



Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép 2020 első félévéről

Készült a Költségvetési Tanács Titkársága megbízásából

Készítették:

Bogóné Jehoda Rozália

Matheika Zoltán

Nagy Katalin

Palócz Éva

Tóth G. Csaba

Vakhal Péter


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



Budapest, 2020. szeptember 30.

Készült a KVT/15-2/2020 szerződés alapján

Dr. Palócz Éva Mária
vezérigazgató

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

Tartalom

Bevezető és összefoglaló.....	5
1. Világgazdasági környezet alakulása.....	9
1.1. Bizonytalan növekedési kilátások, jelentős lefelé mutató kockázatok	9
1.2. Összeomló világkereskedelem, labilis nyersanyagpiac.....	10
1.3. Expanzív monetáris és fiskális politika.....	12
1.4. Gazdasági visszaesés az Európai Unió külső környezetében.....	13
1.5. Súlyos növekedési veszteségek az Európai Unióban a pandémia hatására	14
2. Makrogazdasági helyzet 2020 első felében	18
2.1. A GDP és komponensei	18
2.2. A GDP termelési oldala.....	23
Ipar	23
Építőipar	25
Lakásépítés, lakáspiac.....	27
2.3. A GDP felhasználási oldala	30
A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai	30
Beruházások	33
Külkereskedelem	36
2.4. A fizetési mérleg alakulása 2020 első két negyedében.....	38
2.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség.....	41
3. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok	43
3.1. Államháztartási folyamatok	43
Európai kitekintés	43
A 2020-es magyar költségvetés.....	48
A magyar államadósság alakulása	51
3.2. Infláció	53
3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....	56
3.4. Vállalati és lakossági hitelek és kamatok.....	58

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok					Előrejelzés		
	2018	2019	2020			2020		2021
			I. né.	II. né.	július	2019 ápr.	2020 szept.	2020 szept.
GDP-aggregátumok reálnövekedése								
GDP összesen	5,1	4,9	2,2	13,6		-5,5	-5,8	3,5
Belföldi felhasználás	7,3	5,6	4,0	6,1		-4,4	-2,5	2,8
Magánfogyasztás	4,0	4,4	4,3	-8,6		-3,8	-3,1	3,0
Közösségi fogyasztás	2,0	2,0	2,4	5,8		0,6	2,7	0,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	17,1	15,3	-2,6	-13,5		-7,8	-7,2	4,5
Bruttó felhalmozás összesen	18,3	9,5	4,3	-5,0		-7,8	-2,9	3,5
Export	4,3	6,0	-0,5	-24,0		-8,8	-9,5	5,6
Import	6,8	6,9	1,3	-15,8		-7,5	-5,6	4,8
Ipari termelés	3,6	5,4	0,3	-25,4	8,1	-10,0	-8,5	5,0
Fogyasztói árindex	2,8	3,4	4,3	2,5	3,9 ^e	3,8	3,7	3,7
Foglalkoztatás, jövedelmek								
Foglalkoztatottak számának növekedése ^a	1,1	1,0	-0,7	-2,3	-1,4	-8,0	-1,2	1,0
Foglalkoztatási ráta ^a	60,4	60,8	60,3	59,5	59,9 ^f	56,1	60,0	60,4
Munkanélküliségi ráta ^a	3,7	3,4	3,7	4,6	4,7	7,5	4,6	4,0
Termékegységre jutó bérkölttség ^b	4,9	-11,6	-2,1	5,3		-2,2	2,9	3,1
Bruttó nominális keresetek	11,3	11,4	9,1	10,9		6,0	8,5	5,0
Nettó reálkeresetek	8,3	7,7	4,6	8,2		2,1	4,6	1,3
Megtakarítási ráta a GDP %-ában ^c	6,2	5,0	5,2	5,8		5,0	6,0	5,0
Folyó fizetési mérleg								
a GDP %-ában	-0,4	-0,9	-0,7 ^d	-2,9 ^d		-1,1	-1,7	-1,0
Folyó fizetési és tökemérleg								
a GDP %-ában	2,2	1,0	1,6 ^d	-0,5 ^d		0,8	0,3	0,3
Államháztartás								
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-2,1	-2,0	-1,5	-10,6		-5,2	-7,0^h	-5,0
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	70,2	66,3	66,8	71,9		73,7	76,2	74,0
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	0,00	-0,01	0,77	0,18	0,27 ^g	1,0	0,5	0,5
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	3,01	2,01	2,65	2,15	2,07 ^g	3,0	2,5	2,5
Nemzetközi feltételek								
Nemzetközi kereskedelem volumene	4,0	4,0				-3,9	-12,0,	8,0
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	71,3	64,4	50,3	29,3	43,2	45,0	42,0	50,0
GDP-változás az Eurózónában, %	1,9	1,2	-3,8	-14,9		-5,2	-9,2	6,1
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	4,3	3,6	0,7	-9,9		-3,9	-5,8	4,2
Forint/euró, időszaki átlag	319	325	339	352	350 ^e	360	353	355
Dollár/euró, időszaki átlag	1,18	1,12	1,10	1,10	1,16 ^e	1,10	1,12	1,12

a ILO-módszer szerint, időszaki átlag, 15-74 éves népesség. A közfoglalkoztatottak a foglalkoztatottakhoz sorolódnak.

b Feldolgozóipar, bruttó hozzáadott érték és (a természetbeni juttatásokat is tartalmazó) havi átlagos munkajövedelem alapján euróban mért egységbéreköltség százalékos változása, évkezdettől kumulált adat

c Háztartások négy negyedéves halmozott nettó finanszírozási képessége a GDP %-ában

d MNB által közölt szezonálisan kiigazított adat

e július-augusztus

f április-július

g augusztus

h A szeptember 28-ig bejelentett konkrét intézkedések 6 százalékos ideai hiányprognózist indokolnak, ám azt várjuk, hogy az utolsó negyedévben további kormányzati programok születnek a válság hatásainak enyhítése érdekében.

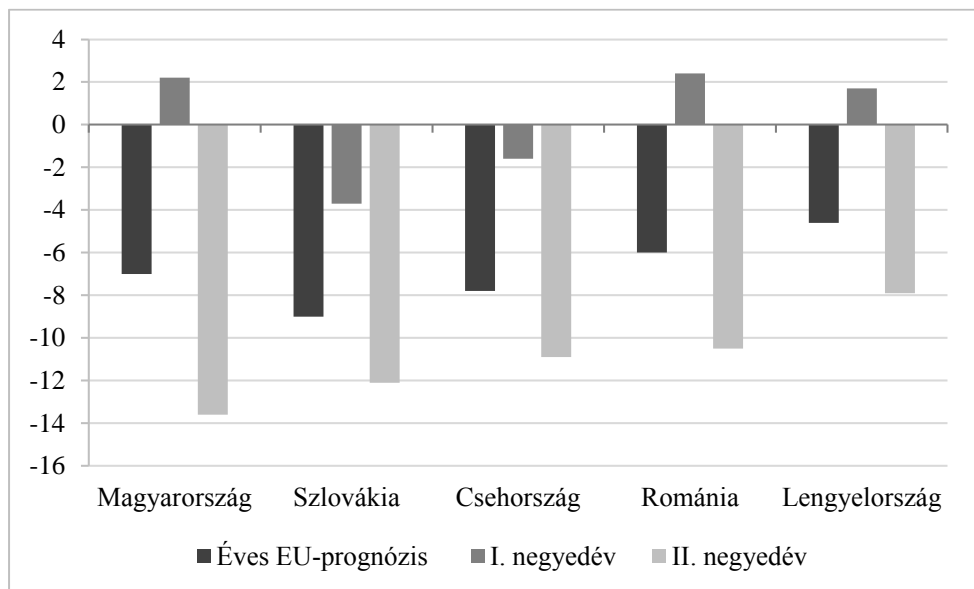
Bevezető és összefoglaló

A magyar kormány a 2020 áprilisában megjelent *Konvergencia programban* 3 százalékos gazdasági visszaesést várt 2020-ra, majd 4,8 százalékos növekedést 2021-re. Ez az előrejelzés már akkor is jóval optimistább volt, mint a független elemzők 5-7 százalékos, illetve az Európai Bizottság 7 százalékos visszaesést váró prognózisa. Az MNB pedig áprilisban még 2-3%-os, majd júniusban 0,2-2%-os *növekedést* várt 2020-ra a magyar gazdaságban. Igaz, ezt a szeptember végi Inflációs jelentésben az MNB már 5,1-6,8%-os *visszaesésre* módosította a GDP 2020-as előrejelzését.

A kormány idei prognózisa is módosult április óta: a pénzügyminiszter július 23-án egy rádióinterjúban már 5 százalékos visszaesést jelentett be, mint reális gazdasági előrejelzést, erről azonban hivatalos állásfoglalás szeptember végéig nem született.

Az első félévben a magyar gazdaság 6,3 százalékkal zsugorodott. Ez az átlag azonban megtévesztő, mivel az első negyedévben, amelyet március utolsó két hete kivételével még normális üzletmenet jellemzett, a magyar gazdaság 2 százalékos növekedést ért el. A válság első teljes negyedévében, azaz 2020. második negyedévében azonban a magyar gazdaság teljesítményének csökkenése 13,6 százalékos volt, ami jócskán meghaladja a környező országok gazdasági visszaesését. A válság tehát súlyosabban érintette a magyar gazdaságot, mint a régió többi országát, mint az alábbi ábra mutatja.

Az EU éves előrejelzése 2020-ra és az I. és II. negyedéves gazdasági növekedés mértéke néhány közép- és kelet-európai országban, az előző év azonos időszakához viszonyítva (%)

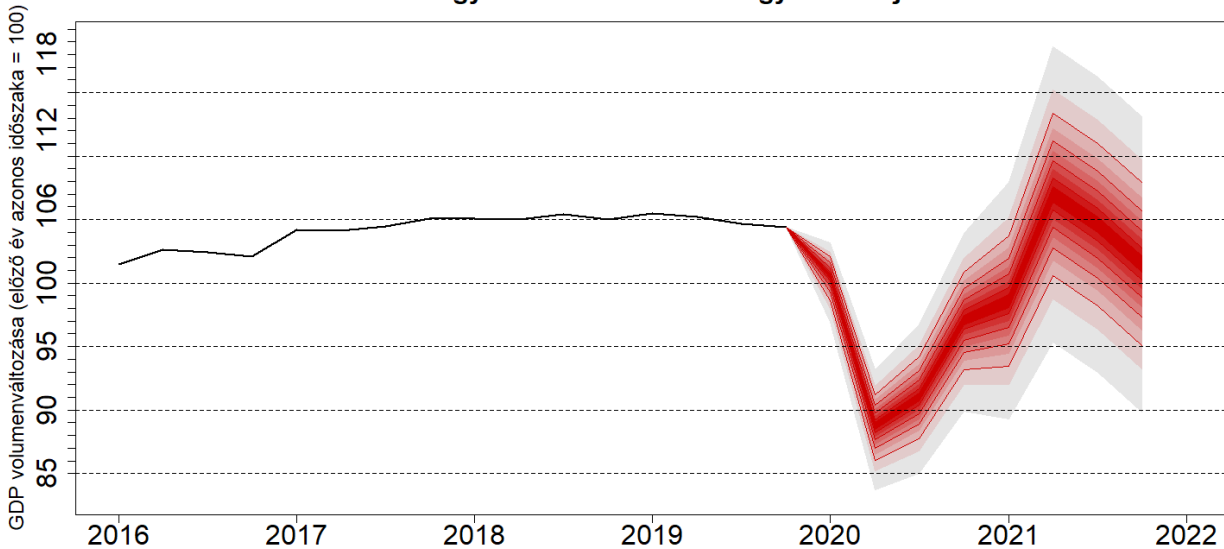


Forrás: Európai Bizottság és Eurostat

A magyar GDP második negyedévi 13,6%-os zsugorodása majdnem teljes mértékben megfelel a Kopint-Tárki 2020. április eleji előrejelzésének¹. A 2020. első Konjunktúrajelentésben (Kopint-Tárki, 2020) közölt ábrán is láthatóan, a Kopint-Tárki 12,2%-os visszaesést jelzett előre a második negyedévre (0.2. ábra). Ez a lefutás tartozott az egész évre várt 5,5%-os GDP-zsugorodáshoz.

A Kopint-Tárki 2020 áprilisi előrejelzése a magyar GDP 2020. és 2021. évi változásának legvalószínűbb lefutásáról

A magyar GDP növekedés legyezőábrája



Forrás: Kopint-Tárki, A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2020 tavaszán 2020/1. (ld. 1. lábjegyzet)

A legyezőábra jelzi, hogy áprilisi jelentésünkben a második negyedévre 10-14,4%-os visszaesést becsültünk, amelynek középpontja 12,2%. Ez mindössze 1,4 százalékponttal tér el a tényadattól, ami ilyen nagyságrendnél csekély különbségnek tekinthető. Az eltérést elsősorban az magyarázza, hogy az előrejelzésben nem számíthattunk arra, hogy az állami beruházások a második negyedében 20%-kal maradnak el az előző év azonos negyedévének teljesítményétől, sokkal nagyobb mértékben, mint a magánberuházások (minusz 12%). A gazdaságpolitika szereplői, többek között az MNB is, az állami beruházásokban látta azt a válság enyhítését célzó impulzust, amely a gazdaság zsugorodásának a mértékét tompítja. Mint az adatok bizonyítják, nem ez történt.

Ami a második félévi kilátásokat illeti, április előrejelzésünkben a harmadik negyedévre 6-11%, a negyedekre 2-5%-os visszaesést becsültünk, amelyek középértéke rendre 8,5, illetve 3,5%. Kérdés, hogy ezek az előrejelzések mennyire állják meg a helyüket az azóta

¹ Kopint-Tárki (2020): A világgazdaság és a magyar gazdaság helyzete és kilátásai 2020 tavaszán 2020/1. <https://www.kopint-tarki.hu/wp-content/uploads/2020/04/R%3%a9szletes-%3%96sszefoglal%3%b3.pdf>

eltelt és a még előttünk álló időszak járványügyi fejleményeinek a tükrében. A harmadik negyedévi gazdasági teljesítmény a járvány nyári enyhülésének következtében most valamivel jobbnak tűnik, mint amit áprilisban vártunk (elsősorban a háztartások fogyasztásában, amelybe az idegenfogalmi szolgáltatások igénybevétele is beletartozik), a negyedik negyedév viszont rosszabbnak, mint az áprilisban előrejelzett, a járvány visszatérte miatt. Ennek következtében most úgy látjuk, hogy a harmadik negyedévi teljesítmény **az áprilisban kalkulált legyezőábra sávjának a tetején (5-6% között), a negyedik negyedévi viszont inkább az alsó széléhez közel, 5% körül lehet.**

Az utóbbit nem csak a járvány ismételt elhatalmasodása indokolja szeptember elejétől, hanem a nemzetközi gazdasági környezet fokozódó bizonytalanságai is. Mind a nemzetközi kereskedelem terén, mind a magyar gazdaság fő kereskedelmi és gazdasági partnerei körében növekszik a pesszimizmus az év hátralévő időszakának gazdasági kimenetelére vonatkozóan – nyilván nem függetlenül a járvány második hullámától.

Mindent összefoglalva, a Kopint-Tárki 2020 szeptember végén a magyar GDP 2020. évi változására 5,8%-os visszaesést becsül (az áprilisi 5,5%-kal szemben), azzal a feltételezéssel, hogy a járvány kezelése a jelenlegi státuszban marad, azaz szigorú védőintézkedések bevezetésével jár, de nem ölt olyan mértéket, amely végül mégiscsak egy újabb lockdown elrendelését teszi szükségessé.

A gazdasági visszaeséssel párhuzamosan ma már biztosan állítható, hogy rég nem látott mértékben romlik idén az ország **fiskális** pozíciója. Ez rövidtávon az anticiklikus politika szellemében indokolt, hosszabb távon azonban szükségessé tehet egy komoly költségvetési konszolidációt.

Becslésünk szerint augusztus végéig közvetlenül a járványválság miatt bekövetkezett recesszió hatására 700-800 milliárd forinttal csökkent az államháztartás adóbevétele, és további 100-150 milliárd forinttal rontották az egyenleget az adórendszert érintő kormányzati intézkedések (járulékmentesség, illetve az idegenforgalmi adó, a turizmusfejlesztési hozzájárulás és a KATA felfüggesztése). A kiadási oldalon eddig nagyjából 550 milliárd forintot fordított a kormány a járvánnyal kapcsolatos egészségügyi eszközök beszerzésére, további 250-300 milliárd forintot pedig bértámogatásokra, fejlesztési támogatásokra és jövedelemkiegészítésekre. Mindezek alapján úgy látjuk, hogy augusztusig bezárólag közvetlenül a járványhoz köthetően 1500-1800 milliárd forinttal romlott a költségvetés egyenlege.

Tekintve a járvány második hullámának jelenlegi alakulását, jelentős az esély arra, hogy az adóbevételek az utolsó négy hónapban is elmaradnak a tervezett szinttől. Az esetleges újabb gazdaságélénkítő intézkedésekről azonban még nem született döntés.

Előrejelzésünk alapján a gazdasági recesszió éves szinten GDP-arányosan 3,2 százalékos bevételkiesést jelent a költségvetésnek. Ennek közel harmada a fogyasztási adók csökkenésére, másik harmada a munkabért terhelő elvonások visszaesésére vezethető vissza, a többi pedig a vállalati befizetések kedvezőtlen alakulásához, illetve a munkanélküli járadékokra szorulóknak számának növekedéséhez köthető. Az eddig bejelentett kormányzati intézkedések együttes hatása 2,4%-kal rontja az idei egyenleget, ennek finanszírozásához azonban felhasználható ez Európai Uniótól érkezett, a GDP 0,6

százalékát kitevő likviditási támogatás. A fentiek alapján becslésünk szerint az eredetileg elfogadott költségvetésben szereplő 1 százalékos **államháztartási hiány** helyett idén a **GDP 6%-a körül lesz a deficit**.

.....-

A tanulmány első fejezetében a magyar gazdaság nemzetközi környezetét tekintjük át, röviden. A második fejezet a magyar makrogazdasági fejlemények alakulását elemzi 2020 első félévében, külön értékelve a két hét híján még a válság által alig érintett első negyedévi, és a válság által legnagyobb mértékben sújtott második negyedévi teljesítményt. Egyenként megvizsgáljuk a GDP termelési és felhasználási komponenseinek alakulását, ezek összefüggéseit, a fizetési mérleg alakulását és a munkaerőpiaci mutatókat. A harmadik fejezet a fiskális és monetáris folyamatokat elemzi.

1. Világgazdasági környezet alakulása

1.1. Bizonytalan növekedési kilátások, jelentős lefelé mutató kockázatok

A COVID-19 megjelenése ez év tavasza óta alapvetően megváltoztatta a világgazdaság képét, minden korábbi várakozást felülírt. A piaci várakozások szempontjából a legnagyobb probléma, hogy a pandémia terjedésének nem látszik a vége. Tavasszal, amikor a járvány drámai ütemben terjedt és világszerte a gazdasági leálláshoz vezetett, még legtöbben V alakú kilábalásban bíztak, azaz, hogy az év első felének recesszióját a második félévben már növekedés követheti. Azonban a nyár végén megjelent a járvány második hulláma, ami ugyan remélhetőleg nem fog olyan mértékű gazdasági leállást eredményezni, mint az első, a visszaesés vagy a vártnál lassúbb növekedés 2020 második felében is folytatódhat, és a piaci szereplők várakozásai újra negatívba fordulhatnak, ami mind a fogyasztásra, mind a beruházásokra kihat.

Míg a 2008/2009. évi globális válság pénzügyi válságként indult, ami aztán fokozatosan terjedt át a reálgazdaságra, a COVID-19 megjelenése külső sokként először az egészségügy kapacitásait tette próbára mindenütt, aztán nagyon gyorsan egy keresleti és kínálati sokként is jelentkezett. A probléma, hogy erre éppen egy olyan időszakban került sor, amikor – a pénzügyi válságot követő – hosszú évek nagyon lassú növekedése után végre némi dinamizmusban reménykedtek az előrejelzők. Tekintettel arra, hogy a Kínából elindult, kezdetben lokálisnak hitt járvány gyakorlatilag a világ minden országában felütötte fejét, a globális lassulás is jóval nagyobb mértékű lesz, mint a 2008/2009-es visszaesés idején. Az IMF és az OECD várakozásai szerint akár 4,5-4,9%-os globális visszaesés is bekövetkezhet az idén, s a kilábalás is lassúbb lehet a tavasszal feltételezetténél. **A járvány komoly veszteségeket okozott: a globális GDP szintje még évekig nem éri el a 2019. évi szintet,** és amennyiben jövőre bekövetkezik az egyelőre prognosztizált 5% körüli globális növekedés, a 2021. évi globális GDP szintje így is 6,5%-kal marad el a járvány előtti helyzetben megjelent prognózisokhoz képest.

A válság – a gazdasági leállás és a fogyasztók elbizonytalanodása következtében – általában mindenütt a magánfogyasztás és a szolgáltatások iránti kereslet erőteljes csökkenésével járt. Ugyanakkor bizonyos területeken – például az egészségügy – a kereslet meghatározott termékek iránt hirtelen nagyon megnövekedett, amivel a kínálat viszont nem tudott lépést tartani. Az élelmiszerek, háztartási cikkek iránti kereslet is jelentősen megnőtt, tekintve, hogy az elbizonytalanodott fogyasztók nem tudták, mennyi időre kell otthon maradásra, esetleges áruhiányra berendezkedniük. **A pandémia alatt az infláció összességében viszonylag alacsony maradt,** ami különösen a rendkívül alacsony olajáraknak és a kereslet összeomlásának volt köszönhető. De itt is régióként és ágazatonként erős különbségek voltak tapasztalhatók. Például az élelmiszerárak mindenütt emelkedtek.

A válság a munkaerőpiacokra is súlyos hatással volt. Számos országban a rövidített munkaidő eszközéhez fordultak. Az ILO becslései szerint Európában a rövidített munkaidő bevezetése 2020 első negyedében (2019 utolsó negyedéhez viszonyítva) olyan hatással volt, mintha 130 millió teljes munkaidős állás veszett volna el. A válság elsősorban az alacsony képzettségű és a női munkavállalókat sújtotta, és azokat,

akiknek esetében a home office lehetősége nem volt alkalmazható. Ugyancsak nehéz helyzetbe hozta a válság a szabadúszókat, különösen a kultúra területén, a részmunkaidős munkavállalókat, illetve a határozott idejű szerződéssel rendelkező munkavállalókat. Az amúgy is hátrányos helyzetben levő fiatal munkavállalók szintén a válság vesztesei közé tartoznak.

A pandémia sajátos lefutása következtében nagyon nehéz egyelőre bármiféle megbízható prognózist készíteni a közeljövőre vonatkozóan. A szakértők többsége csak október-novemberre várta a második hullám kibontakozását, ehelyett az már augusztus végén a legtöbb országban megindult, s ráadásul az új megbetegedések számát tekintve még sokkal erőteljesebben, mint amikor tavasszal a gazdasági leállás mellett döntöttek.

A koronavírus járvány a fejlődő országok zömét viszonylag későn, de annál nagyobb intenzitással érte el, s ma még igen nehéz megjósolni, hogy milyen következményekkel fog járni. Az nyilvánvaló, hogy alaposan megcsappantak mindazok az erőforrások, amelyektől ezek az országok függenek. A nyersanyag- és energiahordozóexportból, a nemzetközi termelési láncok beszállítóiként megvalósított iparcikkexportból, a turizusból és a hozzá kapcsolódó ágazatokból, a külföldön dolgozó vendégmunkásaik által hazautalt jövedelmekből származó bevételeik szinte egyik napról a másikra elapadtak, s újraéledésükkel előreláthatólag még hosszú ideig nem számolhatnak. A fejlődő országokba irányuló működőtőke-befektetések 2020-2021-ben jelentős mértékben visszaesnek. Valamennyi fejlődő országban a GDP visszaesésével számolnak, ennek mértéke Indiában 4,5 az ASEAN országokban 2, Braziliában, Mexikóban, Indiában 10%-ot meghaladó növekedéscsökkenés is elképzelhető az idén.

1.2. Összeomló világkereskedelem, labilis nyersanyagpiacok

A **világkereskedelem** súlyos visszaesést szenvedett el 2020 tavaszán. Kína exportja szintén mélyrepülésen ment keresztül még az év elején, majd később visszapattant a mélypontról, és újra a tavalyi szint közelébe került. A kínai kereskedelem áruszerkezete azonban jelentősen megváltozott, mivel a fő exportcikkeknek számító elektronikai és gépipari termékek kivitele nem tért vissza a korábbi szintekhez, helyettük a járványügyi védekezéshez kapcsolódó termékek (védőfelszerelések, vegyipari termékek) kapnak nagyobb súlyt. Kína azon törekvése, hogy a high-tech termékek piacán a legnagyobb exportőr legyen továbbra is él, az ázsiai ország változatlanul a világ legnagyobb exportőre. Bár az értékláncok átalakulóban vannak, és megfigyelhető a visszatelepülés is Európában és Amerikában, azonban tömeges jelenségről nem beszélhetünk, és a kapacitásbéli korlátok miatt feltehetőleg ez így is marad a jövőben. Azonban a COVID-19 válság alatt, majd annak lecsengését követően **Kína világgazdasági szerepe várhatóan meg fog változni.** A termelési-értékesítési láncok újragondolása, átalakítása folytán a „világ műhelye” szerepkörben minden bizonnyal meg fog gyengülni, ugyanakkor befektetőként az eddiginél is erősebb befolyásra fog szert tenni, mind a működőtőke-export, mind a likviditási nehézségekkel küzdő államok költségvetéseinek finanszírozása terén.

A COVID-19 járvány okozta válság felhívta a figyelmet a nemzetközi termelési értékláncok előnyeire és hátrányaira, és újra előtérbe hozta a régi vitát a termelés nemzetköziesedése versus a hazai termelés előnyben részesítése vonatkozásában. A válság ráirányította a figyelmet a nemzetközi értékláncok gyengeségeire, sérülékenységeire. A kínai gyárak átmeneti leállása 2020 januárjában pedig a kínai szállításoktól való, egyre fokozódó függőségre hívta fel a figyelmet. Sok országban újra felmerült, hogy leginkább a stratégiai ágazatok esetében újra elindítják a hazai termelést. Ugyanakkor tudomásul kell venni azt is, hogy a legtöbb ország nemzetközi integrálódása olyan mértékű, amit nem lehet csak úgy lebontani. A válság arra hívta fel a figyelmet, hogy az értékláncok robusztusságot kell erősíteni, amihez a láncok jobb átláthatósága, a termelés folyamatos monitorozása, vészjelző rendszerek beépítése, a láncok rugalmasabbá tétele mind sokban hozzájárulhat. A válság utáni korrekció szerkezeti változásokat is elindíthat (pl. green economy, „zöldgazdaság” az EU-ban), ami újfajta láncok kialakulásához is hozzájárulhat. Akár már rövidtávon bekövetkezhetnek változások a beszerzési logisztikában, ha nem a költséghatékonyság, hanem a biztonság kerül előtérbe. A beszerzési láncok rövidülhetnek, ha a cégek megpróbálják beszerzési forrásaikat diverzifikálni. Ennek (például a fejlett piacok preferálása esetén) árfelhajtó hatása is lehet.

Ez év második negyedévében a **nyersolajár** jelentős mélypontokat produkált: a koronavírus járvány és a gazdasági leállás következtében tavasszal gyakorlatilag összeomlott az olajkereslet, s olyan mennyiségű olajtűltermelés alakult ki, ami a tároló kapacitások adta lehetőségeket meghaladta. Mindez az olajtermelőket további termeléskorlátozásra készítette. A nagy OPEC-termelők mellett, Norvégia, Kanada és Oroszország is önkéntesen vállalta termelésének visszafogását. Az olajkitermelést az USA-ban is jelentősen korlátozták. A gazdasági leállás oldása következtében a kínai olajkereslet napi 750 ezer hordóval emelkedett júliusban, és másutt is megindult a kereslet emelkedése. Ugyanakkor a piaci egyensúly továbbra is törékeny, a járvány második hulláma könnyen újra bedöntheti a keresletet. Várakozásaink szerint a nyersolaj ára éves szinten 40-45 dollár/hordó körül mozoghat, ami jövőre – optimista feltételek közepette – 45-50 dollár/hordóra emelkedhet. A volatilitás rendkívül nagy, s a piacok nagyon idegesen reagálnak minden bejelentésre.

