

Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép és kitekintés 2020-2022

Elemzés a Költségvetési Tanács részére

OGResearch Budapest, 2020 Április 20.

OGResearch

Antal Judit – Köber Csaba

Vezetői összefoglaló

Elemzésünk a makrogazdasági folyamatok, valamint a költségvetési hiány és az államadósság rövidtávú, 2020-2022 időszakra vonatkozó előrejelzésünket mutatja be a 2020 április 15-éig rendelkezésre álló adatokat és információkat figyelembe véve.

Magyarország gazdasági teljesítménye az elmúlt negyedévekben ismét felülmúlta a várakozásokat. Az euroövezeti konjunktúra fokozatos romlása ellenére a GDP reálnövekedése alig lassult 2018-hoz képest és éves szinten 4,9 százalékot tett ki. A gyors gazdasági növekedés az elmúlt évekhez hasonlóan laza fiskális és monetáris politika, valamint jelentős uniós transzferbeáramlás mellett következett be. A keresletösztönző gazdaságpolitikával összhangban a kibocsátási rés tovább növekedett. A munkanélküliség 2019 utolsó negyedévére újabb historikus mélypontra, 3,4 százalékra csökkent, és a gyors, 10 százalékos feletti reálbér-növekedéssel párhuzamosan folytatódott az inflációs alapmutatók fokozatos emelkedése.

A kedvező konjunkturális folyamatok és az adóbeszedési hatékonyság látványos javulása mellett a költségvetési adóbevételek messze meghaladták a tervezetett. A döntően ciklikus folyamatokhoz köthető adóbevételi többletet a kormány a kiadások növelésére fordította, így a költségvetés hiánya a GDP 2 százalékát tette ki, ami összesen 0,1 százalékpontos, a kamatkidadások mérséklődésével megegyező csökkenést jelent 2018-hoz képest.

Az évek óta tartó költségvetési lazítás ellenére az eredményszemléletű költségvetési hiány továbbra is érdemben alacsonyabb a maastrichti kritériumokban megfogalmazott 3 százalékos küszöbértéknél. Ugyanakkor a gazdasági ciklus pozitív hatásától megtisztított, úgynevezett strukturális egyenleg 2019-ben becslésünk szerint 3,3 százalékos hiányt mutatott. Ez azt jelenti, hogy semleges gazdasági környezetben, azaz a ciklus záródása esetén az ESA szemléletű költségvetési hiány meghaladta volna a 3 százalékos küszöbértéket.

A 2019 végén Kínából elinduló, 2020 márciusára világméretűvé váló új típusú koronavírus járvány (COVID-19) komoly társadalmi problémákat okoz és mind a kínálat, mind a kereslet visszaesésén keresztül alapjaiban rajzolja át a nemzetközi gazdasági és pénzügyi folyamatokat. Ugyan a járvány csak hetekkel ezelőtt vált világméretűvé, a rendelkezésünkre álló nagyfrekvenciás adatok a 2008-as nemzetközi pénzügyi válságot felülmúló, drasztikus visszaesést valószínűsítenek.

Előrejelzésünk szerint 2020-ban a COVID-19 jelentős, 5,8 százalékos gazdasági visszaesést vált ki az eurozónában. A kilábalás pedig fokozatosan következik be, amiben szerepet játszanak

egyres euroövezeti országok strukturális problémái, illetve a szükséges fiskális mozgástér hiánya.

A külső környezet drasztikus romlása és a COVID-19 járvány közvetlen hatása következtében 2020-ban a magyar gazdaság is recesszióba kerül. A visszaesés mértéke éves szinten 4,8 százalék körül alakulhat, miközben a kibocsátás több mint 5 százalékkal maradhat el a potenciális szintjétől. A válságból való kilábalás előrejelzésünk szerint 2021-22-ben magas, 5 százalék feletti reálnövekedést valószínűsít, de a kibocsátás még 2022-ben is enyhén a potenciális szint alatt maradhat.

A COVID-19 hatásai és a külső környezet mellett a növekedés lassulásában és a fokozatos kilábalásban az is szerepet játszik, hogy 2020-ban a fiskális politika már nem élénkíti a keresletet és a monetáris politika is kamatemelésre kényszerül. A bejelentett költségvetési és jegybanki intézkedések elsősorban a likviditási korlátok enyhítésén és a finanszírozási lehetőségek bővítésén keresztül járulnak hozzá a válság hatásainak mérsékléséhez. A költségvetési intézkedések összességében nem élénkítik érdemben a gazdaságot, mivel azok forrását a kormány költségvetésen belüli átcsoportosításokkal illetve adóemelésekből finanszírozza. Emellett lassul az uniós transzferek beáramlása is.

2020-ban a konzervatív fiskális politika ellenére a költségvetés ESA hiánya a GDP 5,8 százalékára emelkedhet, ami elsősorban az adóbevételek ciklikus folyamatokból eredő csökkenéséhez köthető. A 2020-ra előrejelzett jelentős megugrás után a hiány csökkenő pályára áll, de 2022-ben is a GDP 3 százaléka felett alakulhat. A feltételezett konzervatív fiskális politika következtében a strukturális egyenleg a 2019-re becsült 3 százalék feletti értékről 2022-re 3 százalékra csökken, azaz a költségvetés hiánya elemzésünk szerint a potenciálissal megegyező kibocsátás mellett már 3 százalék körül alakulna.

A COVID-19 által kiváltott recesszió megtöri az adósságráta csökkenésének folyamatát. A GDP-arányos adósságráta 2020-ban a GDP 6,4 százalékával, 72,8 százalékra emelkedhet, majd a mutató ismét csökkenő pályára áll és 2022-re 68 százalékra mérséklődhet. Így a bruttó adósságráta előrejelzésünk szerint 2022 végén is meghaladhatja a 2019 végi 66,3 százalékos értéket. Az adósságráta kumulált emelkedése elsősorban ciklikus okokhoz, azaz a GDP visszaeséséhez, illetve a csökkenő adóbevételek hiánynövelő hatásához köthető.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	2
1 Bevezető	5
2 Meghatározó hazai trendek.....	6
2.1 Makrogazdasági helyzetkép.....	6
2.1.1 Reálgazdaság.....	6
2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság	7
2.1.3 Infláció és monetáris politika	10
2.1.4 Hitelezés	13
2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete	14
2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság.....	15
2.2.1 Költségvetési hiány	15
2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezők	18
3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk	20
3.1 Meghatározó nemzetközi trendek	20
3.2 Külső feltevések	25
3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok.....	27
3.4 Költségvetési folyamatok.....	36
3.5 Államadósság	39
4 Felhasznált irodalom	42
5 Függelék.....	44
5.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói	44
5.2 A modell bemutatása	44

1 Bevezető

Elemzésünk célja a költségvetési hiány és az államadósság rövidtávú, 2020-2022-es horizonton történő előrejelzése, figyelembe véve a 2020 április 15-éig bejelentett költségvetési intézkedéseket.

Előrejelzésünket egy a makrogazdasági és fiskális változók közötti visszacsatolásokat is megragadó makrogazdasági modellben vizsgáljuk. Az általunk alkalmazott új-keynesi modellben a reálváltozókat közép- illetve hosszútávon a kínálati oldal határozza meg, amitől rövidtávon átmeneti sokkok téríthetik el a gazdaságot. Ezen modelles család ragadós árakat, előretekintő várakozásokat és ezekkel konzisztens monetáris politikát feltételez. A modell adatokra illesztéséhez használt módszer (Kálmán Szűrő) lehetővé teszi, hogy különválasszuk a gazdaság rövid- és középtávú ingadozásait, illetve azokat különféle sokkokra bontsuk. Így meg tudjuk határozni, hogy egy adott pillanatban a különféle gazdasági változók milyen hatások eredőjeként alakulnak. Az általunk használt modell annyiban speciális, hogy a költségvetési politika nemcsak rövid, hanem hosszútávon is hat a gazdaságra, így lehetővé válik a fiskális konszolidációk hatásainak vizsgálata.

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

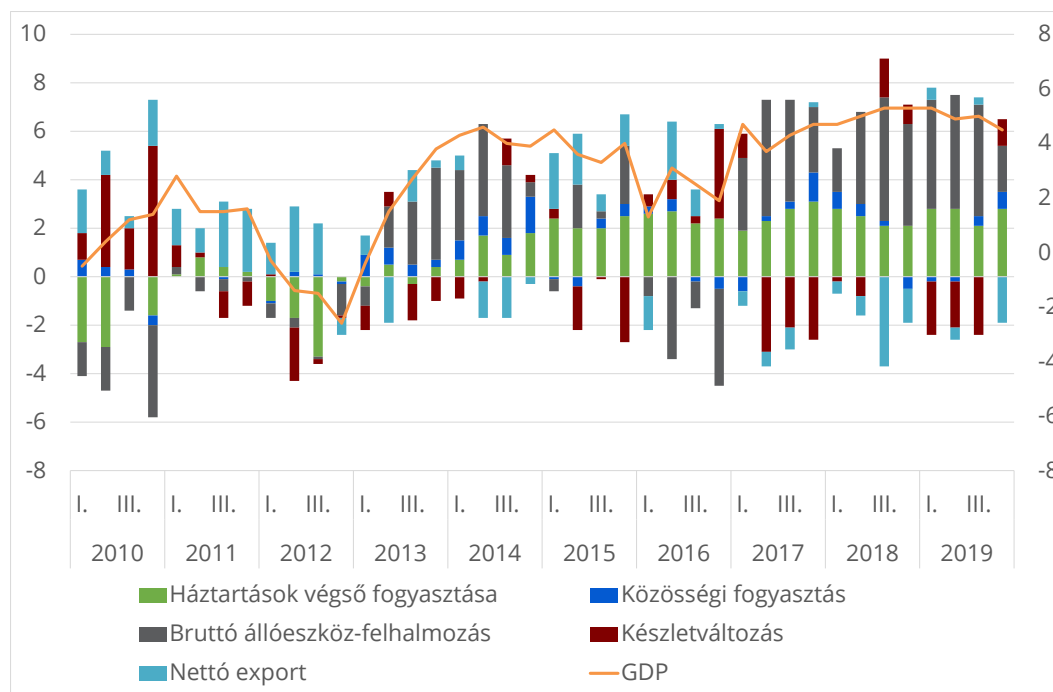
2 Meghatározó hazai trendek

2.1 Makrogazdasági helyzetkép

2.1.1 Reálgazdaság

2019-ben ismét a várakozások felett alakult a magyar gazdaság bővülése. A 2018-ban mért 5,1 százalékos éves reálnövekedés után 2019-ben a bővülés üteme 4,9 százalékot tett ki, azaz közel szinten maradt. A lendületes kibocsátás-bővülést az elmúlt évekhez hasonlóan a laza fiskális és monetáris politika támogatta.

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



Forrás: KSH, OGR számítás

Termelési oldalról a szolgáltatások, ezen belül is a kereskedelemhez és a túrizmushoz köthető ágazatok, illetve a feldolgozóipar és az építőipar jelentette a növekedés motorját. A GDP növekedés intenzitása a szezonálisan igazított, rövidbázisú (negyedév/negyedév) adatok szerint az első negyedévet követően lassult és az év fennmaradó részében 1 százalék körül alakult. A negyedik negyedéves szezonálisan igazított, rövidbázisú adatok pedig az ipar és ezen belül is a feldolgozóipar, valamint az építőipar kibocsátásának csökkenését jelzik.

A felhasználási oldalon az elmúlt évekhez hasonlóan a beruházás és a fogyasztásbővülés játszott meghatározó szerepet (1. ábra). A beruházások reálnövekedése 15,3 százalékot tett

ki, ami enyhe csökkenést jelent a 2018-as értékhez képest, de mind historikusan, mind nemzetközi összehasonlításban továbbra is igen lendületes bővülést jelez. A nemzetgazdasági beruházások gyors bővülése elsősorban a vállalati beruházások kimagasló, 30 százalék körüli éves növekedéséhez köthető. A szektoron belül elsősorban az építőipari, illetve a túrizmushoz köthető ágazatok mutattak kimagasló beruházási teljesítményt, de a feldolgozóipari beruházások reálnövekedési üteme is 16 százalék felett alakult. A vállalati szektor beruházási teljesítményét a magas kapacitáskihasználtság mellett támogatta a laza monetáris kondíciók és a jegybanki növekedési hitelprogramok által fűtött gyors vállalati hitelkiáramlás. 2019 IV. negyedévében azonban a vállalati beruházások növekedése számottevően, 5,5 százalék közelébe lassult, ami jelentős részben a feldolgozóipari és a kereskedelmi ágazatokhoz köthető és a külső konjunktúra romlásával hozható összefüggésbe.

A rendelkezésre álló jövedelem gyors emelkedésének és a gazdaságpolitikai ösztönzőknek köszönhetően a lakossági beruházás is tovább bővült. Emellett a kormányzati beruházási dinamika az egész év folyamán lendületes maradt. Az uniós költségvetési ciklussal összefüggésben 2019-ban is jelentős volt az EU-transzferbevételek, ami az állami beruházások bővülésében is tükröződött. A szektor beruházási kiadásaink bővülése ugyanakkor számottevően lassult: a 2018-ban megfigyelt 40 százalék feletti érték után a nominális növekedés 12 százalékot tett ki. Eközben a GDP arányos beruházási kiadások 0,1 százalékponttal, a GDP 6 százalékára emelkedtek.

A gyors reálbér-növekedés, a növekvő foglalkoztatottság, a kormányzati intézkedések (támogatott hitelprogramok, családtámogatási csomag, etc.), valamint a fogyasztói optimizmus általános javulása 2019-ben is a fogyasztás lendületes növekedése irányába hatottak. A háztartások teljes fogyasztásának éves reálnövekedési üteme mintegy 0,4 százalékponttal 4,4 százalékra gyorsult.

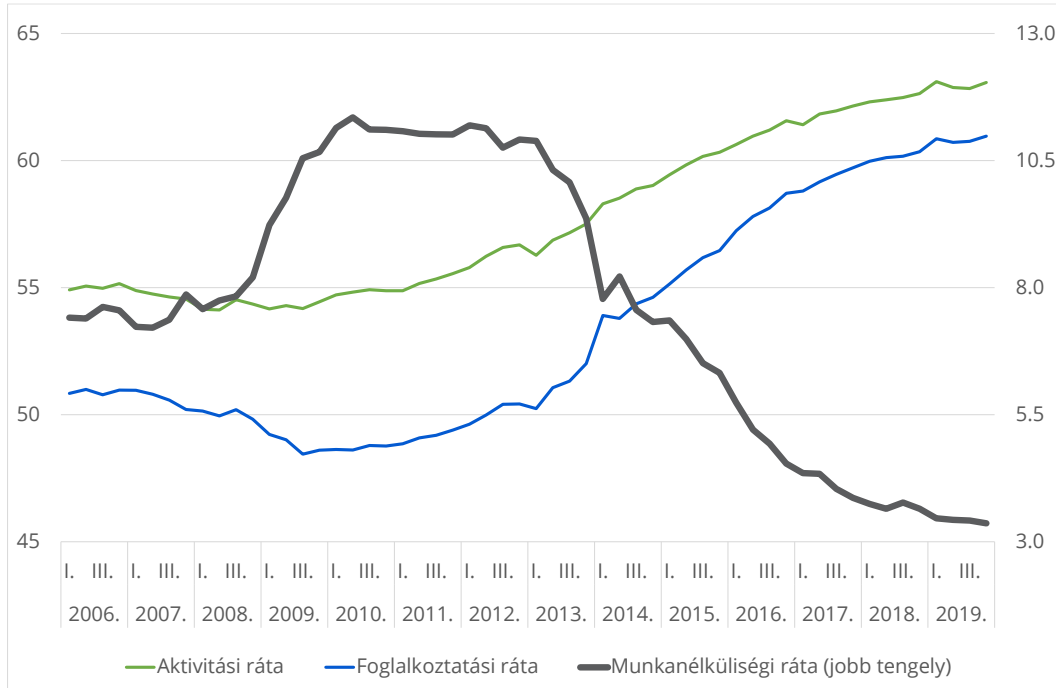
A mérsékelt kedvező külső konjunktúra ellenére az export reálnövekedése is gyorsult és éves szinten 6 százalékot tett ki. A fogyasztás és a beruházás gyors bővülése és magas importvonzata következtében azonban az import is gyorsan emelkedett, így folytatódott a külkereskedelmi egyenleg többletének csökkenése és a nettó export 2017-2018-hoz hasonlóan 2019-ban is negatívan járult hozzá a GDP bővüléséhez.

