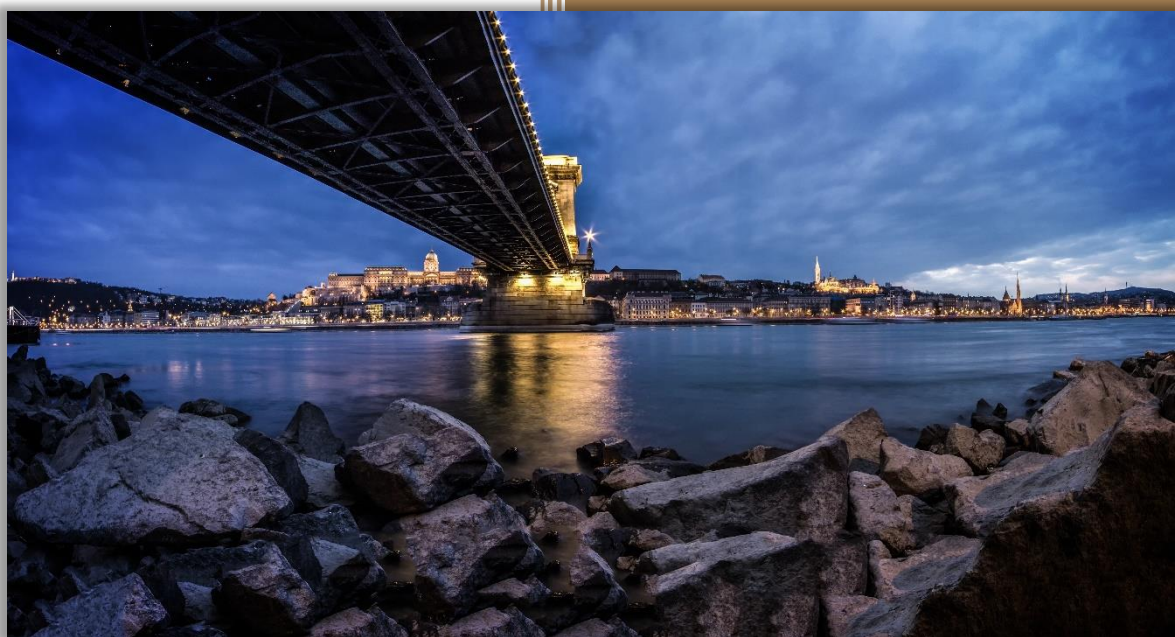


2020. április

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő



DANUBE CAPITAL
RESEARCH & ANALYTICS

Tartalom

	Mire érdemes figyelni ebben a gazdasági környezetben?	3
	A koronavírus-járvány gazdasági hatásai	5
	NEMZETKÖZI KITEKINTÉS: A KORONAVÍRUS-JÁRVÁNY HATÁSAI	5
	A KORONAVÍRUS-JÁRVÁNY HATÁSAI A HAZAI GAZDASÁGRA	15
	Előrejelzések és a hazai üzleti környezet	20
	DANUBE CAPITAL ELŐREJELZÉSEK	20
	GAZDASÁGI KILÁTÁSOK - 2020-TÓL ÉREZHETŐEN LASSUL A NÖVEKEDÉS DINAMIKÁJA ITTHON	20
	INFLÁCIÓS KILÁTÁSOK – A KÖVETKEZŐ ÉVEKBEN MÉG MARAD A CÉL FELETTI MAGINFLÁCIÓ	31
	ALTERNATÍV PÁLYÁK A GAZDASÁGI NÖVEKEDÉSRE	35

Lezárva: 2020. április 14. (az előrejelzéshez használt adatokat 2020. április 8-ig vettük figyelembe)

MIRE ÉRDEMES FIGYELNI EBBEN A GAZDASÁGI KÖRNYEZETBEN?