A feldolgozóipari termelők, különösen az Egyesült Államokban, aggodalommal figyelik, hogy **Kína részesedése a ritkaföldfémek piacán egyre inkább egy monopóliummá nővi ki magát**, miközben napjaink high-tech háztartási elektronikai termékei, valamint az elektromos meghajtású járművek és repülőgépek egyre több ilyen típusú nyersanyagra szorulnak rá. Az USA ezért újra megnyitja néhány bányáját, hogy csökkentse a távolkeleti országtól való függőségét. Mindezzel párhuzamosan a válság rekord magasságokba repítette az arany és az ezüst árát. Az előbbi menedékként szolgál egy olyan globális pénzpiacra, ahol a hozamok soha nem tapasztalt mélységbe zuhantak, a másik pedig a környezetbarátibb termelésre való átállás egyik fontos alapanyaga. Emiatt az ezüst ára valószínűleg jóval stabilabb lesz, mint az aranyé.

1.3. Expanzív monetáris és fiskális politika

A koronavírus kedvezőtlen konjunkturális hatásai következtében a **monetáris politika** tavaly megindult lazítása folytatódott. A **FED** az idén 150 bázisponttal 0%-ra mérsékelte az alapkamatot, s az előrejelzések szerint a jövő év végéig nem is kíván rajta változtatni, továbbá újabb mennyiségi könnyítéseket vezetett be, és szinte korlátlan eszközvásárlási programot hirdetett meg. Újra definiálta inflációs célját a FED: a 2%-os inflációs cél helyett a továbbiakban a gazdasági ciklusok átlagában figyeli majd, hogy az infláció mennyiben közelíti meg a 2%-ot. Ezzel a Fed egyben azt is jelezte, hogy tartósan engedné a 2%-os cél fölé emelkedni az inflációt, s nem kezdene el azonnal szigorítani a cél feletti infláció esetén.

Az **EKB** a válságra reagálva tovább lazított a monetáris feltételeken, s a járványra tekintettel márciusban meghirdetett eszközvásárlási programot tovább, 1350 milliárd euróra bővítette, és az alapkamatot – különösen az augusztusi negatív inflációra való tekintettel – továbbra is 0 szinten tartja. Felmerült, hogy a jelenlegi helyzetben – az amerikai lépésekre reagálva – az EKB is újra fogalmazná inflációs célját és az azt meghatározó tényezőket. Egyrészt a jövőben „szimmetrikusnak” tekinti az inflációs célt, azaz a 2%-os célérték esetében felfelé is tolerál némi eltérést, sőt a gazdaság segítése érdekében tartósan is hajlandó elviselni 2%-nál magasabb inflációt, mielőtt beavatkozna.

A **Bank of England** 0% körülire nyomta le az alapkamatot s júniusban az eddigi 645 milliárd fontról 745 milliárd fontra növelte a mennyiségi enyhítésre fordítható összeget. A **japán jegybank** szintén újabb mennyiségi könnyítéseket vezetett be, eszközvásárlási programját jelentősen kibővítette és nagymennyiségben részvényeket is vásárol. A tízéves japán állampapírok már 0 vagy negatív hozammal kerülnek értékesítésre. Az **orosz jegybank** júniusi ülésén, az idén negyedik alkalommal 100 bázisponttal, 4,25 százalékra, rekord alacsonyra csökkentette az irányadó kamatot, továbbá jelezte, hogy a kamatcsökkentési folyamat nem ért véget, a következő hónapokban további kamatvágások következhetnek attól függően, hogy az infláció hogyan alakul. Az orosz jegybank inflációs célértéke 4%: az infláció augusztusban még alatta, szeptemberben már valamivel felette mozgott, így szeptemberi ülésén a jegybánk nem nyúlt a kamatokhoz.

A válságra reagálva majdnem minden ország **nagyvonalú fiskális intézkedések** segítségével igyekezett a gazdaságát lendületbe hozni, aminek következtében az államháztartás hiánya és az államadósság 2020-21-ben mindenütt nagyon megnő. A válság mindenütt kibontakozó második hulláma következtében ezen a fiskális ösztönzők alkalmazása meghosszabbításra került vagy kerülhet. Az intézkedések köre széles: a rövidített munkaidőben dolgozók bérkiegészítő támogatása, a járvány következtében különösen érintett foglalkozási körökben (kultúra, szabadúszók) bérkompenzációk biztosítása, gyermekes szülők támogatása, nehézségekkel küzdő cégek támogatása, kedvezményes hitelek biztosítása, állami hitelgaranciák nyújtása, adókönyvések cégek számára, az egészségügyi szektor támogatása, beruházás ösztönző támogatások, munkahelymegtartó támogatások stb. Az olyan intézkedések, mint bértámogatás vagy állás nélkül maradt munkavállaló támogatása általában rövidtávú gyorssegélyként

működnek, az elszenvedett veszteségek hosszútávú kompenzálására nem elégségesek. Ezért fontos, hogy az államháztartást tartósan megterhelő plusz kiadások olyan támogatások formájában kerüljenek kifizetésre, amelyek a tartós potenciállal rendelkező cégek túlélését teszik lehetővé, s segítik a munkahelyek megőrzését. Ezek az intézkedések egyúttal hozzájárulnak a fogyasztói és vállalkozói bizalom erősödéséhez, és ezzel a konjunktúra élénkítéséhez. A bő likviditás, az olcsón finanszírozható eladósodás megkönnyíti a kormányok helyzetét. Későbbiekben probléma majd azokban az országokban merülhet fel, ahol a korábban felhalmozott adósságállományt nem sikerült leépíteni, és az új intézkedések csak tovább növelik azt. Ezen országok listája egyre hosszabb: USA, Japán, Olaszország, Görögország, Spanyolország, Egyesült Királyság stb., néhány példát említve.

1.4. Gazdasági visszaesés az Európai Unió külső környezetében

Az Európai Unió külső környezetében mindenütt a gazdasági visszaesés jellemző.

Az OECD CLI (Composite Leading Indicator) indexe jelzi, hogy míg a Kínában az indikátor zuhanása már ez év februárjában bekövetkezett, addig a többi régió esetében némi késéssel, csak áprilisban, és régióként különböző mértékben. Az USA-ban, Japánban és az euróövezetben nagyjából azonos mértékű volt a hangulatromlás, az Egyesült Királyságban jóval nagyobb, Kínáét megközelítő. A gazdasági leállás oldása következtében mindenütt hirtelen javult a mutató, de a járvány újbóli megerősödése következtében augusztusban mindenütt megtorpanás tapasztalható.

A COVID-19 az **amerikai gazdaság** egyik leghosszabb fellendülési időszakának vetett drámai véget: a GDP az első negyedévben -1,3%-kal csökkent, a másodikban -9,5%-kal az előző negyedévhez képest, és az év egészében -8,5%-os visszaeséssel számolunk, jövőre 2-4%-os növekedéssel. A magánfogyasztás és a bruttó állóeszközfelhalmozás egyaránt 7-8%-kal esik az idén, míg az export zsugorodása a -10%-ot is eléri. A járvány továbbra sem lanyhul az USA-ban, ami főleg a jövő évi előrejelzéseket teszi nagyon bizonytalaná. Éves szinten a munkanélküliségi ráta 10% körül alakulhat az idén, ami nagyon magas: augusztusban 8,5% volt a munkanélküliségi ráta, és mintegy 13 millióan voltak munka nélkül. A lanyha kereslet és az alacsony energiaárak következtében az infláció alacsony marad. A válságra reagálva nagy volumenű monetáris és fiskális lazítás következett be, aminek következtében az államadósság szintje mintegy 20%-kal megugrott, így a bruttó államadósság eléri a GDP 133%-át, ami hosszabb távon problémákhoz vezethet.

Japánban a második negyedében 7,8%-os volt a visszaesés, ez már a harmadik egymást követő negyedév volt, amikor a japán GDP csökkenésével kellett szembenézni. Idén a japán GDP 5,8%-os visszaesése várható, s jövőre is csak 2% körüli növekedés. A japán kormány több lépésben nagyvonalú fiskális támogatásokat hirdetett meg: a költségvetést közvetlenül és közvetetten érintő támogatások végső soron a GDP 42%-át tehetik ki, ami példa nélküli intézkedéscsomagot jelent. A fiskális intézkedéseket a japán jegybank változatlanul extrém laza monetáris politikájához kapcsolódó intézkedések egészítik ki.

Az **orosz gazdaság** számára a COVID-19 járvány következményei mellett az alacsony nyersolajár is növekedést fékező hatású volt. Az OECD legfrissebb előrejelzése szerint

idén az orosz GDP 7,3%-kal zsugorodhat, a magánfogyasztás 5% körüli és a bruttó álesztőközberuházások 9,5%-os visszaesése mellett. A jövő évi növekedési kilátások meglehetősen bizonytalanok: 3,5% körüli GDP bővülés várható.

Köztudomású, hogy az előző világgazdasági válságból való kilábalásban óriási szerepe volt **Kínának**. Ilyen szerepvállalásra most viszont nem számíthatunk, még annak ismeretében sem, hogy Kína az egyetlen számottevő gazdasági potenciállal rendelkező ország, ahol 2020-ban a GDP várhatóan növekedni fog. Az OECD szakértői 2020-ra 1,8, majd 2021-re 8,0 százalékos GDP bővülést várnak 2020 szeptember közepén módosított prognózisukban. Az előző világgazdasági válság óta eltelt időszakban igen jelentős strukturális változások mentek végbe az országban. Míg az exportorientált fejlesztések csúcspontján, 2006-ban a kivitel a GDP 35%-át, addig 2019-ben csupán 17%-át tette ki. A gazdaság a járvány első hulláma utáni talpra állításában is a belső kereslet kielégítésének fókuszba állítása játssza a legfontosabb szerepet. 2019-ben Kína egy főre jutó GDP-je meghaladta a lélektaninak is nevezhető 10 ezer dolláros határt.

A COVID-19 járvány gazdasági hatásai az Európai Unióból kiválni készülő **Egyesült Királyságban** különösen erőteljesek voltak. A második negyedévben 22,8%-kal esett vissza a GDP az előző év megfelelő időszakához képest, ami a legnagyobb visszaesés volt az európai országok között. A második negyedévi extrém visszaesést az magyarázza, hogy a brit kormány viszonylag későn kezdett reagálni a járvány következményeire, akkor viszont nagyon erőteljes, merev intézkedéseket fogantatosítottak. A brit GDP az idén mintegy 10-14%-kal zsugorodhat, attól függően, hogy a járvány mennyire durvul el az év második felében. A gazdasági szereplők aktivitását nemcsak a járvány következményei, hanem a Brexit elhúzódó folyamata és a kimenetével kapcsolatos továbbra is fennálló bizonytalanság fékezik. A gazdaság zuhanó teljesítménye okozta adóbevételi kiesések és jóléti többletkiadások következtében a brit bruttó államadósság 2020-ban meghaladja a GDP 110%-át, amire az 1960-as évek óta nem volt példa.

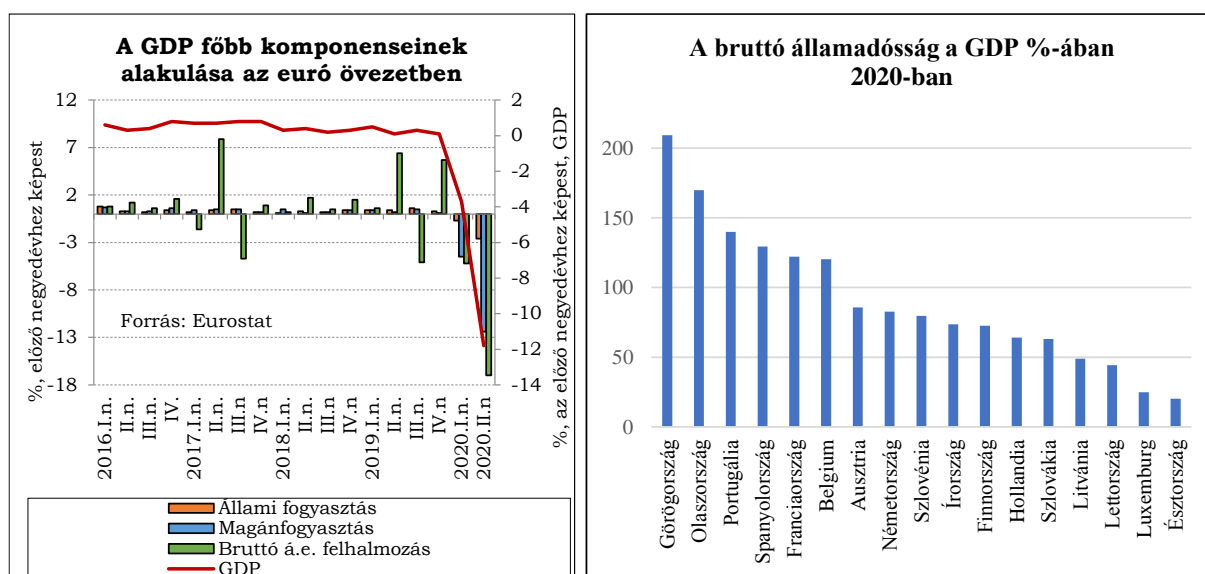
1.5. Súlyos növekedési veszteségek az Európai Unióban a pandémia hatására

Az Európai Unió gazdasága az első félévi visszaesés súlyos következményeit nehezen dolgozza fel. A második negyedévben (a nyers adatok szerint) az EU 27 GDP-je 14%-kal volt alacsonyabb az előző év azonos időszakához képest, az EU-19 esetében a visszaesés -14,9% volt. Országoként nagyok voltak a különbségek: a legnagyobb növekedéscsökkenést 2020 második negyedében Spanyolország produkálta (-22,1%), míg Írországban volt a legkisebb a lassulás (-3%). A növekedési veszteségek különösen a feldolgozóiparban, a kereskedelem, a közlekedés és a vendéglátás terén voltak igen nagyok. Különösen Spanyolország, Franciaország és Olaszország szenvedtek a járvány miatt, s itt a kormányoknak extrém megszorításokat kellett fogantatosítaniuk a járvány terjedésének megfékezése érdekében, aminek súlyos gazdasági következményei voltak. A harmadik negyedévre *az előző negyedévhez képest* – a gazdaság újra indulása következtében – mindenütt növekedés várható, ami azonban a következő negyedévben ismét lassulhat, s a kilábalás várhatóan akadozva halad majd előre. Itt is nagy területi különbségek várhatók. Az előrejelzéseket tekintve továbbra is nagy a bizonytalanság: az idei évre az EU-27 esetében a GDP mintegy 8-9%-os visszaesése várható, s jövőre –

optimista scenárió esetén – 5% körüli bővülés, de itt még nagyon nagyok a lefelé mutató kockázatok.

Az **euróövezet** esetében az idén a **GDP** 9-10%-kal csökkenhet, s jövőre 5-6%-kal emelkedhet. A GDP minden felhasználási komponense visszaesett, a legstabilabb még az állami fogyasztás maradt. A beruházások minden országban csökkentek, s számos helyen az építőipar is összeomlott (Franciaország, Olaszország, Spanyolország). Az export és az import visszaesése összességében nagyobb mértékű volt, mint a GDP csökkenése, ami jelzi, hogy az euróövezet országainak függősége a külső piacoktól igen nagy.

Lassuló növekedés, emelkedő eladósodás az euróövezetben



Az ipari termelés áprilisban érte el a mélypontját. Különösen Olaszországban volt nagy a visszaesés, ahol a termelés szintje a 2020 januári szint mintegy felére csökkent. A termelési kapacitásokat az euróövezetben az év folyamán nagyon alacsony kihasználtság jellemzi. A vállalatok várakozásai szerint ez az alacsony kihasználtság tartósan jellemző marad.

A kedvezőtlen konjunkturális környezet, alacsony kereslet következtében az euróövezetben a **fogyasztói árak** az idén alacsonyok maradnak, éves szinten legfeljebb 0,5%-os áremelkedés várható az idén. Nemi késéssel, de a gazdasági leállás hatásai a **munkaerőpiacon** is megjelentek. A munkanélküliségi ráták mindenütt emelkedni kezdtek.

A koronavírusjárvány ellensúlyozására hozott **fiskális intézkedések** jelentősen megterhelték az euróövezet országainak államháztartását. A költségvetési egyenlegek az idén mindenütt jelentősen romlanak, és az Európai Bizottság átmenetileg hatályon kívül helyezte a Maastricht-i kritériumok betartásának követelményét. Becslések szerint az államháztartás hiánya minden országban meghaladja a GDP 3%-át az idén, s valószínűleg még jövőre is.

Az európai gazdaság helyreállítása érdekében 2020 júliusában meghirdették az Európai Helyreállítási Terv koncepcióját². A cél az volt, hogy közös európai válasz szülessen a COVID-19 okozta gazdasági kihívásokra. Ez az intézkedéscsomag igyekezett azokat az ágazatokat megcélozni, amelyeket a pandémia különösen súlyosan érintett, Az uniós vezetők július 21-én megállapodásra jutottak a **Next Generation EU (NGEU) elnevezésű, 750 milliárd eurós helyreállítási eszközzel**, amely segíteni fogja az EU-t a világjárvány okozta válság kezelésében. Ez az eszköz 360 milliárd euró értékben hitelek és 390 milliárd euró értékben vissza nem térítendő támogatások formájában jutna el a tagállamokhoz. Az NGEU eszközből származó finanszírozás legnagyobb részét (több mint 80 %-át) a közberuházások és a kulcsfontosságú strukturális reformok támogatására tervezik felhasználni a tagállamokban, azokra a területekre koncentrálva, ahol a válság hatása a legerősebb. Továbbra is a legfontosabb kérdés az, hogy ezt az új eszközt sikerül-e az unió versenyképességét javító, valóban a reformok felé mutató fejlesztésekre felhasználni, vagy inkább a korábban meglévő struktúrák újratermelődése következik be. Ez utóbbi esetben maradna a lassú növekedés, a jelenlegi szerkezeti problémák kiéleződése, ami a fiskális ösztönzők bevetése miatt eladósodott uniós országokban nagyon súlyos problémákhoz vezethet. A fejlesztések hatékonyságának kérdése már azért is fontos, mert a Next Generation EU Eszközből megvalósított beruházások finanszírozására a Bizottság az EU nevében kötvényeket fog kibocsátani a pénzügyi piacokon. Ezen túlmenően a saját források rendszere is változni fog, a tagállamok hozzájárulása valamelyest növekszik. Mindez azt jelenti, hogy az egyes országok adósságterhe mellett a közös adósságteher is növekedni fog, amely a jövő évek teljesítményét terheli majd.

A **német gazdaság** az év harmadik negyedében jelentős élénkülést mutat, és a járvány miatt elszenvedett veszteségek egy jó részét pótolni tudta. A becslések szerint a mélypont március vége felé volt, azóta a GDP újra emelkedő trendet mutat. A jövő évi előrejelzések meglehetősen különbözőek: míg a német előrejelzők 5,5%-os visszaesést várnak idénre, a járvány második hullámát követően az OECD egy akár 8% körüli visszaesést sem tart kizártnak. A jövő évi kilátásokat illetően valamennyire borúsabbak az előrejelzők, mint korábban: a visszapattanás várhatóan nem lesz olyan mértékű, mint amit még tavasszal vártak: 1,7-4,8% közötti különböző prognózisok látnak napvilágot. 2022-re várhatóan a gazdasági dinamika visszaáll a korábbi 2% körüli értékre. Mivel azonban nem lehet tudni, hogy a téli hónapokban a járvány hogyan alakul, nagyon nehéz megjósolni, hogy milyen növekedési pálya várható.

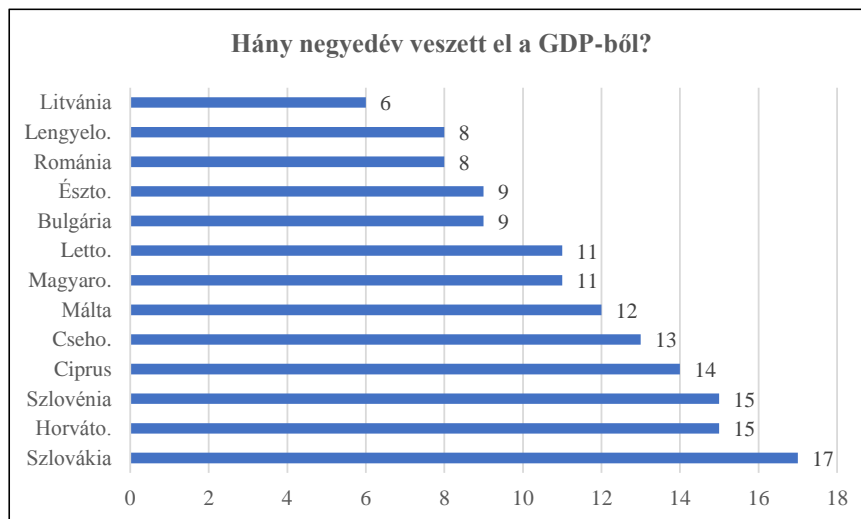
Az **új EU tagállamokban** a második negyedév a második világháború utáni legrosszabb növekedési ütemeket hozta el. A gazdasági nyitottság miatt az új EU tagállamokat különösen megviselte a beszállítások, valamint a külső kereslet megtorpanása. Az exportkiesést hiába kompenzálja az import megközelítőleg hasonló arányú csökkenése, az országokban a feldolgozás során keletkezett hozzáadott érték töredéke jött csak létre.

² Special meeting of the European Council (17, 18, 19, 20 and 21 July 2020) – Conclusions, Brussels, 21 July 2020, EUCO 10/20, <https://www.consilium.europa.eu/media/45109/210720-euco-final-conclusions-en.pdf>

Az állami támogatások nem tudják helyettesíteni a nagy járműipari vállalatok lassulása okozta kiesést, és az idegenforgalomban a külföldi turistáktól származó bevételeket sem. A leállások átlagosan 11 negyedév, azaz közel 3 év növekedését „vették” el a gazdaságoktól. A legnagyobb visszaesés Horvátországban volt, ahol a 15%-os zuhanás a második negyedévben összesen 15 negyedévvel (majdnem négy évvel) vette vissza az ország nominális GDP-jét.

A második hullám berobbanása következtében a „V” alakú visszapattanás esélye egyre kisebb lett. A bázishatás jövőre bizonyosan érvényesül, azonban a korábbi növekedési pályára való visszaállás rövid távon igencsak kétséges. Az idej növekedési kilátásokat mindenhol jelentősen rontják a harmadik negyedév végén emelkedő esetszámok miatt bevezetett korlátozó intézkedések, amelyek csökkentik a lakossági mobilitást és a fogyasztási hajlandóságot. Az EU-13-ban 2020-ra a növekedést -5,7%-ra jelezzük előre, azonban a tagállamok között nagy a szórás.

A járvány növekedési veszteségei a közép-kelet-európai országokban



Forrás: Eurostat adatok alapján saját számítás

Mivel a járvány egy szerkezetileg átalakuló, gyenge versenyképességű régiót támadott meg, a kilábalási lehetőségek rövid és hosszú távon egyaránt korlátozottak. Az új EU tagállamok számára a jövő még akkor is borús, ha a járvány kezelhetővé válik. A legnagyobb kihívást az állam és a vállalatok eladósodottsága jelenti, amit egy olyan kedvezőtlen világgazdasági környezetben kell megoldani, amelyben a monetáris politika eszköztelen, és a fiskális politika lehetőségei is erősen korlátozottak. A régi EU-s tagállamoktól érkező növekedési impulzusok nagy valószínűséggel alacsonyabbak lesznek, mint korábban. Az értékláncok átszerveződése jelent némi lehetőséget az új tagállamok számára, azonban nagyon komoly kapacitásbéli korlátai vannak a termelés visszahelyezésének a távolkeletről. Mindezek fényében a jövő évben a bázishatás miatt nagy valószínűséggel erős növekedést láthatunk, ezt követően azonban a gazdaságpolitika és a gazdaságfejlesztési irányvonalak határozzák meg a növekedési lehetőségeket, amelyben sokkal több a lefelé mutató kockázat, mint a felfelé mutató.

2. Makrogazdasági helyzet 2020 első felében

2.1. A GDP és komponensei

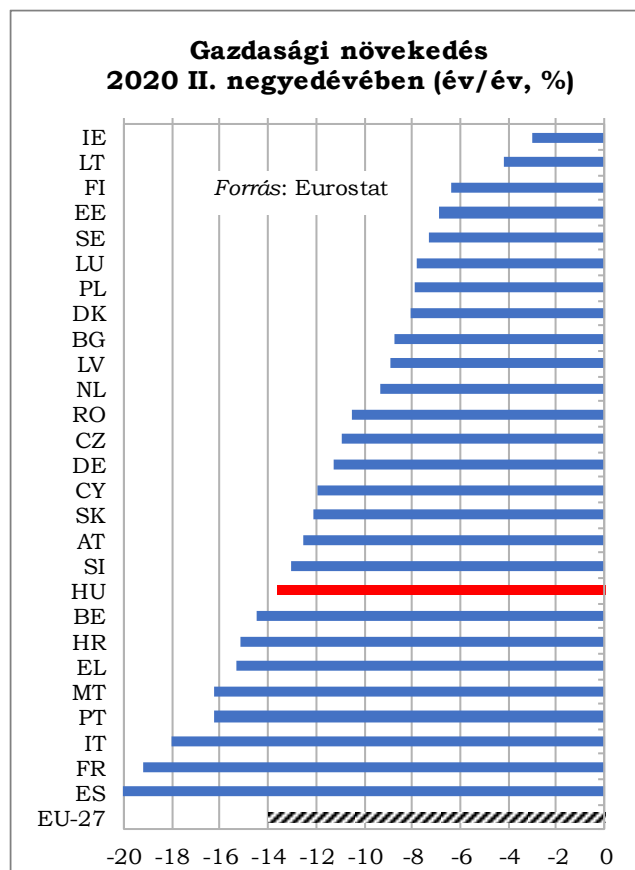
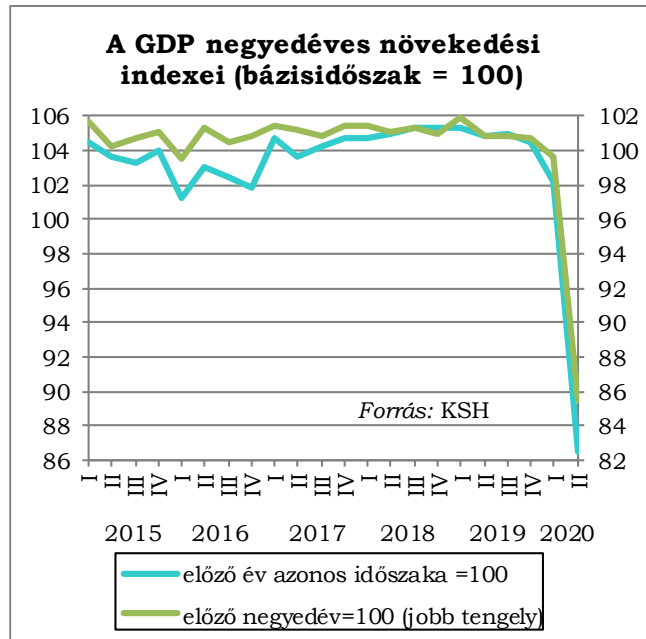
2020 második negyedében a kiigazítottan GDP 13,6%-kal zuhant, ami jócskán meghaladja a környező országok gazdasági visszaesését. Az *előző negyedévhez viszonyított GDP-csökkenés* pedig 14,5% volt, ami az egész uniós mezőnyben kiugrónak számít.

A kedvező első negyedévi növekedés miatt ugyanakkor az *első félév egészét tekintve* a visszaesés mértéke mérsékeltebb, 6,3%-os volt.

A növekedés szerkezetét illetően a **termelési oldalon** valamennyi nemzetgazdasági ágban visszaesett a kibocsátás. A csökkenés legkevésbé a mezőgazdaságot érintette, amelyet főleg a kedvezőtlen időjárás sújtott, és nem a járvány. Ezzel szemben az iparban mintegy 20 százalékos, az építőiparban és a szolgáltatásokban több mint 10 százalékos volt a visszaesés.

Az *ipar* szenvedte el a legnagyobb sokkot április-május folyamán, ami a drasztikus korlátozásoknak, az autóipar gyakorlatilag teljes leállításának, illetőleg a termelési láncok megszakadásának átmeneti következménye volt. Az ipari exportértékesítés e két hónap átlagában kb. 38 százalékkal esett vissza. Ezt követően viszont gyors javulás következett, aminek következtében 2020. június-júliusra az ipari visszaesés mértéke már „csak” valamivel 10 százalék alatt volt. Ősztől kezdve a javulás üteme azonban mérséklődhet, ahogy a világgazdasági környezet ismét borúsabbá válik, de megjegyzendő, hogy az ipari termékek iránti keresletet a járvány önmagában kevésbé mérsékli, mint a szolgáltatások bizonyos típusai iránti keresletet.