2.1.2 Munkaerőpiac, foglalkoztatottság

A kedvező reálgazdasági folyamatok ugyan lassuló ütemben, de tovább csökkent a munkanélküliség, illetve növekedett a munkaerőpiac feszsége. 2019 utolsó negyedévében a szezonálisan igazított adatok szerint a munkanélküliségi ráta 3,4 százalékra csökkent,

miközben az aktivitási és a foglalkoztatási ráta enyhén tovább emelkedett és rendre 63,1 illetve 61 százalékot tett ki (2. ábra).

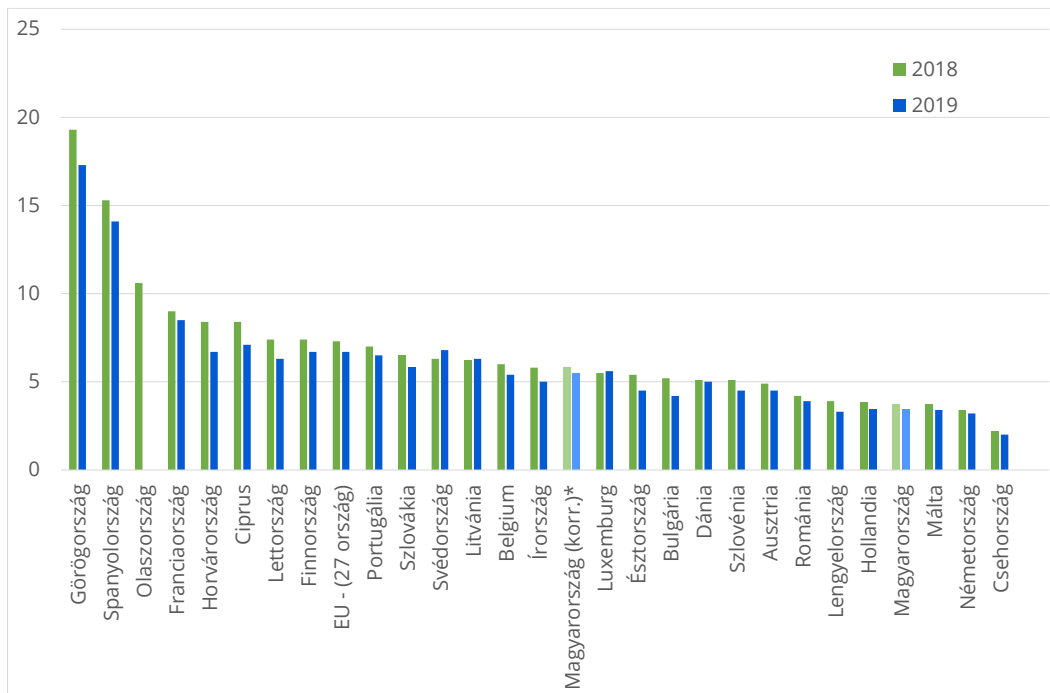
2. ábra: Munkaerő piaci mutatók (szezonálisan igazított adatok, %)



Forrás: KSH

Folytatódott a közfoglalkoztatottak számának csökkenése: 2018 decemberéhez képest közel 17 ezer fővel, 96 ezer főre csökkent a közfoglalkoztatottak száma. A közfoglalkoztatottakkal korrigált munkanélküliségi ráta 2019 utolsó negyedévében 5,5 százalék volt, amely 1,2 százalékponttal alacsonyabb az EU-átlagnál (3. ábra).

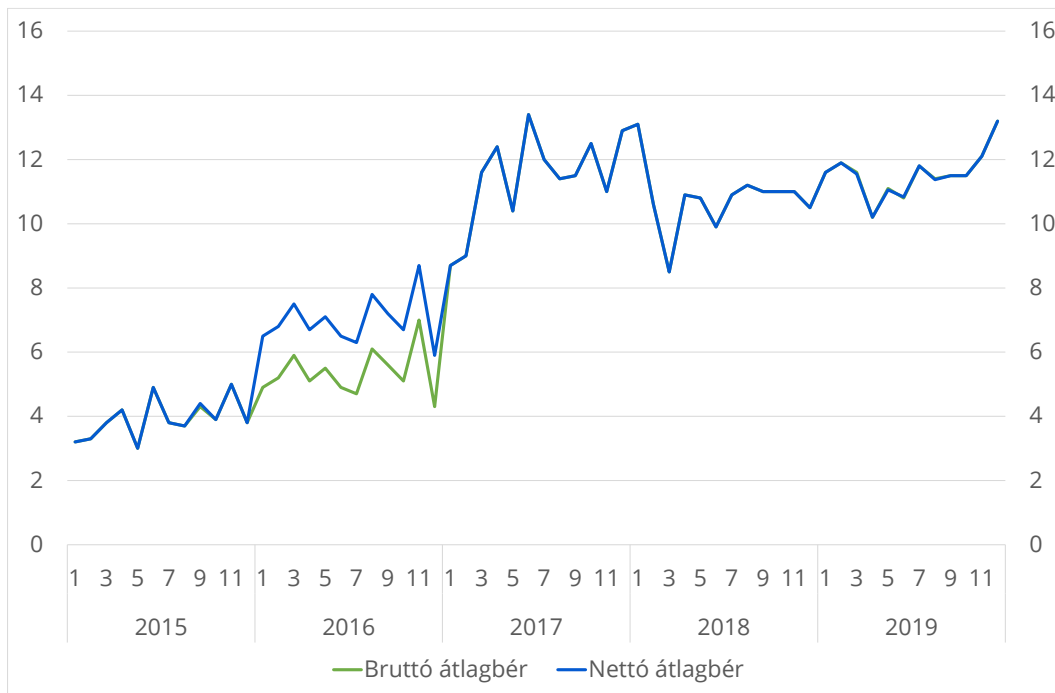
3. ábra: Munkanélküliségi ráta az Európai Unióban (százalék, 2018 év végi adatok)



Forrás: Eurostat, KSH, OGR számítás

A feszes munkaerőpiacon folytatódott a lendületes béremelkedés. Az előző év azonos időszakához viszonyított reálbér-növekedés 10-12 százalék között alakult, majd 2019 utolsó hónapjaiban 12 százalék fölé emelkedett (4. ábra). A gyors bérdinamikában az elmúlt évekhez hasonlóan két tényező játszott szerepet. Egyrészt a minimálbér és a garantált bérminimum 8 százalékkal emelkedett a kormány és a vállalatok közötti hatéves bérmegállapodásnak megfelelően. Másrészt a feszesedő munkapiac mellett növekedett a bérnyomás.

4. ábra: Egy keresőre jutó reálkereset éves növekedése (százalék)



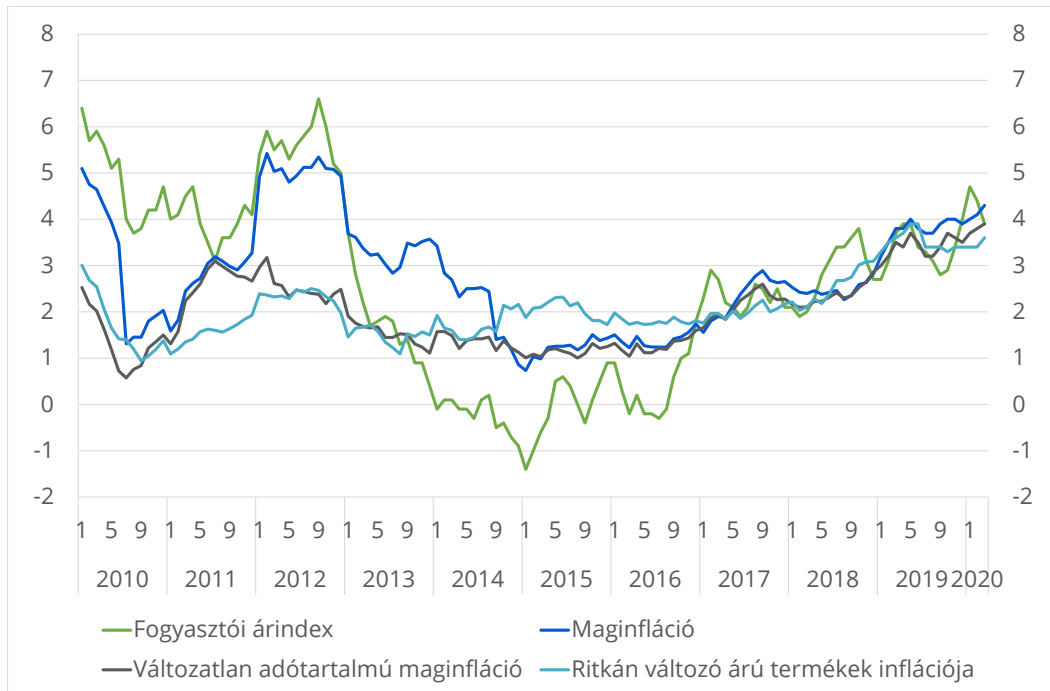
Forrás: KSH

A reálbérek gyors emelkedése a versenyszektorban meghaladta a termelékenység növekedését, illetve a szociális hozzájárulási adó év közepétől történő 2 százalékpontos csökkentéséből eredő bérköltség megtakarítást. Így 2019-ben a bérköltségek emelkedése tovább rontotta a gazdaság versenyképességét: a fajlagos reálbérköltség közel 3 százalékkal emelkedett.

2.1.3 Infláció és monetáris politika

Tovább folytatódott az infláció emelkedése. 2020 márciusában a fogyasztói árindex éves szinten 3,9 százalékkal növekedett (5. ábra). Az inflációs ráta ingadozása mellett az Magyar Nemzeti Bank (MNB) által használt és az inflációs alapfolyamatok megítélésére jobban alkalmas alternatív inflációs mutatók (maginfláció, adószűrt maginfláció illetve a ritkán változó áru termékek inflációja) 2018 közepe óta emelkedő inflációs dinamikát jeleznek.

5. ábra: Éves inflációs mutatók (százalék)



Memo: Szezonálisan igazított adatokból számolva.

Forrás: KSH, MNB

Az infláció elmúlt negyedévekben bekövetkezett emelkedésében meghatározó szerepet játszottak az energiaárak, illetve az élelmiszerek árainak emelkedése, valamint a dohánytermékek jövedéki adóemelése is. A fogyasztói kosár változékonyabb elemeit kiszűrve számított maginfláció emelkedése azonban azt jelzi, hogy az inflációs nyomás erősödött a gazdaságban.

Az infláció éves növekedési üteme a 2020 januárjában mért 4,7 százalékról 2020 márciusára 3,9 százalékra mérséklődött. A mutató számottevő csökkenése azonban döntően az energiaárak január óta megfigyelt drasztikus mérséklődéséhez köthető.¹ Az inflációs alapfolyamatokat jobban megragadó maginfláció eközben tovább emelkedett és március 3,4 százalékot tett ki.

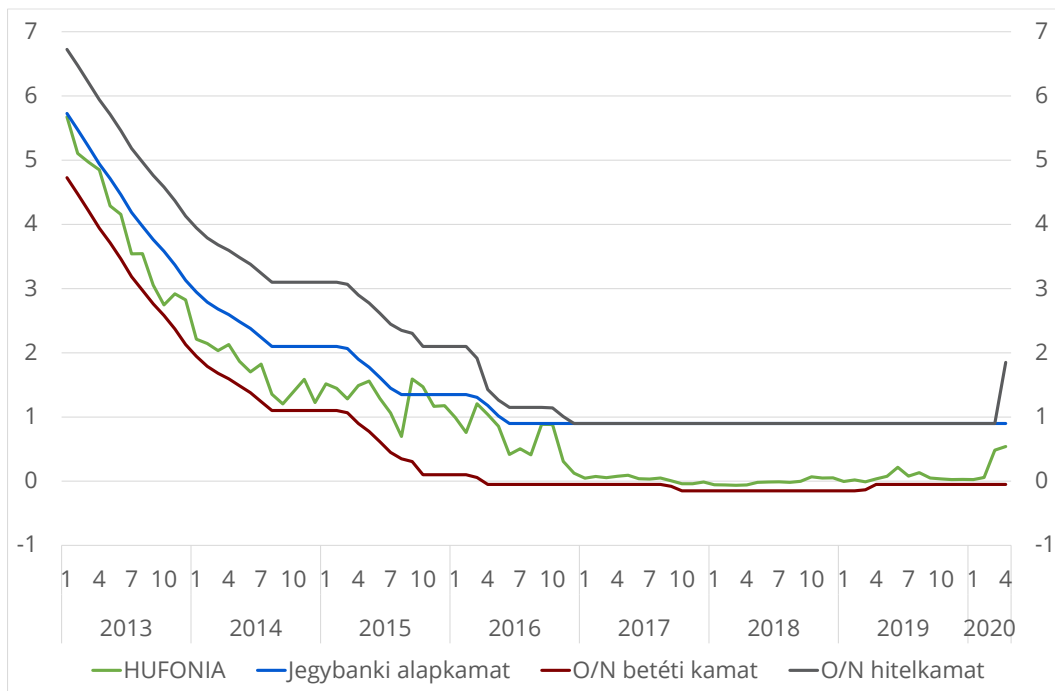
Az erősödő inflációs nyomás ellenére a MNB egészen 2020 március-áprilisáig nem változtatott érdemben a laza monetáris kondíciókon.²

¹ Az elsőként Kínában, 2019 decemberében azonosított és azóta világméretűvé vált új típusú koronavírus járvány a globális kereslet visszaesésén illetve a növekedési kilátások és várakozások romlásán keresztül jelentős árcsökkenést váltott ki a legtöbb nyersanyag piacon.

² A 2020 március-április időszakban bejelentett jegybanki lépések a COVID-19 járvány közvetlen és közvetett gazdasági és pénzügyi piacokra gyakorolt hatásainak kezelésére szolgáltak. Ennek az időszaknak az eseményeivel bővebben az 3. Fejezetben foglalkozunk.

A jegybanki alapkamat továbbra is a 2016 májusában elért 0,9 százalékos szinten áll. 2020 áprilisában a Monetáris Tanács 95 bázisponttal emelte a jegybanki egynapos hitel eszköz kamatlábát, amivel visszaállította a kamatfolyosó szimmetriáját (6. ábra). A lépés érdemben hat a legrövidebb lejáratú kamatokra, így monetáris szigorítást jelent. A rövid lejáratú bankközi hozamok 2019 egészében a jegybanki alapkamat alatt, kamatfolyosó alsó szélé közelében ingadoztak, majd a likviditási helyzet romlása illetve a 2020 április jegybanki intézkedések következtében emelkedni kezdtek.

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



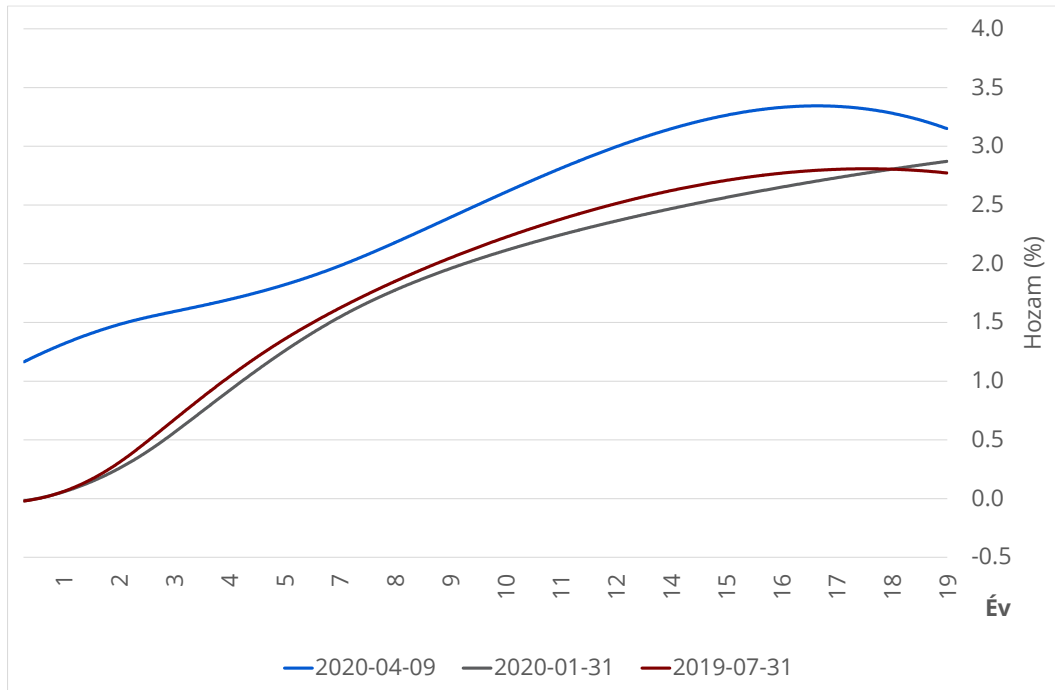
Forrás: MNB

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

2020 március-áprilisában a MNB számos intézkedést vezetett be, hogy oldja a COVID-19 járvány kapcsán kialakult válsághelyzetet. Az intézkedések alapvető célja, hogy növelje a bankrendszer likviditását, támogassa a vállalatok hitelezését és közvetetten oldja az

államháztartás finanszírozási feszültségeit. Az intézkedéseket részletesebben a 3. fejezetben mutatjuk be.