A koronavírus-járvány már eleve egy lassuló globális gazdasági növekedés mellett érte a világot és hozott nem várt visszaesést az aktivitásban. A járvány lecsengésének időpontja egyelőre bizonytalan, ebből fakadóan a mikro- és makrogazdasági hatások is nehezen számszerűsíthetők.

A gazdaságok újraindításában nagy szerepe van a már bejelentett fiskális és monetáris politikai eszköztáraknak, ám ezek mozgástere az elmúlt években leszűkült. A fejlett országok államadóssága átlagosan másfélszeresére nőtt és a költségvetési hiány is növekedett. A jegybankok pedig laza monetáris politikai környezetet tartanak fenn lényegében az előző, 2008-2009-es gazdasági válság óta.

A járvány elhúzódásával egyre nagyobb a valószínűsége a recesszió elmélyülésének. A fiskális és monetáris politikai intézkedések abban segíthetnek, hogy a kilábalás ne elnyújtott folyamat legyen („L-alakú válság”), hanem minél gyorsabb legyen a visszarendeződés és a növekedési pályára kerülés („V-alakú válság”).

Mind a járvány, mind az annak következtében hozott korlátozó intézkedések a keresletre és kínálatra is hatással vannak. Egyes iparágakat különösen súlyosan érint a jelenleg kialakult helyzet. A kereslet drasztikus csökkenését (keresleti sokk) láthatjuk a turizmus és vendéglátás, a közlekedés és szállítás esetében; ennek hatásaként egyes nyersanyagoknál, pl. az olaj esetében. Kínálati oldalon (kínálati sokk) a korlátozó intézkedések miatt lép vagy lépett fel áruhiány (feldolgozóipari termelés visszafogása) vagy fennakadás szolgáltatásokban, a folyamat jelentős részben a globális értékláncokon keresztül fejtheti ki hatását. Ilyen esetekben a bizalom hiánya az, amit a gazdaságpolitika nehezen tud kezelni.

A fiskális politikai csomagok esetében a vállalkozások terheinek csökkentése (adók, járulékok elengedése vagy felfüggesztése, hitelezési moratórium), hitelhez jutásuk megkönnyítése, a munkahelyek megtartása, illetve újrateremtése a kiemelt cél. Emellett szociális jellegű intézkedések, a munkaerő-piacról kiszoruló, valamint a családok, idősök és betegek támogatása került a középpontba.

A monetáris politika területén számos jegybank az alapkamat csökkentéséhez folyamodott, javították a pénzügyi rendszer likviditását, illetve kedvezményes hitelprogramokat indítottak, emellett eszközvásárlással (állampapír vagy vállalati kötvények) igyekeznek beavatkozni a kedvezőtlen piaci folyamatokba.

A gazdaság visszarendeződése során hazánkban is nagy jelentősége lehet a fiskális és monetáris politikai intézkedéseknek. Az itthon bejelentett kormányzati intézkedés csomagok a nemzetközi trendekkel összhangban a vállalkozások terheinek csökkentését, a munkahelyek megtartását, valamint a negatív társadalmi hatások mérséklését szolgálják. A beruházások támogatása a gazdaság minél gyorsabb élénkülését teheti lehetővé. A monetáris politika célja a pénzügyi rendszer likviditásának biztosítása, mind a bankrendszer támogatásán, mind pedig az újonnan induló hitelprogramok kapcsán.

A koronavírus-járvány hatására a gazdasági kilátások a korábbiaknál jelentősen képlekenyebbé váltak, így jelenleg egy rendkívül bizonytalan környezetben készítettük el makrogazdasági előrejelzésünket.

Az előrejelzés időszakában nem álltak még rendelkezésünkre ezen időszakra vonatkozóan kézzel fogható indikátorok, adatok a visszaesés mértékét illetően. Ráadásul azt sem látni még, hogy mikor ér véget a koronavírus-járvány, mikorra áll helyre a gazdaság a járvány lecsengését követően, melyek jelentősen befolyásolják az előrejelzéseinket. Mindezek miatt készítettünk egy átfogó alappályát az előttünk álló évek gazdasági növekedésére vonatkozóan, emellett pedig bemutatunk két alternatív pályát is a hazai kilátásokat illetően.