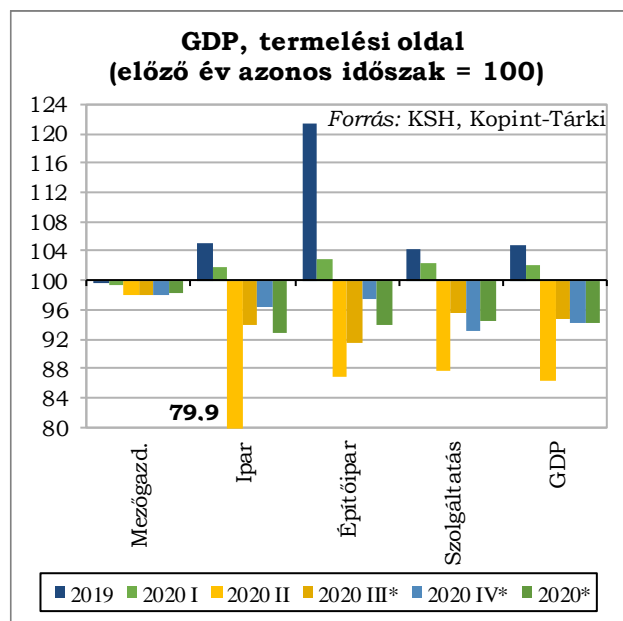
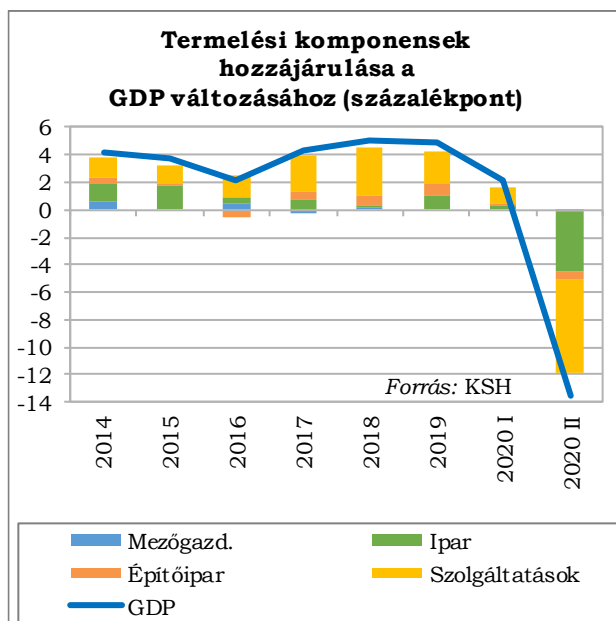
Az *építőipari* hozzáadott érték úgy esett vissza mintegy 13%-kal a második



negyedévben, hogy az ágazat kimaradt az áprilisi összeomlásból: itt a termelés csak májustól kezdve esett vissza sokkszerűen. Itt viszont egyelőre nem látszik markáns javulás a mélypontot követően, vagy legfeljebb az építőipar egy részében. Itt a járvány valójában ráerősített bizonyos kedvezőtlen folyamatokra, amelyek a járványügyi korlátozások visszavonása után is megmaradnak, mint például az uniós finanszírozású infrastruktúra-beruházások akadozása.

A *szolgáltatások* hozzáadott értékének példátlan, 12,2 százalékos visszaesése a második negyedévben számos szolgáltatási ág teljesítményének csökkenéséből adódott. A jelentősebb súlyú szolgáltatási ágak közül csak a szállítás-raktározás esett vissza 20 százalékot meghaladó mértékben – e visszaesés az utazási-kijárási korlátozások, illetve főleg a külkereskedelmi áruszállításáramlások megszakadása fényében érthető, ahogy a kisebb súlyú művészet-szórakoztatás-szabadidő ágazat még súlyosabb, mintegy 27%-os csökkenése sem meglepő.

De jelentős, 10-15 százalékos esést mértek a közszolgáltatásoknál, valamint a legnagyobb súlyú összevont szolgáltatási ágban, a kereskedelem-szálláshely-szolgáltatás-vendéglátásban is. Ez utóbbinál a kiskereskedelem viszonylag olcsón megúsza – itt a csökkenés az áprilisi mélypont idején is csak kevéssel haladta meg a 10%-ot – miközben a vendéglátás és még inkább a szálláshely-szolgáltatás összeomlott.

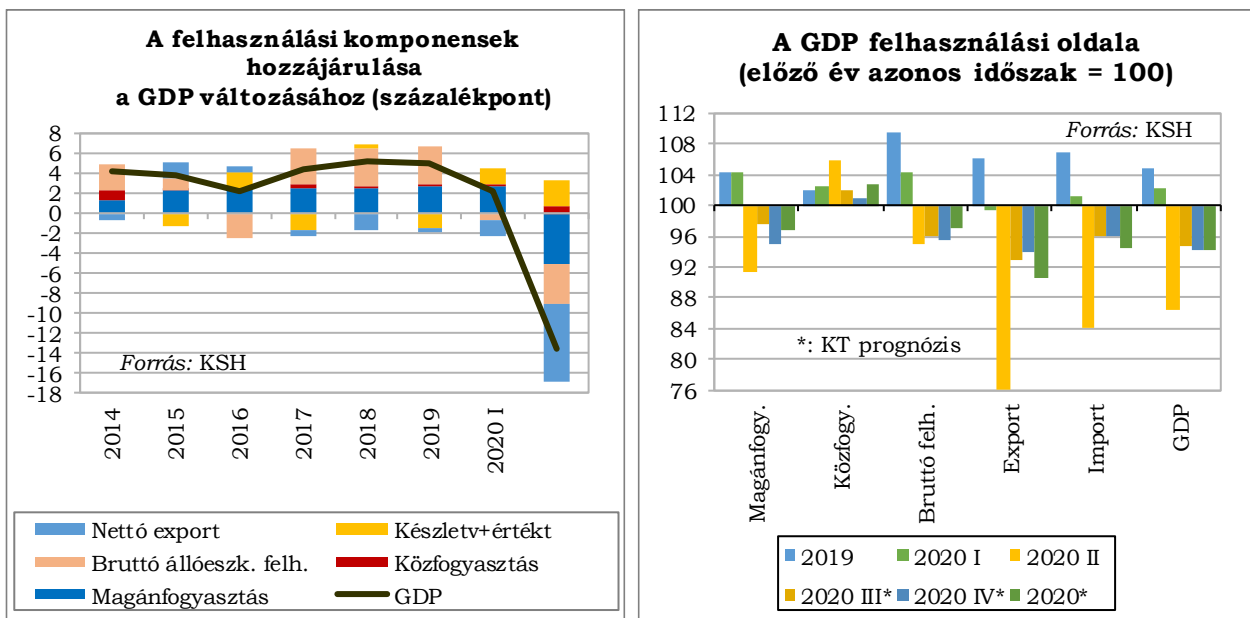


A **felhasználási oldalon** a Covid-válság jóformán az összes komponenst jelentősen sújtotta 2020 második negyedévében. Jelentősen, 8,6%-kal visszaesett a magánfogyasztás – amely az első negyedévben még a folytatódó növekedés legfőbb záloga volt – a bruttó állóeszköz-felhalmozás pedig 13,5%-kal zsugorodott. De még ennél is drasztikusabban romlott a *nettó export*, az áruexport 20 és a szolgáltatásexport 38 százalékos esése mellett.

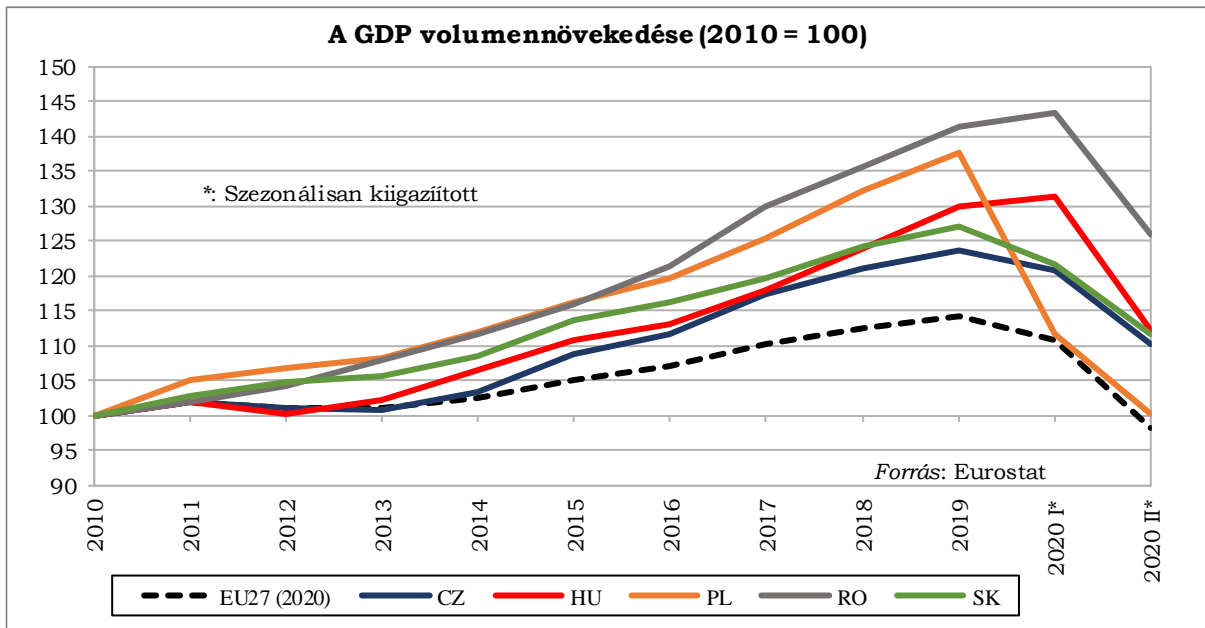
A kisebb súlyú közösségi fogyasztás mellett az általános visszaesés közepette a legfőbb kivétel a készletváltozás volt – ez utóbbi pozitív növekedési hozzájárulása nélkül a GDP

nem 13,6 százalékkal, hanem 16,3 százalékkal esett volna vissza. Természetesen a készletek emelkedése – legalábbis részben – maga is a válságot, azaz az eladatlan készletek felhalmozódását jelzi.

A készletalakulásnak köszönhetően a **belföldi felhasználás** a GDP-nél jóval kisebb mértékben, 6,1%-kal esett vissza a második negyedévben. Ám a **nettó áru- és szolgáltatásexport** most példátlan mértékben, 7,7 százalékponttal húzta le a GDP dinamikáját. Ezen belül a szolgáltatás-külkereskedelem negatív hozzájárulása dominált. Habár a szolgáltatás-külkereskedelem növekedési hozzájárulása csak nagyon ritkán szokott negatív tartományba süllyedni, most nem okoz különösen meglepetést, tekintettel a nemzetközi turizmus – és átmenetileg a nemzetközi szállítások – összeomlására. De az áru-külkereskedelem negatív hozzájárulása is jelentős volt, miután – habár az export és import egyaránt 10%-ot meghaladó mértékben esett – az export zsugorodása volt az erőteljesebb.



A második negyedévi zuhanással a magyar GDP volumene durván a 2016-os év szintjére esett vissza átmenetileg. Ez súlyos, de a visegrádi országok viszonylatában nem kiugró: mivel a másik három országban a GDP negyedév/negyedéves esése már az első negyedévben megkezdődött, itt az év közepére az összesített zuhanás drasztikusabb volt, különösen Lengyelországban, ahol az elmúlt évtized kiemelkedő növekedési teljesítménye átmenetileg semmivé vált.



A kérdés, hogy mi történik a második negyedévi esést követően.

Korábban azt feltételeztük, hogy a járvány nagyjából nyár közepére-végére lecseng. A második hullám bekövetkeztét, mivel az teljesen bizonytalan volt, nem tudtuk figyelembe venni az előrejelzésben. Viszont az is igaz, hogy a harmadik negyedévben – legalábbis bizonyos területeken – a kilábalás meredekebb volt a nyári hónapokban, mint amire eredetileg számítottunk.

Az ipar a harmadik negyedévben kezdett magához térni – habár év/éves alapon még mindig számottevően csökken – és ez a nettó exportpozíciót is javítani fogja. Az áru-külkereskedelmi volumenek visszaesése – legalábbis egyelőre – júniusban stagnálásba váltott, és a bolti kiskereskedelmi forgalom a jelek szerint szeptember elején már bővült. A vendéglátásba a hazai fogyasztók jó része visszatért (megint csak egyelőre), sőt a belföldi turizmusnak köszönhetően a szálláshely-szolgáltatás is életjeleket mutat. (Ugyanakkor a külföldi turisták hiánya a harmadik negyedévben is nyomást fog gyakorolni a GDP szerinti nettó exportra.) A fogyasztás gyors újraépülését egyrészt segítette a folytatódó gyors bérnövekedés, illetőleg az is, hogy miközben a járvány sokak munkapiaci pozícióját megrengette, összességében a foglalkoztatási szint a vártnál kisebb mértékben romlott, és előzetes jelentések szerint augusztusra nagyrészt helyreállt.

Ennek alapján remélni lehetett volna, hogy végül éves viszonylatban a GDP csökkenése nem haladja meg az 5%-ot. Ebbe azonban belezavar, hogy a gazdaság újranyitása végül megbosszulja magát a járvány ijesztő mértékű visszatérése révén. Egyelőre semmi jele annak, hogy a kormányzat a belföldi gazdasági aktivitást illetően bármilyen érdemi korlátozásra rászánná magát, de a járvány mégis új helyzetet teremt, amely ki fog hatni a fogyasztás folyamatban lévő kilábalására. Ezt a hatást erősíti, hogy a vállalatok egy részének mostanra fogyott el a pénzügyi tartaléka, így a járvány visszatérése által sújtott ágazatokban újabb elbocsátási hullám következhet. (Példaként említhető a repülőtéri dolgozók tömeges elbocsátásáról szóló szeptemberi döntés.) S noha időről-időre

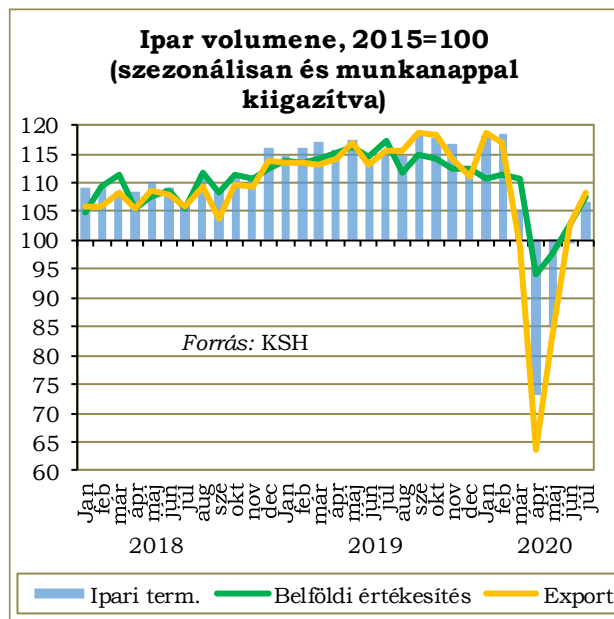
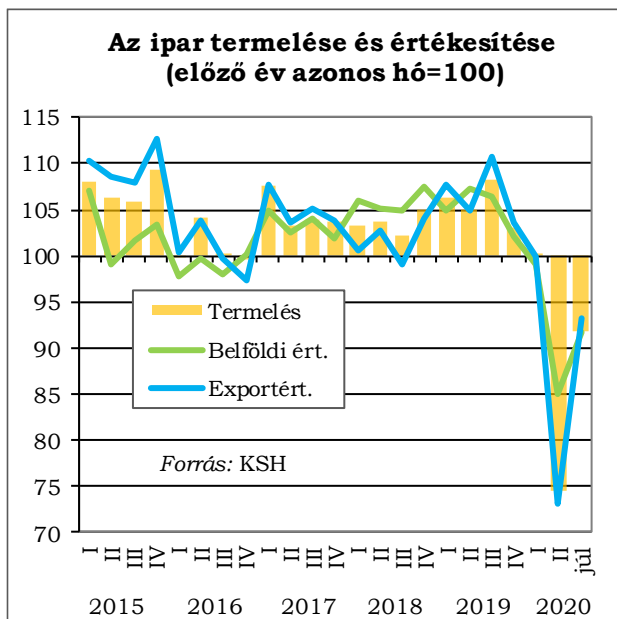
röppennek fel hírek a rövidített munkaidős bértámogatási program felújításáról, hivatalos döntés eddig nem született.

Így arra számítunk, hogy a **fogyasztási dinamika** harmadik negyedévi jelentősen javuló irányzata a negyedik negyedévben megtorpan, sőt kissé visszafordul. A vállalati szektor pénzügyi helyzetében és kilátásaiban végbement törés miatt hirtelen lecsökkent a vállalatok **beruházási hajlandósága**, ami megmutatkozott a vállalati beruházások második negyedévi két számjegyű csökkenésében. A részleges gazdasági helyreállítás nyomán e téren sor kerülhetett bizonyos fokú javulásra, de a bizonytalanság továbbra is visszatartó erő marad. Mindeközben a nemzetközi konjunktúrával kapcsolatos hírek is a javulás lassulásáról, sőt elakadásáról tudósítanak, ennek fényében a negyedik negyedév a **külkereskedelem** vonatkozásában is kedvezőtlen változást hozhat.

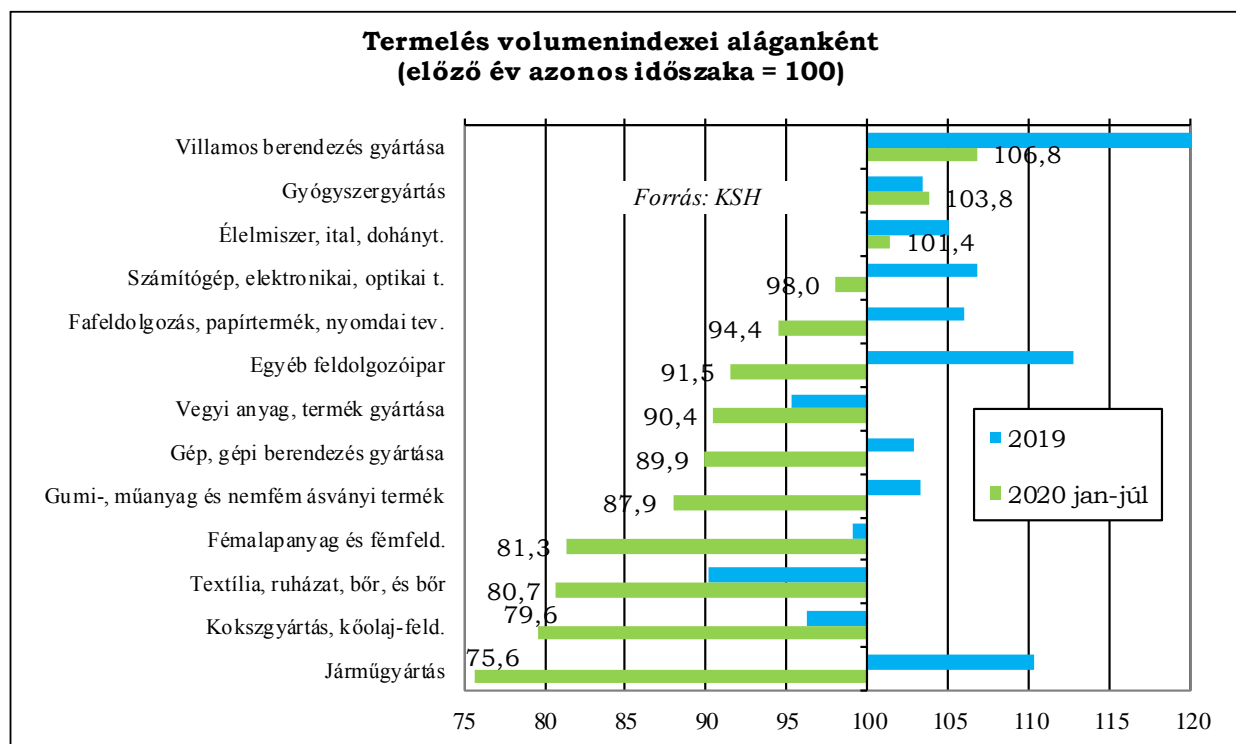
Ennek következtében az **idei év egészét** tekintve a magánfogyasztás visszaesése valamivel erőteljesebb lehet, mint az első félévi átlag (-2,4%). Ugyanakkor arra számítunk, hogy a beruházások visszaesésének enyhülését a járvány visszatérése csak lassítja, de nem akasztja meg. Így – figyelembe véve a készletalakulásnak a visszaesést mérséklő idei szerepét – a **belföldi felhasználás** idei éves átlagos esése aránylag mérsékelt, 3% körüli lehet. Eközben az **áru- és szolgáltatás-külkereskedelem** növekedéshez való negatív hozzájárulása a második félévben is érzékelhető marad – bár a második negyedévihez képest nagyságrendekkel enyhébb. Összességében jelenleg a **GDP 5,8%-os csökkenését várjuk 2020-ban**. Ezt mérsékelt növekedés követheti 2021-ben. Mára már az előrejelzők többsége úgy véli – a Kopint-Tárkihoz hasonlóan – hogy jövőre nem várható teljes visszapattanás, a korábbi növekedési trendhez való visszatérés. Nemhogy a korábbi növekedési trendhez, de a GDP 2019-es szintjéhez való visszatéréshez is egynél több évre lesz szükség.

2.2. A GDP termelési oldala

Ipar



A járvány nyomát bevezetett kezdeti magyar és európai korlátozások miatt áprilistól az ipar látványos mélyrepülésbe kezdett. A visszaesés mértéke ugyan jelentősen mérséklődött – júniusban és júliusban már csak 8% körüli volt – összességében azonban az első hét hónap átlagában az ipari termelés 12,1%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. Április-májusban az *exportértékesítés* összeomlása sokkal drasztikusabb volt (áprilisban az exportértékesítés közel 44%-kal zsugorodott az előző év azonos hónapjához képest), de június-júliusban az exportcsökkenés üteme 5-7%-ra mérséklődött, vagyis minimálisan már jobban teljesített a belföldi értékesítésnél.

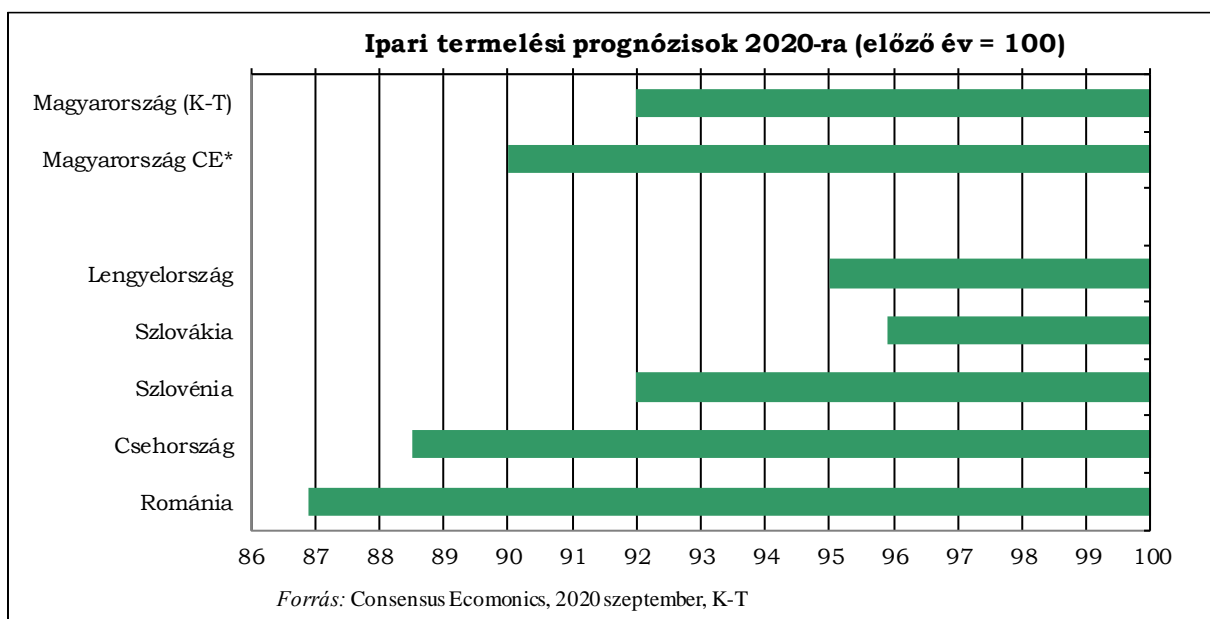
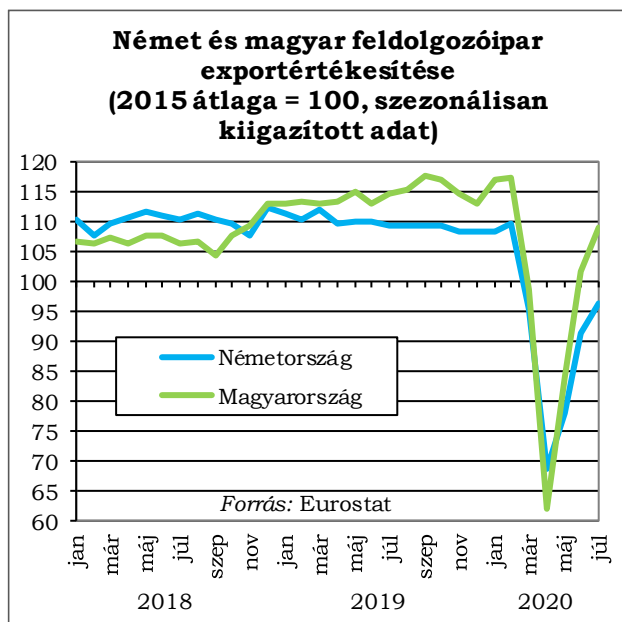


A leállás az autóiparban volt a legteljesebb – itt a kibocsátás volumene áprilisban 80%-kal maradt el az egy évvel korábbitól – de a feldolgozóipari alágak nagy többségében is 20%-ot meghaladta az átlagos visszaesés április-májusban, többek között a vegyiparban, a gumi,- műanyag- és építőanyag-iparban, az elektronikai iparban és a gépiparban. Bár jelentős, de az átlagosnál jóval mérsékeltbb átmeneti visszaesést szenvedett el az élelmiszeripar és a villamosgép-ipar. Június-júliusban aztán az érintett alágak mind-egyikében jelentős javulásra került sor, bár ennek mértéke eltérő. Három feldolgozóipari alág (élelmiszeripar, elektronikai és villamosgép-ipar) kivételével még június és július átlagában is csökkent az ipari termelés kisebb-nagyobb mértékben.

Míg áprilisban a magyar feldolgozóipari exportértékesítés bezuhanása erőteljesebb volt, mint a német exportértékesítése, ezt követően a magyar feldolgozóiparban a felpattanás is erőteljesebb volt. Így júliusra a magyar exportértékesítés valamivel közelebb volt a válságot megelőző, februári szintjéhez, mint a német exportértékesítés.

Ez természetesen nem fog sokat számítani, ha a német – és európai ipar kilábalása félbeszakad. Egy ilyen elakadásra jelenleg komoly esély mutatkozik – ebbe az irányba mutat például az európai autóeladások súlyosbodó visszaesése augusztusban. Kérdés, hogy ilyen körülmények között az iparban is sor kerül-e őszi-téli csódhullámra.