7. ábra: Zérókupon hozamgörbe



Forrás: Államadósság Kezelő Központ

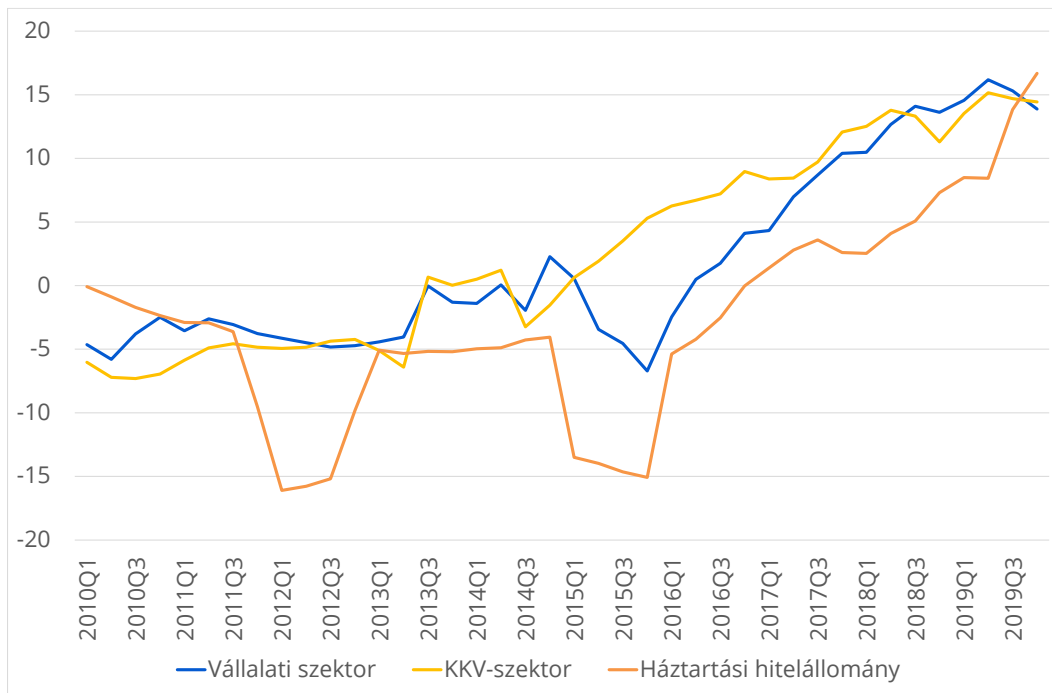
A hozamgörbe 2019 július és 2020 január vége között némi ingadozástól eltekintve nem változott érdemben (7. ábra). A 2020 március-áprilisi fejlemények ugyanakkor jelentős hozamemelő hatással bírtak mind a rövid, mind a hosszabb lejáratokon.

2.1.4 Hitelezés

2019-ben tovább gyorsult a hitelezés mind a vállalati, mind a lakossági szegmensben. A vállalati és ezen belül a kis- és közép vállalatok (kkv) hitelállománya dinamikus, 14 százalékos körüli bővülést mutatott az elmúlt negyedévekben (8. ábra). 2019-ben a vállalati hitelbővülés közel fele-fele mértékben valósult meg forintban, illetve devizában.

A háztartási hitelállomány éves növekedése elérte a 17 százalékot. A dinamikus bővülésben jelentős szerepet játszott a júliusban bevezetett babaváró hitelprogram, ugyanakkor a lakáscélú és a fogyasztási hitelek bővülése is lendületes maradt. A lakáshitelekben tovább emelkedett a fix kamatozású hitelek aránya.

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

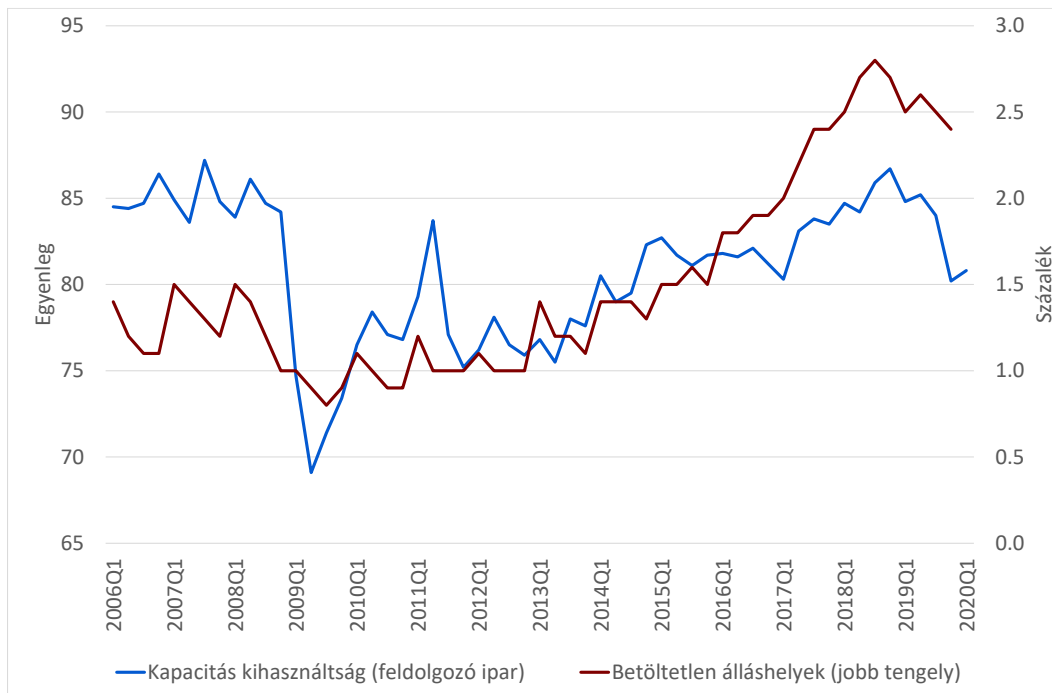


Forrás: MNB

2.1.5 A gazdaság ciklikus helyzete

Becslésünk szerint a magyar gazdaság kibocsátása 2016 óta meghaladja a potenciális szintjét, azaz a kibocsátási rés pozitív. A kibocsátási rés 2019-ben tovább nyílt, majd az év második felében stabilizálódott. A gazdaság túlfűtöttségére, azaz a termelő kapacitások korlátjainak elérésére számos tényező utal. A munkanélküliség historikusan alacsony szintje és a lendületes bérnövekedés mellett az inflációs mutatók trendszerű növekedése és a külső finanszírozási képesség mérséklődése is ezt a képet erősíti. Emellett a kapacitáskihasználtság mutató és a betöltetlen álláshelyek aránya továbbra is historikusan magas szintet jelez (9. ábra). Ugyanakkor a fenti mutatók dinamikája arra utal, hogy 2019 második felében a kibocsátási rés nem növekedett tovább, amiben a közelmúlt kapacitásnövelő beruházásai és a munkaerő kínálat enyhe növekedése mellett a GDP növekedés év második felében tapasztalt lassulása is szerepet játszhatott.

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



Forrás: Eurostat

A túlfűtöttségre utal az inflációs alapmutatók 2018 közepe óta tartó trendszerű emelkedése is: a tendencia egyértelmű jele annak, hogy a vállalatok már nem képesek kigazdálkodni a feszes munkaerőpiac mellett emelkedő bérköltségeket, így áremelésre kényszerülnek.

A fentiek alapján a kibocsátási rést 2019-ban a potenciális GDP 2,5 százalékára becsüljük, ami 0,8 százalékpontos növekedést jelent 2018-hoz képest. A kibocsátási rés szintjét leginkább az elmúlt évek tartósan laza monetáris és fiskális politikája, illetve a különböző kormányzati hitelprogramok növelték. A jelentős hitelkínálat növekedés és az alacsony hozamkörnyezet mellett a reálértelemben alulértékelt forintárfolyam ugyancsak hozzájárult a túlfűtöttség fenntartásához.

2.2 Államháztartás: költségvetési hiány, államadósság

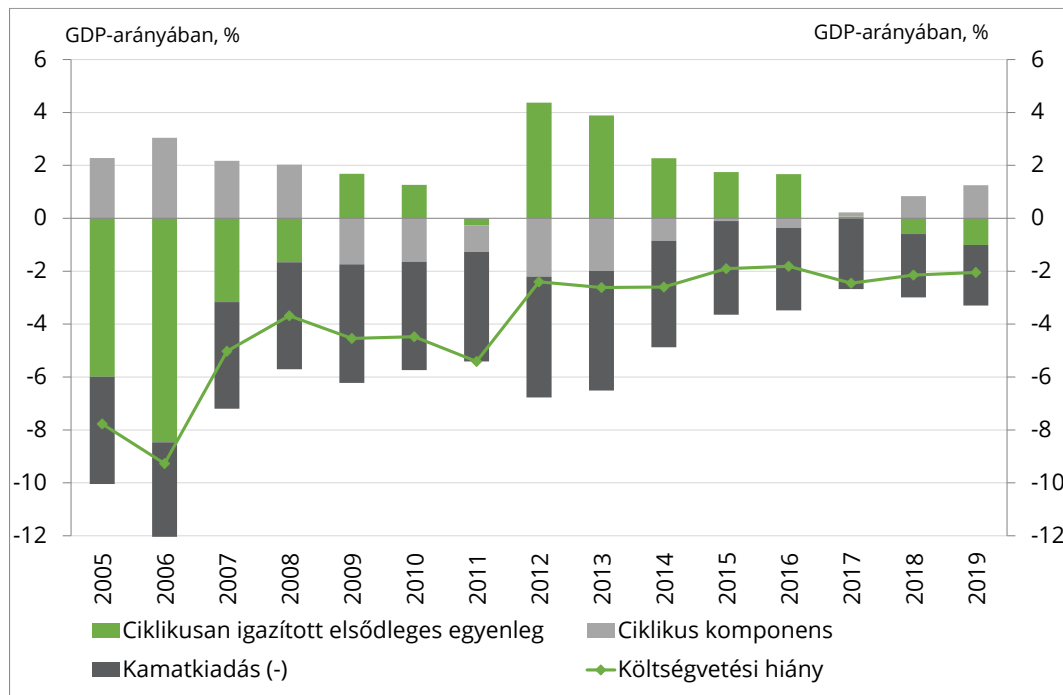
2.2.1 Költségvetési hiány

A költségvetés eredményszemléletű (ESA) hiánya a 2020 március végi EDP adatközlés szerint 2019-ben a GDP 2 százalékát tette ki, ami kismértékben meghaladta a GDP 1,8 százalékában meghatározott törvényi előírányt, ugyanakkor enyhe, 0,1 százalékpontos csökkenést jelent 2018-hoz képest.

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

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

10. ábra: A költségvetési hiány és komponenseinek alakulása



Forrás: KSH, OGR becslés

A 2019-es költségvetés összességében mind az adóterhek csökkentésén, mind a kiadások növelésén keresztül enyhe keresletélénkítő hatást gyakorolt a gazdaságra. 2019-ben a 6 éves bérmegállapodással összhangban folytatódott a szociális hozzájárulási adókulcsának csökkentése: júliustól 2 százalékponttal, 17,5 százalékra csökkent az adó mértéke, emellett a nyugdíjas munkavállalók munkabérét terhelő járulékok is csökkentek. A kormányzat számos kisebb átalakítást végzett az adó-rendszeren (pl. tej általános forgalmi adójának csökkentése, dohánytermékek jövedéki adójának emelése, népegészségügyi termékadó emelés, stb.). Emellett a 2019 májusában bejelentett Gazdaságvédelmi akcióterv keretében bővült az

áfavisszatérítési támogatások köre (a CSOK által érintett kistelepüléseken lévő lakóingatlanokra).

A kiadások növekedése irányába hatott a minimálbér és a garantált bérminimum további 8 százalékos emelése, ami a kapcsolódó adóbevételek növekedését figyelembe véve nettó értelemben is növelte a költségvetési hiányt. 2019 második félévében lépett életbe a Családvédelmi akcióterv számos intézkedése, ami a GDP 0,3 százalékpontját meghaladó nettó hiánynövelő hatással bírhatott. A beruházási kiadások a GDP 0,1 százalékaival emelkedtek 2018-hoz képest. Ugyanakkor az elmúlt évek tendenciáinak megfelelően a pénzügyi transzferek GDP-arányos értéke tovább csökkent. További, jelentős kiadásnövekedést okozott, hogy az EU források szabálytalan kormányzati felhasználása miatt az állam a GDP 0,3 százalékát kitevő büntetést fizetett az EU-nak 2019-ben.

Az évek óta tartó költségvetési lazítás ellenére az eredményszemléletű hiány továbbra is jóval alacsonyabb a maastrichti kritériumokban megfogalmazott 3 százalékos küszöbértéknél. Ugyanakkor a gazdasági ciklus pozitív hatásától megtisztított, úgynevezett strukturális egyenleg 3, százalékos hiányt mutatott. Ez azt jelenti, hogy semleges gazdasági környezetben, azaz a ciklus záródása esetén az ESA szemléletű költségvetési hiány meghalad a 3 százalékos küszöbértéket.

A ciklikus hatásoktól tisztított költségvetési pozíció magas hiánya és romlása következtében Magyarország 2018 óta nem felel meg az Európai Unió úgynevezett preventív ágára³ vonatkozó fiskális szabályrendszerében meghatározott követelményeknek. A Stabilitási és Növekedési Paktum (Stability and Growth Pact, SGP) preventív ágban a tagországoknak az úgynevezett strukturális egyenlegüket, azaz a ciklustól és egyéb átmeneti hatásoktól tisztított költségvetési egyenleget közelíteniük kell a középtávú célhoz (Medium Term Objective, MTO). Az MTO az államadósság középtávú fenntarthatóságát garantáló mutató, amit a Bizottság a tagországok által elfogadott módszertan szerint, a demográfiai és makrogazdasági folyamatokat figyelembe véve számszerűsíti. Magyarország MTO-ja a 2017-2019 időszakra a potenciális GDP -1.5 százaléka volt, míg a 2020-22 időszakban -1 százalékot tesz ki.

Magyarország ennek a követelménynek nem felel meg, mivel az elmúlt évek költségvetési keresletélénkítő intézkedéseinek következtében a strukturális hiány már huzamosabb ideje meghaladja a jelenleg érvényben lévő 1,5 százalékos célértéket, illetve távolodik attól. Így az Európai Bizottság 2018 tavaszán elindította az úgynevezett jelentős eltérés eljárást (Significant

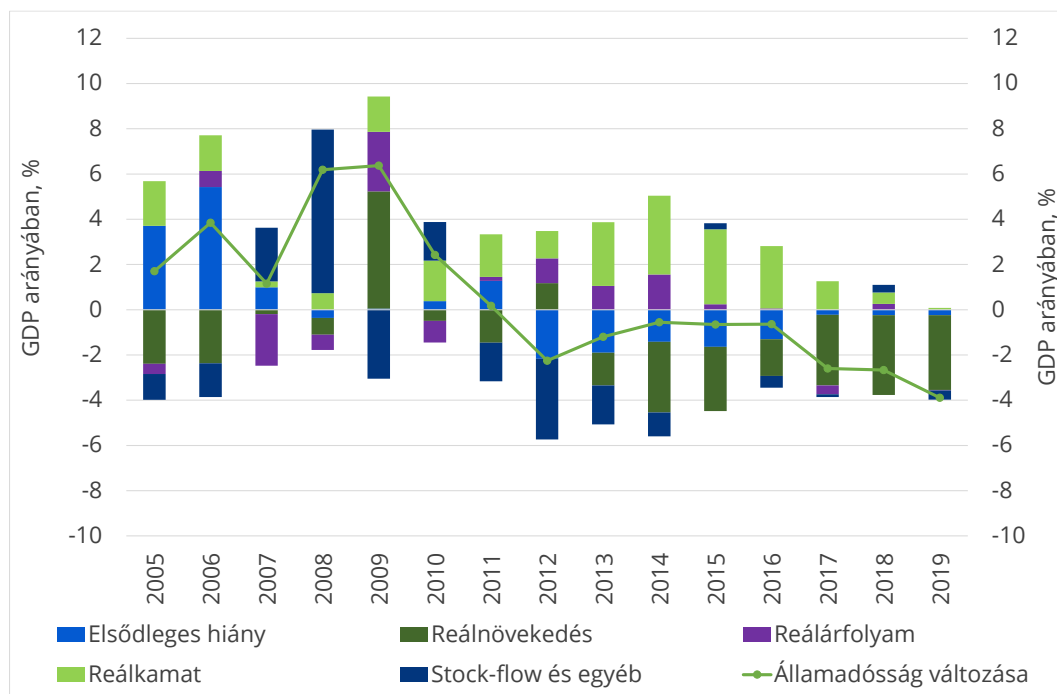
³ A preventív, azaz megelőző ág alá tartoznak azok az országok, akik nincsenek túlzott hiány eljárás alatt, azaz a költségvetési hiányuk tartósan nem haladja meg a GDP 3 százalékát.