Alappályánk esetében a hazai GDP 4%-kal csökken 2020-ban a tavalyi évhez képest, annak ellenére, hogy az év második felében elindulhat az aktivitás ismételt bővülése a gazdaságban. Várakozásunk szerint 2021-ben tovább folytatódik a gazdaság visszarendeződése, így összességében 3,5%-os GDP-növekedést prognosztizálunk a jövő évre, míg 2022-ben 3,3%-osat.

Első, az alappályánál kedvezőbb feltételekkel rendelkező alternatív pályánk esetében az idei évben stagnálást mutathat a hazai gazdaság, majd jövőre 3,7%-kal nő a GDP 2020-hoz képest. Összességében a 2020-as válság esetében egy gyors, V-alakú kilábalással számolunk. Ugyanakkor a második, az alappályánál kedvezőtlenebb feltételeket támaztató alternatív pálya esetében idén akár 8,2%-os GDP-visszaesés is bekövetkezhet, és jövőre is csak 2,4%-os gazdasági bővülést várunk. A legpesszimistább szcenárió esetén L-alakú válsaggal számolunk a teljes gazdaság esetében. A GDP csak több év után tér vissza a 2019-es szintekre.

A koronavírus-járvány a korábbi inflációs előrejelzésünket is felülírta, az év elején és főleg március hónapban jelentősen átalakultak az inflációs kilátások. A teljes képet nézve várakozásunk szerint a hazai infláció 2020-ban átlagosan 2,9%-on alakul. A nemzetközi olajárak beszakadása és az olajárakkal kapcsolatos negatív kilátások miatt az év egészét tekintve az üzemanyagárak jelentős csökkenésére számítunk 2019-hez képest, mely már jelenleg is megmutatkozik az inflációs adatokban.

Az üzemanyagárak idei évi jelentős visszaesése a fő ok annak, hogy nagymértékben lefelé húztuk a headline inflációra vonatkozó előrejelzésünket. Ezt ellensúlyozza egyrészt, hogy a feldolgozatlan élelmiszerárak további jelentős emelkedésére számítunk 2020-ban. Ezenkívül a maginfláció várakozásunk szerint 2020-ban a tavalyi évi (3,8%) magas szint közelében alakulhat (áthúzódo hatások, valamint a forint árfolyamának jelentős gyengülése miatt), mely szintén emeli a headline inflációt. Továbbá a szabályozott árú termékekben visszafogott árszínvonalromlás várható.