Egyelőre nem számolunk azzal, hogy a javulási folyamat az év végére visszajára fordul – mint a szolgáltatások egy részénél – de a javulási trend ellaposodik. Még így is, éves



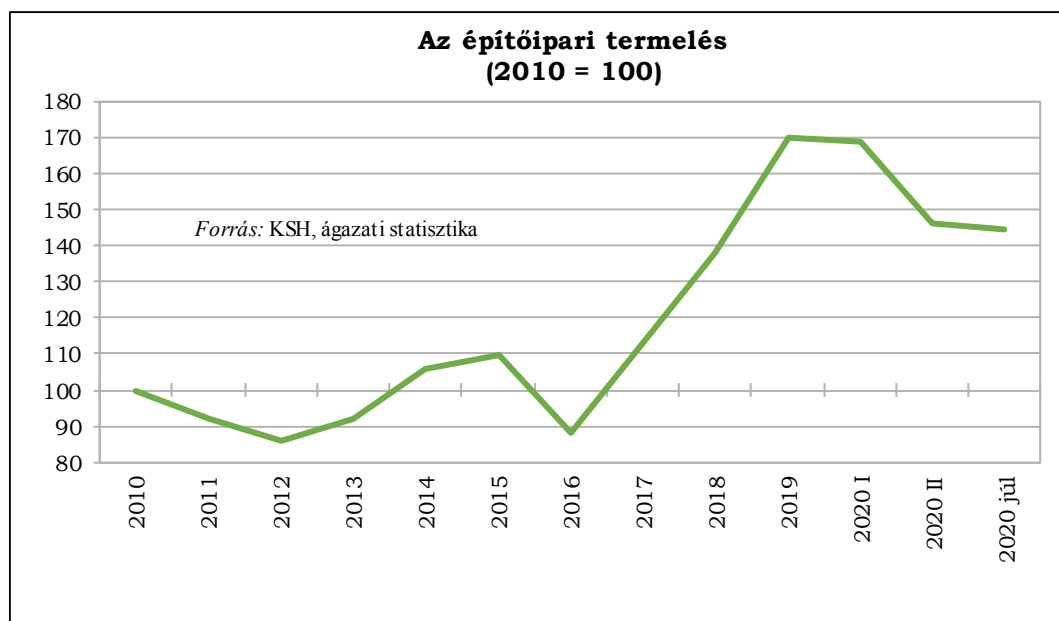
átlagban az ipari visszaesés 10% alatt maradhat – nyár elején ez még kevésbé látszott valószínűnek.

A gyors – bár nem teljes – kilábalás miatt jelenleg kisebbnek látszik annak az esélye, hogy a válság miatt az iparvállalatok tartósan megváltoztatják készletezési gyakorlatukat, illetőleg, hogy a válság a termelési láncok jelentős rövidüléséhez vezet. Más tényezők, így az amerikai-kínai szembenállás és gazdasági háború további éleződése természetesen elindíthat ilyen irányú változásokat.

Éves átlagban **az ipari termelés drasztikus, 8-9%-os visszaesésére számítunk.**

Építőipar

Az idei év első hét hónapjában az építőipari termelés 9,8%-kal csökkent. E visszaesés nagyobbrészt természetesen a koronavírus-járvány nyomán májusban megindult zuhanás eredménye: május-júliusban a kibocsátás több mint 19%-kal alacsonyabb volt, mint egy évvel korábban. De a korábbi növekedés már az idei év elejétől stagnálásnak, illetve egészen enyhe csökkenésnek adta át a helyét, vagyis egy negatív trendforduló a járvány bekövetkezése előtt is napirenden volt.



Akárhogyan is, a végbement visszaesés elvitte a megelőző három év impozáns növekedési teljesítményének közel egyharmadát. A május-júliusi zuhanás átlagban egyformán érintette a magas- és a mélyépítést. Ugyanakkor a szezonálisan kiigazított adatok alapján a magasépítésben erőteljesebb a felpattanás, mint a mélyépítésben, még ha – a bázishatás miatt – ennek egyelőre nem sok nyomát látni az év/éves indexekben.

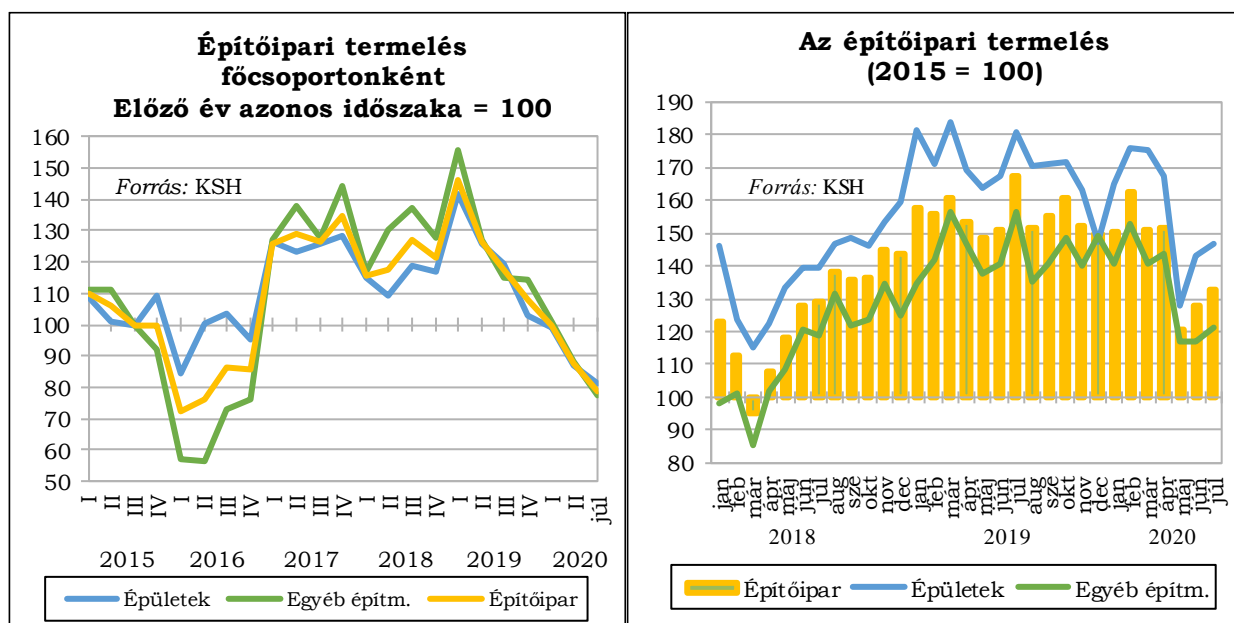
A járvány következtében az *újonnan indított* építési projekteknél már március második felétől erőteljes visszaesés kezdődött. A második negyedévben – az ibuild.info adatbázis szerint – az újonnan indított projektek értéke 37%-kal elmaradt az előző év azonos negyedévi szinttől, és nem volt jelentős különbség a két főcsoport között.

Ugyanakkor a távlatok némileg eltérőek a magas-, illetve mélyépítésnél. Az utóbbinál a megrendelések volumene már évek óta csökkenő tendenciát mutat, miközben a magasépítési megrendelések állománya még júliusban is valamivel magasabb volt, mint egy évvel korábban. A mélyépítés kilátásait lehúzza a részben EU által társfinanszírozott, a jelenlegi tervezési periódushoz kapcsolódó infrastruktúra-beruházások kifizetése, márpedig e téren egy darabig nem várható pozitív fordulat. Bizonyos mértékig segíthetnének az előrehozott infrastruktúrafejlesztések, de ezeknek a második negyedévi beruházási adatokban még nincs nyoma.

A magasépítés esetében nagyobb lehet az aránya az elhalasztott beruházásoknak, amelyeket jó eséllyel – kisebb-nagyobb késedelemmel – el fognak indítani. Kérdés, hogy az irodaépítések visszaesése – vagy legalábbis átalakulása – nem lesz-e tartós, tekintettel az irodai és otthoni munka közti arányok eltolódásának, Az előkészület alatt lévő kormányzati intézkedések lakásépítésre gyakorolt hatása bizonytalan, de a lehetséges hatások legfeljebb jövőre válnak láthatóvá.

Miközben a központi állami építési beruházások második félévi alakulása bizonytalan, az önkormányzatoknál a visszaesést aligha követi gyors javulás, miután a járvány és az újonnan létrehozott járványügyi alap okozta forráshiány építési projektjeik jelentős részének felfüggesztésére kényszeríti őket.

Összességében az idén a korábban vártnál valamivel erőteljesebb, 8%-os vagy azt meghaladó volumencsökkenésre számítnak az építőiparban.

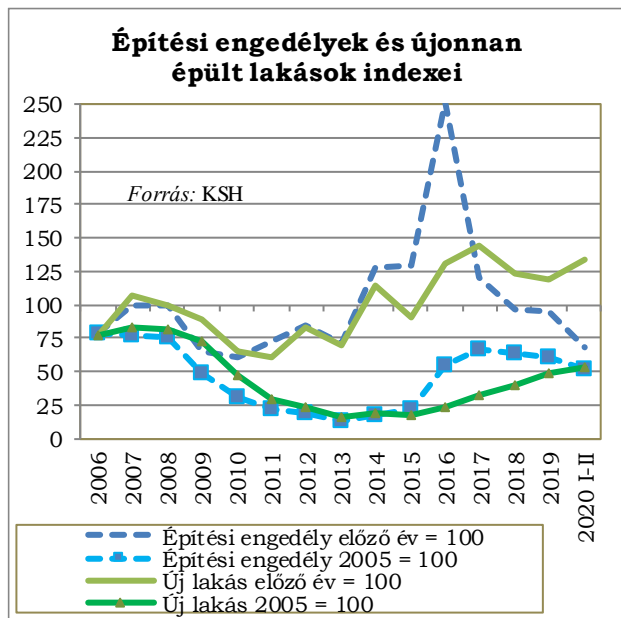


Lakásépítés, lakáspiac

A múlt évi lakásépítési hajrá – korábbi várakozásunkkal szemben – az egész első félévben folytatódott a KSH adatai szerint: az átadott lakások száma az első negyedévi mintegy 30% után a második negyedévben 39,5%-kal volt magasabb, mint egy évvel korábban – igaz, egy igen alacsony bázisértékhez képest. Ám ez egy lecsengőben levő építési hullám vége: a kiadott lakásépítési engedélyek száma 36,6%-kal esett vissza az előző év azonos időszakához képest a második negyedévben, továbbá az újonnan indított lakásépítési projektek száma immár drasztikusan csökken. Sőt, az Ibuild.info adatbázis szerint a második negyedévben már a folyamatban lévő társasházi lakásépítési projektek értéke is alacsonyabb volt az előző évinél. Így az elkészülő lakások számára vonatkozó KSH-adat némileg félrevezető képet nyújt az általános lakásépítési aktivitásról.

Miután a lakásokat jellemzően még azok megépülte előtt piacra viszik, az új építési projektek csökkenő száma az újlakás-kínálatot is közvetlenül szűkíti. A járvány okozta bizonytalanság körülményei közepette az ingatlanfejlesztők gyakran vagy visszavonják az építési projekteket, vagy értékesíteni igyekeznek az engedéllyel rendelkező építési telkeket.

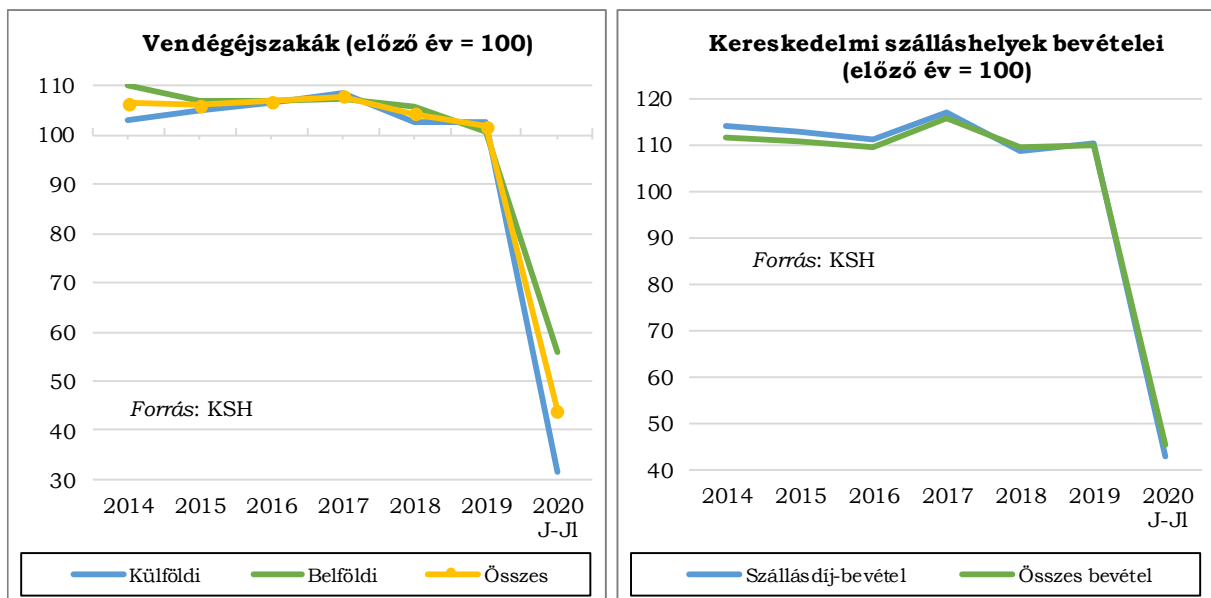
Várakozásunk szerint az elkészült lakásoknál mutatkozó lendület nem tart ki az év végéig, így éves összesítésben az épített lakások számának csökkenését várjuk 2020-ban. A meginduló lakásépítési projektek számának erős visszaesése pedig a következő években is visszafogott építési aktivitást vetít előre. Ebben elvileg fordulatot hozhat a „rozsdáövezeteken” belüli új lakásépítések ÁFA-kulcsának 5%-ra való leszállítása, valamint a kormány által ígért új, nagyszabású otthonteremtési program, de ezek hatását egyelőre nehéz megjósolni.



Turizmus

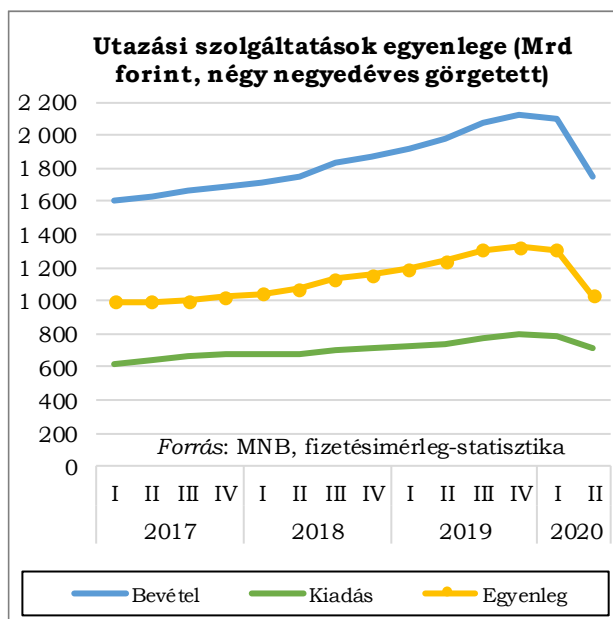
A kereskedelmi szálláshelyeken megforduló vendégek száma az idén az első két hónapban még emelkedett, azután a járvány hazai megjelenését követően drasztikusan összeesett. Az első hét hónap átlagában a visszaesés mintegy 57%-os volt. Szinte ezzel megegyező mértékű, 55,9%-os volt a kereskedelmi *vendégéjszakák* számának csökkenése. Ez utóbbin belül a külföldi vendégéjszakák száma 68,3%-kal esett vissza, miután április és június között a külföldi vendégéjszakák gyakorlatilag lenullázódtak, és még júliusban is az egy évvel korábbi szint egynegyedét mérték. A belföldi vendégéjszakák esetében szintén drámai visszaesés után aránylag gyors helyreállásra került sor: júliusban a belföldi vendégéjszakák száma már csak kb. 18%-kal maradt el az egy évvel korábbtól, és augusztusban – kiugró balatoni forgalom mellett – akár növekedésre is sor kerülhetett. ez utóbbi csak 0,8%-kal emelkedett tavaly, miközben 2018-ban még érzékelhető, 4,2%-os volt a növekedési ütem.

Mindezek következtében a kereskedelmi szálláshelyek szállásdíj-bevételének, illetőleg **összes bevételének** visszaesése is drasztikus volt; júliusban a nominális szállásdíj-bevétel kb. 48%-kal volt alacsonyabb, mint az előző év azonos hónapjában. Mivel a külföldi turizmus nagy része Budapestre koncentrálódik, a fővárosi turisztikai szektor számára ez az év elveszett, míg a vidéki szálláshely-szolgáltatók egy részénél a veszteség mérsékeltebb lehet. A nemzetközi forgalom idén már nem áll helyre, különös tekintettel az újonnan bevezetett beutazási korlátozásokra, illetve arra, hogy Budapest immár Európa egyik legfertőzöttebb fővárosa. A járvány kiújulása azonban a belföldi turizmusra is rányomhatja a bélyegét, így az év utolsó negyedében a javuló trend élesen megszakadhat.



A *folyó fizetési mérleg* turizmushoz kapcsolódó tételének (a szolgáltatás-mérlegen belül az „utazás” tétel) bevételi oldalának emelkedése már az első negyedévben megtorpant, majd a második negyedévben zuhanásba váltott. Irányát tekintve ugyanez lejátszódott a kiadási oldalon is, de sokkal szelídebben: míg a második negyedévben az utazási bevételek év/éves esése közel 70%-os, a kiadásoké csak durván 40%-os volt. Vagyis az utazási szolgáltatások egyenlege nem kizárólag amiatt esett vissza, mert a befelé irányuló turizmus volumene eleve jóval nagyobb, mint a kiutazóé, hanem mert – a jelek szerint – a magyar turisták külföldi utazásai (legalábbis a második negyedévben még) nem szakadtak meg olyan drasztikusan, mint a külföldiek beutazásai.

Összességében **a hazai idegenforgalmi szektor az idén egyértelműen a fő vesztesek közé fog tartozni**, még ha közben a kormány továbbra is igyekszik például turisztikai fejlesztéseket támogatni. A veszteségek eloszlása ugyanakkor területileg nem lesz egyenletes.



2.3. A GDP felhasználási oldala

A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

Tavasszal úgy véltük, hogy a pandémia kitörésével a gazdasági feltételek olyan mértékben megváltoztak, hogy annak a bérek alakulásában, pontosabban a bérdinamika erős lefékeződésében is tükröződnie kell. Ám meglepetésre *erre nem került sor*. Az első hat hónap átlagában a *közfoglalkoztatottak nélkül vett* bruttó (és nettó) keresetek nominálisan 9,6%-kal emelkedtek, vagyis a nominális bérdinamika csak kismértékben lassult a 2019. évi 10,6%-hoz képest. Ráadásul a válság sújtotta második negyedévben a bérnövekedési ütem több mint 2 százalékponttal magasabb volt, mint az elsőben, és e gyorsulás körülbelül egyharmada akkor is bekövetkezett volna, ha nincs a júniusban kifizetett nagyarányú egyszeri juttatás az egészségügyben.

A *közfoglalkoztatottakkal együtt vett* keresetek – a közmunkáslétszám leépüléséből adódó összetétel-hatás következtében – kicsivel magasabb ütemben, 9,9%-kal bővültek az első félévben. A **reálkeresetek** emelkedése 6,3%-os volt az első félévben, ami – bár lassabb, mint a tavalyi éves 7.7% – még mindig jelentős emelkedés.

E számok értelmezéséhez három dolgot kell figyelembe venni. Egyrészt a bérstatisztika csak a teljes munkaidősök kereseteit veszi számba, vagyis mindazok, akiket a válság alatt részmunkaidőbe tettek, és emiatt csökkent a jövedelmük, kikerült kereseti statisztikából. Ugyanez igaz a tartósan fizetés nélküli szabadságra küldött alkalmazottakat illetően.

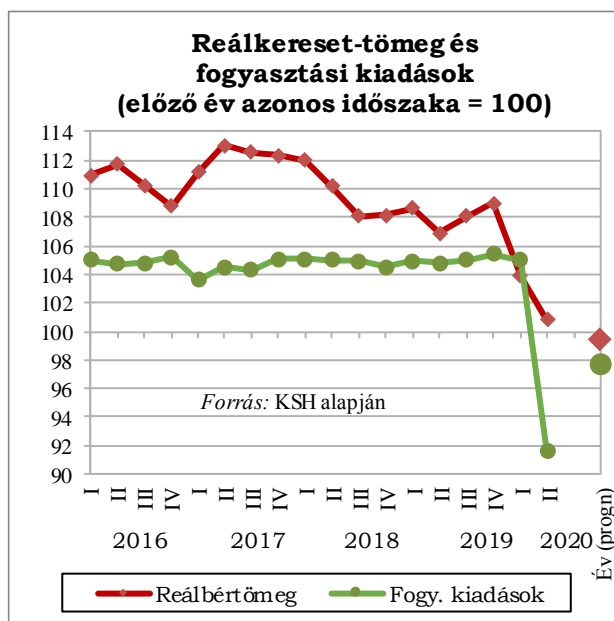
Ez utóbbi jelentőségét jelzi, hogy bár az ágazatok többségében nem, de az *iparban* és a *szálláshely-szolgáltatás és vendéglátásban* áprilisban hirtelen törés keletkezett a bérdinamikában, amely azután két hónap leforgása alatt nagyrészt eltűnt. Ennek feltételezhető oka, hogy a sok idején sokakat küldtek fizetés nélküli szabadságra, ami lenyomta az átlagos bérszínvonalat. Ám egy hónap után a fizetés nélküli szabadságon lévők kikerülnek a bérstatisztikából. A bérszint gyors helyreállása tehát egyrészt a takarékra tett alkalmazottak egy részének újbóli aktiválását jelzi, másrészt viszont a bérstatisztikából való kikerülésüket, vagy mert átminősültek részmunkaidőssé, vagy mert egy hónapon túl fizetés nélküli szabadságon maradtak.

Másodszor, a válság során elsősorban az alacsonyabb keresetűek körében volt jelentős az állásukat veszítők aránya, ami az összetételhatás miatt kismértékben felfelé torzítja a mért bérszínvonal-változást.

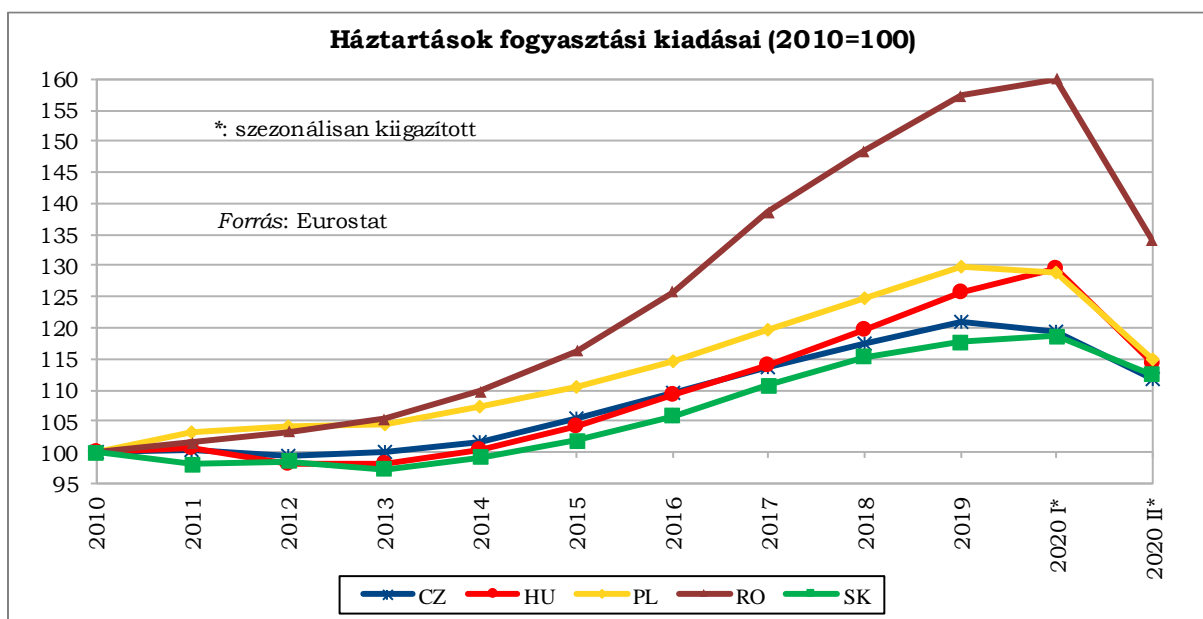
Harmadszor, a továbbra is dinamikus teljes munkaidős keresetek mellett az *alkalmazotti létszám* drasztikusan – a munkaerő-felmérésben jelzethetnél lényegesen drasztikusabban – visszaesett. Magyarán, a jelek szerint a munkapiacra a válságra való reagálás elsődlegesen nem a bérekben, hanem a korábbi állásukat (vagy teljes időben, formálisan alkalmazott státuszukat) elveszítők nagy számában öltött testet. Emiatt a **nettó reálkereset-tömeg** dinamikája elszakadt a reálkeresetétől: a második negyedévben a reálkereset-tömeg csak 0,8%-kal bővült, szemben a reálkeresetek 8,2%-os emelkedésével.

Vagyis végső soron valahol mégiscsak jelentkezik a válság hatása, csak épp nem a teljes munkaidősök kereseteiben.

Továbbra is azzal számolunk, hogy kereseti dinamika *bizonyos mértékű* lassulására sor kerül a második félévben, de ez nem vehető teljesen biztosra. Mindenesetre pillanatnyilag **8-9%-os nominális bővüléssel számolunk az idén**, de a végső kimenetel ettől el is térhet, a dolgok jelenlegi állása szerint inkább felfelé. Ez egyben azt is jelenti, hogy míg az átlagos reálkereset idén is nőni fog, a **reálkereset-tömeg** csak egészen minimálisan fog csökkenni az idén.



A **háztartások fogyasztási kiadásainál** ezzel szemben a Covid-válság valódi törést hozott: az erőteljes (5%-os) első negyedévi növekedés után a második negyedévben a fogyasztási kiadások volumene meredeken, 8,4%-kal visszaesett. Mint láttuk, a *reálkereset-tömeg alakulása önmagában nem tett volna indokoltá egy ilyen mértékű csökkenést.* (Ezen az sem változtat érdemben, hogy a háztartások teljes hozzáférhető pénzjödelmének reálértéke csökkenhetett 1-2 százalékkal a második negyedévben, a vegyes jövedelmek meredek esése miatt.) Vagyis a fogyasztás második negyedévi esése részben lélektani okoknak (bizonytalanságérzet, fogyasztói bizalom romlása), jelentős részben pedig a március második felétől bevezetett, és később fokozatosan feloldott korlátozásoknak tudható be. Ez utóbbi azonban a harmadik negyedévben már nem játszik szerepet.



Akárhogyan is, régiós összevetésben a fogyasztási kiadások második negyedévi magyarországi visszaesése jelentős volt, de nem példátlan a visegrádi országok körében,

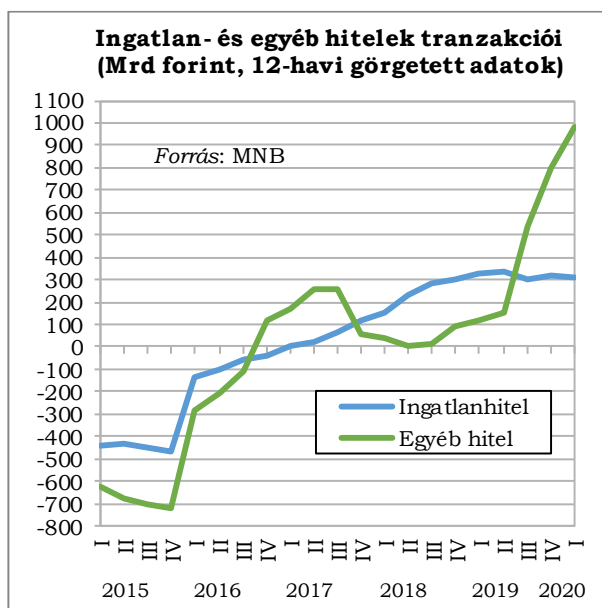
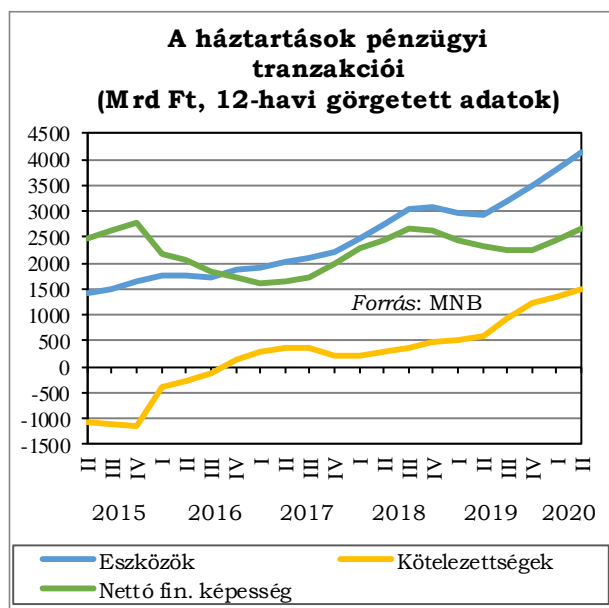
a romániai visszaeséshez képest pedig szelídek mondható. Ezzel együtt a második negyedévben a fogyasztási kiadások szintje a 2017-es szint alá bukott, de a harmadik negyedévben jelentős pozitív irányú korrekcióra került sor a jelenleg elérhető részadatok tanúsága szerint.