Deviation Procedure), melynek keretében ajánlásokat fogalmazott meg a kormány számára. A Bizottság legfrissebb, 2019 novemberi elemzése szerint a magyar kormány 2018-ban tapasztalhoz hasonlóan 2019-ben sem tett megfelelő lépéseket a szabály betartása érdekében, ezért a Bizottság újabb költségvetési kiigazítási ajánlásokat fogalmazott meg.

2.2.2 Az államadósság és meghatározó makrogazdasági tényezők

Jelentős mértékben csökkent az államadósság ráta: a mutató értéke 2019 végén a GDP 66,3 százalékát tette ki, ami közel 4 százalékpontos mérséklődést jelent 2018-hez képest. Az adósságráta csökkenése szinte teljes mértékben a reálnövekedéshez köthető (11. ábra).

11. ábra: Az államadósság változásának dekompozíciója



Forrás: KSH, OGRResearch számítás

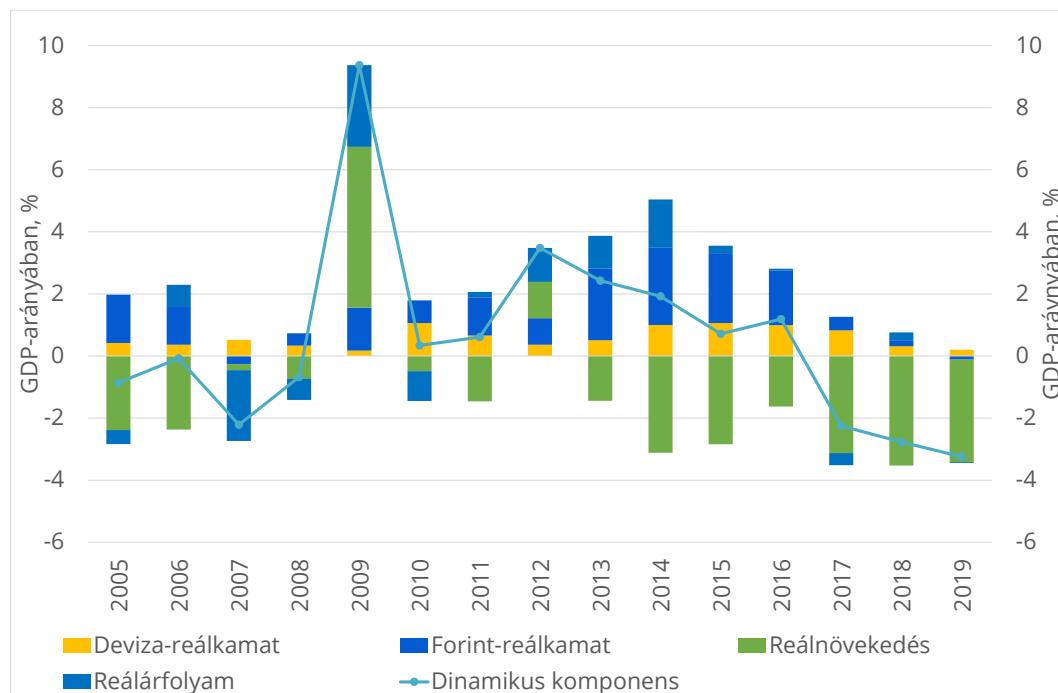
Megjegyzés: A dekompozíció során az implicit forint-reálkamatot és a reálárfolyam változást a GDP-deflátor alapján számítottuk

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

A reálkamat, reálárfolyam és reálnövekedés hármasa, azaz a dinamikus komponens adósságra gyakorolt összhatásában 2019-ben is a reál GDP növekedés volt meghatározó (12. ábra). Ugyanakkor az elmúlt éveknek megfelelően az adósságra fizetett kamatköltség, az úgynevezett implicit kamat alakulása is támogatta az adósságcsökkenést. Az elmúlt években

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

12. ábra: A dinamikus* komponens



Forrás: KSH, OGRsearch számítás

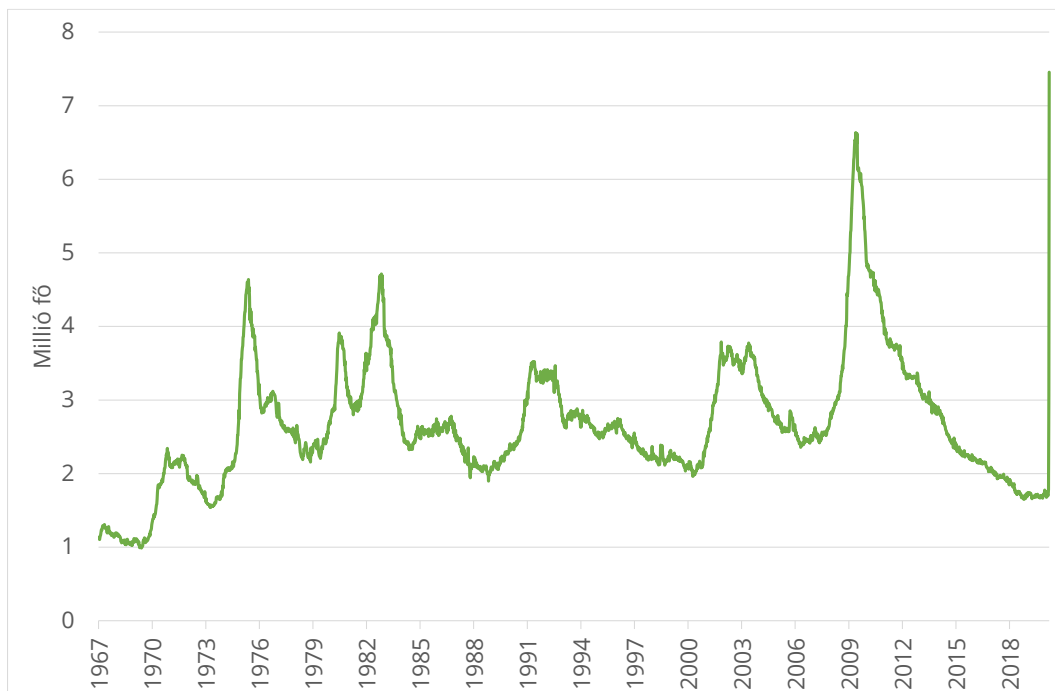
*A dinamikus komponens a kamat, a reálárfolyam és a növekedés, azaz a makrogazdasági tényezők múltban felhalmozott adósságon keresztül az adósságdinamikára gyakorolt összhatását mutatja.

3 Makrogazdasági és költségvetési előrejelzésünk

3.1 Meghatározó nemzetközi trendek

A 2019 végén Kínából elinduló, 2020 márciusára világméretűvé váló új típusú koronavírus járvány (COVID-19) komoly társadalmi problémákat okoz és mind a kínálat, mind a kereslet visszaesésén keresztül alapjaiban rajzolja át a nemzetközi gazdasági és pénzügyi folyamatokat. A járvány hatására bevezetett óvintézkedések, illetve a megbetegedések kapcsán kieső munkaerő a világ számos országában a termelés jelentős visszaeséséhez, illetve egyes szektorok teljes leállításához vezetett. A válság által közvetlenül sújtott szektorokban szinte azonnal megkezdődtek a munkaidő korlátozások, a részmunkaidő bevezetése és az elbocsátások. A jövedelem csökkenése és a munkanélküliség növekedése, illetve az ezekkel kapcsolatos negatív várakozások hatására a lakosság fogyasztása és beruházása csökken. Így a vállalatok azonnali, elsősorban kínálati okokhoz köthető termelőkiesése mellett egyre erősebbé válik a kereslet csökkenése miatt bekövetkező kibocsátás visszaesés. A bevételkiesés sok vállalat esetében likviditási problémák kialakulásához vezet, de a válság által leginkább sújtott szektorokban - külső támogatás hiányában - a cégek jelentős részét rövid időn belül a csőd kockázata fenyegeti.

13. ábra: Munkanélküliek száma az Amerikai Egyesült Államokban (szezonálisan igazított, heti adatok)

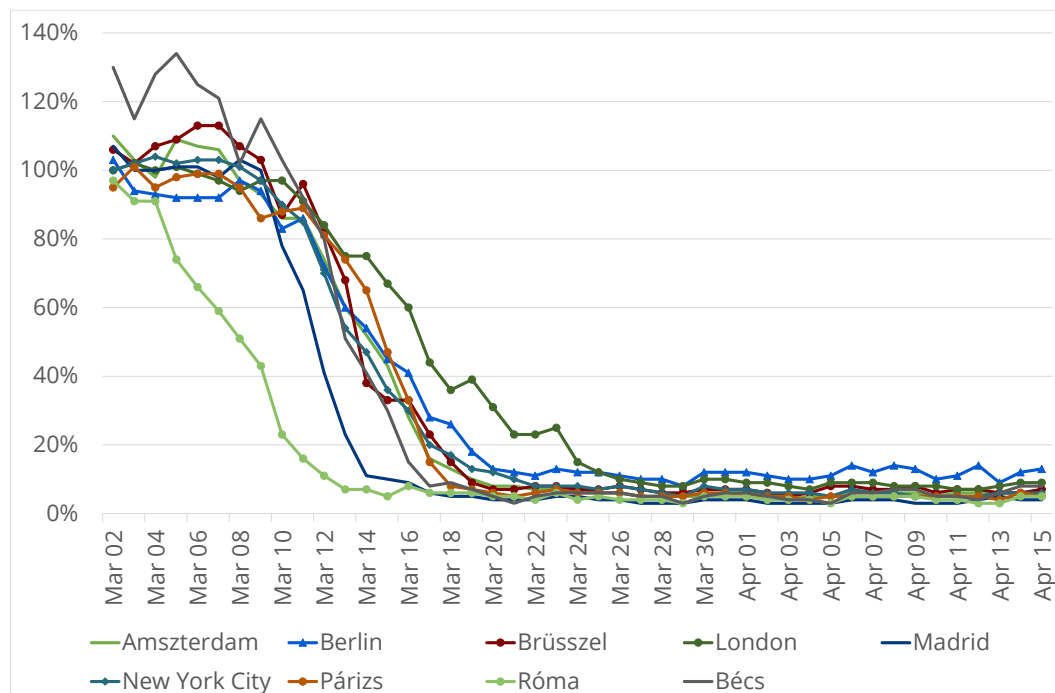


Forrás: Federal Reserve Bank of St. Louis

A megnövekedett bizonytalanság, a várakozások romlása a kockázati indexek növekedését és ezzel párhuzamosan a befektetésektől elvárt kockázati prémiumok emelkedését váltja ki. Ezzel párhuzamosan a szűkülő likviditás, a romló növekedési kilátások, a növekvő bizonytalanság és a reálértelemben vett finanszírozási költségemelkedése a vállalatok beruházási keresletét veti vissza. Összességében a COVID-19 jelentős mértékben visszaveti mind globális növekedést, mind a nemzetközi kereskedelmet. A válság mélysége és a kilábalás gyorsasága igen bizonytalan és jelentős mértékben függ a járvány időtartamától illetve a válságkezelés hatékonyságától.

Ugyan a járvány csak hetekkel ezelőtt vált világméretűvé, a rendelkezésünkre álló nagyfrekvenciás adatok a fenti válságforgatókönyv bekövetkezését és a 2008-as nemzetközi pénzügyi válságot felülmúló, drasztikus visszaesést valószínűsítnek.

14. ábra: A városi közlekedési forgalom alakulása – nemzetközi adatok



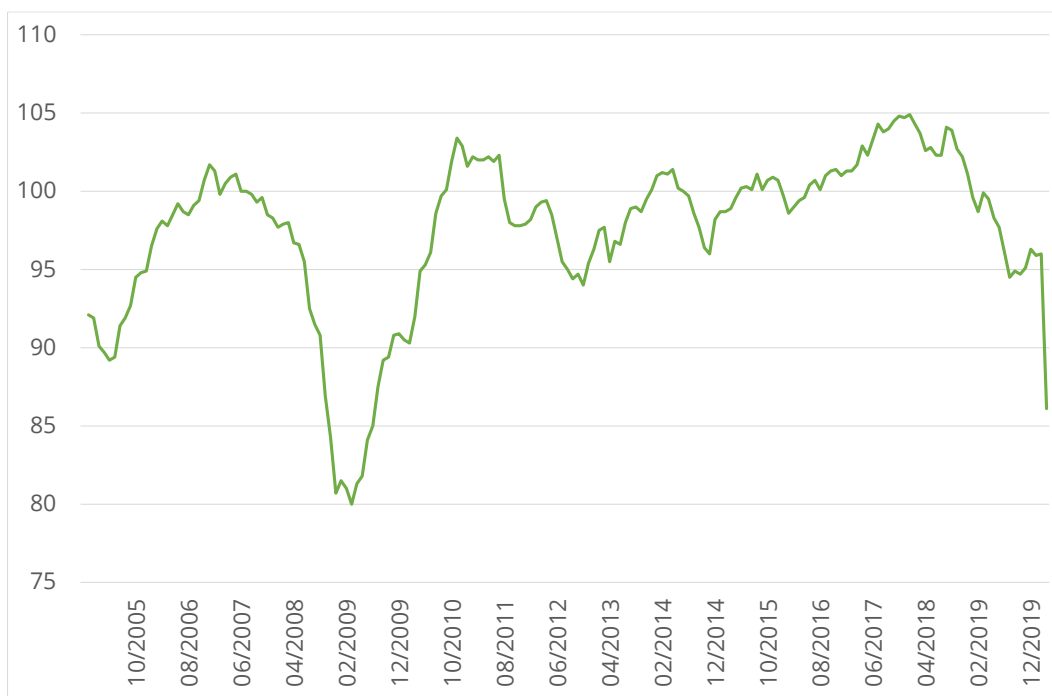
Forrás: Citymapper (Citymapper.com/CMI). Magyarázat: Az átlagos, azaz 100 százalékos forgalom szint a január 6-a és Február 2-a között megfigyelt forgalmi adatok alapján került meghatározásra.

Az Amerikai Egyesült Államokban (USA) a munkanélküli segélyért folyamodók száma 2020 március 20-át követően 6,5 millió fölé emelkedett (heti adatok). Ezzel a biztosított státuszú munkanélküliek száma historikus csúcsra emelkedett és közel 1 millió fővel meghaladta a 2009-ben mért korábbi csúcst (13. ábra). Az USA ipari termelése 2020 márciusában a szezonálisan igazított adatok szerint 5 százalékkal esett vissza.

A közlekedési adatok szerint Európa és a világ számos nagyvárosában szinte leállt a forgalom. Március végére Európába több fővárosában a közlekedési forgalom a 2020 elején mért átlagos szint 10 százalékára csökkent és azóta gyakorlatilag szinten maradt (14. ábra).⁴ A drasztikus közlekedési forgalomcsökkenés az oktatási intézmények leállása mellett a turizmus és a kiskereskedelmi forgalom visszaesését tükrözi.

Az Eurostat és az OECD adatai szerint 2020 márciusában Európa számos országban már mind a lakossági, mind a vállalati bizalmi index a várakozások jelentős romlását mutatták. A német IFO üzleti bizalmi index a szezonálisan igazított adatok alapján közel 10 pontot zuhant, ami havi szinten a legnagyobb mértékű visszaesést jelenti az index fennállása, azaz 1991 óta (15. ábra). Emellett az index a 2009 második felében tapasztalt szintre esett vissza, azaz az üzleti szektor a 2008-2009-es válságban mérthez hasonló mértékben kedvezőtlenek ítéli meg a kilátásokat.