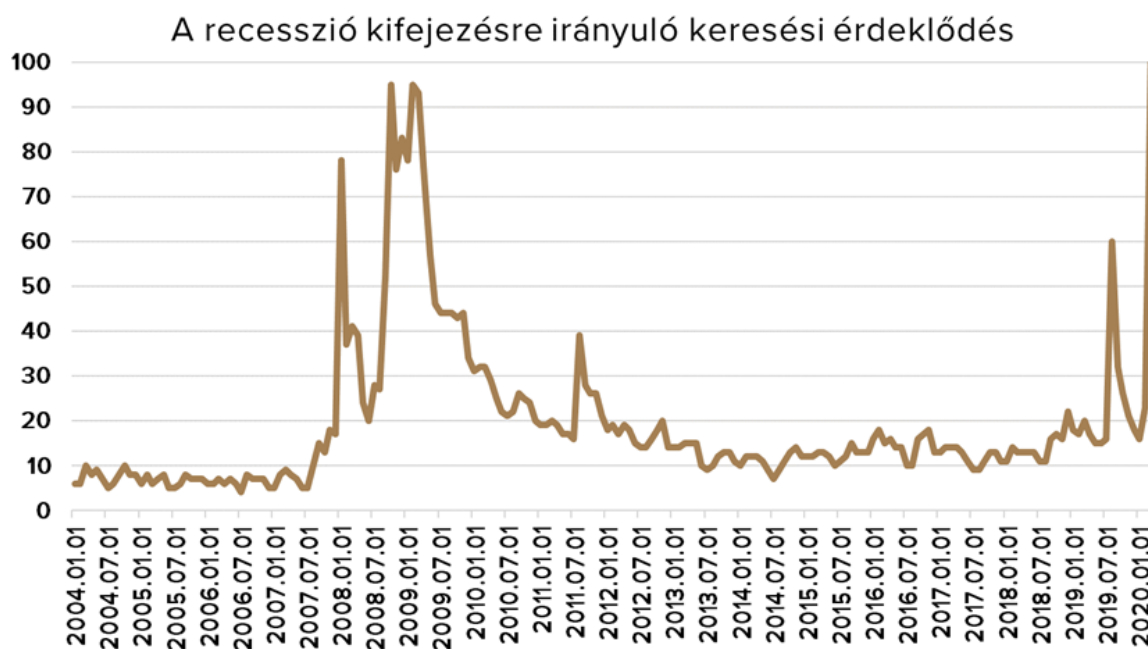
A KORONAVÍRUS-JÁRVÁNY GAZDASÁGI HATÁSAI

NEMZETKÖZI KITEKINTÉS: A KORONAVÍRUS-JÁRVÁNY HATÁSAI

A koronavírus-járvány nem várt gazdasági visszaesést hozott a világban. Ugyanakkor fontos megvizsgálni, hogy a járvány milyen gazdasági környezetben érte a világot. A Danube Capital korábbi elemzéseiben a gazdaság állapotát az önbeteljesítő lassulással jellemezte. Ez azt jelenti, hogy a gazdasági visszaesés már hosszú ideje a közbeszéd része volt (1. ábra).

A fejlett piaci jegybankok és kormányok már az elmúlt évek során is készültek egy gazdasági lassulásra és élénkítő intézkedéseket léptettek életbe (laza monetáris politikai környezet, kormányzati akciótervek). Már korábban is látható volt, hogy a monetáris és fiskális politikai intézkedések mozgástere lecsökkent az elmúlt évek során. Ebben a kontextusban kell értékelnünk a járvány gazdasági hatásait és az arra adott gazdaságpolitikai válaszokat is. A következőkben bemutatjuk a jelenlegi gazdasági visszaesést megelőző állapotokat, összehasonlítva a 2008-as krízis előtti állapotokkal. Emellett a nemzetközi fiskális és monetáris politikai gyakorlatot is bemutatjuk.

1. ábra



Forrás: Danube Capital, Google Trends

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Danube Capital blog az önbeteljesítő lassulásról:

„A kereskedelmi feszültségek és a globális növekedés lassulása aggasztó jelek, az üzleti bizalom fokozatos romlását eredményezik. Ugyanakkor ezek a témák alapvetően határozzák meg a jelenlegi gazdasági közbeszédet. Ezt jól szemlélteti a recesszió (1. ábra) kifejezésre irányuló internetes keresések számának elmúlt másfél évben tapasztalt megugrása. (...)

Az előbbieket alapján aligha gondolhatjuk azt, hogy a fenti kockázatokat a döntéshozók figyelmen kívül hagyják. Sőt éppen azt látjuk, hogy lépésről lépésre felkészülnek arra. Elég a Fed legutóbbi kamatcsökkentésére vagy a magyar kormányzat gazdaságvédelmi akciótervére gondolni. Sőt a német autóipari vállalkozások tervezett beruházásainak átütemezését is érdemes ebbe a kategóriába sorolni.