Az **idei év fennmaradó részében** a háztartások fogyasztási kiadásainak dinamikáját egyrészt a harmadik negyedévi felpattanás alakítja, másrészt viszont a negyedik negyedévben a járvány visszatérése. Ami a felpattanást illeti, a bolti kiskereskedelmi forgalom volumene már júniusban és júliusban minimálisan nőtt, a gépjárműforgalom visszaesése júliusban megszakadt – igaz, a jelek szerint csak átmenetileg, és a vendéglátóipar *belföldi* vendégek általi látogatottsága is nagyjából normalizálódhatott a harmadik negyedév folyamán.

A járvány második hullámának hatása viszont bizonyosan negatív lesz, a hatás mértéke azonban teljesen bizonytalan. A kormányzat a jelek szerint foggal-körömmel igyekszik majd elkerülni a tavaszihoz akár csak kicsit hasonlóan drasztikus korlátozások bevezetését, mivel a megkezdődött kilábalás folytatódását még a járványhelyzet további súlyosbodása esetén is prioritásként kezeli. Ám a háztartások viselkedésére a megbetegedések és halálozások számának növekedése előbb-utóbb ki fog hatni állami intézkedések nélkül is, különösen, hogyha az őszi hónapok egy újabb (várhatóan kisebb) csőd- és elbocsátási hullámot hoznak majd, amire van esély.

A harmadik negyedévi gyors helyreállásra való tekintettel jelenleg **a háztartások fogyasztásának 3-3,5%-os idei csökkenését várjuk 2020-ra**. Vagyis a fogyasztás tekintetében valamivel optimistábbak vagyunk, mint a fél évvel ezelőtt, amikor 4%-hoz közelítő visszaesést prognosztizáltunk.

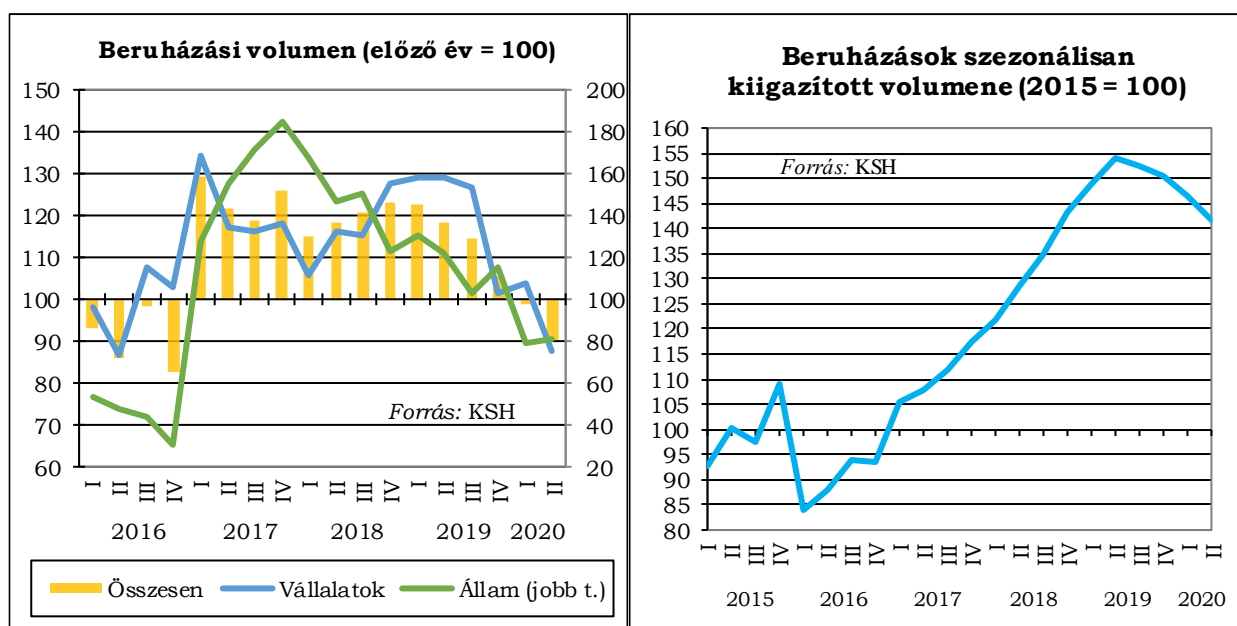
A háztartások **nettó finanszírozási képessége** az első negyedév után a második negyedév után is érdemben emelkedett, ami a jövedelmek és a fogyasztás széttartó alakulása miatt nem is meglepő. Erre az emelkedésre a *bruttó megtakarítások* és a *hitelfelvételi egyenleg* egyaránt erőteljesebb bővülése mellett került sor. Az utóbbi viszont nem az újhitel-felvétel megugrásának, hanem a hitel-visszafizetés visszafogásának,



magyarán a *hitelmoratóriumnak* a következménye. A GDP-arányos négy negyedéves görgetett megtakarítási ráta a tavalyi éves 4,9%-ról a második negyedévre 5,8%-ra emelkedett. Ám a második negyedévi megtakarítási ráta önmagában 7,9%-os volt. Ez utóbbi az év további részében mérséklődhet, ám ezzel egyidejűleg az éves átlagos ráta 6% fölé emelkedhet.

Beruházások

A nemzetgazdasági beruházások már az első negyedévben enyhe csökkenésbe fordultak, de a második negyedévben – alapvetően a Covid-válság hatására – a visszaesés üteme 9,9%-ra gyorsult.



A visszaesés súlyosbodásának a járvánnyal való összefüggését jól mutatja, hogy a romlás alapvetően a *vállalati* beruházásoknál – azon belül is az MNB szerint a magánvállalati beruházásoknál – következett be. A vállalati beruházások első negyedévi közel 4%-os bővülését a második negyedévben kb. 12%-os visszaesés követte. Az állami beruházások meredeken visszaestek, de ez csak az ugyanilyen meredek első negyedévi visszaesés folytatódása – itt tehát a járvány nem okozott további romlást. Mindenesetre, az állami beruházások várt felfutása a válság hatásának enyhítése érdekében, nem következett be a második negyedévben. A 20% körüli ütemű esés mindenképp az uniós társfinanszírozású projektek fokozatos kifutását tükrözi.

A vállalati beruházások esése viszont a kedvezőtlenebbé vált gazdasági feltételekből fakad, a vállalatok hirtelen romló pénzügyi helyzetének, illetőleg a bizonytalanná vált kilátásoknak a folyománya. Az új helyzetben sok vállalat felfüggesztette, elhalasztotta, vagy éppen leállította beruházási projektjeit.

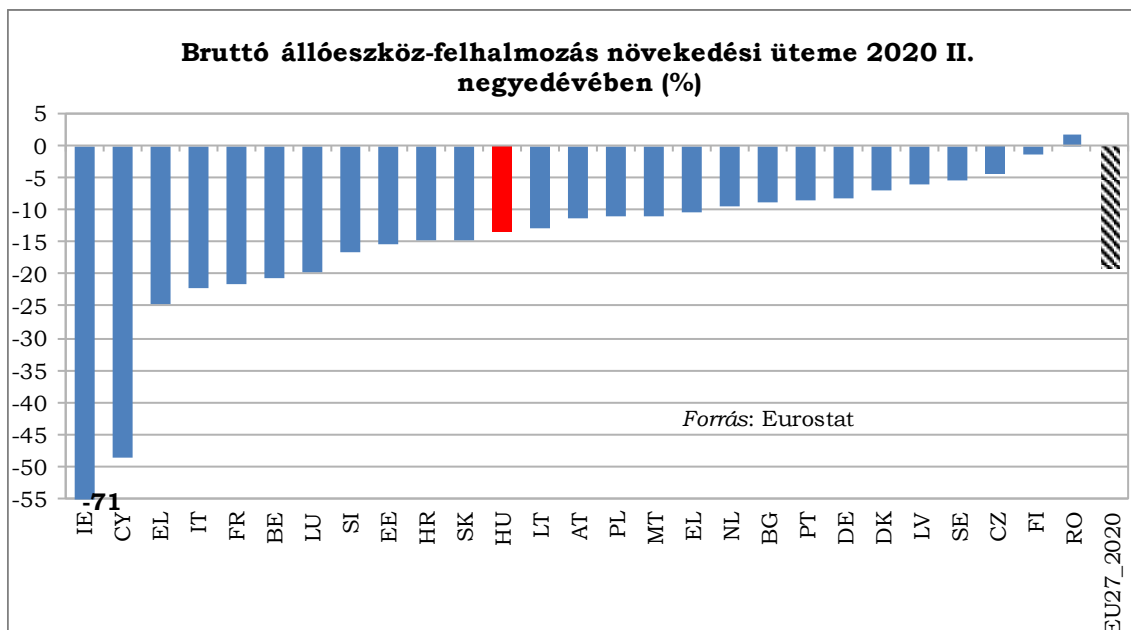
A járvány okozta cezúra megmutatkozik a *feldolgozóipari* beruházási dinamika hirtelen romlásában (az első negyedévi kb. 8%-os növekedés után a második negyedévben mintegy 10%-os csökkenés), az építőipari beruházások már korábban megkezdődött

visszaesésének kb. 36%-ra gyorsulásában, a kereskedelmi beruházások mintegy 12%-os esésében. A feldolgozóiparon belül nem meglepő módon a járműipar a legsúlyosabban érintett területek közé tartozott.

Ezenfelül az MNB szerint a második negyedévben immár a háztartások beruházásai is zsugorodtak.

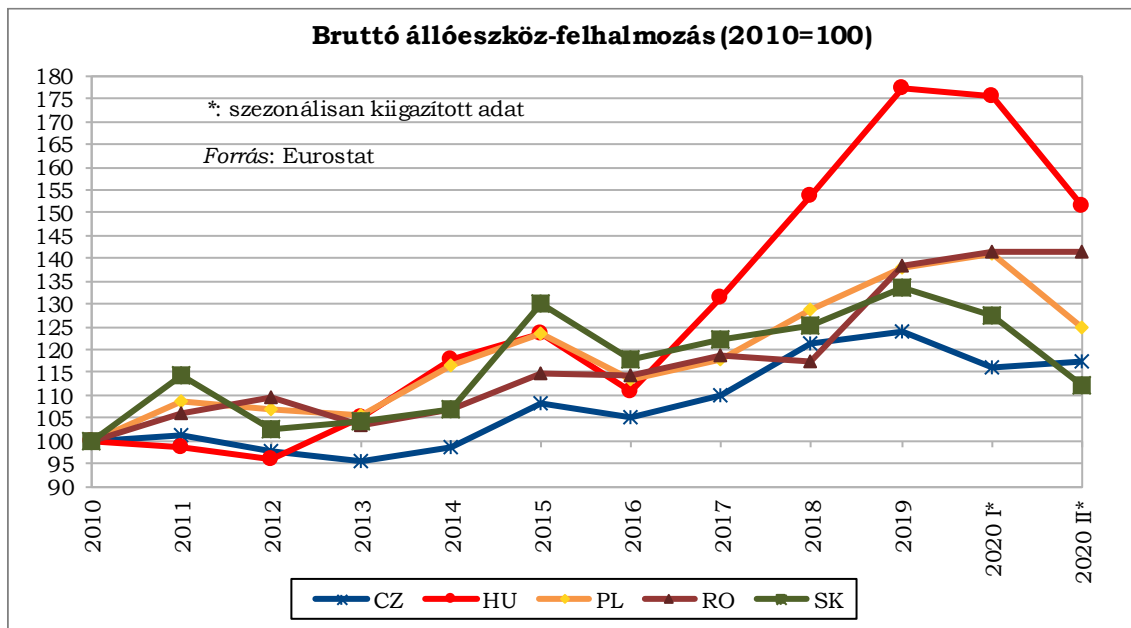
Uniós összehasonlításban kitűnik, hogy a **GDP szerinti állóeszköz-felhalmozás** év/éves dinamikáját tekintve Magyarországot a korábbi élvonalból a mezőny középső harmadának az alsó szegmensébe dobta vissza. Ennél is sokkal látványosabb viszont a korábbi beruházási bajnok, Írország átminősülése beruházási sereghajtóvá – minden bizonnyal átmenetileg.

A régiós országokkal egybevetve pedig az látható, hogy míg 2017-től kezdve a magyarországi (GDP szerinti) beruházási dinamika kiugró volt, addig az idén a korrekció itt volt a legerősebb, habár a második negyedévi lengyel és szlovák visszaesés is jelentős volt. Érdekes módon Csehországban és főleg Romániában a beruházási volument a Covid-válság mintha meg sem érintette volna – miközben Romániában, mint láttuk, a háztartási fogyasztás különösen súlyosan megszenvedti a járványt.



Mivel a harmadik negyedévben a gazdaság jelentős szegmenseiben a gazdasági aktivitás – és a bevételi szint – a második negyedévi mélyponthoz képest jóval közelebb került a „normális” szinthez, felmerül a kérdés, hogy ez hogyan fogja érinteni a vállalati beruházásokat. Feltevésünk szerint ugyan a beruházások visszaesésének mértéke mérséklődni fog, de azért az ütem számottevő marad – a második félév átlagában

meghaladhatja az 5%-ot. A jövőt illető bizonytalanság továbbra is fennmarad, ahogy sok vállalkozás pénzügyi nehézségei is.



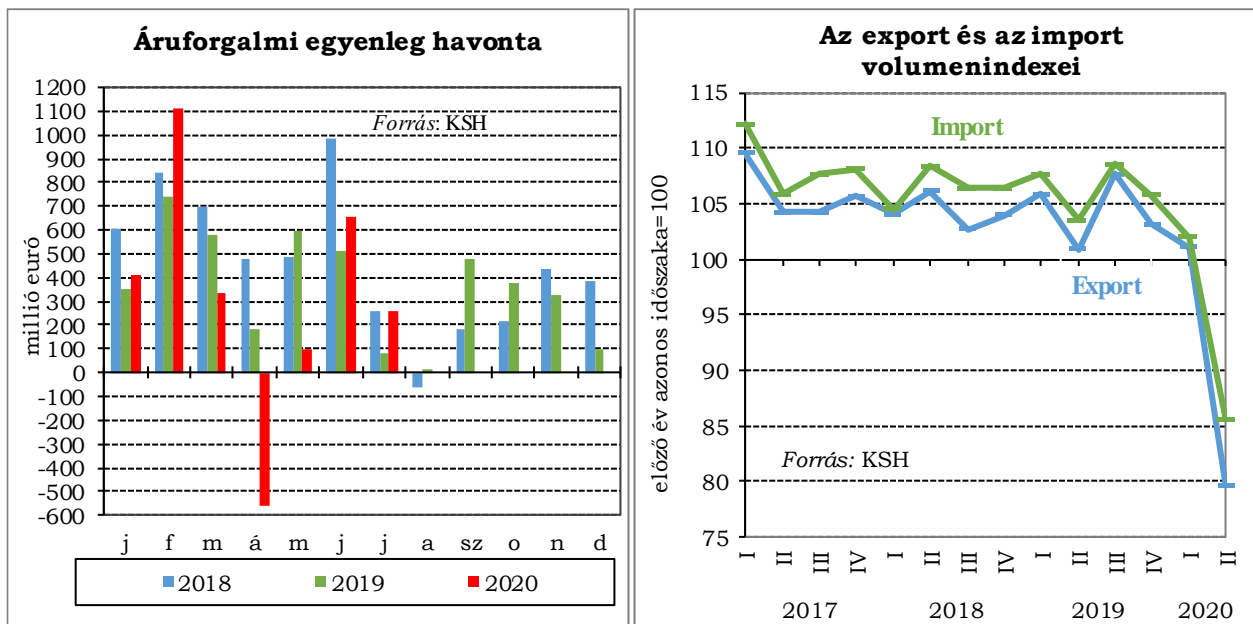
Az állami beruházások felpörgetésére vonatkozó kormányzati szándék megvalósulása bizonytalan. Korábbi várakozásunkkal ellentétben a második negyedévben ennek még a leghalványabb nyoma sem volt, emiatt is maradhatott az állami beruházások visszaesésének üteme 20% közelében. Az önkormányzatok pénzügyi helyzete pedig a járvány okozta többletköltségek és a központi forráselvonás következtében jelentősen romlik, ami tükröződik az elhalasztott vagy lemondott fejlesztésekben.

Összességében jelenleg a nemzetgazdasági beruházások **durván 6%-os volumencsökkenésével** számolunk 2020-ban.

Külkereskedelem

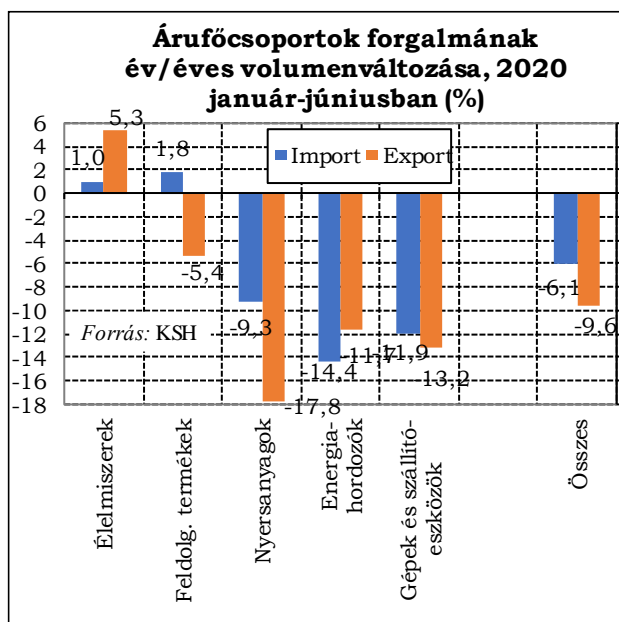
Az áru-külkereskedelmi forgalom – az első két hónap mérsékelt bővülése után – márciustól kezdve csökkent, április-májusban pedig beszakadt. Habár júniusban a forgalom váratlanul helyreállt (megegyezett az egy évvel korábbival), a második negyedév egészét tekintve az áruexport több mint 20%-kal, az import közel 15%-kal volt alacsonyabb, mint az előző év azonos időszakában.

Az élelmiszereken kívül minden termékcsoport kivitele csökkent – még hozzá két számjegyű ütemben – a második negyedévben, de leginkább a gépek és szállítóeszközök termékcsoporté. Ez utóbbi közel 26%-os visszaesése mindenekelőtt az autóiipari leállás következménye. Az élelmiszerexport viszont a második negyedévben is nőni tudott.

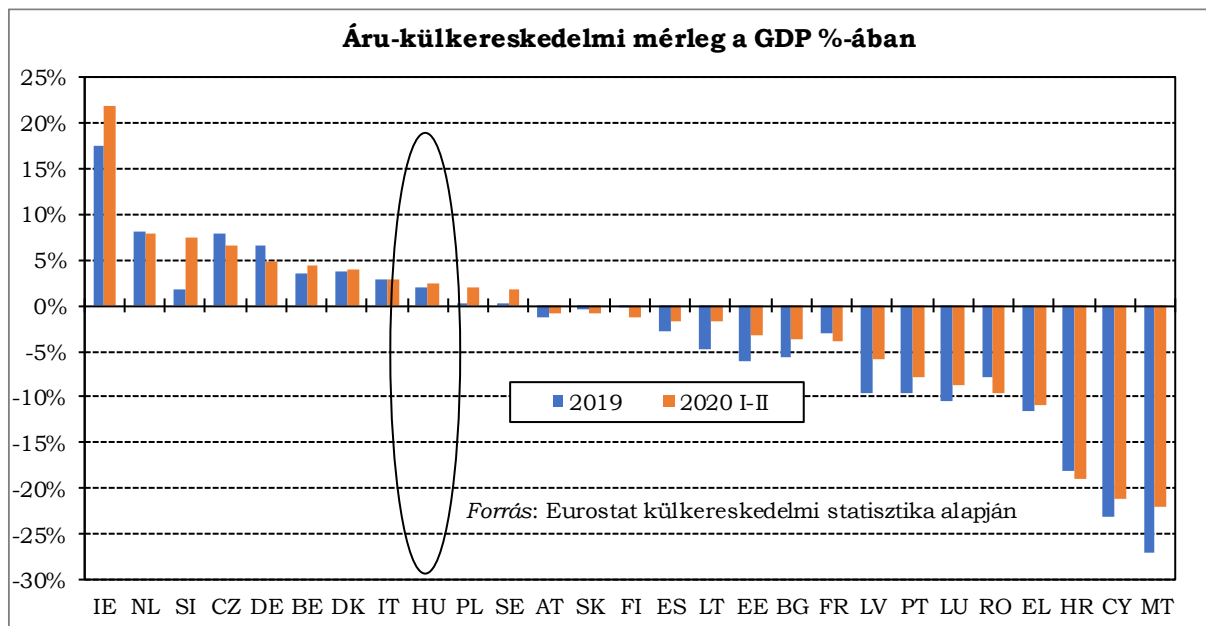


Az importnak az exporténál lényegesen enyhébb második negyedévi csökkenése egyrészt abból adódott, hogy a gép- és járműimport valamivel kevésbé drasztikusan esett vissza – kb. 23%-kal – de jelentős szerepe volt annak is, hogy a *feldolgozott termékek* behozatala csak minimálisan, mintegy 2%-kal csökkent. Ez utóbbi mindenekelőtt a megugró gyógyszerimportnak, és a még inkább megugró szakmai-tudományos-ellenőrző műszer (lélegeztetőgép) beszerzésnek tudható be.

Ennek eredményeképpen a **külkereskedelmi mérleg** – a jelentős cserearányjavulás ellenére is – drasztikusan romlott a második negyedévben, miután áprilisban jelentős külkereskedelmi hiány keletkezett, és a visszatérő többlet még májusban is az egy évvel korábbinak a töredékét tette csak



ki. Noha az ezt követő két hónapban már a múlt évit meghaladó többletet mértek, az első hét hónap euróban mért halmozott külkereskedelmi többlete a tavalyi azonos időszak többletéhez képest 24%-kal alacsonyabb. Ez azt jelenti, hogy a külkereskedelmi többlet évek óta csökkenő trendje felgyorsult.



Miközben év/éves alapon a külkereskedelmi többlet jelentősen zsugorodott, addig a tavalyi év egészéhez képest a zsugorodás mérsékeltebb, olyannyira, hogy a többlet *GDP-hez viszonyított aránya* egészen kismértékben még emelkedett az első félévben 2019-hez képest. Ez korántsem egyedülálló: az EU-tagállamok többségében kisebb-nagyobb mértékben nőtt a GDP-arányos külkereskedelmi többlet az idei első félévben, amit természetesen elősegített a GDP jelentős második negyedévi (és helyenként első negyedévi) visszaesése is. A visegrádi országok és Románia mezőnyében a magyar áru-külkereskedelmi pozíció továbbra is jónak mondható.

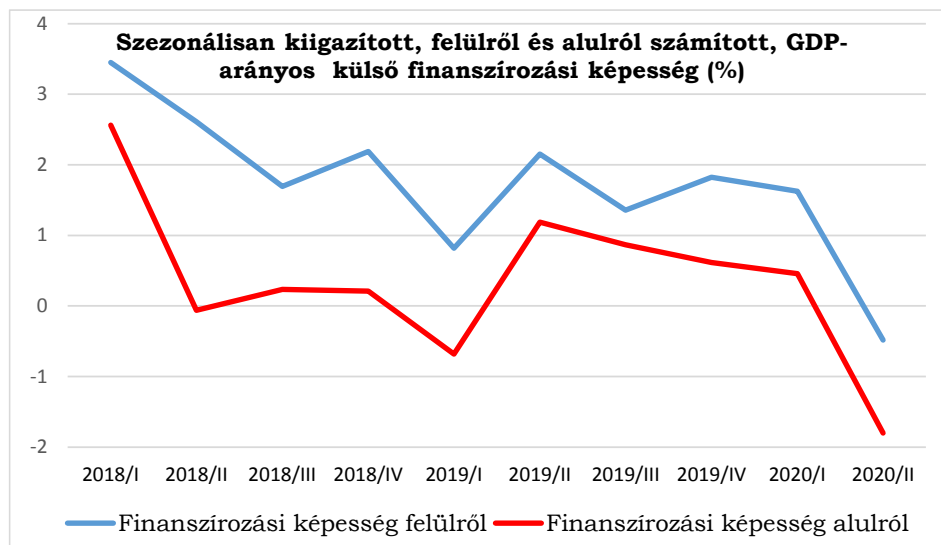
Az év további részében a második negyedévinél jóval kedvezőbb külkereskedelmi folyamatokat várunk, habár az előzetes adatok azt sugallják, hogy a meredek csökkenés után a júniusi stagnálás júliusra ismét enyhe zsugorodásnak adta át a helyét. Ezzel együtt nemcsak a tavaszi romlás, de az azt követő normalizálódás is gyorsabb volt, mint amire eredetileg számítottunk. Az export és import dinamikája között április-májusban szélesre nyílt (negatív) olló összességében, de az év második felében attól függően újra kinyílhat, hogy a második hullám nem mér-e újabb csapást az exportra (pl. a járműipari exportra), továbbá, hogy nem lesznek-e újabb, a lélegeztetőgép-beszerzéshez hasonló jelentős importtétételek, amelyek feltornásszák a behozatali dinamikát.

Ha viszont az export és import volumennövekedési/-csökkenési ütemei közti különbség csekély marad, akkor – a cserearányok alakulásától is függően – a külkereskedelmi mérlegek akár meg is haladhatják az egy évvel korábbit az év fennmaradó öt hónapjának némelyikében. Jelenleg lehetségesnek látszik, hogy az éves külkereskedelmi többlet nem bukik 4 Mrd euró alá az idén.

2.4. A fizetési mérleg alakulása 2020 első két negyedében

2020 első felében a folyó fizetési mérleg egyenlege az előző év azonos időszakának 0,6 Mrd-os többletéből 0,5 Mrd eurónyi deficitbe, a folyó és a tőkemérleg összevont egyenlege pedig (az úgynevezett felülről számított finanszírozási igény, amely az EU-alapokból érkező tőketranszfereket is tartalmazza) 1,4 Mrd többletéből 0,7 Mrd eurónyi deficitbe fordult át. A folyó fizetési mérleg, illetve a finanszírozási igény 1,1, illetve 0,7 Mrd-os negatív változása közötti 0,4 Mrd eurónyi különbség azt jelzi, hogy az EU-transzferek 2020 első felében tompították a folyó mérleg romlásának kedvezőtlen következményeit. E tompító hatás nagyjából egyforma mértékében oszlott meg az első és a második negyedév között, ám ettől a hasonlóságtól eltekintve, az első és a második negyedév külső egyensúlyi folyamatai élesen elváltak egymástól. Ezért most kifejezetten félrevezető az első félév egészét az előző év azonos időszakával összehasonlítani.

Akárcsak a makrogazdaság számos területén, az első negyedévben folytatódtak a korábbi irányzatok, a második negyedévben azonban radikális törés következett be. Bár egyes negyedévek fejleményeinek általában nincs különösebb jelentőségük, ezúttal más a helyzet, amit jól mutatnak az MNB által számított, szezonálisan kiigazított, s így negyedévek között is összehasonlítható idősorok. Az alábbi ábra a GDP-arányos, „felülről” és „alulról” számított külső finanszírozási képesség negyedéves alakulásáról ad képet. Az előbbi a folyó- és tőkemérleg összevont egyenlegét, az utóbbi a pénzügyi mérleg (a külső pénzügyi finanszírozás) egyenlegét mutatja.