15. ábra: IFO német üzleti bizalmi index (százalék)



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

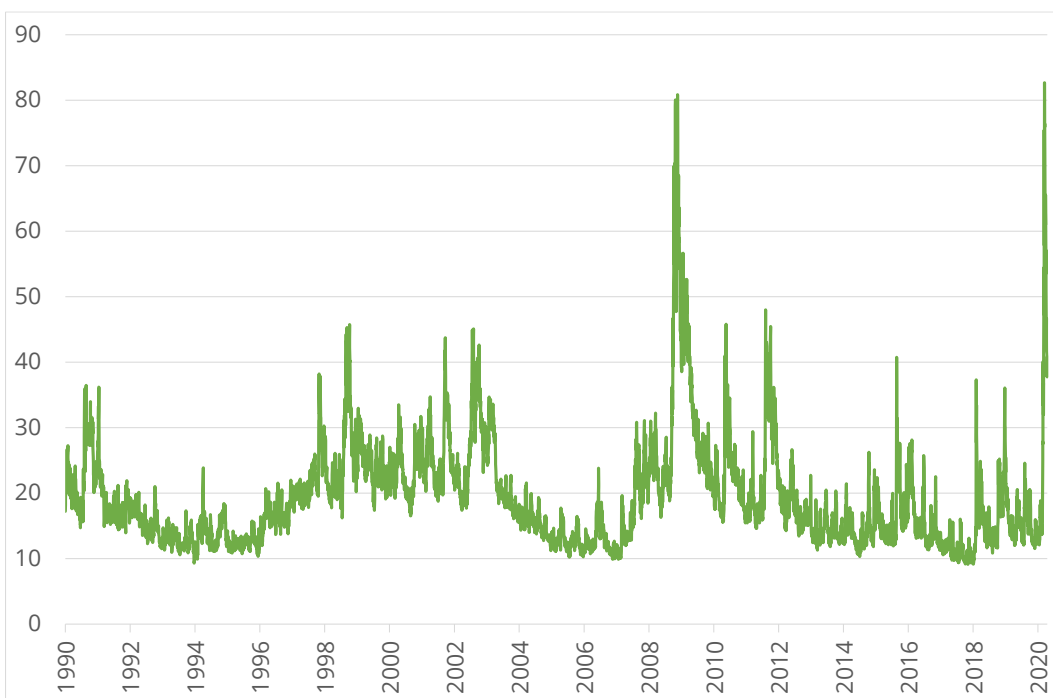
A kedvezőtlen globális folyamatok és a növekedési kilátások romlása a nyersanyagárak alakulásában is markánsan tükröződött. A Brent típusú kőolaj hordónként ára a 2019 decemberi végi 67 dollár körüli szintről 30 dollár alá mérséklődött. Az olajárak

⁴ Budapesten ez az érték a WAZEstats adatai szerint 30 százalékra tehető.
<http://wazestats.com/active.php?city=7>

mélyrepülésében kínálati tényezők is szerepet játszottak, ugyanis az OPEC+ tagállamok március 8-ai ülésén nem született megállapodás a kibocsátás csökkentéséről és Szaúd-Arábia egyoldalúan megnövelte a kitermelését. Ugyanakkor az olajár érdemi korrekciójára a megállapodást követően sem került sor. A réz, a szén és az alumínium ára a 2019 decemberi értékekhez képest 2020 Április elejére 20 százalék körüli mértékben csökkent.

Kínában a járvány 2019 végén kezdődött és 2020 márciusára már lecsengő szakaszba került. Az első adatközlés szerint 2020 első negyedében a GDP 6,8 százalékkal esett vissza az előző év azonos időszakához képest, miközben a gazdaság közel 10 százalékkal zsugorodott az előző negyedévhez viszonyítva. A jelentős kibocsátás csökkenés ellenére következett be, hogy a kínai intézkedések hatására sikerült a járványt lokalizálni, azaz nem vált az országban széles körben elterjedté, valamint a globális környezet a fenti időszakban még viszonylag kedvezően alakult.

16. ábra: Volatilitás index (pont)



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

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

A példa nélküli globális járvány a bizonytalanság növekedését, a kockázati felárak megugrását és nagymértékű eladásokat váltott ki a pénzügyi piacokon. A kockázatosnak tekintett országokban a kötvényhozamok növekedtek, a feltörekvő piacok devizái leértékelődtek, a tőke a „biztonságos” eszközök felé menekül. A piaci szereplők által érzékelt kockázatokat mérő

VIX index március közepén átmenetileg 80 pont fölé ugrott, azaz elérte a 2008-as pénzügyi válság mélypontján mért historikus csúcsát (16. ábra).

A COVID-19 gyors terjedése és a járvány elhúzódásának kockázata egyértelművé tette, hogy a világ számos országának jelentős gazdasági visszaeséssel kell szembenéznie. Így a legtöbb országban a kormányok és a jegybankok átfogó gazdaságpolitikai intézkedéscsomagot jelentettek be. A csomagok általános célja a válság mélységének és tartósságának tompítása a következő intézkedési területeken keresztül:

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

A részben jelentős költségvetési teherrel járó, jól célzott intézkedéseknek meghatározó szerepe lehet annak megakadályozásában, hogy a válság tovább mélyüljön és a termelő kapacitások tartós leépülését, így a hosszú távú gazdasági kilátások jelentős romlását vonja maga után. Az Európai Bizottság az állami beavatkozás szükségszerűségét felismerve átmenetileg felfüggesztette az uniós költségvetési szabályokat.⁵

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

A COVID-19 válság kedvezőtlen körülmények között érte az euroövezetet. A Brexit negatív hatása mellett a német gazdaság továbbra is az autóipari technológia váltás, illetve az új környezetvédelmi szabályozás terheivel küzd. Olaszország jelentős strukturális problémákkal szembesül: a bankrendszerrel kapcsolatos feszültségek, a magas államadósság

⁵ Lásd https://ec.europa.eu/hungary/20200313_coronavirus_economic%20package_hu.

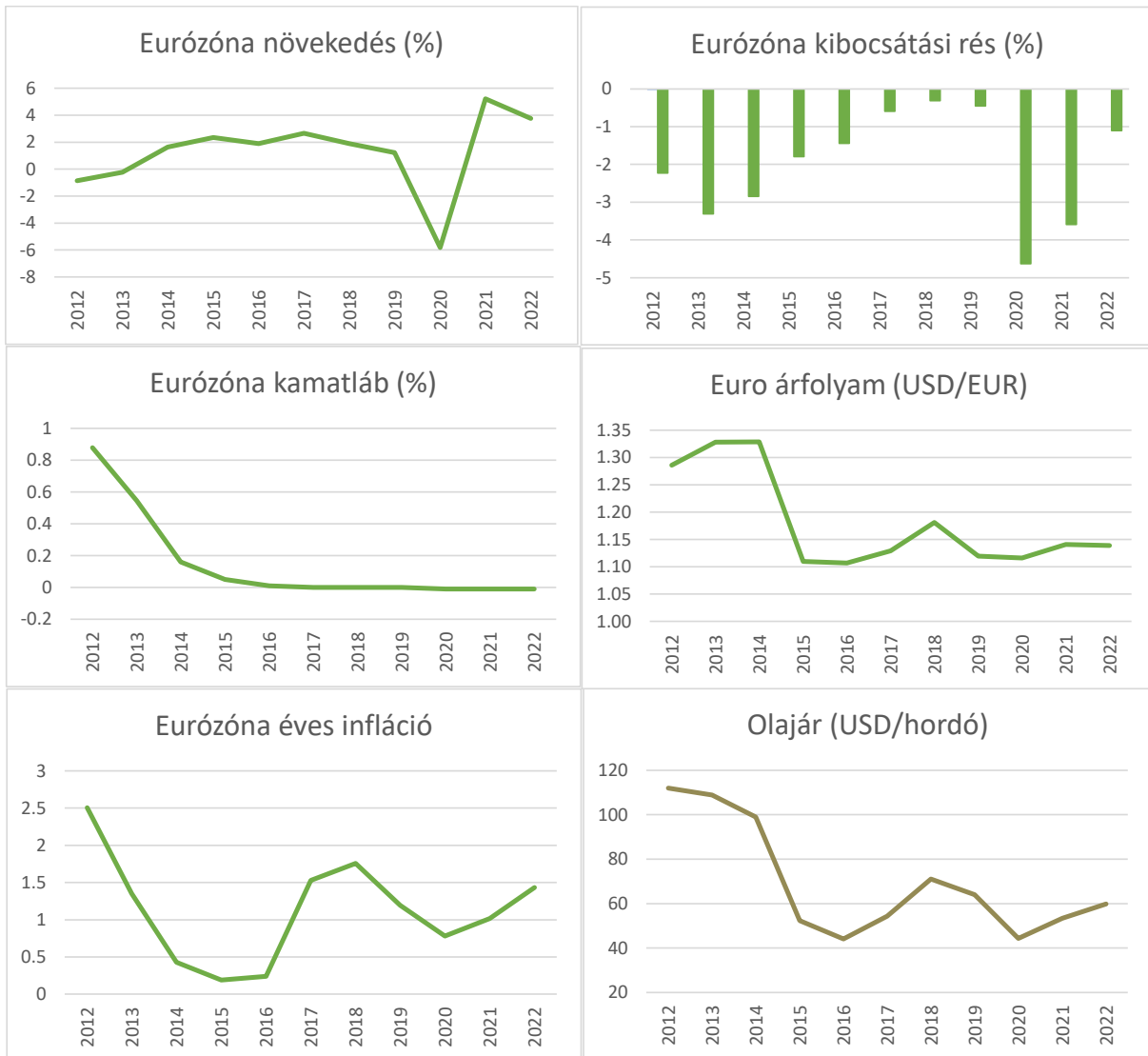
fenntarthatóságával kapcsolatos kételyek mellett a GDP 2019-ben is lassan, éves szinten mindössze 0,3 százalékkal bővült. Az eurozóna üzleti bizalmi indexe az OECD felmérése alapján 2018 elejétől meredeken csökkent és csak 2019 végén mutatott átmeneti javulást. Az Eurostat adatai szerint az euroövezeti GDP negyedéves alapon 0,5 százalékkal bővült 2019 utolsó negyedévében, miközben az éves növekedés 1,2 százalékot tett ki.

3.2 Külső feltevések

A COVID-19 gyorsan terjedt az euroövezet országaiban és a járvány a legnagyobb gazdaságokban a legsúlyosabb. Előrejelzésünkben azzal számolunk, hogy a járvány miatt bevezetett óvintézkedések 6-10 héten keresztül maradnak életben, majd a korlátozások feloldásával az élet fokozatosan visszatér a megszokott kerékvágásba és a gazdaság „újraindul”. A leállás időszakában az egyes gazdaságok becslésünk szerint 70-80 százalékos teljesítménnyel működnek. A kilábalás megítélésünk szerint fokozatosan következik be, mivel a jövedelem csökkenése és a bizonytalanság növekedése következtében a kereslet hosszabb távon elmarad a korábban feltételezettől. Az eurozóna kilábalását emellett tovább lassíthatják az évek óta jelenlévő strukturális problémák, illetve az a tény, hogy számos ország nem rendelkezik a válság érdemi enyhítéséhez szükséges fiskális mozgástérrel.

Előrejelzésünk szerint 2020-ban az eurozónában jelentős, 5,8 százalékos gazdasági visszaesés következik be. Alappályánkban a kilábalás viszonylag fokozatosan megy majd végbe, így a kibocsátás még 2022 is elmarad a potenciális szintjétől és a kibocsátási rés -1 százalék körül alakulhat. A recesszió mellett az infláció 2020-ban 1 százalék alá mérséklődhet és kereslet oldali inflációs nyomás hiányában a teljes előrejelzési horizonton az EKB 2 százalékos célja alatt maradhat. Így arra számítunk, hogy 2022 végéig fennmaradnak a laza monetáris kondíciók, így az EKB nulla közeli szinten tartja az irányadó kamatot (17. ábra).

17. ábra: Az alappálya külső feltevései



Forrás: OGRsearch

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

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

3.3 Hazai makrogazdasági folyamatok⁶

A COVID-19 hatását tükröző kedvezőtlen nemzetközi adatok mellett a magyar gazdaságról rendelkezésre álló friss adatok is a növekedési kilátások drasztikus romlását vetítik előre.

A Sonda Ipsos 2020 április 8-án közzétett felmérési eredménye szerint a válság első heteiben az aktív korúak 7 százaléka vesztette el munkahelyét⁷. A Magyar Ásványolaj Szövetség adatai szerint a benzinfogyasztás 2020 márciusában egyharmadával esett vissza az előző év azonos időszakához képest. Jelentős mértékben romlott a fogyasztói bizalom: a GKI fogyasztói bizalmi indexe a márciusban mért -12,1 pontról – 49,8 pontra esett, ami a valaha mért legnagyobb zuhanást jelenti. A mutató értéke ugyanakkor magasabb a 2008-as globális pénzügyi válság alatt mért -72 pontos minimumánál. A fogyasztói bizalom drasztikus romlása elsősorban a gazdaság jövőjének kedvezőtlen megítéléséhez és a munkanélküliségtől való félelem növekedéséhez köthető.⁸

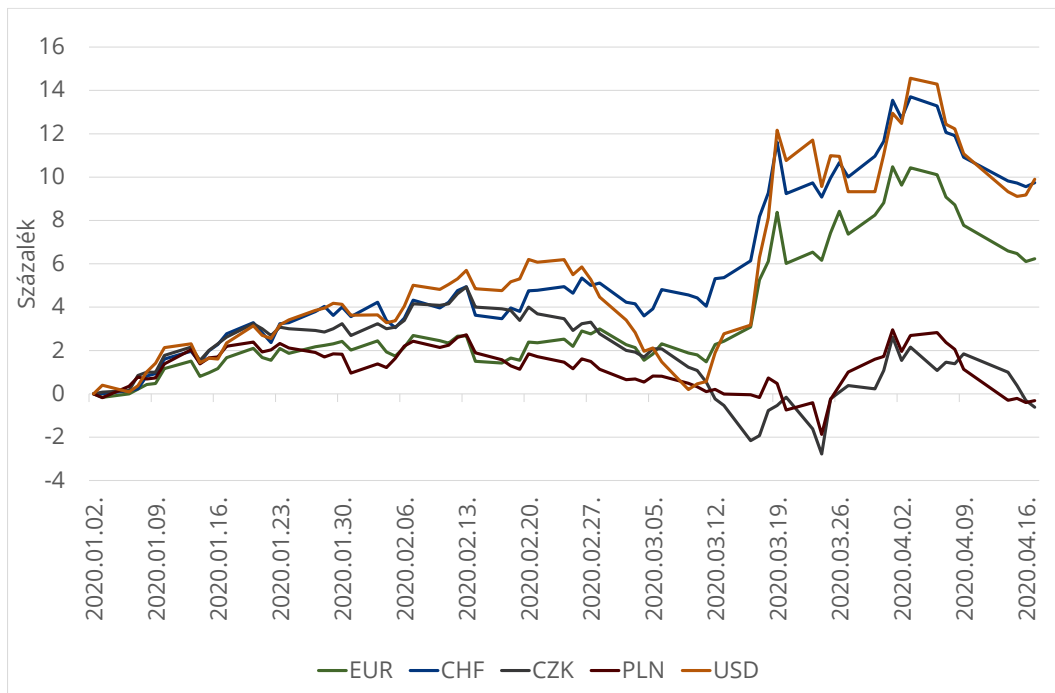
A globális hangulat romlása és a recesszió növekvő kockázata a forint árfolyamában és a hazai pénzügyi piaci mutatók alakulásában is markánsan tükröződött. A forint árfolyama április elejére 10 százalékkal gyengült az euróval szemben, miközben a dollárral és a svájci frankkal szemben a gyengülés mértéke ebben az időszakban elérte a 14 százalékot. Áprilisban némi korrekció volt megfigyelhető. A teljes időszakot tekintve (január elejétől április végéig) a forint a régiós devizákkal azonos mértékű gyengülést mutatott a nagydevizákkal szemben, így az időszak egészében a forint régiós devizákkal szembeni árfolyama nem változott érdemben.

⁶ Az előrejelzés főbb makrogazdasági változóiról „Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói” című Függelék ad táblázatos áttekintést. Az előrejelzéshez használt modellt részletesen bemutatjuk az 5.2-es függelékben.

⁷ Lásd <https://www.ipsos.com/hu-hu/elerheto-valsag-hatasait-fogyasztói-szemponthol-vizsgalo-kutatassorozat-also-heti-riportja>.

