.1	-2.5	-1.3	-0.9	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Nettó kamategyenleg	GDP %	-2.4	-2.3	-2.3	-2.4	-2.4	-2.4	-2.5	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6	-2.7
Államadósság	GDP %	70.4	66.4	76.5	75.0	73.2	71.9	70.5	69.3	68.2	67.2	66.3	65.5	64.7