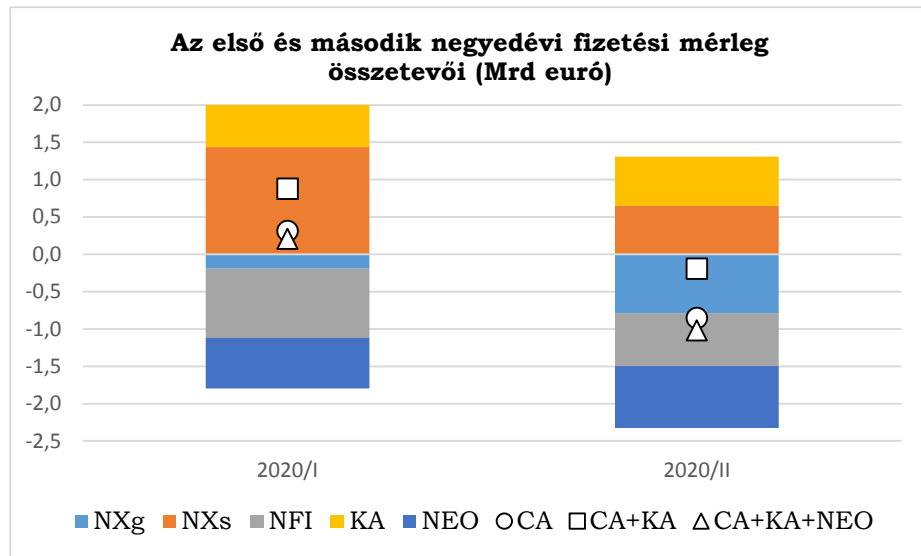


Forrás: MNB

Az ábra nemcsak arra hívja fel a figyelmet, hogy az idej második negyedévben jelentős változás következett be, hanem arra is, hogy a magyar gazdaság nettó finanszírozási pozíciója megfordult, és a GDP arányában közel 2%-os külső finanszírozásra szorult (lásd a vörös vonalat).

A következő ábra az első és második negyedévi fizetési mérleg összetevőiről ad képet Mrd euróban. Amíg az első negyedévben valamennyi fontosabb egyenleg-mutató (a folyó mérleg, az alulról és felülről számított finanszírozási képesség) még többletet jelezett,

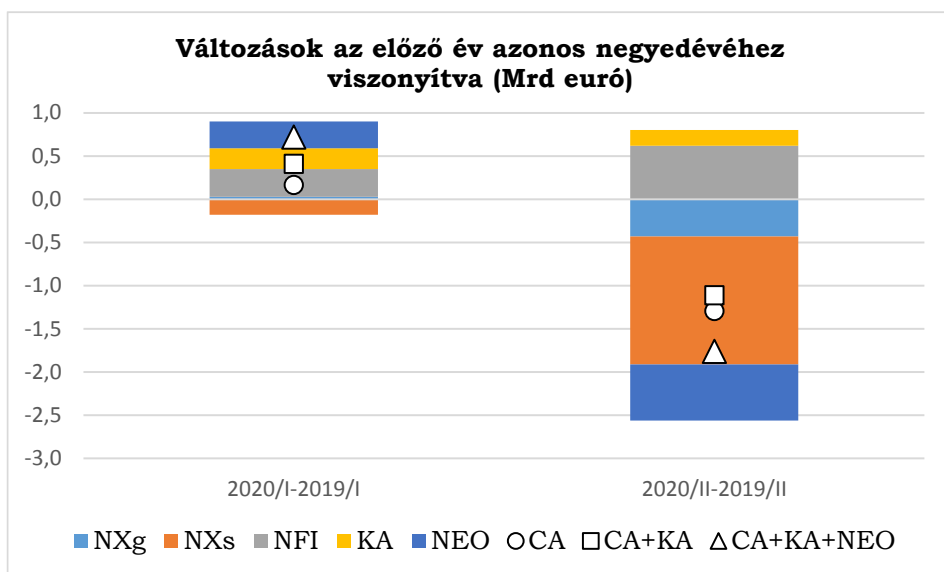
addig a második negyedében mindhárom deficitbe fordult. A két negyedév között bekövetkezett változás döntő része a szolgáltatásforgalom – különösen a turizmus és a szállítás – többletének lepadásához, valamint az áruforgalmi hiány emelkedéséhez köthető. A jövedelemegyenleg deficitje viszont kissé mérséklődött, ami elsősorban a külföldi vállalatok csökkenő profitjával magyarázható. A tőkemérleg többlete mindkét negyedévben mintegy 0,6 Mrd euróval járult hozzá az ország finanszírozásához.



Forrás: MNB

Jelmagyarázat: CA (folyó fizetési mérleg) = NXg (áruforgalmi egyenleg) + NX (szolgáltatásforgalmi egyenleg) + NFI (jövedelem-egyenleg); KA: tőkemérleg; CA+KA: felülről számított külső finanszírozási képesség; NEO: tévedések és kihagyások egyenlege; CA+KA+NEO: alulról számított külső finanszírozási képesség (a pénzügyi mérleg egyenlege).

A következő ábra, amely az előző év azonos negyedéveihez viszonyított változásokat mutatja, világosabban jelzi a második negyedévben bekövetkezett törést és annak összetevőit.



Forrás és jelmagyarázat: lásd az előző ábrát

Az első negyedévben lényegében valamennyi részegyenleg javult, egyedüli kivétel a szolgáltatás-egyenleg alig észrevehető negatív irányú elmozdulása. Ezzel szemben a második negyedévben a szolgáltatás egyenleg 1,5 Mrd euróval és az áruegyenleg közel fél milliárd euróval romlott az előző év azonos időszakához viszonyítva. Itt is látható a jövedelemegyenleg javulása, amely azonban a nettó export romlásának mindössze egyharmadát tudta ellensúlyozni.

A második félévben kissé élénkülhet a kivitel, és csökkenhet az áruforgalom hiánya, de a szolgáltatásforgalmi – különösen az idegenforgalmi egyenleg – javulására előreláthatóan hosszabb ideig kell várni. A folyó mérleg az idei év egészében 1,5-2%-os GDP-arányos hiányt mutathat, továbbá megszűnhet a folyó-és tőkemérleg együttes többlete.

2.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

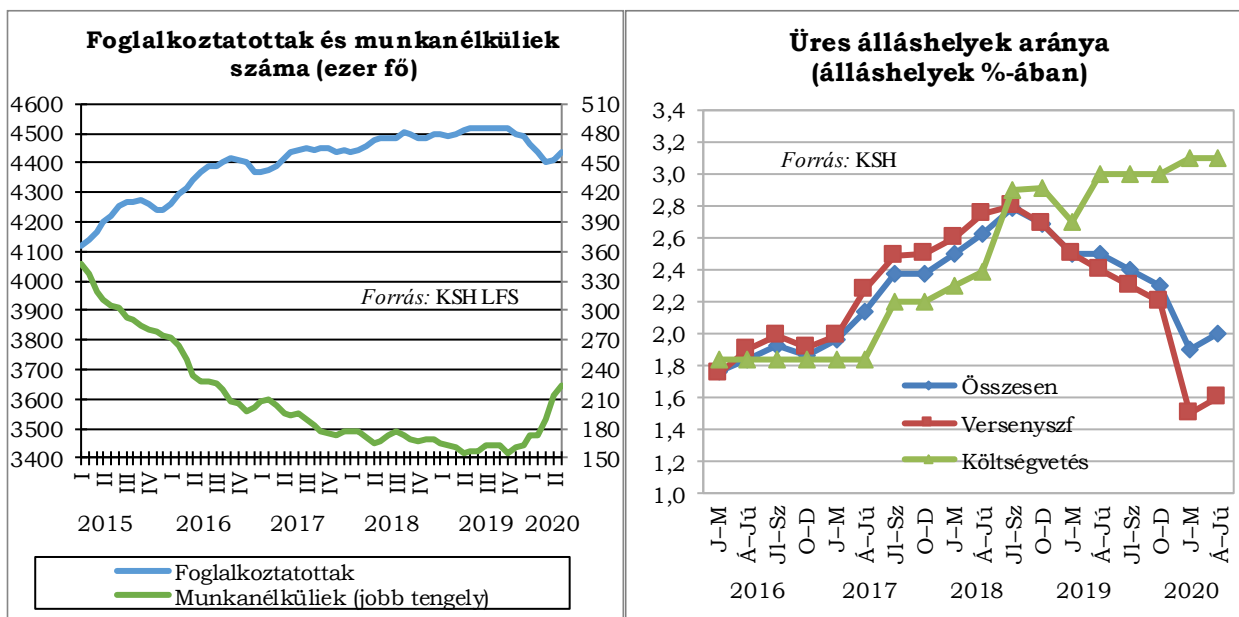
A munkaerő-felmérés (KSH-LFS) adatai szerint a foglalkoztatottság – sok éves emelkedés után – az idén csökkenésbe fordult, amelyet a pandémia felgyorsított. A második negyedévben a foglalkoztatottak száma 2,3%-kal volt alacsonyabb, mint az előző év azonos negyedévében, ám ezen belül áprilisban és májusban a csökkenés üteme 3% volt. A havi adatok szerint a mélypont idején, áprilisban, a foglalkoztatotti létszám durván 140 ezer fővel volt alacsonyabb, mint tavaly decemberben. Ez jelentős, ám *messze elmarad attól a több százezres nagyságrendtől, amelytől a válság elején még tartani lehetett.*

Ráadásul az adatok szerint a nyári hónapokban jelentős javulásra került sor. Az előzetes becslés szerint augusztusra a foglalkoztatottak száma nagyjából elérte a tavalyi szintet, és csak 0,4%-kal volt alacsonyabb, mint az előző év azonos hónapjában.

A munkanélküliségi ráta időben másképpen alakult: egészen júniusig emelkedett, 5,1%-ra – a tavalyi utolsó negyedévi 3,3%-ról – ami szintén jelentős, de nem tragikus romlás. Ezt követően a gyorsbecslés szerint augusztusra 4%-ra csökkent vissza.

Összességében a munkaerő-felmérés számai azt sugallják, hogy a magyarországi foglalkoztatás igazán drámai megrázkódtatások nélkül vészeltte át a válságot. Ám azon túl, hogy ősszel újból romlásra kerülhet sor, érdemes megemlíteni, hogy az *intézményi statisztika* szerint lényegesen súlyosabb volt az alkalmazotti létszám csökkenése: májusban 7,6%-os, de (az egyelőre legfrissebb elérhető adat szerint) még júniusban is 6%-os volt a csökkenés üteme. Hasonlóképpen, a munkanélküliségi helyzet súlyosabbnak mutatkozik, ha az LFS-statisztika helyett a Nemzeti Foglalkoztatási szolgálat által publikált, *regisztrált munkakeresőkre* vonatkozó adatokból indulunk ki. Ez utóbbi adatok alapján a munkanélküliek száma kb 40%-kal nagyobb mértékben nőtt tavaly december és június között, mint az LFS-számok alapján.

Az eltérés alapvetően a definíciós különbségekből fakad. Az LFS-definíció szerint elég heti egy órát dolgozni (akár fehéren, akár feketén) ahhoz, hogy valaki foglalkoztatottnak számítson, míg az intézményi statisztikában hivatalosan bejelentett munkaviszonyban



kell legalább havi 60 órát dolgozni a statisztikába való bekerüléshez. A munkanélküliség esetében viszont a munkaerő-felmérés korlátozóbb definíciót alkalmaz, mint az NFSZ a regisztrált munkakeresők esetében (az utóbbi tartalmazza az alkalmi munkát vállalókat, és tartalmazhatja a feketén dolgozókat is).

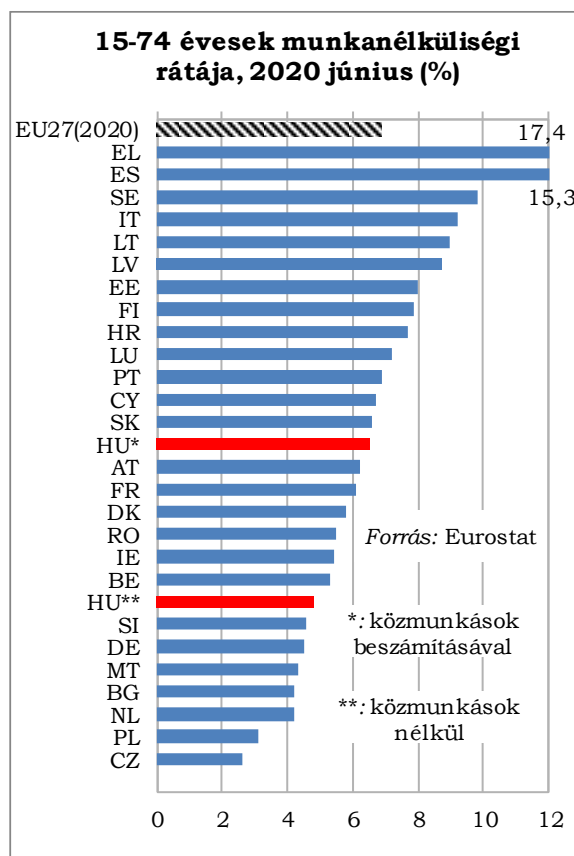
Összességében valószínűsíthető, hogy míg a munkapiacról akár átmenetileg teljesen kikerülők számának változását az LFS-statisztika ragadja meg jobban, addig az intézményi statisztika jobban mutatja, hogy a válság milyen arányban *forgatta fel jelentősen* a munkavállalók munkapiaci pozícióját (rövidített vagy informális foglalkoztatásba kiszoruló, esetleg tartósan fizetés nélküli szabadságra küldött alkalmazottak). Nagyjából ugyanez mondható el a munkanélküliségre vonatkozó kétféle adatsor esetében.

Megjegyzendő, hogy a munkanélküliek számának emelkedése mellett folytatódott az üres álláshelyek arányának már egy ideje tartó mérséklődése: az arány már az első negyedévben 1,9%-ra csökkent (a 2016. évi 2,7%-ról). Viszont e csökkenés teljes egészében véve a versenyszférának tudható be: a költségvetési szférában az üres álláshelyek száma és aránya egyaránt kissé tovább nőtt.

Visszatérve a munkaerő-felmérés adataira, európai összehasonlásban a munkanélküliség tekintetében a magyar pozíció nem változott jelentősen az idei év során. Sőt – amennyiben a nemzetközi módszertannak megfelelően a munkanélküliek körébe beleszámoljuk a közfoglalkoztatottakat – a tavalyi utolsó negyedévben még 12, addig idén júniusban már 14 ország munkanélküliségi rátája volt magasabb a magyarnál.

Kérdés, hogy a nyári hónapokban megfigyelhető javulás folytatódhat-e a továbbiakban. Ősszel a járvány visszatérése újabb csapást mérhet a gazdasági aktivitásra, és ezáltal a foglalkoztatásra is. Számos vállalat most érhetett pénzügyi tartalékaik végére, továbbá a vállalatok immár nem számíthatnak a rövidített munkaidős bértámogatási programra sem. Így a következő hónapokban újabb elbocsátásokra kerülhet sor.

Am ezzel együtt az idén a foglalkoztatottak számának éves csökkenése a fél évvel ezelőtti vártnál sokkal enyhébb lesz – jó eséllyel 1,5%-osnál kisebb. Az egész éves munkanélküliségi ráta jó eséllyel alulról közelít majd a 4,5%-hoz.



3. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

3.1. Államháztartási folyamatok

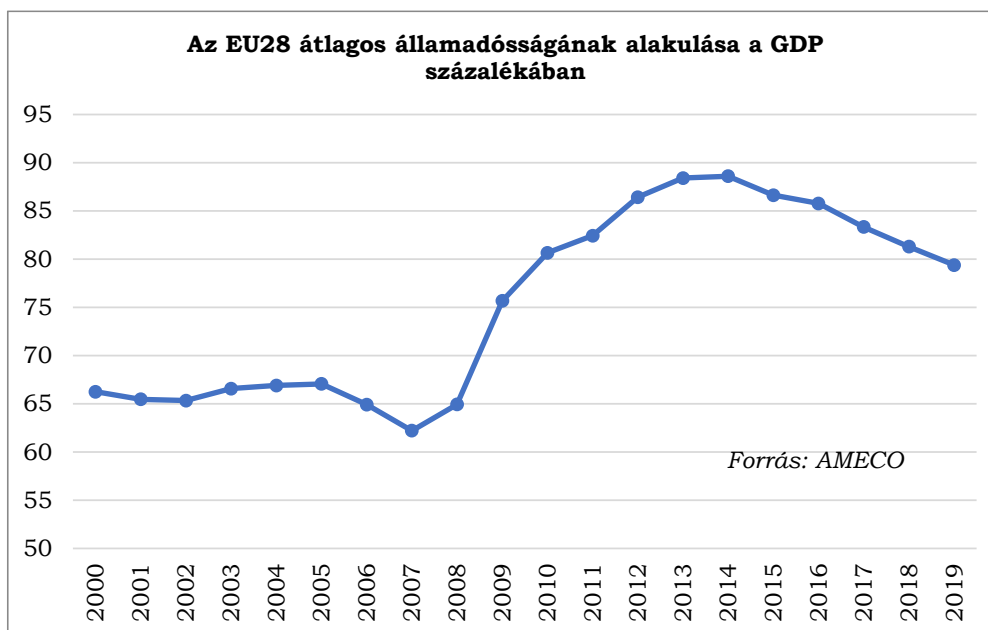
Európai kitekintés

A világjárvány elleni védekezés, illetve a vírus visszaszorítása érdekében hozott korlátozó intézkedések évtizedek óta nem látott kihívást jelentenek a költségvetési politika számára szinte minden európai országban. Bár az egyes államok között is jelentős eltéréseket találhatunk, a gazdasági recesszió pusztító társadalmi hatását tompítani hivatott állami programok finanszírozása, illetve az egészségügyi rendszer kapacitásainak rohamtempóban végrehajtott bővítése óriási nyomás alá helyezi a költségvetéseket. Miközben a legsürgetőbb kihívás jelenleg a járvány visszaszorítása és a gazdaság életben tartása, a jövőben várhatóan egyre nagyobb figyelmet követel majd magának a költségvetési fenntarthatóság kérdése. A lassan kétszámjegyűvé növekvő deficitek és a megugró államadósságok ugyanis komolyan próbára teszik az állami költségvetések finanszírozását és a fiskáli politika fenntarthatóságát.

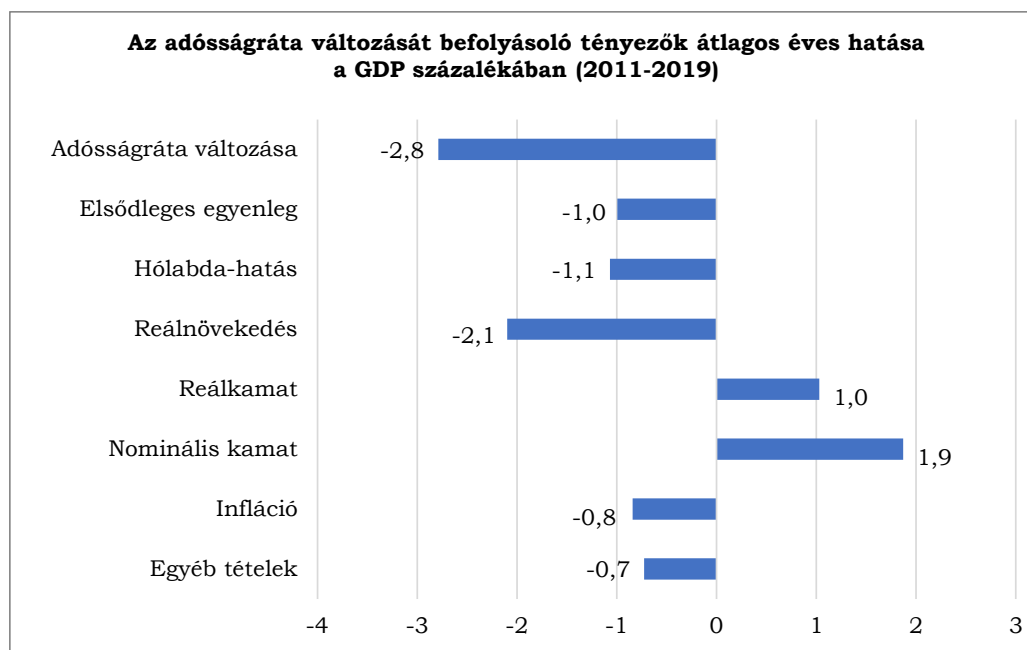
A válságkezelésre fordítható állami erőforrások nagysága jelentős részben attól függ, hogy takarékos költségvetési politikával mekkora fiskális mozgásteret alakított ki magának egy-egy állam a válságot megelőzően. Emiatt elemzésünk első részében azt vizsgáljuk meg, hogy milyen fiskális pozícióban érte a világjárvány az európai országokat. Ezt követően a legfrissebb előrejelzésekre támaszkodva bemutatjuk, hogy az epidemiológiai válságból kiinduló gazdasági válság hogyan hat az egyes államok költségvetésének, illetve államadósságának várható alakulására, legvégül pedig a nemzetközi szervezetek munkáira támaszkodva összefoglaljuk, hogy milyen fiskális intézkedésekre került sor a védekezés érdekében bevezetett korlátozások gazdasági következményeinek enyhítése céljából.

A több mint tíz évvel ezelőtt kirobbant gazdasági válság, illetve a néhány évvel később ebből kialakult szuverén válság jelentős adósságnövekedést okozott az egész kontinensen. Az átlagos GDP-arányos államadósság az EU28-ban néhány év alatt 62 százalékról 27 százalékpontot emelkedett, és a mutató öt ország (Görögország, Olaszország, Portugália, Belgium és Ciprus) esetében meghaladta a 100 százalékot is.

A tizes évek elején-közepén azonban a recesszió elmúltával az államok elkezdtek kivonulni a gazdaságból, lezárultak az állami keresletélénkítő programok és Európa-szerte megkezdődött egy konszolidációs folyamat. A fenntarthatóság szempontjából veszélyeztetettebb államoknak előbb kellett elkezdeniük a költségvetési kiigazítást, de hamarosan követték példájukat a stabilabb költségvetéssel rendelkező országok is. Ennek eredményeképpen a 2010-es 6 százalékról az évtized végére egy százalék alá csökkent a GDP-arányos, átlagos költségvetési hiány az Európai Unióban. A konszolidáció, illetve az évtized közepére felerősödő gazdasági konjunktúra jelei rövid időn belül megmutatkoztak az adósságráta alakulásában is. Az átlagos GDP-arányos államadósság az Európai Unióban 2014-ben tetőzött 89 százalékkal és 2019 év végére 79 százalékra csökkent.



Az adósságráta csökkentésének több módja is van, hiszen a folyó egyenleg alakulásán kívül befolyásolja a mutató értékét a gazdasági növekedés, az infláció, az államadósság után fizetett kamatkidadások alakulása, illetve a költségvetésen kívüli egyéb fiskális tételek is.

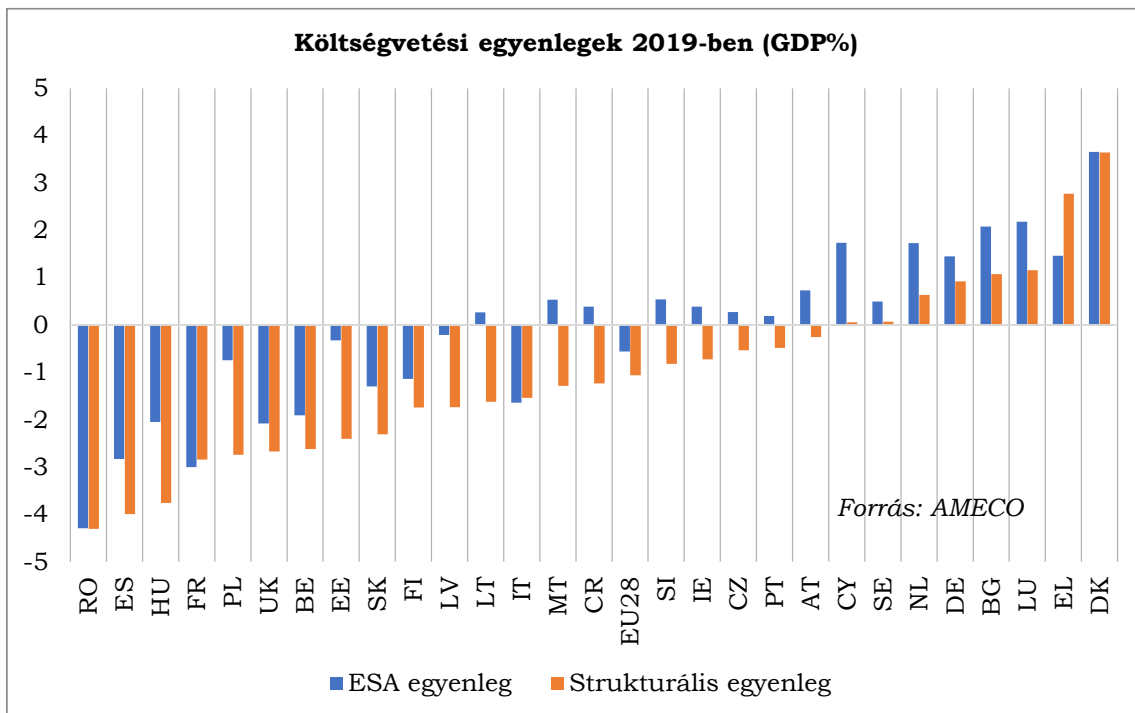


Egy nemrég megjelent tanulmány³ szerzői arra jutottak, hogy a régi uniós országok (EU15) kétharmadában volt olyan időszak a tízes években, amikor az adósságráta

³ Losoncz Miklós - Tóth G. Csaba (2020): Államadósság-csökkentés az EU régi tagállamaiban: van új a nap alatt? Hitelintézeti Szemle 19(2), 28-54. o.

legalább három évig, évente legalább 0,5 százalékponttal mérséklődött. Ezekben a periódusokban évente átlagosan 2,8 százalékponttal csökkent az adósságráta, amihez a költségvetési egyenleg 1 százalékponttal járult hozzá, a reálnövekedés és a reálkamat együttes hatását magában foglaló hólabda-hatás 1,1 százalékponttal, míg az egyéb tételek további 0,7 százalékponttal. Mindez azt jelenti, hogy a kilencvenes évek közepén induló konszolidációs időszakhoz képest a tízes években végrehajtott adósságcsökkentések esetében kisebb volt a folyó költségvetés hatása, miközben a kamatlábak alacsonyabb szintje, illetve egyéb tételek érdemben hozzájárultak az állami pénzügyek rendbe tételéhez.

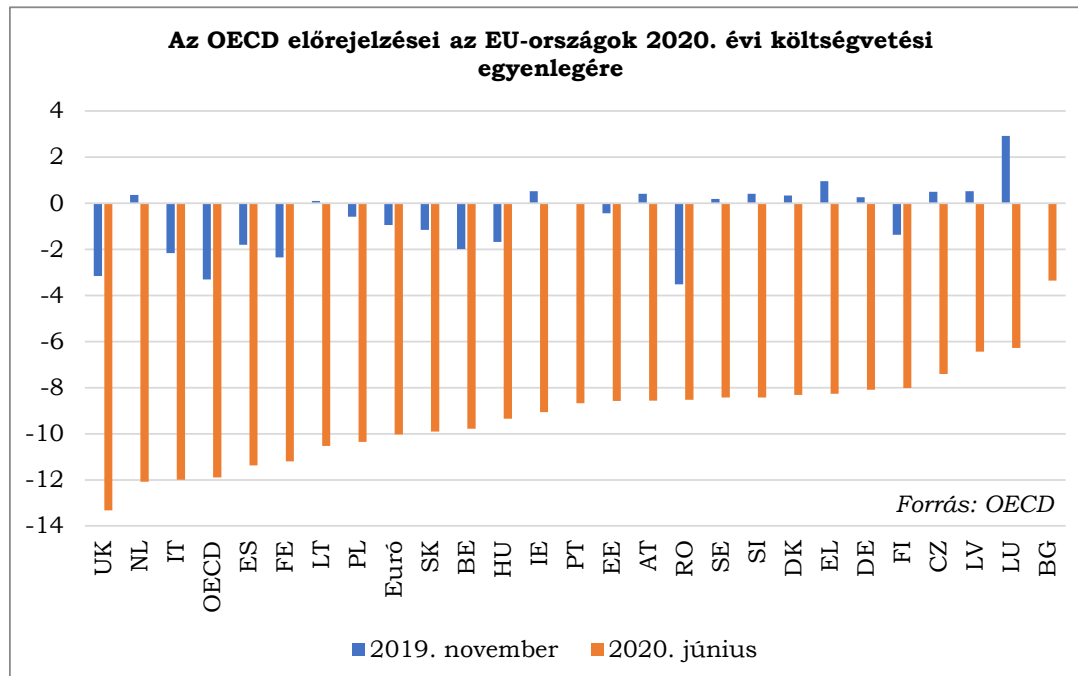
Ezzel együtt a költségvetési egyenlegek fokozatos javulásának is köszönhető, hogy a vilájárvány viszonylag kiegyensúlyozott fiskális pozícióban érte az uniós tagországokat. Az EU egészében a GDP-arányos deficit 2019-ben átlagosan 0,6 százalék volt és miközben csupán Romániában haladta meg a hiány a 3 százalékos maastrichti küszöbértéket, addig 13 tagállamban sikerült többlettel zárnia a költségvetésnek az elmúlt évet. Egy kicsit borúsabb ugyanakkor a kép, ha a ciklikus hatással és az egyedi, illetve átmeneti tételekkel korrigált strukturális egyenlegeket vizsgáljuk, az 1,1 százalékos átlagos GDP-arányos strukturális deficit azonban nem jelez komoly egyensúlytalanságot a közösség egészére vonatkozóan.