⁸ Lásd <https://www.gki.hu/wp-content/uploads/2020/04/GKI-fogyaszt%C3%B3i-bizalmi-index-200409.pdf>.

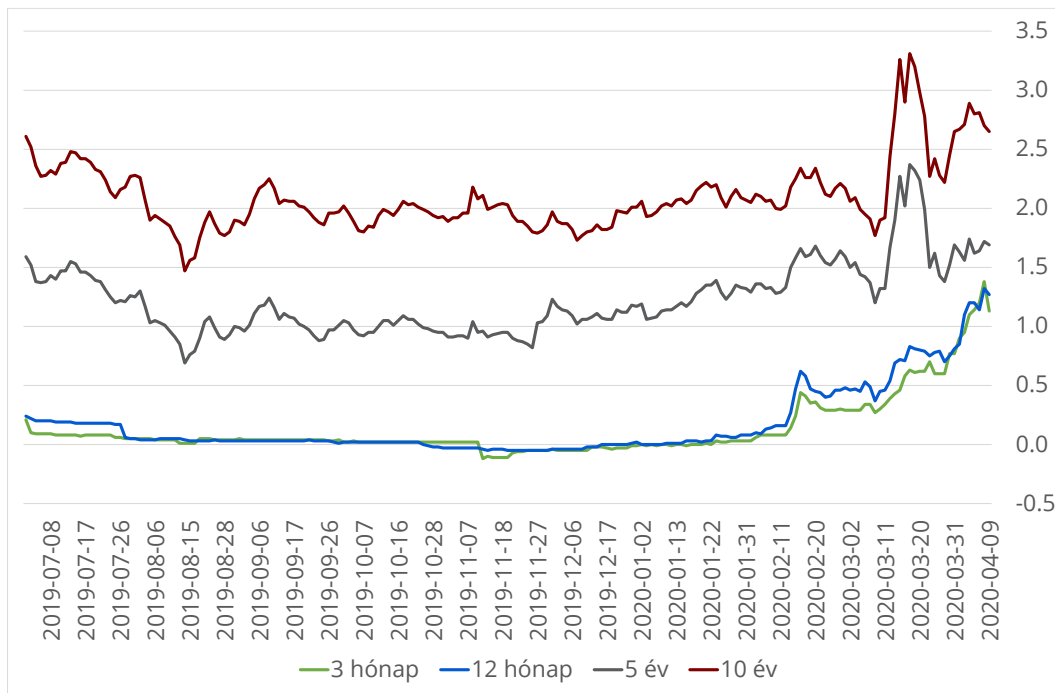
18. ábra: A forint árfolyam változása (2020 január 2. = 0)



Forrás: MNB

Az állampapír piaci hozamok jelentősen emelkedtek. A rövidebb futamidőkön az emelkedés január vége óta szinte folyamatos és 120-130 bázispontot tesz ki. A rövid hozamok emelkedését a kedvezőtlenebb inflációs adatok illetve a meredeken gyengülő árfolyam következtében kialakuló jegybanki kamatemelési várakozások fűtötték. A hosszabb lejáratú hozamok alakulásában ugyanakkor nagyobb szerepet játszott a kockázati prémium változása. Az 5 és 10 éves hozamok március közepi megugrását némi korrekció követte, így a hozamok összességében 60-70 bázisponttal emelkedtek a 2020 január eleji szintekhez képest (19. ábra).

19. ábra: Az állampapíripiaci hozamok alakulása



Forrás: ÁKK

Előrejelzésünk szerint a COVID-19 járvány közvetett és közvetlen hatásának következtében a magyar gazdaság 2020-ban recesszióba kerül. Elemzésünkben azzal számolunk, hogy a járvány kapcsán bevezetett óvintézkedések 2 hónapig maradnak életben. A leállás időszakában a gazdaság teljesítménye 26 százalékkal alacsonyabb a „normálisnál”, ami a feldolgozóipar termelés kiesése mellett esősorban a turizmushoz kapcsolódó szektorok, illetve a kereskedelem és a szállítmányozás visszaeséséhez köthető.

Alappályánk szerint 2020-ban a gazdasági visszaesés mértéke éves szinten 4,8 százalék körül alakulhat. A kibocsátás így jóval elmaradhat a potenciális szintjétől és a negatív kibocsátási rés a potenciális GDP 5 százaléka körül alakulhat (20. ábra).

A bejelentett költségvetési és jegybanki intézkedések⁹ megítélésünk szerint elsősorban a likviditási korlátok enyhítésén és a finanszírozási lehetőségek kibővítésén keresztül járulnak hozzá a válság hatásainak mérsékléséhez (Lásd keretes írást). A költségvetési intézkedések összességében nem élénkítik a gazdaságot, mivel azok forrását a kormány költségvetésen belüli átcsoportosításokkal illetve adóemelésekkel kívánja fedezni. A rendkívül magas szintre tervezett tartalékoknak köszönhetően a kormány könnyen és hatékonyan tud költségvetési

⁹ Elemzésünkben a 2020 április 15-éig bejelentett intézkedéseket illetve a költségvetési intézkedések finanszírozásával kapcsolatos kormányzati kommunikációt vettük figyelembe.

forrásokat átcsoportosítani. Ugyanakkor, mivel a tartalékokat az állam egy „válságmentes” forgatókönyvben is felhasználta volna – illetve megítélésünk szerint azok egy része a ciklikus folyamatok miatt kieső adóbevételeket fedezte volna – a költségvetés strukturális egyenlege várhatóan nem változik érdemben az átcsoportosítások következtében. Így költségvetési oldalról nem történik érdemi gazdasági stimulus. Emellett a gazdasági visszaesés tompítása szempontjából meghatározó kulcsterületekre, azaz a vállalati csődök és a tömeges elbocsátások kockázatát közvetlenül csökkentő intézkedésekre szánt összeg korlátozott, a támogatások igénybevételi mechanizmusa komplikált, a kritériumrendszer pedig jelentősen korlátozhatja az igénybevételre jogosult vállalatok körét.

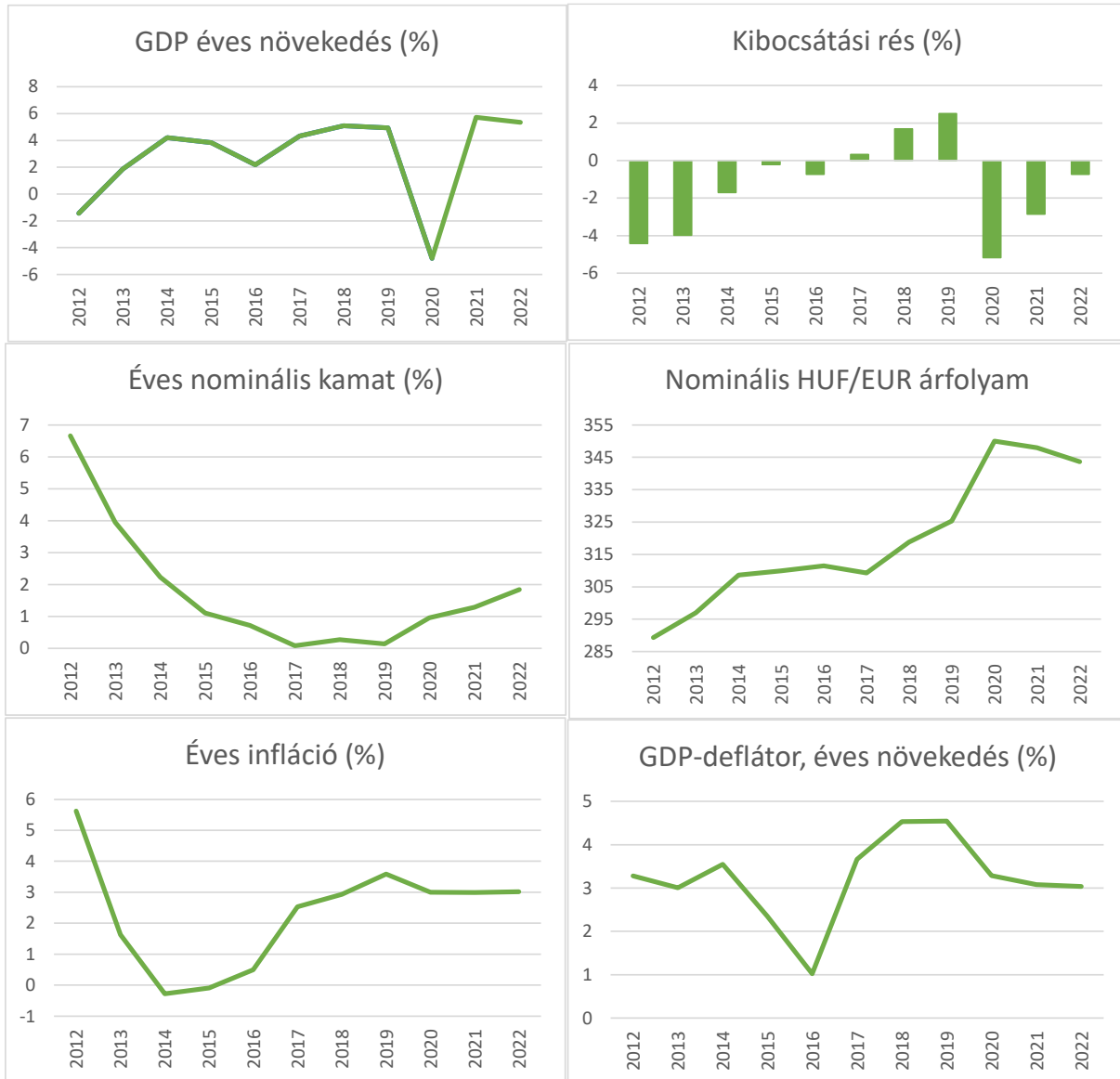
A monetáris politikai mozgásterét a kockázati prémium emelkedése által kiváltott árfolyamgyengülés és hozamemelkedés szűkíti. A jegybank 2020 márciusában a forintárfolyam gyors gyengülése következtében kamatemelésre kényszerült, amit a kamatfolyosó „tetejének feltolásával”, illetve az 1 hetes fedezett hiteleszköz kamatának 1,85 százalékra történő emelésével ért el. Az effektív rövid kamatszint (HUFONIA) közel 50 bázisponttal emelkedett az év eleji szintekhez képest.

A jegybank ugyanakkor számos intézkedést jelentett be, amelyek alapvető célja, hogy növelje a bankrendszer likviditását, támogassa a vállalatok hitelezését és közvetetten oldja az államháztartás finanszírozási feszültségeit. Az MNB megemelte a kkv finanszírozását célzó Növekedési Hitelprogram és a nagyvállalati finanszírozást segítő Növekedési Kötvényprogramot keretét. A két program keretében összesen 3000 milliárd forintnyi extra forrást biztosít a vállalatoknak. Emellett a jegybank 1 százalékponttal csökkentette a kötelező tartalékrátát, így 250 milliárd forinttal növelte a bankrendszer szabad likviditását. Az MNB 1500 milliárd forint értékben indít államkötvény és jelzáloglevél-vásárlási programot.

Az Európai Uniótól érkező források is elsősorban a finanszírozási helyzet könnyítéséhez járulhatnak hozzá. Az unió ugyanis nem rendelkezik az EU költségvetésen kívüli extra forrásokkal. Ugyanakkor lehetőséget biztosít a tagállamoknak arra, hogy a 2014-2020-as ciklusban megítélt EU strukturális alapok támogatásait szabadon felhasználhassák a válság kezelésére. Emellett az előlegeket az EU azonnal és feltétel nélkül folyósítja, míg az EU finanszírozással kapcsolatos tagállami visszafizetések határidejét 2025-re halasztja. Magyarország az adott ciklusban rendelkezésre álló források közel 40 százalékát használta fel. A maradék rész felhasználásáról ugyanakkor már korábban döntés született és a kormányzati kommunikáció értelmében a már odaítélt támogatások nem kerülnek átcsoportosításra. Így hazánk nem tud élni az Unió által biztosított mozgástérrel. A forintárfolyam gyengülése ugyanakkor megnövelte a jövőben lehívandó támogatások forintértékét, ami a

Pénzügyminisztérium közlése szerint akár 1000 milliárd forinttal is megnövelheti a támogatások forintban kifejezett értékét.

20. ábra: Az alappálya főbb makrováltozói



Forrás: OGREsearch

Összességében arra számítunk, hogy a hazai gazdaságpolitikai „mix”, azaz a ciklikus hatásokon felül közel semleges költségvetési keresleti hatás, a jegybanki kamatemelés és a likviditásbővítő illetve finanszírozást könnyítő intézkedések csak mérsékelten tompítják a COVID-19 belső keresletre gyakorolt kedvezőtlen hatását. Így az átmeneti leállások, illetve a külső kereslet csökkenése következtében elszenvedett bevételkiesés a magánszektorban komoly alkalmazkodás vált ki. A vállalatok jelentős mértékben csökkentik bérköltségeiket, növelik a részmunkaidőben foglalkoztatottak számát, illetve tömeges elbocsátásra

kényszerülnek. A jövedelemcsökkenés, az elbocsátások, a romló jövedelemvárakozások és a bizonytalanság növekedése hatására a lakosság mind fogyasztási, mind beruházási kiadásainak mérséklésével reagál.

Miközben a jegybanki és kormányzati programok hatékonyan kezelhetik a likviditási és finanszírozási sokkok hatását, a növekedési kilátások hosszabb távú romlása a vállalatokat is a tervezett beruházások elhalasztására kényszerítheti. A beruházások bővülését emellett lassítja, hogy az EU források kifutása 2020-ban már mérsékelheti az állami beruházásokat, mivel az uniós források kiesését az állam csak részben pótolja saját forrásból.

A külső konjunktúra romlásával az export bővülése ugyancsak lassulhat 2020-ban, amit várakozásunk szerint nem kompenzál teljes mértékben az import belföldi felhasználás visszaesésével összefüggő mérséklődése. Összességében arra számítunk, hogy a nettó export egyenlege tovább romlik és negatívan járul hozzá a GDP növekedéshez.

A belső kereslet visszaesése és a gyengülő árfolyam eredőjeként az infláció 2020-ban mérséklődhet és 3 százalék közelében alakulhat. A GDP-deflátor emelkedése a 2019-ben tapasztalt 4 százalék feletti érték után várhatóan csak enyhén haladja meg a 3 százalékot.

Keretes írás: A 2020 március 15 - április 15 időszakban bejelentett főbb kormányzati intézkedések áttekintése

A COVID-19 járvány gazdasági és társadalmi következményeinek enyhítése érdekében a kormány a jegybankkal együttműködésben több lépésben egy a GDP 18-22 százalékát kitevő intézkedéscsomagot jelentett be. A gigantikus méretű csomag jelentős részét az MNB által bevezetett likviditásbővítő és finanszírozást támogató intézkedések (3000 Mrd forint), a hitelmoratórium (1500-3000 Mrd forint) és a kamat, illetve garanciatámogatott hitelek (2000-2500 Mrd forint)¹⁰ képviselik. Ezen intézkedések egy részének nincs költségvetési hatása (hitel moratórium), másik része pedig rövidtávon nem jár közvetlen költségvetési hatással.

A járványhoz kapcsolódó megnövekedett egészségügyi kiadásokat, valamint a gazdaságvédelmi intézkedéseket a kormány alapvetően 2 újonnan létrehozott alapon keresztül kívánja finanszírozni. Az alapok forrását a központi költségvetés tartalékaiból, átcsoportosításokból, illetve újonnan kivetett adókból teremti meg. A 2020 április közepéig megfogalmazott kormányzati intézkedések összességében arra utalnak, hogy a kormány nem

¹⁰ A hitel-, tőke- és garancia program részleteiről még nem döntött a kormány.

tervezi költségvetési keresletélénkítő lépések bevezetését, így az automatikus stabilizátorok működésén túlmenően nem kerül sor strukturális költségvetés lazításra.

1. Járványelleni Védekezési Alap

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

Az alap forrásait a kormány a következő célokra kívánja felhasználni: (i) egészségügyi dolgozók egyszeri bérkiegészítése (71 Mrd forint), (ii) egészségügyi dolgozók béremelése (nem új intézkedés, 82 Mrd forint), (iii) egészségügyi eszközvásárlások és beruházások (381 Mrd forint). A fennmaradó 100 Mrd forint körüli összeg felhasználásáról egyelőre nem született döntés.