Ez a mutató ugyanakkor már három ország (Románia, Spanyolország és Magyarország) esetében jelez 4 százalék körüli hiányt, azaz ennyi lett volna a költségvetés egyenlege 2019-ben abban az esetben, ha bezárult volna a pozitív kibocsátási rés (a potenciális és tényleges kibocsátás megegyezne), illetve nem lettek volna átmeneti és egyedi kiadások vagy bevételek.

Összességében az elmúlt években végrehajtott költségvetési konszolidációknak, illetve a makrogazdasági körülményeknek köszönhetően az európai államok többsége viszonylag kedvező fiskális pozícióban volt a járvány kitörésekor. A fegyelmezett gazdálkodással

megteremtett fiskális mozgástér pedig komoly segítséget jelent a járványhelyzetből kialakult gazdasági válság kezelésében. Hogy erre mekkora szükség volt, az könnyen kiolvasható a legfrissebb prognózisokból. Mivel az Európai Bizottság által publikált részletes fiskális előrejelzések közül a májusi a legfrissebb, azért a továbbiakban az OECD júniusban készült prognózisára⁴ építve mutatjuk be a költségvetési kilátásokat.



A világvárvány elleni védekezés, illetve a gazdasági korlátozások fiskális hatása úgy mérhető a legkönnyebben, ha összevetjük az idei évre vonatkozó, járvány előtt készült előrejelzéseket a legújabb prognózisokkal. Az OECD kiadványainak statisztikáiban szereplő 25 uniós tagország⁵ (EU25) esetében a 2019. novemberében készült előrejelzés a 2020-as évre átlagosan 0,5 százalékos GDP-arányos deficittel számolt, míg az idén nyáron készült prognózisban már 9,1 százalékos átlagos deficit szerepelt.

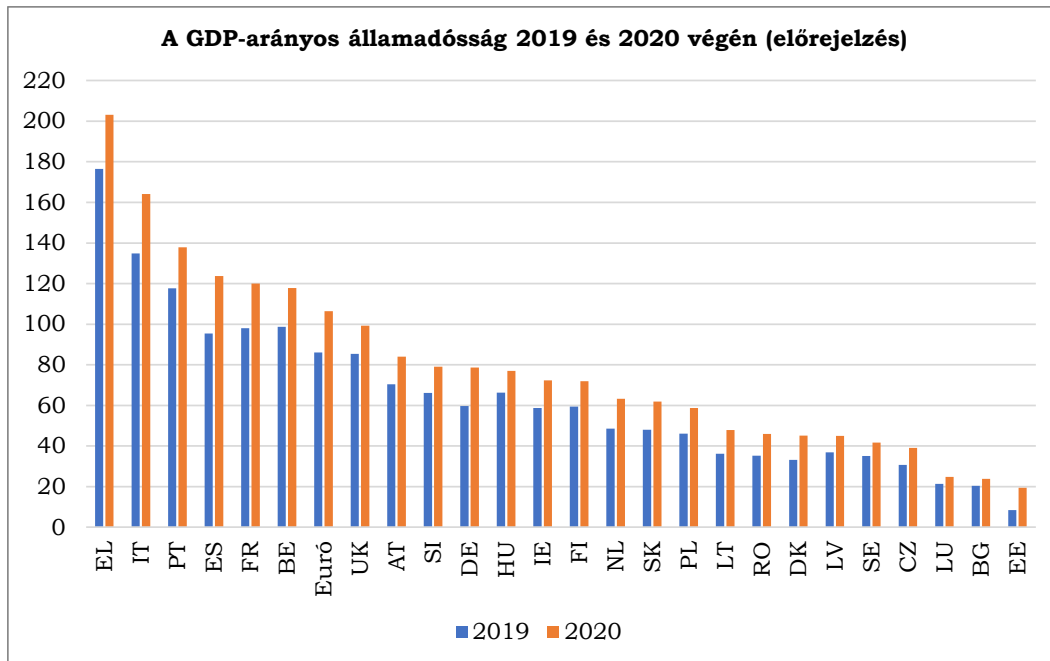
A tavaly készült előrejelzéshez viszonyított egyenlegromlás az Egyesült Királyság, Hollandia és Litvánia esetében is meghaladja a 10 százalékpontot. Az OECD prognózisa alapján idén az Egyesült Királyságban, Hollandiában és Olaszországban is nagyobb lesz a hiány a bruttó hazai termék 12 százalékanál. A sor másik végén Bulgária található 3,4 százalékos deficittel, mint az egyetlen olyan ország, ahol nem éri el a GDP 5 százalékat a hiány.

A folyó egyenlegek várhatóan rendkívüli mértékű romlása rányomja a bélyegét az adóssággal kapcsolatos előrejelzésekre is, az adósságráta alakulását ráadásul ezen felül

⁴ Az OECD minden ország esetében készített egy prognózist azt feltételezve, hogy az első hullámot követően sikerül alacsony szinten kontroll alatt tartani a járványt, és egy másikat, amely az őszi hónapokra ismét a járvány terjedésének gyors növekedésével, egy második hullámmal számol. Mi a két forgatókönyv alapján készült előrejelzések átlagát tekintjük az OECD előrejelzésének.

⁵ Az EU28 közül nem szerepel az OECD előrejelzéseiben Horvátország, Ciprus és Málta.

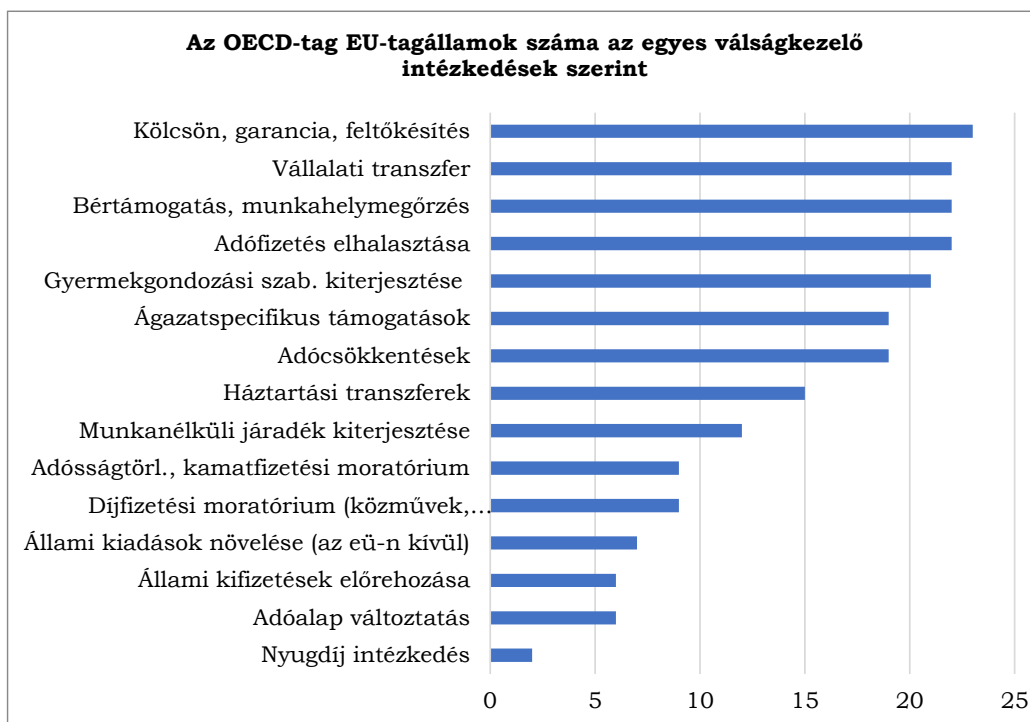
kedvezőtlenül befolyásolja a nevezőn keresztül a kontinenst sújtó gazdasági recesszió, illetve az ehhez kapcsolódóan felerősödő deflációs folyamatok. Mindezek együttes eredményeképpen az OECD becslése szerint az szervezet előrejelzésében szereplő 25 EU-s tagország esetében az átlagos adósságráta egy éve alatt a tavaly év végi 66 százalékról 2020 végére várhatóan 80 százalékra emelkedik.



Különösen aggasztó Görögország helyzete, esetükben ugyanis az adósságráta az év végére meghaladja a GDP 200 százalékát, de komoly fenntarthatósági probléma alakulhat ki Olaszországban is, ahol közel 30 százalékponttal, 164 százalékra emelkedik a mutató egy év alatt. Ennek megelőzésére a jegybankok elkezdtek felvásárolni a másodpiacokon az állampapírokat, amelynek eredményeképpen már több uniós tagország esetében is meghaladja a 30 százalékot a központ bankok kezében összpontosuló állampapírállomány.

Bár az egyenlegromlás nagyobbik fele általában arra vezethető vissza, hogy a gazdasági teljesítmények visszaesése jelentősen csökkenti az adóbevételeket, a különböző gazdaságvédelmi programok is komoly terhet jelentenek a költségvetés számára. Ezeknek az intézkedéseknek a legfontosabb célja egyrészt, hogy támogassák a leginkább sérülékeny, alacsony jövedelemmel rendelkező rétegeket, illetve azokat a társadalmi csoportokat, amelyeket leginkább érint a recesszió. Másrészt az állami beavatkozás azt is szolgálja, hogy a kereslet élénkítésén keresztül tompítsa a gazdasági visszaesés hatását, illetve, hogy a válság által sújtott átmeneti időszakban „életben tartsa” azokat a piaci szereplőket (cégeket, kisvállalkozókat), amelyek általában képesek a rentábilis működésre, a recessziót azonban nem tudják átvészelni segítség nélkül.

Ezeknek az állami programoknak a költségeiről egyelőre még nincsenek megbízható kimutatások, azt azonban érdemes megvizsgálni, hogy milyen típusú intézkedések a leggyakoribbak az uniós országokban.



Az OECD összeállítása szerint a szervezet kutatásai által lefedett 25 EU-s tagország közül 23-ban vezettek be olyan programot, amely különböző pénzügyi eszközök (kölcsön, garancia) segítségével támogatja a vállalati szektor likviditását. Ezen kívül elterjedt a közvetlen vállalati transzfer, a munkahelyek megőrzését szolgáló bértámogatás, illetve az adófizetési kötelezettség elhalasztásának lehetősége. Sok helyen támogatják a gyermekgondozási szabadság meghosszabbítását, nem ritka az ágazatspecifikus támogatások bevezetése, a direkt adócsökkentés, illetve a háztartások közvetlen anyagi támogatása. Ezek az intézkedések ugyan komolyan hozzájárulnak a deficittek emelkedéséhez, másrészt viszont tompítják a gazdasági válság hatásait, így, ha megfelelő a támogatások célzottsága és hatékonysága, akkor hosszútávon és összességében erősíthetik a költségvetések fenntarthatóságát.

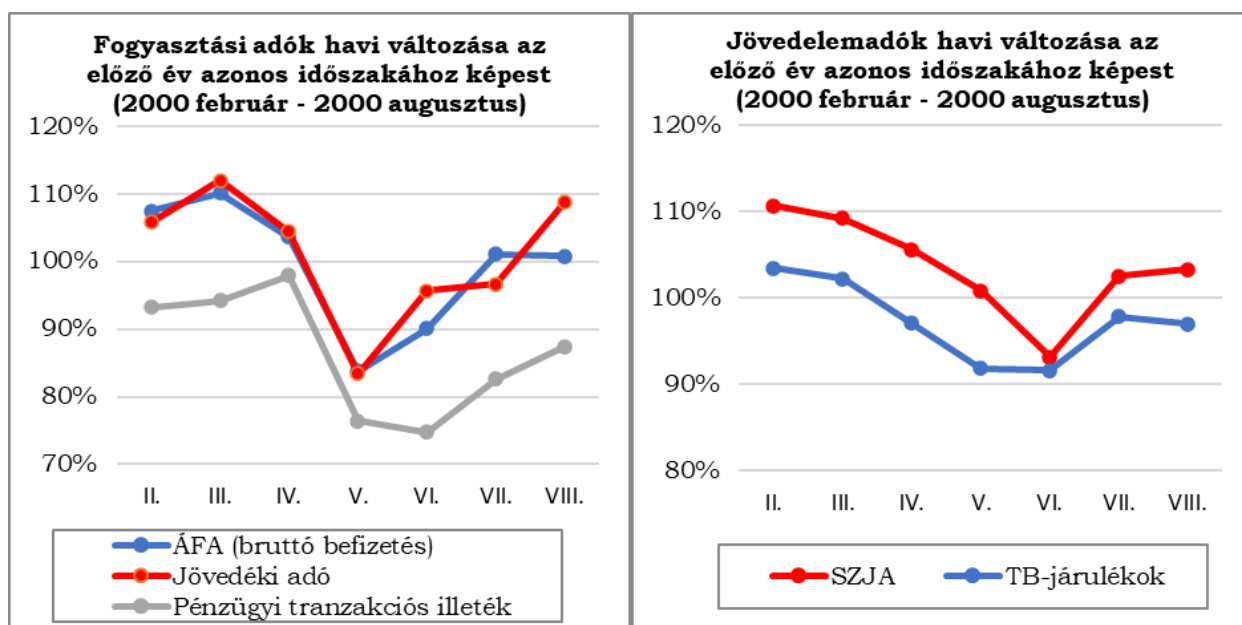
A 2020-es magyar költségvetés

A világvárvány, illetve az egészségvédelmi okokból bevezetett lezárások kétszámjegyű recessziót okoztak Magyarországon a második negyedévben. Nyáron minden szempontból javult a helyzet, szeptember közepére ugyanakkor biztossá vált, hogy nem kerülhető el a járvány második hulláma. Mivel ennek mértékével, lefutásával és hatásaival kapcsolatban óriási a bizonytalanság, így a fiskális politika területén sem csökkent érdemben a kérdőjelek száma a jövővel kapcsolatos. Másrészt viszont egyre többet tudunk arról a havi államháztartási adatok alapján, hogy milyen hatást gyakorolt a járvány első hulláma a központi költségvetésre. Ezzel kapcsolatban inkább a pesszimistább jóslatok váltak valóra, hiszen a hiány néhány hónap alatt jelentősen megemelkedett és azonnal megugrott az évek óta csökkenő adósságráta is. Mindezek alapján már biztosan állítható, hogy rég nem látott mértékben romlik idén az ország fiskális pozíciója. Ez rövidtávon az anticiklikus politika szellemében indokolt, hosszabb távon azonban szükségessé tehet egy komoly költségvetési konszolidációt.

A Központi alrendszer pénzforgalmi hiánya augusztus végéig 2261 milliárd forintra emelkedett, ami több mint hatszorosa az egész évre tervezett 367 milliárd forintos deficitnek. Noha a 2019-es évben az első nyolchavi 511 milliárd forintos hiány a felét sem érte el az éves összegnek, a havi egyenlegekből csak óvatosan lehet következtetni az éves folyamatokra. Több olyan költségvetési tétel is van (például a beruházások), amelyeknek az éven belüli lefutása nem mutat semmilyen szabályszerűséget. A Pénzügyminisztérium tájékoztatásából az derül ki, hogy az elmúlt hónapok egyenlegromlásában jelentős szerepet játszottak olyan tételek is, amelyek nem kapcsolódnak a járványhoz és szerepeltek a benyújtott költségvetésben. Ilyen például a harckocsik és helikopterek beszerzésére fordított 163 milliárd forint, vagy éppen a turisztikai fejlesztési előirányzatból kifizetett 122 milliárd forint. Az egyenlegromlás jelentős része ugyanakkor egyértelműen köthető az egészségvédelmi intézkedésekhez, illetve a járvány miatt bevezetett korlátozások gazdaságra gyakorolt hatásához.

Az adóbevételek eddigi dinamikájáról általánosságban azt lehet mondani, hogy miután az év első hónapjaiban még 8 százalékos volt a bővülés az előző év azonos időszakához képest, áprilisban ez a növekmény szinte teljesen elolvadt, májusban és júniusban pedig már 10, illetve 13 százalékkal csökkent a bevétel. A nyári hónapokban a kilábalás alatt ismét nagyjából annyi adóbevételt realizált a központi költségvetés nominálisan, mint egy évvel korábban.

Az általános tendenciákon belül a különböző típusú adókat eltérő ütemben és különböző mértékben érintette a recesszió. A fogyasztási adók gyorsan és jelentősen visszaestek a járvány berobbanása után. A bruttó ÁFA befizetés májusban már 16 százalékkal, a jövedéki adó 17 százalékkal, míg a pénzügyi tranzakciós illeték 24 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. Az előbbi kettő esetében azonban a visszapattanás is látványos volt, a bruttó ÁFA befizetések nagysága már a nyári hónapokban elérte a tavalyi szintet, a jövedéki adó bővülése pedig jócskán meg is haladta, részben annak köszönhetően, hogy a rendkívül konjunktúra-érzékenynek számító, üzemanyagok után fizetett adó esetében júliusra eltűnt a májusban mért 25 százalékos visszaesés.



A lakossági munkajövedelmeket terhelő adóknál fokozatosabb és kisebb mértékű volt a visszaesés, illetve emiatt a nyári korrekció is. Június jelentette a mélypontot, amikor a személyi jövedelemadóból származó bevétel 7 százalékkal kisebb volt, mint egy évvel korábban, míg a társadalombiztosítási járulékok esetében 9 százalékos volt a csökkenés. Nyáron az SZJA-bevétel újra a tavalyi szint fölé emelkedett, míg a TB-járulékok nagysága néhány százalékpontonra megközelítette azt.

A vállalati jövedelemadók körében vegyesebb a kép. A társasági adó esetében a havi befizetések ingadozása, illetve az ezekkel kapcsolatos szabályok változása nehezíti a tisztánlátást, mindenesetre március és augusztus között a vállalati nyereségadóból származó bevétel még közel ötödével emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Ezzel szemben érdemi visszaesés figyelhető meg a kisvállalati adónál, a kisadózók tételes adója pedig májusra az előző évi szint 67 százalékára csökkent. Utóbbi már nem csupán a recesszióra vezethető vissza, hanem azon kormányzati intézkedésre, amely alapján fizetési mentességet kaptak a KATA alól egyes ágazatok.

Becslésünk szerint augusztus végéig közvetlenül a járványválság miatt bekövetkezett recesszió hatására 700-800 milliárd forinttal csökkent az államháztartás adóbevétele, és további 100-150 milliárd forinttal rontották az egyenleget az adórendszert érintő kormányzati intézkedések (járulégmentesség, illetve az idegenforgalmi adó, a turizmusfejlesztési hozzájárulás és a KATA felfüggesztése). A kiadási oldalon eddig nagyjából 550 milliárd forintot fordított eddig a kormány a járvánnyal kapcsolatos egészségügyi eszközök beszerzésére, további 250-300 milliárd forintot pedig bértámogatásokra, fejlesztési támogatásokra és jövedelemkiegészítésekre. Mindezek alapján úgy látjuk, hogy augusztusig bezárólag közvetlenül a járványhoz köthetően 1500-1800 milliárd forinttal romlott a költségvetés egyenlege. Számításaink illeszkednek a Magyar Nemzeti Bank legfrissebb statisztikájához is, mely azt tartalmazza, hogy az államháztartás első féléves finanszírozási képessége a tavalyi 53 milliárd forintról az idei év első hat hónapjában -1246 milliárd forintra romlott.

Tekintve a járvány második hullámának jelenlegi alakulását jelentős az esély arra, hogy az adóbevételek az utolsó négy hónapban is elmaradnak a tervezett szinttől. Az esetleges újabb gazdaságélénkítő intézkedésekről azonban még nem született döntés, ezért ilyenekkel nem tudunk számolni az éves prognózisunk készítésekor.

Előrejelzésünk alapján a gazdasági recesszió éves szinten GDP-arányosan 3,2 százalékos bevételkiesést jelent a költségvetésnek. Ennek közel harmada a fogyasztási adók csökkenésére, másik harmada a munkabért terhelő elvonások visszaesésére vezethető vissza, a többi pedig a vállalati befizetések kedvezőtlen alakulásához, illetve a munkanélküli járadékra szorulóknak számának növekedéséhez köthető. Az eddig bejelentett kormányzati intézkedések együttes hatása 2,4 százalékkal rontja az idei egyenleget, ennek finanszírozásához azonban felhasználható ez Európai Uniótól érkezett, a GDP 0,6 százalékát kitevő likviditási támogatás. A fentiek alapján becslésünk szerint az eredetileg elfogadott költségvetésben szereplő 1 százalékos hiány helyett idén a szeptember 28-ig bejelentett konkrét intézkedések 6 százalékos idei hiányprognózist indokolnak. Ám azt várjuk, hogy az utolsó negyedévben további kormányzati programok születnek a válság hatásainak enyhítése érdekében, ami 75-ig nyomhatja fel a költségvetési hiányt.

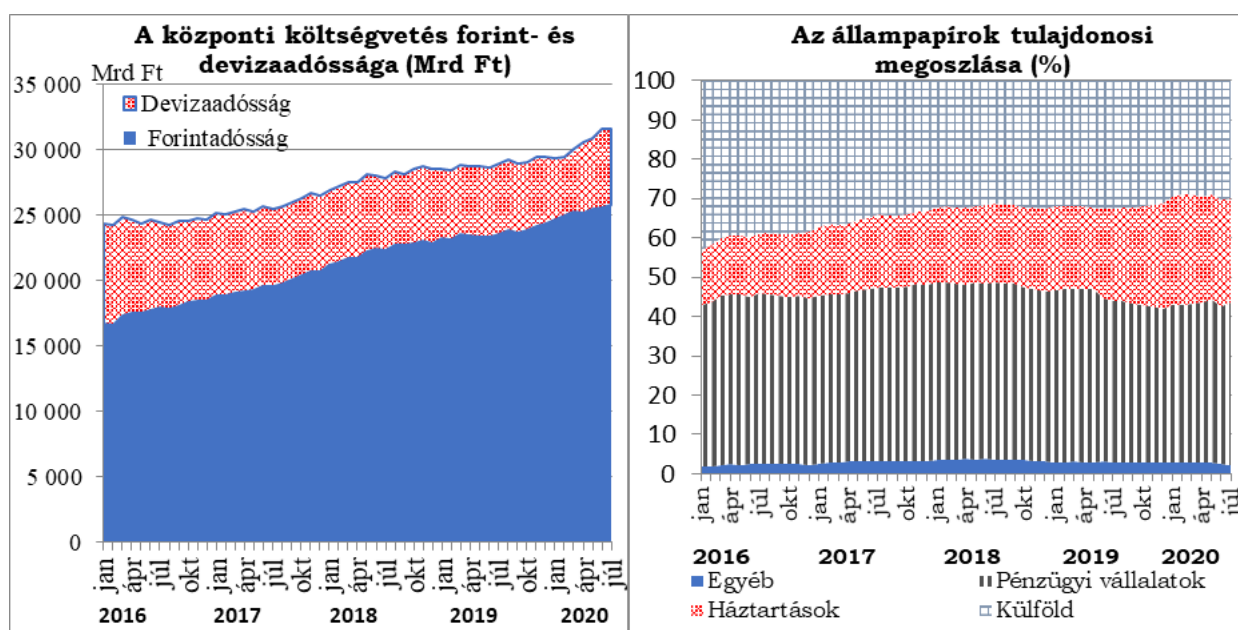
A magyar államadósság alakulása

Az MNB előzetes adatai szerint az államháztartás bruttó konszolidált, névértéken számításba vett (maastrichti) adóssága 2020 második negyedévének végén 33 200 milliárd forint, a GDP 71,9 százaléka volt, beleszámítva az Eximbank 1,7 százalékpontos adósságát is. A mutató az első negyedév végén 66,8 százalék volt. Az előző negyedévhez képest a tranzakciók 1553 milliárd forinttal növelték, az átértékelődések viszont 22 milliárd forinttal csökkentették a nominális állományt. Az államháztartás nettó tartozása június végén a bruttó hazai termék 56,8 százaléka volt.

A tulajdonosi szerkezetet tekintve a forint adósságon belül megfordult a háztartások növekvő szerepvállalásának trendje, miután március és július között 28,2 százalékról 26,5 százalékra csökkent a szektor kezében lévő állampapír-állomány aránya. Ezzel párhuzamosan néhány százalékponttal 41,4 százalékra emelkedett a pénzügyi vállalatok aránya, míg a külföldiek szerepvállalása nem változott érdemben.

Július végére a központi költségvetésen belül a devizaadósság aránya a márciusi 17,2 százalékról 18,2 százalékra emelkedett. Ez részben azzal magyarázható, hogy júniusban Magyarország 1,5 milliárd eurónyi zöld kötvényt bocsátott ki. A mutató az őszi hónapokban várhatóan tovább emelkedik, miután szeptemberben az Államadósság-Kezelő Zrt. további 500 millió eurónyi devizakötvényt bocsátott ki jenenben a japán piacon. A forrásbevonás közel harmadát ezúttal is zöld kötvények biztosították, ami azt jelenti, hogy az ebből befolyt összeget a költségvetés egyes zöld kiadásainak finanszírozására és refinanszírozására fordítja majd az állam.

Az év hátralevő részében várhatóan változik az adósságfinanszírozás szerkezete, illetve annak nagysága is. Miután a kormány 1710 milliárd forinttal 3600 milliárd forintra emelte a központi alrendszer idei évre várt hiányát, módosítani kényszerült a 2020-ra vonatkozó terveit az Államadósság-Kezelő Központ is. Ez alapján a bruttó forint kibocsátás a korábban tervezett 8 749 milliárd forint helyett 10 301 forint lesz, miközben a deviza kibocsátás ennél sokkal kisebb mértékben, 1621 milliárd forintról 1645 milliárd forintra emelkedik. Az előbbin belül a lakossági kibocsátásra vonatkozó terv 3 344



milliárd forintról 4.165 milliárd forintra emelkedett. Ennek eredményeképpen az ÁKK azzal számol, hogy az év végére 7 766 milliárd forint helyett 8 547 milliárd forintra emelkedik a lakosság kezében lévő lakossági állampapírok állománya. Az állam finanszírozásához szükséges többlet forrás bevonását tehát egyrészt a lakossági szektor fokozott bevonásával, másrészt a heti rendszeres aukciós forintkötvény kibocsátások növelésével készül biztosítani az ÁKK. A módosított terv szerint a nettó kibocsátás idén 3 888 milliárd forint lesz, ami ötször nagyobb, mint a tavalyi forrásbevonás.

A növekvő hiány nem csupán az ideai adósságfinanszírozási igényt növeli, hanem véget vet az adósságráta 8 évig tartó fokozatos csökkenésének. A gazdasági recesszió, a GDP 6 százalékát elérő költségvetési hiány, valamint a forint árfolyamának jelentő romlása miatt előrejelzésünk alapján az államadósság az év végére ismét eléri a bruttó hazai termék 75,2 százalékát. Ez egy év alatt 8,9 százalékpontos növekedést jelent, a szintjét tekintve pedig nagyjából megfelel a 2016-os adósságrátának.

3.2. Infláció

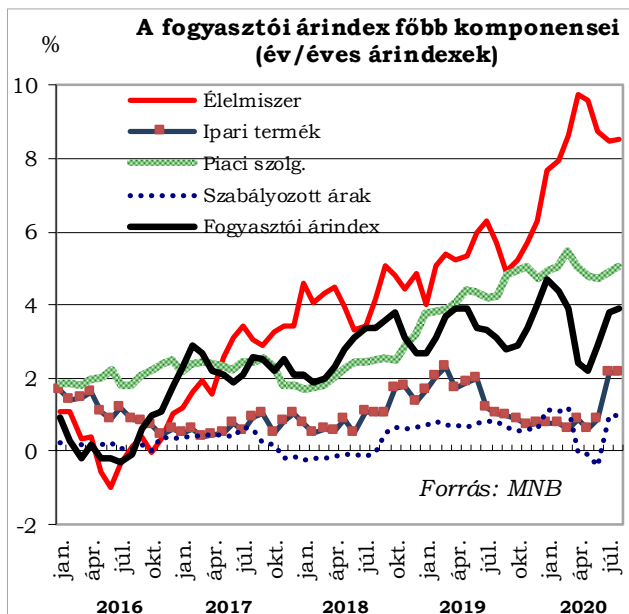
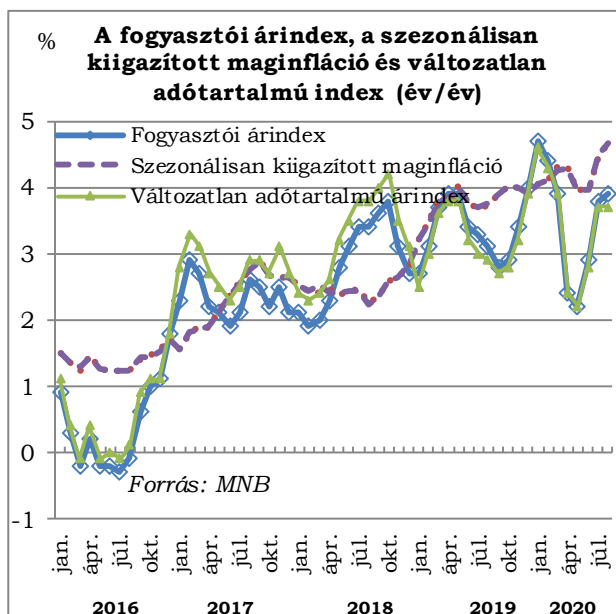
2020 első 8 hónapjában a KSH adatszolgáltatása szerint a fogyasztói árak 3,5%-kal emelkedtek. Ezen belül az év folyamán jelentősen ingadoztak az év/éves havi árindexek. Míg az első negyedévben kifejezetten magas, 4,3%-os, addig a második negyedben „csupán” 2,5%-os áremelkedés történt. Ezt a harmadik negyedév már eltelt 2 hónapjában, júliusban és augusztusban az áremelkedés ismételt gyorsulása követte, megközelítve a 4%-ot. Augusztusban Magyarország az Európai Unió legmagasabb árindexét mutatta fel, megelőzve a korábban – negatív értelemben – versenytárs Romániát is.

A szezonálisan kiigazított maginfláció pedig az év folyamán folyamatosan 4% felett volt, sőt, augusztusban 4,7%-ra emelkedett. Mivel ez a mutató a gazdaság tényleges belső inflációs nyomását méri, kiszűrve az eseti és külső, illetve átmeneti hatásokat, a magas maginfláció a fogyasztói árak további jelentős emelkedésére figyelmeztet.

Az első nyolchavi magas árindex kialakulásában egyértelműen az élelmiszerek és az élvezeti cikkek rendkívüli áremelkedése játszott szerepet. Az élelmiszerek ára 7,8, az élvezeti cikkeké pedig 7%-kal emelkedett ebben az időszakban, az előző év azonos időszakához viszonyítva. A többi áru- és szolgáltatás-csoport árindexe az átlag alatt maradt.

Ugyanakkor az infláció nyár végi ismételt fellángolása nem kizárólag ennek a két árucsoportnak tudható be. Az élelmiszerár emelkedése áprilisban tetőzött (10%-ot megközelítve), augusztusban már „csak” 8% volt. Az élvezeti cikkek ára pedig már jónéhány éve jelentősen emelkedik júliusban, a menetrendszerű adóemelés következtében.

A nyárvégi gyors áremelkedéshez emellett jelentősen hozzájárult az ipari termékek és a szolgáltatások áremelkedése is. Az előbbi elsősorban a forint gyengülésével, illetve a karantén hónapjai után a kereslet növekedésével is összefügg. Az új gépkocsik ára 2020 augusztusában 12%-kal volt magasabb, mint 1 évvel korábban. A szolgáltatások közül



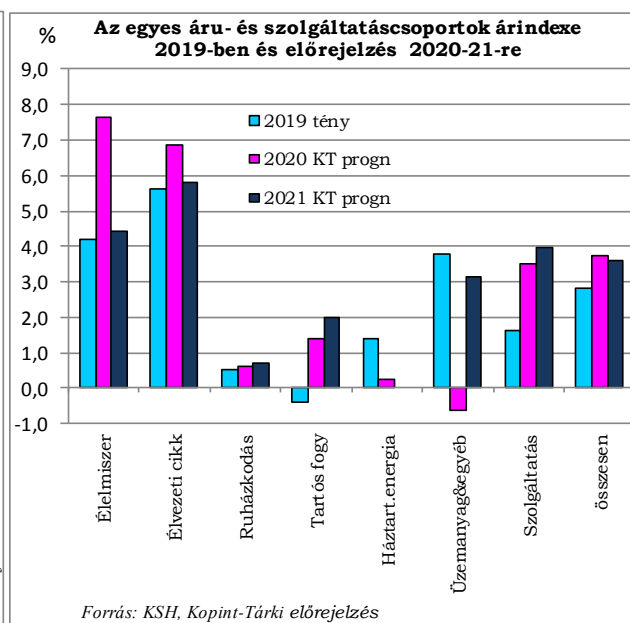
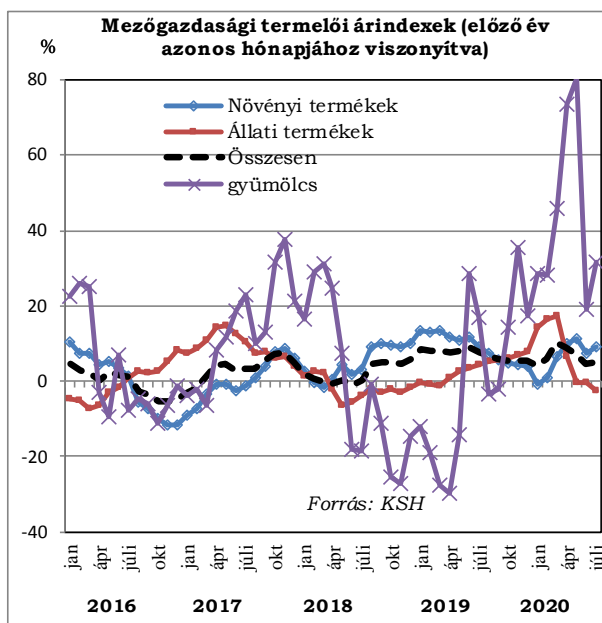
az utazási, a kulturális és az üdülési szolgáltatások ára nőtt kiemelkedően: a belföldi üdülési szolgáltatásoké a megnövekedett belföldi kereslet, a külföldi üdülésé pedig az árfolyam gyengülése miatt.

Ami pedig az élelmiszereket illeti, a szezonális termékek árát részben a rossz időjárási viszonyok (pl. tavaszi fagy) indokolják, részben a kijárási korlátozások, amelyek miatt hiányzott a munkaerő azon termékek esetében, amelyek csak kézi erővel szedhetők le. Emellett az importált élelmiszerek árak is emelkedett, mivel külföldön is piaci zavarok voltak a karantén alatt, mind a betakarítást, mint a szállítást illetően. Így történhetett, hogy a narancs ára 2020 augusztusában majdnem 50%-kal volt magasabb, mint 1 évvel korábban. Igaz, az almáé 100%-kal, azaz megduplázódott.

Várakozásunk szerint az élelmiszerek árának gyors növekedése a következő hónapokban is fennmarad. Az élelmiszerárak magas ár-dinamikájának fennmaradását az is alátámasztja, hogy fogyasztói kereslet csökkenése az élelmiszerek terén várható a legkevésbé. Ez a tényező tehát továbbra is felfelé tolja az árindexet.

Ugyanakkor a belföldi keresleti kilátások az alacsonyabb áremelkedés mellett szólnának. Október elején még bizonytalan, mi lesz a pandémia kiújulásának a kimenetele és a pontos hatása. Az azonban biztosra vehető, hogy noha a kormányok a tavaszi záráshoz hasonló kijárási korlátozásokat csak a legvégső esetben rendelnek majd el, a fokozódó biztonsági intézkedések miatt felmerülő újabb piaci zavarok a foglalkoztatás és a lakossági jövedelmek további zsugorodásával fognak járni. Az utóbbit támasztja alá a munkakeresési járadék 3 havi idejének a kifizetése nyár végére (mivel ezek jellemzően április-májusban kezdődtek) és a rövidített munkaidős alkalmazottak bértámogatásának megszűnése augusztus végén. Emellett a tapasztalatok arra utalnak, hogy a lakosság a válságra és a csökkenő jövedelmekre és növekvő munkanélküliségre (vagy akár annak veszélyére) inkább fokozódó megtakarításokkal, tartalékolással reagálnak.

Mindazonáltal, a pandémia elhúzódása nem csak a keresletre, hanem a kínálatra is hatással lehet, ami semlegesítheti a fent leírt hatást. Amennyien ismét zavarok keletkeznek a nemzetközi és a belföldi szállítási-ellátási láncokban, akkor a csökkenő



kereslet csökkenő kínálattal találkozhat, ami kioltja a kereslet csökkenésének ármérséklő hatását.

Mindezen tényezőket és bizonytalanságot egybevetve, 2020 októberében úgy látjuk, hogy az év hátralévő hónapjaiban inkább a nyárvégi 4%-ot megközelítő havi árindex marad fenn. Az áprilisi tanulmányunkban szereplő 3,8%-os inflációs előrejelzésünket lényegében fenntartjuk, 3,7%-ban jelöljük meg, 2020-ra. 2021-re hasonló, vagy annál valamivel alacsonyabb árindexet tartunk valószínűnek, a pandémia kimenetelének függvényében.

.....

Ugyanakkor, a 2020. évi árindex értelmezését árnyalni érdemes. A 3,7%-os éves inflációs előrejelzés a nemzetközileg elfogadott módszertan szerint mért inflációra vonatkozik, amely a két évvel korábbi (2018. évi) fogyasztói kosár súlyozásával készül. Ez a sztenderd, azaz a másfél-két évvel korábbi fogyasztási súlyok alkalmazása általában nem szokott problémát okozni az aktuális fogyasztási árindex számításában, mivel a kosár összetétele ennyi idő alatt nem változik jelentősen.

2020-ban azonban a lakosság jövedelmeinek zuhanása és egy ideig a kijárasi, valamint a boltnyitvatartási korlátozások következtében a fogyasztás szerkezete jelentős mértékben eltolódik. *A háztartások túlnyomó része csökkenő jövedelmének a korábbinál jóval nagyobb részét lesz kénytelen élelmiszerekre költeni, ezért az egyéb áruk és szolgáltatások vásárlására jóval kevesebb pénz jut. Emellett, több hónapon keresztül a szolgáltatások elérhetetlensége, a boltok csökkentett nyitvatartása és a kijárasi korlátozások szintén az élelmiszerek kívüli termékek és szolgáltatások vásárlásának, valamint a fogyasztói kosárban betöltött részarányának a csökkenése irányában hat, éves szinten.*

2020 első hét hónapjában a kiskereskedelmi forgalomban (amely a lakossági fogyasztási kiadások kb. 70%-át képviseli) az élelmiszerek és élvezeti cikkek részaránya az előző évi 45,6%-ról 48,7%-ra, 3,1 százalékponttal emelkedett. A nem-élelmiszer jellegű forgalom részaránya nem változott, csak belső szerkezete tolódott el: szinte minden bolttípus forgalma csökkent, az internetes vásárlásoké viszont emelkedett. Ugyanakkor az üzemanyagok részesedése a kiskereskedelmi forgalomban az előző évi 16,9%-ról 2020 első hét hónapjában 13,6%-ra csökkent. Magyarán: a lakosság többet vásárolt a gyors áremelkedésű termékekből (élelmiszer és élvezeti cikk) és kevesebbet az első hét hónapban mintegy 5%-os áresést mutató üzemanyagokból. A lakossági fogyasztás korábban kb. 30%-át képviselő szolgáltatások részarányát 2020-ban még nem ismerjük, de feltehetőleg csökkent a teljes fogyasztásban, mivel a szolgáltatások jó részének igénybevétele több hónapon át korlátozva volt.

Amennyiben a fogyasztás ezen szerkezeti eltolódását is figyelembe vesszük, akkor az átlagháztartások tényleges fogyasztási szerkezetével átsúlyozott fogyasztói árindex jócskán 4% felett lehet.

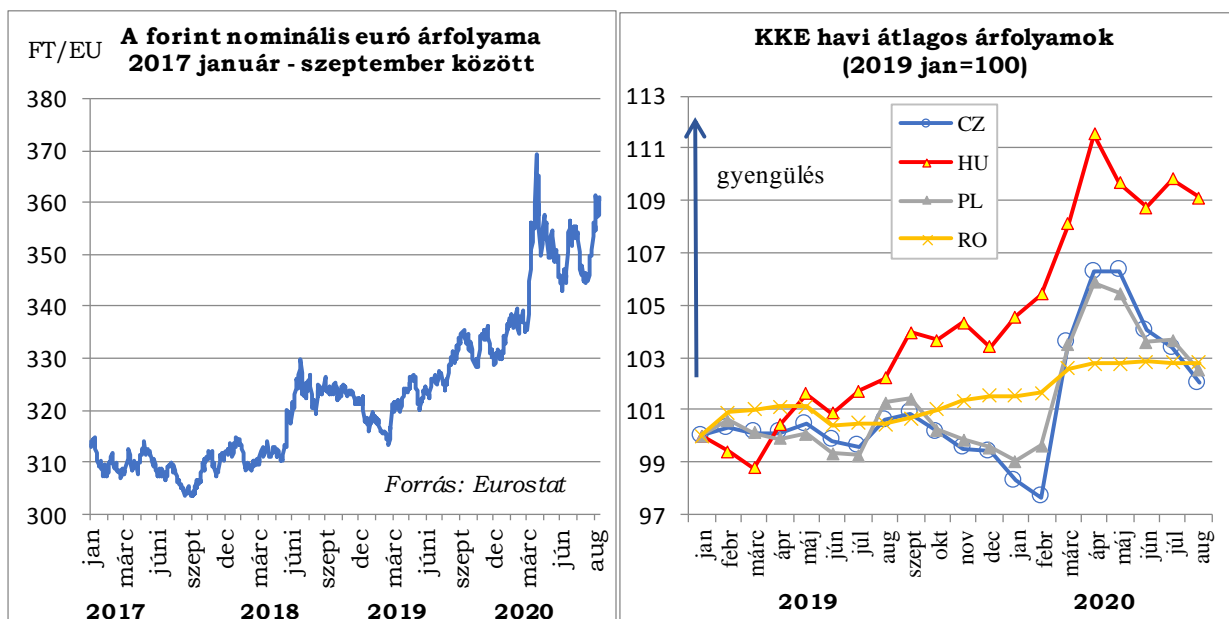
3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

Árfolyam

Nyáron viszonylagos stabilizációnak lehettünk szemtanúi a forint piacán, az elmúlt hónapban ugyanakkor ismét fokozódtak az izgalmak a magyar valuta körül. Tavasszal, a világjárvány európai kitérésekor egy hónap alatt 335 forintról 370 forintra emelkedett egy euró forintban kifejezett ára. A tíz százalékos gyengüléssel a magyar valuta nem teljesített sokkal rosszabbul, mint a régiós versenytársai, a forint sajátossága ugyanakkor, hogy a tavaszi sokkot megelőzően is már egy éve fokozatosan csökkent az értéke.

Ilyen előzmények után nyáron viszonylag nagy mozgásokkal, de stabilizálódott 350 forint körül a forint árfolyama, augusztus eleje óta azonban ismét folyamatosan gyengül a hazai valuta és szeptember közepén már újra több mint 365 forintot kellett fizetni egy euróért. Általánosságban az árfolyam gyengülésének irányába hatott, hogy a nyár elején két hónapon belül kétszer is csökkentette a jegybanki alapkamatot a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa, így az irányadó ráta kétszer 15 bázisponttal 0,6 százalékra mérséklődött. Emellett hozzájárulhatott az árfolyam gyengüléséhez a megugró infláció miatt lecsökkenő reálkamat is.

A forintgyengülés hatására az MNB bejelentette devizalikviditást nyújtó swaptenderek bevezetését annak érdekében, hogy a rövid pénzüpiaci hozamok ezekben a kiemelt periódusokban is igazodjanak a Monetáris Tanács által optimálisnak tartott rövid oldali kamatszinthez és azok változékonysága jelentősen csökkenjen. Emellett az MT visszaállította hitelintézetek alultartalékolása esetén alkalmazott szankciót, melyet a koronavírus-járvány hatásaira reagálva 2020. március 24-i hatállyal függesztett fel, illetve döntött arról, hogy 2020. október 1-jétől a tartalékszámra kötelező tartalék feletti részére érvényes kamat a mindenkori jegybanki O/N betéti kamatláb vagy 0 százalék közül az alacsonyabb lesz. A fentiekén túl szeptember 24-én 15 bázisponttal megemelte az egyhetes betét kamatát, ami gyakorlatilag egy csendes kamatemelésnek tekinthető.

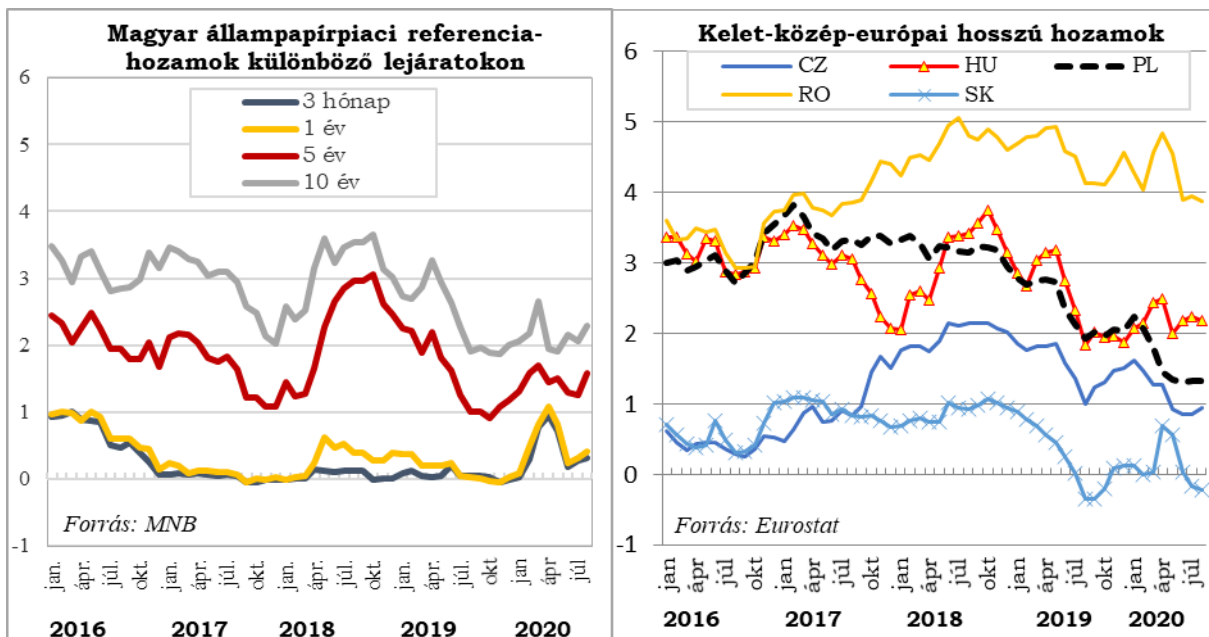


Állampapír-piaci hozamok

Az elmúlt hónapokban látványos mozgás volt az állampapírpiaci hozamok alakulásában. A világvárvány kitörése után az addig nulla körül ingadozó 3 hónapos és 1 éves állampapírok hozama áprilusra egy százalékra emelkedett, az ezt követő fokozatos korrekció eredményeképpen júniusra 0,2 százalékra csökkent, a nyári hónapokban azonban újra emelkedett egy-két tizedet. A hosszú hozamok emelkedése már az előző év végén elkezdődött majd a járvánnyal kapcsolatos félelmek hatására nagyot ugrott, így az 5 éves futamidejű papírok hozama márciusra 1,7 százalékra, a 10 éves papíroké 2,7 százalékra emelkedett. Ezután egy kisebb korrekció következett, ám a nyári hónapokban már ismét az emelkedés volt az általános tendencia, így az 5 futamidejű papírok hozama augusztusra 1,6 százalékra, a 10 éveseké 2,3 százalékra emelkedett.

Részben e folyamatokra adott válaszként az MNB bejelentette, hogy növeli állampapír-vásárlási programjának intenzitását. A jegybank még májusban döntött arról, hogy 1000 milliárd forint értékben vásárol majd kötvényeket, a lendület azonban néhány hét után jelentősen csökkent, így szeptember elejéig összesen 204 milliárd forintnyi kötvény került az MNB-hez. A Monetáris Tanács augusztus végén azonban jelezte, hogy a járvány terjedéséből fakadó külső kockázatok növekedése, illetve az állam finanszírozási igényének emelkedése miatt növeli aktivitását a kormányzati adósság felvásárlásában. A szervezet alelnöke azt nyilatkozta, hogy heti 40 milliárd forint értékben vásárol majd kötvényeket az MNB, ami azt jelenti, hogy ha stabilan ennyi marad a jegybanki kereslet, akkor nagyjából 5 hónap alatt fogy el a program finanszírozására szánt összeg.

Régiós versenytársaink többségénél az elmúlt hónapokban enyhe hozamcsökkenést figyelhettünk meg, ez azonban nem változtatott érdemen a régiós sorrenden. Szlovákiában néhány tizeddel ismét 0 százalék alá csökkentek a hosszú hozamok, Csehországban, Lengyelországban és hazánkban 1-2 százalék körül áll a mutató, Romániában pedig 4 százalék alá csökkent.



3.4. Vállalati és lakossági hitelek és kamatok

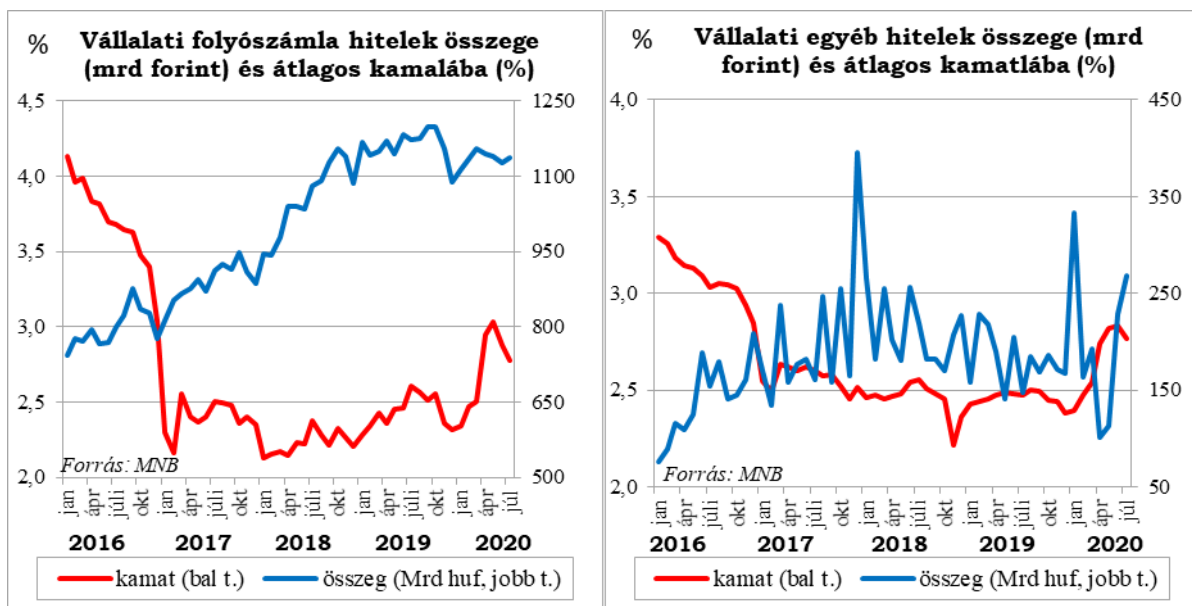
Vállalati hitelek

A koronavírus járvány elleni védekezés érdekében meghozott korlátozások, illetve a gazdaság várható alakulásához kapcsolódó bizonytalanságok jelentősen befolyásolják az ideai hitelezési folyamatokat. A legfrissebb jegybanki felmérések szerint a második negyedévben a nettó hitelállomány a folyósítások és törlesztések eredőjeképpen 126 milliárd forinttal, 1,4 százalékkal csökkent az előző negyedévhez képest. A devizahitelek 150 milliárd forintos csökkenése mellett a forintbitelek 24 milliárd forinttal emelkedtek. Ennek eredményeképpen 2019 július és 2020 június között 8,4 százalékkal, összesen 685 milliárd forinttal növekedett a nem pénzügyi vállalatok hitelállománya. Ez számottevő mérséklődést jelent az első negyedévi 16 százalékhöz képest

A finanszírozási igény csökkenése rányomta a bélyegét az új hitelfelvételek alakulására is. A forint alapú egyéb hitelek korábban tapasztalt 180-200 milliárd forintos havi összege áprilisban és májusban alig haladta meg a 100 milliárd forintot, és noha júniusban és júliusban látványos korrekciót figyelhettünk meg, a második negyedévben összességében 17 százalékkal csökkent az új szerződések értéke az egy évvel korábbi időszakhoz képest. A folyószámlahitelek esetében nem történt ehhez hasonló ingadozás, hónapok óta folyamatosan 1140 milliárd forint körül szóródik az új forrásbevonások összege, ami csupán néhány tizmilliárd forinttal alacsonyabb, mint az előző év átlaga.

A kamatszintről általánosságban azt lehet mondani, hogy a tavaszi megugrást követően némi korrekció történt. Az egyéb hitelek esetében többhavi emelkedés után júliusban 2,77 százalékra mérséklődött a mutató, míg a folyószámlahitelek esetében a 3 százalék feletti szintől két hónap alatt mérséklődött ugyancsak 2,77 százalékra.

A hitelezési aktivitás fenntartásában szerepe volt az MNB által indított NHP Hajrá programnak is, amelynek keretében eddig 400 milliárd forint került kihelyezésre, úgy, hogy ebből a második félévre eső 190 milliárd forint tette ki az új hitelszerződések 30 százalékát és a kkv-k által kötött szerződések 60 százalékát. A program teljes keretösszege 1500 milliárd forint.



Háztartási hitelezés

A világvárvány megjelenése érzékenyen érintette ugyan a háztartási hitelezést, ám a finanszírozás iránti kereslet visszaesését mérsékelte a babaváró hitel tavalyi bevezetésének idei évre átnyúló hatása. E két ellentétes impulzus eredményeképpen az MNB tájékoztatás szerint a hitelállomány a második negyedévben 232 milliárd forinttal bővült. A június végi 7567 milliárd forintos háztartási hitelállomány 19,6 milliárd forintos növekedést jelent az egy évvel korábbi szinthez képest. A mutató növekedéséhez az is hozzájárult, hogy a törlesztési moratórium bevezetése óta lassabb az állomány amortizációja. A második negyedéves bővülés 60 százaléka, nagyjából 140 milliárd forint vezethető vissza a babaváró hitelek folyósítására, a lakáscélú hitelek állománya 88 milliárd forinttal, a fogyasztási hitelek pedig 6 milliárd forinttal bővültek.

Az új szerződések alakulása esetében már erőteljesebben kirajzolódik a világvárvány hatása. A második negyedévben az új fogyasztási és lakáshitelek együttes összege 442 milliárd forint volt, ami 7 százalékos csökkenés az előző év azonos időszakához képest. Ezen belül különösen jelentős, 63 százalékos volt a fogyasztási hitelek visszaesése, emellett 21 százalékkal csökkent a lakáshitelek iránti kereslet is. A tendencia folytatódott a nyár elején is, júliusban az új személyi hitelek 47 százalékkal mérséklődtek a lakáscélú hitelek összege pedig 40 százalékkal zsugorodott.

A lakásárak éves alakulásával párhuzamosan az erre a célra igényelt hitelösszegek is emelkedtek: az újépítésű lakások esetében már átlagosan 14 millió forintot, használt lakás vásárlásakor pedig átlagosan 11 millió forintot igényeltek a háztartások átlagosan 18 és 19 évet meghaladó futamidő mellett 2020 második negyedévében.

A lakáscélú hitelfelvételek esetében a kamatok az elmúlt hónapokban néhány tized százalékponttal 4,3 százalék fölé emelkedtek. A fogyasztási hiteleknél az átlagos kamatszint a babaváró hitel bevezetésével 12-13 százalékról előbb 7-8 százalékra, majd 5 százalék alá esett, az elmúlt negyedévben pedig néhány tized százalékpontnyi emelkedést követően 5 százalék felett stabilizálódott.