2. Gazdaságvédelmi Alap

A Gazdaságvédelmi Alap fő forrását a központi költségvetésnél megcélzott, összesen 922 milliárd forintot kitevő megtakarítások képezik. A kormányzati kommunikáció szerint a tervezett megtakarítások döntő része az Innovációs és Technológiai Minisztériumnál (334 Mrd forint), a Miniszterelnökségnél (119 Mrd forint), az Emberi Erőforrások Minisztériumánál (81 Mrd forint), valamint a Kabinetirodánál (46 Mrd forint) keletkezik. A központi költségvetésben megcélzott megtakarítások konkrét forrásáról (i.e. milyen típusú kiadások csökkennek, illetve kerülnek elhalasztásra) egyelőre nem áll rendelkezésünkre információ. Feltevéseink szerint a megtakarítások döntő része a beruházási és a dologi kiadásoknál jelentkezik majd.

A kormány a 922 Mrd forintnyi átcsoportosított forrást a következő fontosabb, a válságot megelőző időszakhoz képest új célokra kívánja fordítani:

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

(ii) *Munkahely megőrzési program* legfontosabb eleme a német kurzarbeits mintájára a válság időszakában a csökkentett munkaidős foglalkoztatás legfeljebb 3 hónapig tartó támogatása (195 Mrd forint becsült kiadásnövelő hatás). Emellett a kormány ugyancsak legfeljebb 3

hónapig támogatja a kutató-fejlesztő tevékenységet végző munkavállalók foglalkoztatását (22 Mrd forint becsült kiadásnövelő hatás).

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

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

(v) *Vállalkozói adóterhek csökkentése* keretében az állam legfeljebb 5 millió forintig adóteher mérséklést ítélhet meg, a kisvállalati adókulcs 1 százalékponttal csökken, az idegenforgalmi adófizetési kötelezettség 2020 végéig felfüggesztése kerül, a SZÉP kártya keretösszege nő, míg a kapcsolódó adóterhek csökkennek, a rozsdaovezet új lakásépítés esetében az áfa teher 5 százalékra csökken. Az intézkedések költségvetési hiánynövelő hatása a kormányzati közlés alapján 40 Mrd forintra tehető.

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

Összességében a kormány az elmúlt hetekben 2020-ra vonatkozóan becslésünk szerint 1310 milliárd forintnyi, azaz a GDP közel 3 százalékát kitevő nettó kiadásnövelő intézkedésről döntött (a korábban meghozott intézkedéseket nem számítva). Ezeket döntő részben a költségvetési tartalékokból, költségvetésen belüli átcsoportosításból, illetve az újonnan kivetett adókból finanszírozza. Az újonnan kivetett adók mellett a költségvetési törvényhez képest további többletforrást jelent, hogy az árfolyam gyengülése következtében megnövekszik az uniós támogatások forintban kifejezett értéke (a többletforrások a Pénzügyminisztérium szerint elérhetik az 1000 milliárd forintot is). Emellett 2020-ban az MNB 250 milliárd forintos eredményt fizet be a költségvetésbe, aminek közel 20 százaléka, azaz a GDP 0,1 százaléka a hiányt mérsékli (költségvetési bevételként kerül elszámolásra). A fennmaradó, 200 Mrd forintos összeg pedig az államadósság finanszírozását „tehermentesíti”. További finanszírozási tehermentesítést jelent emellett az uniós transzferek folyósításának felgyorsítása.

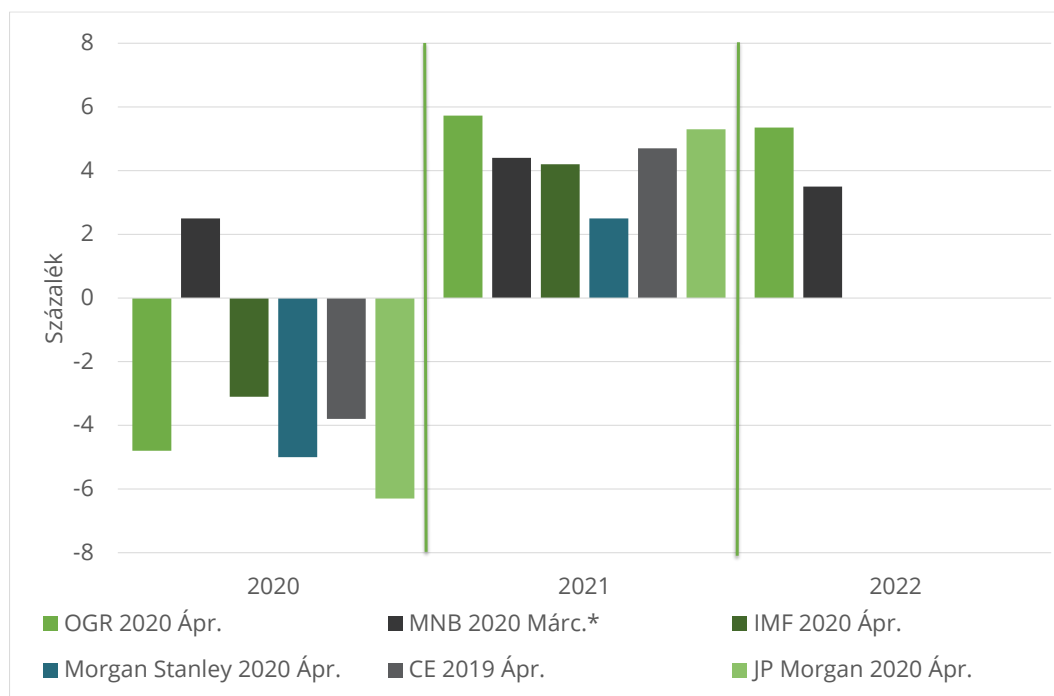
2021-ben várakozásunk szerint megindul a kilábalás és a GDP reál növekedése 5,7 százalék körül alakulhat. A feltételezett komoly korrekció ellenére a GDP továbbra is számottevő mértékben, a GDP 2,8 százalékával elmaradhat a potenciális szintjétől. A kibocsátási rés lassabb záródása részben az eurozóna feltételezett elnyújtottabb kilábalásához köthető.

A válság utáni korrekciónak köszönhetően 2022-ben is gyors, 5,4 százalékos növekedésre számítunk, és azt feltételezzük, hogy ekkorra a kibocsátás már csak enyhén, 0,7 százalékkal

marad el a potenciális szintjétől. A válság elhúzódó hatása következtében előrejelzésünk szerint a GDP csak 2024-re éri el potenciális szintjét.

Összességében megítélésünk szerint a COVID-19 jelentős recessziót vált ki az eurozónában és részben ezzel összefüggésben Magyarországon is. Előrejelzésünk szerint a GDP 2020-ban reálértelemben 4,8 százalékkal csökkenhet és a kibocsátás több mint 5 százalékkal maradhat el a potenciális szintjétől. A COVID-19 közvetlen és közvetett negatív hatásai mellett a növekedés lassulásában az is szerepet játszik, hogy 2020-ban a fiskális politika már nem járul hozzá a kereslet élénküléséhez és a monetáris politika is szigorításra kényszerül. Emellett lassul az uniós transzferek beáramlása is. A válságból való kilábalás előrejelzésünk szerint 2021-22-ben magas, 5 százalék feletti reálnövekedést valószínűsít, de a kibocsátás még 2022-ben is enyhén elmaradhat a potenciális szintjétől. A gazdaság potenciális növekedése hosszabb távon 2,5 százalék körül alakul.

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



Forrás: OGR saját számítás, MNB, IMF, Morgan Stanley, Consensus Economics (CE), JP Morgan

Előrejelzésünk 2020-ban az intézményi előrejelzők többségénél mélyebb recessziót valószínűsít. Ebben azonban megítélésünk szerint szerepet játszik az is, hogy a korábban publikált előrejelzésekhez képest elemzésünkben több olyan adatot és információt tudtunk figyelembe venni, ami segít a kibontakozó válság mélyégének megítélésében. Emellett a kibocsátás visszaesésére vonatkozó prognózisok jelentős mértékben függenek a gazdaság „leállásának” feltételezett időtartamától. A 2020-ra feltételezett nagyobb visszaeséssel és az

azt követő feltételezett kilábalással összhangban 2021-22-re gyorsabb növekedést vetítünk előre, mint a közelmúltban publikált intézményi előrejelzések (21. ábra).

3.4 Költségvetési folyamatok

A kormány 2020 március közepe óta több lépésben számos új válságkezelő intézkedést jelentett be, amelyeket a 2020-ra rendelkezésre álló, a költségvetési törvény értelmében a GDP 1 százalékát kitevő költségvetési tartalékokból, a kiadások átcsoportosításából, illetve az újonnan kivetett adókból kívánja fedezni (Lásd keretes írást). Így azzal számolunk, hogy a költségvetés ciklikusan igazított elsődleges egyenlege nem változik érdemben, ami egyben azt jelenti, hogy a költségvetési tervekben szereplő és általunk korábban előrevetített érdemi strukturális egyenleg csökkentésre 2020-ban nem kerül sor. A COVID-19 következtében kialakuló recesszió ugyanakkor jelentős mértékben csökkenti a költségvetés ciklustól függő nettó bevételeit és tükröződik a GDP-arányos kamatkidadások enyhe emelkedésében is.

Előrejelzésünk szerint 2020-ban a bejelentett keresletélénkítő intézkedések hiánynövelő hatását ellensúlyozzák az állam beruházási kiadásainak csökkenése és a pénzügyi transzfereknél valamint a dologi kiadásoknál jelentkező megtakarítások. Az állami beruházások csökkenése egyrészt az uniós transzferek visszaeséséhez, másrészt a válság miatt bekövetkező kiadás átcsoportosításokhoz köthető. A 2019 májusában bejelentett Gazdaságvédelmi akcióterv értelmében 2020-ban folytatódik a szociális hozzájárulási adókulcsának csökkentése. Emellett számos adó csökkentést tartalmazott a csomag (kiva 13-ról 12 százalékra csökkentése, szálláshely-szolgáltatás áfájának 18-ról 15 százalékra csökkentése, reklámadó csökkentése, kistelephelyeken építésre, felújításra használt lakóingatlanoknál 5 millió forintig áfa-visszatérítés, kisvállalati fejlesztési adókedvezmények keretének fokozatos bővítése). Az akcióterv 2020-ra becsült nettó hiányhatása a GDP közel 1 százalékára tehető. Emellett további, a GDP 0,2 százaléka körüli hiánynövelő hatással bírnak a 2019 februárjában bejelentett Családvédelmi akcióterv intézkedései. A kiadási oldalon elsősorban a babaváró hitelhez kapcsolódó kamattámogatás és gyermekvállalási támogatás, valamint a falusi CSOK bírnak érdemi hatással. Bevételi oldalon a négygyermekes anyák adómentessége jelenti a legnagyobb kiesést. Az intézkedések 2020-as hiánynövelő hatását ugyanakkor mérsékelheti, hogy a megváltozott környezetben a háztartások elhalaszthatják beruházásaikat és az ehhez kapcsolódó támogatások igénybevitelét.

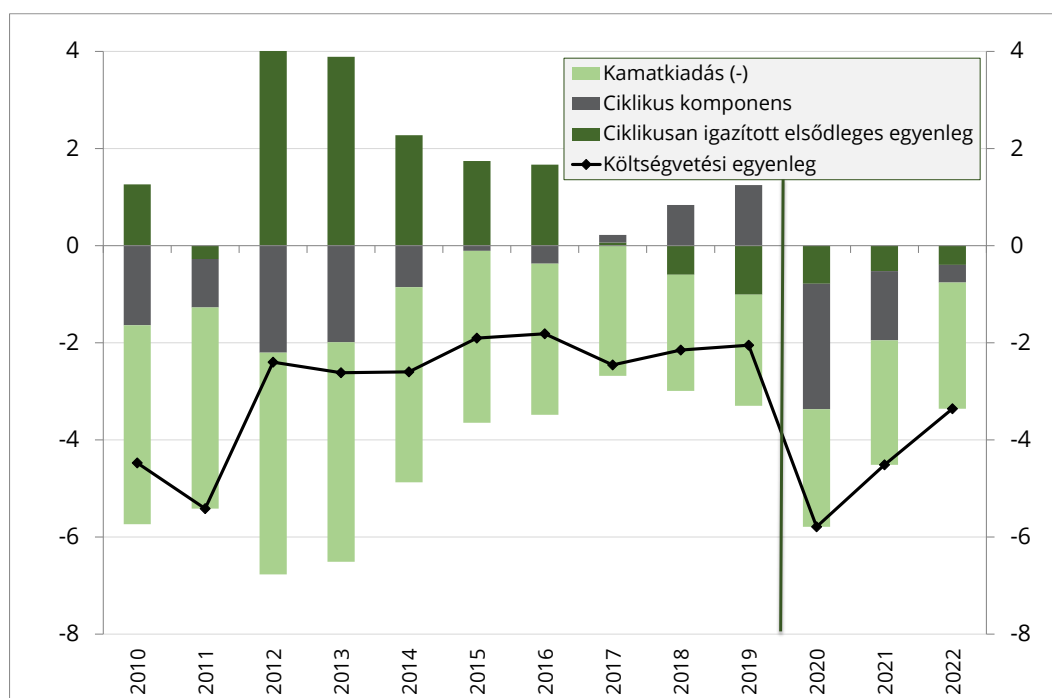
A gazdaság visszaesése jelentős nettó bevételkiesést okoz a költségvetésben. A gazdaság ciklikus helyzetével összefüggő kiadások (jellemzően a munkanélküli járadékok) és bevételek

(elsősorban az adók) egyenlege, azaz a *költségvetés ciklikus komponense* becslésünk szerint a GDP mintegy 4 százalékaival rontja a költségvetés egyenlegét 2020-ban.

A *kamatkiadások* esetében a kockázati prémium emelkedése, az emelkedő hozamkörnyezet a kamatkiadások GDP-arányában történő enyhe, 0,1 százalékpontos növekedését vetíti előre. A kamatkiadás így becslésünk szerint a 2019-es GDP-arányában 2,3 százalékos szintről 2020-ra 2,4 százalékra emelkedhet.

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

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



Forrás: OGRResearch

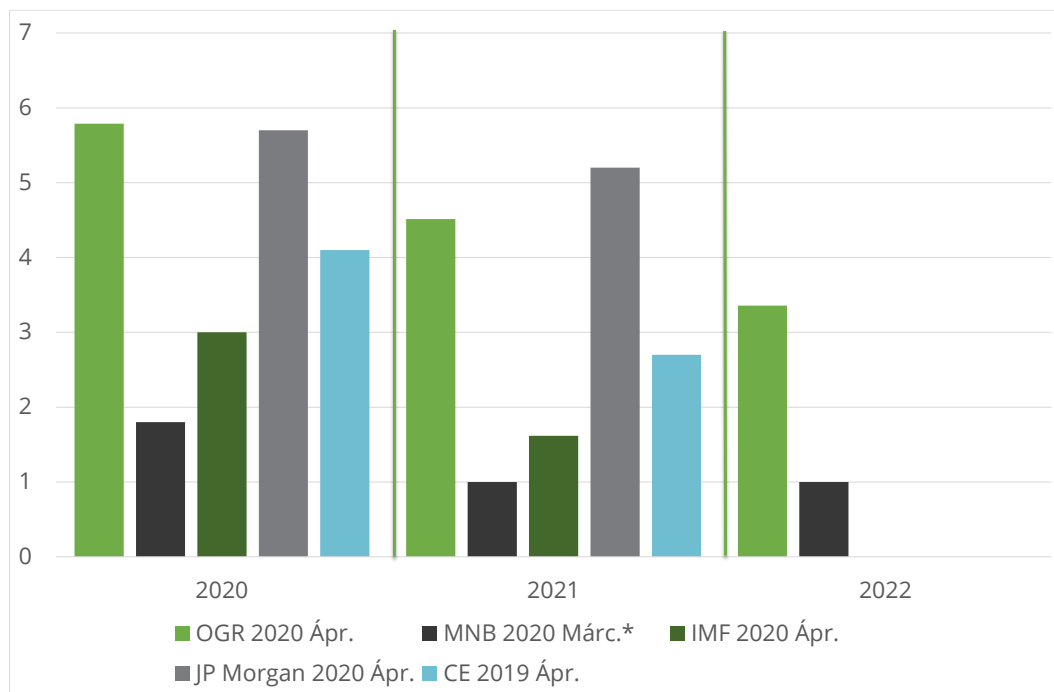
2021-ben a gazdaság növekvő pályára áll, a negatív kibocsátási rés záródik, így a ciklikus komponens változása már mintegy 1,2 százalékkal csökkenti a költségvetési hiányt. Emellett azt feltételezzük, hogy a kormány 2021-ben is óvatos költségvetési politikát követ így nem vezet be érdemi hiányhatással bíró intézkedéseket. A ciklikusan igazított elsődleges egyenleg így enyhén tovább mérséklődhet. Az adósság fokozatos átárazódásával az államadósság implicit kamatköltsége azonban emelkedik, így a GDP-arányos kamatkiadások kismértékben növekedhetnek. A fenti tényezők összességében a költségvetés ESA hiányának GDP 1,3 százalékát kitevő csökkenését valószínűsítik, így a hiány a GDP 4,5 százaléka körül alakulhat.

2022-ben közel semleges költségvetési politikával számolunk, és azt feltételezzük, hogy a költségvetési hiánynövelő intézkedések hatását a kiadások GDP-arányában történő mérséklése ellensúlyozza. Becslésünk szerint ebben az időszakban a GDP-arányos kamatkidadások nem emelkednek tovább. A negatív kibocsátási rés záródása következtében a *ciklikus komponens változása ugyanakkor* tovább, a GDP több mint 1 százalékkal csökkenti a hiányt.

A fenti folyamatok eredményeképpen az ESA szemléletű *költségvetési hiány* 2020-ra előrejelzett jelentős növekedés után csökkenő pályára áll, de 2022-ben is a GDP 3 százaléka felett maradhat. A feltételezett konzervatív fiskális politika következtében a strukturális egyenleg a 2019-re becsült 3 százalék feletti értékről 2022-re 3 százalékra csökken, azaz a költségvetés hiánya elemzésünk szerint a potenciálissal megegyező kibocsátás mellett 3 százalék körül alakulna. A strukturális egyenleg ugyanakkor várakozásaink szerint 2022-ben is jelentős mértékben meghaladja az Európai Bizottság szabályrendszere által kitűzött 1 százalékos célértéket.

2020-22 időszakra vonatkozó költségvetési hiány-előrejelzésünk a többi intézményhez képest magas, ami a gazdaság ciklikus állapotának kedvezőtlenebb megítéléséhez köthető. (23. ábra).

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



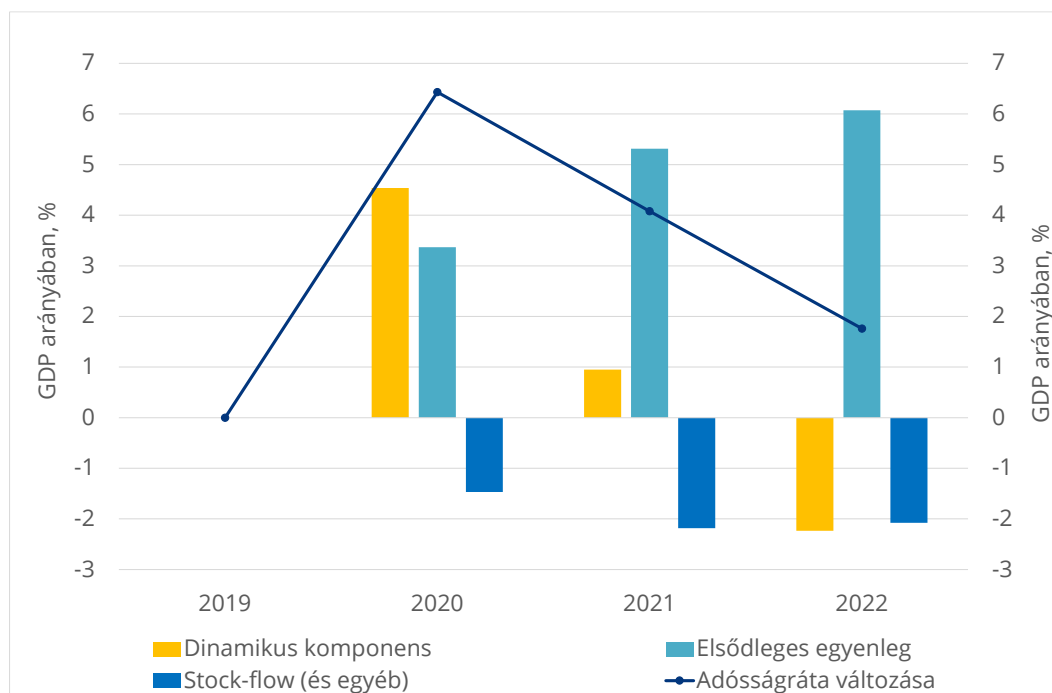
Forrás: OGR saját számítás, MNB, IMF, Morgan Stanley, Consensus Economics (CE), JP Morgan

3.5 Államadósság

Előrejelzésünkben az államadósság átmeneti megugrására, majd határozott csökkenésére számítunk. A maastrichti adósságráta ugyanakkor 2022 végén is magasabb szinten állhat, mint a 2019 végén megfigyelt 66,3 százalékos szint. Az adósságráta kumulált emelkedése ciklikus okokhoz, azaz a GDP visszaeséséhez, illetve az adóbevételek csökkenésének hiánynövelő hatásához köthető.

A COVID-19 által kiváltott recesszió megtöri az adósságráta csökkenésének folyamatát. A GDP-arányos adósságráta 2020-ban a GDP 6,4 százalékával 72,8 százalékra emelkedhet, majd a mutató ismét csökkenő pályára áll és 2022-re közel 68 százalékra mérséklődhet. A költségvetés elsődleges többlete hiányba fordul és ugyan előrejelzésünk szerint fokozatosan mérséklődik, de az egyenleg így is a teljes horizonton negatív marad. Az elsődleges egyenleg 2020-2022 időszakra kumulált adósságráta növelő hatása meghaladhatja a GDP 6 százalékát. Az adósságrátát csökkentik a költségvetési hiányt nem befolyásoló, de az adósságban megjelenő, úgynevezett stock-flow tételek, ami döntő részben az uniós támogatások utófinanszírozásához köthető (24. ábra).

24. ábra: Az államadósság kumulált változása 2019-hez képest (2019 = 0)

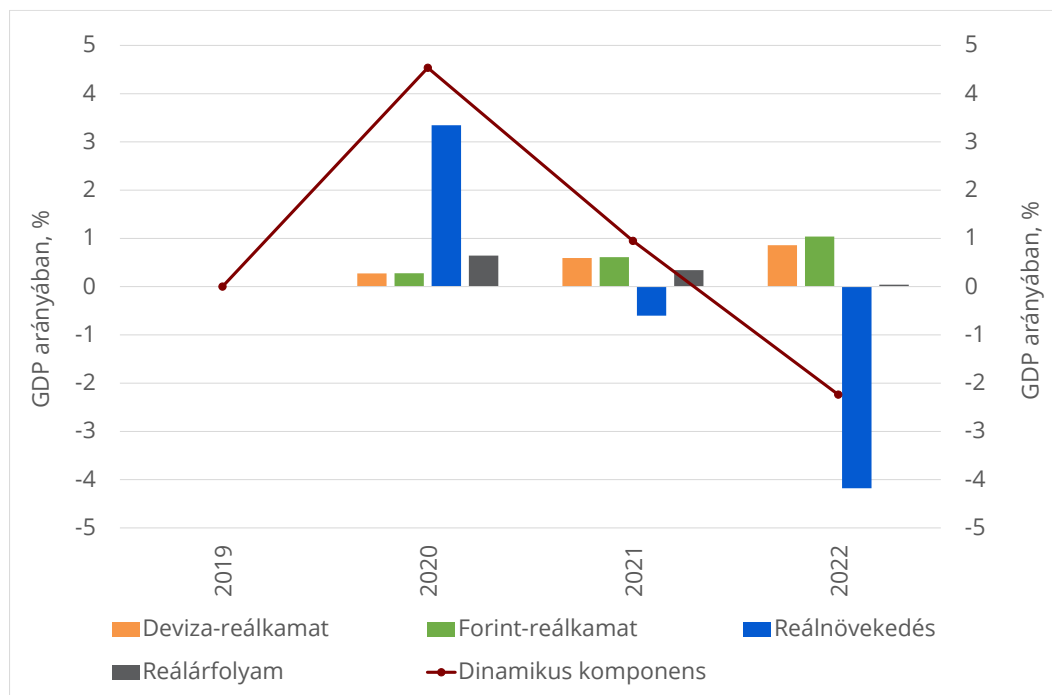


Forrás: OGRResearch

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

2020-ban a reálgazdasági visszaesés, a reálkamat kiadás és a reálárfolyam gyengülése, azaz a dinamikus komponens több mint 4,5 százalékkal növeli az adósságrátát. 2020-21-ben az 5 százalék feletti reálgazdasági növekedés és a várt enyhe reálfelértékelődés hatására a dinamikus komponens már az adósságráta csökkenése irányába hat. De a reálkamat-reálárfolyam-reálnövekedés hármass 2020-22 időszakra kumulált adósságcsökkentő hatása alig haladja meg a 2 GDP százalékát. (25. ábra). Az emelkedő hozamkörnyezet és a kockázati prémium növekedése következtében az adósság átlagos finanszírozási költsége, azaz az implicit reálkamat enyhén emelkedhet, de historikus viszonylatban továbbra is alacsony maradhat. Az adósságra fizetett reálkamat kumulált adósságnövelő hatása az előrejelzési horizonton nem éri el a GDP 2 százalékát.

25. ábra: A dinamikus komponens és részeinek kumulált hatása az adósságrátára (2019 = 0)

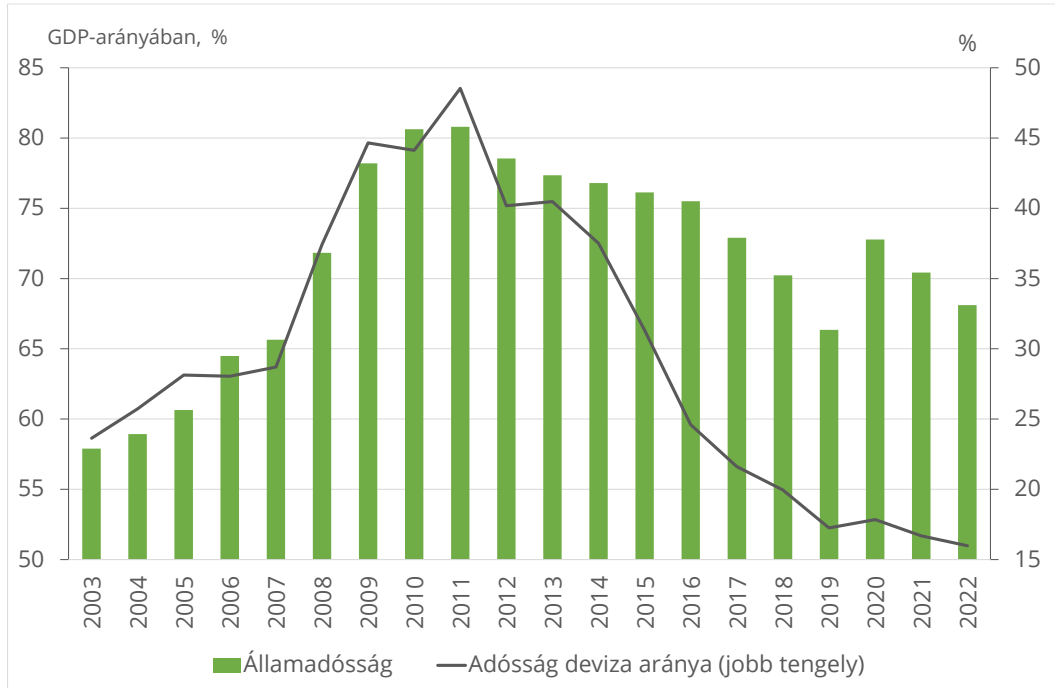


Forrás: OGRResearch

Az elmúlt években tapasztaltakkal összhangban az adósságcsökkenés dinamikáját jelentős mértékben befolyásolják az uniós transferek finanszírozásával kapcsolatos hatások is. Az uniós költségvetési ciklus első felében a tagországok jellemzően előfinanszírozzák az uniós kifizetéseket. Ezzel párhuzamosan a költségvetésnek pénzügyi követelése keletkezik az unióval szemben, azaz az eredményszemléletű költségvetési hiányra ezen finanszírozási tételek nem hatnak. Ugyanakkor a bruttó adósságállományt megemelik. A költségvetési ciklus második felében ezzel szemben az uniós kifizetések az előrejelzések szerint meghaladják a ténylegesen felhasznált forrásokat. Így az ebből eredő hatások már kedvezően hatnak az adósságcsökkenés dinamikájára. A vizsgált időszakban az uniós finanszírozáshoz köthető és

egyéb stock-flow hatások kumulált értelemben a GDP 2 százalékaival csökkenthetik az adósságrátát (24. ábra).

26. ábra: Az államadósságráta és a devizaarány



Forrás: OGREsearch

Feltevésünk szerint az Államadósság Kezelő Központ a válság időszakában is folytatja a külföldi finanszírozás csökkentésére vonatkozó stratégiai célkitűzésének megvalósítását. Így a 2020-ra várt árfolyamgyengülés átmeneti devizaadósság növelő hatásától eltekintve az elkövetkező években az devizaadósság arányának folytatódó csökkenésére számítunk (26. ábra).

4 Felhasznált irodalom

Consensus Economics (2020): Eastern Europe Consensus Forecasts, April 2020

European Commission (2019): European Economic Forecast. Autumn 2019

https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts/autumn-2019-economic-forecast-challenging-road-ahead_en

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

https://ec.europa.eu/info/publications/european-economic-forecast-winter-2020_en

European Commission (2019): Commission report to the Council on the enhanced surveillance mission in Hungary of 26 September 2019

[https://www.eumonitor.eu/9353000/1/j4nvke1fm2yd1u0_j9vvik7m1c3gyxp/vl3riosnvlxq/v=s7z/f=/com\(2019\)920_en.pdf](https://www.eumonitor.eu/9353000/1/j4nvke1fm2yd1u0_j9vvik7m1c3gyxp/vl3riosnvlxq/v=s7z/f=/com(2019)920_en.pdf)

International Monetary Fund (2020): World Economic Outlook, 2020 April

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>

Magyarország Kormánya (2019): Magyarország Konvergencia Programja 2019 – 2023, 2019

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2019-european-semester-convergence-programme-hungary_hu.pdf

Magyar Nemzeti Bank (2019): Költségvetési Jelentés, Féléves elemzés az államháztartási folyamatokról – 2019. szeptember

<https://www.mnb.hu/letoltes/ko-ltse-gvete-si-jelente-s-2019-szeptember.pdf>

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

<https://www.mnb.hu/letoltes/koltsegvetes-i-jelentes-a-2020-evi-koltsegvetes-i-torvenyjavaslatrol.pdf>

Magyar Nemzeti Bank (2020): Inflációs jelentés, 2020 március

<https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-21.pdf>

Magyar Nemzeti Bank (2020): Hitelezési folyamatok, 2020 március

<https://www.mnb.hu/letoltes/hitelezesi-folyamatok-2020-marcius-hu.pdf>

OECD (2020): Interim Economic Assessment, Coronavirus: The world economy at risk, March 2, 2020

<https://doi.org/10.1787/7969896b-en>

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

5 Függelék

5.1 Az alappálya főbb makrogazdasági mutatói

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nominális Kamatláb								
Éves kamat (%)	1.1	0.7	0.1	0.3	0.1	1.0	1.3	1.8
Eurozóna kamatláb (%)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Árfolyam								
Nominális árfolyam (EUR/HUF)	309.9	311.5	309.3	318.8	325.3	350.0	347.9	343.7
(változás % év/év)	0.4	0.5	-0.7	3.1	2.0	7.6	-0.6	-1.2
Árak								
Inflációs cél (% év/év)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Fogyasztói árindex (% év/év)	-0.1	0.5	2.5	2.9	3.6	3.0	3.0	3.0
GDP deflátor (% év/év)	2.3	1.0	3.7	4.5	4.5	3.3	3.1	3.0
GDP								
Reál GDP (% év/év)	3.8	2.2	4.3	5.1	4.9	-4.8	5.7	5.4
Kibocsátási rés (Potenciális GDP-arányában, %)	-0.2	-0.7	0.3	1.7	2.5	-5.2	-2.8	-0.7
Fiskális változók								
Költségvetési hiány (GDP arányában, %)	-1.9	-1.8	-2.5	-2.1	-2.0	-5.8	-4.5	-3.4
Ciklikusan igazított egyenleg (GDP arányában, %)	-1.8	-1.4	-2.6	-3.0	-3.3	-3.2	-3.1	-3.0
Államadósság (GDP arányában, százalék)	76.1	75.5	72.9	70.2	66.3	72.8	70.4	68.1

Forrás: OGRResearch

5.2 A modell bemutatása

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

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

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

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

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

27. ábra: A fiskális blokk kapcsolatrendszere a makrováltozókkal