Következésképpen a fentiekben tárgyalt bizonytalanságok nem egy pániksituációt eredményeznek, hanem egy fokozatos alkalmazkodást a borúsabb gazdasági kilátásokhoz. Tehát globálisan nem egy önbeteljesítő válságra, hanem sokkal inkább egy önbeteljesítő gazdasági lassulásra érdemes számítani.” (2019.08.13.)

Lassuló globális növekedés és szűkülő állami mozgástér

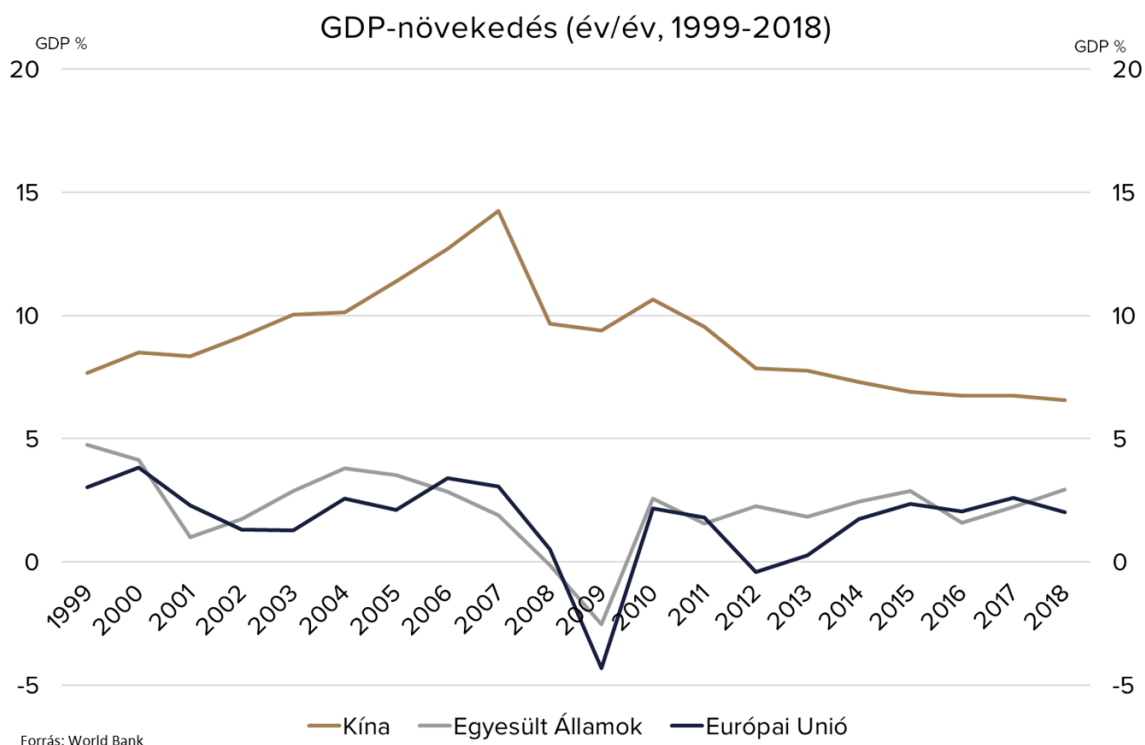
A koronavírus-járvány lassuló növekedés mellett érte a fejlett gazdaságokat. Még az elmúlt két évtizedben dinamikusabban bővülő kínai gazdaság esetében is azt láttuk, hogy a növekedési dinamika alacsonyabb fokozatba kapcsol (2011 óta 10% alatti az éves bővülés, 2015-ben pedig 6-7% közötti szintre mérséklődött a növekedés üteme).

Az amúgy is gyengélkedő eurozóna stagnálás közeli állapotba került (2019-ben 1,2%-os GDP növekedés). Az amerikai adatok ennél kedvezőbbek voltak, 2019-ben 2,3%-os dinamikát mutatott, míg egy évvel korábban, 2018-ban 2,9% volt az év/éves alapon számolt bővülés (2. ábra).

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

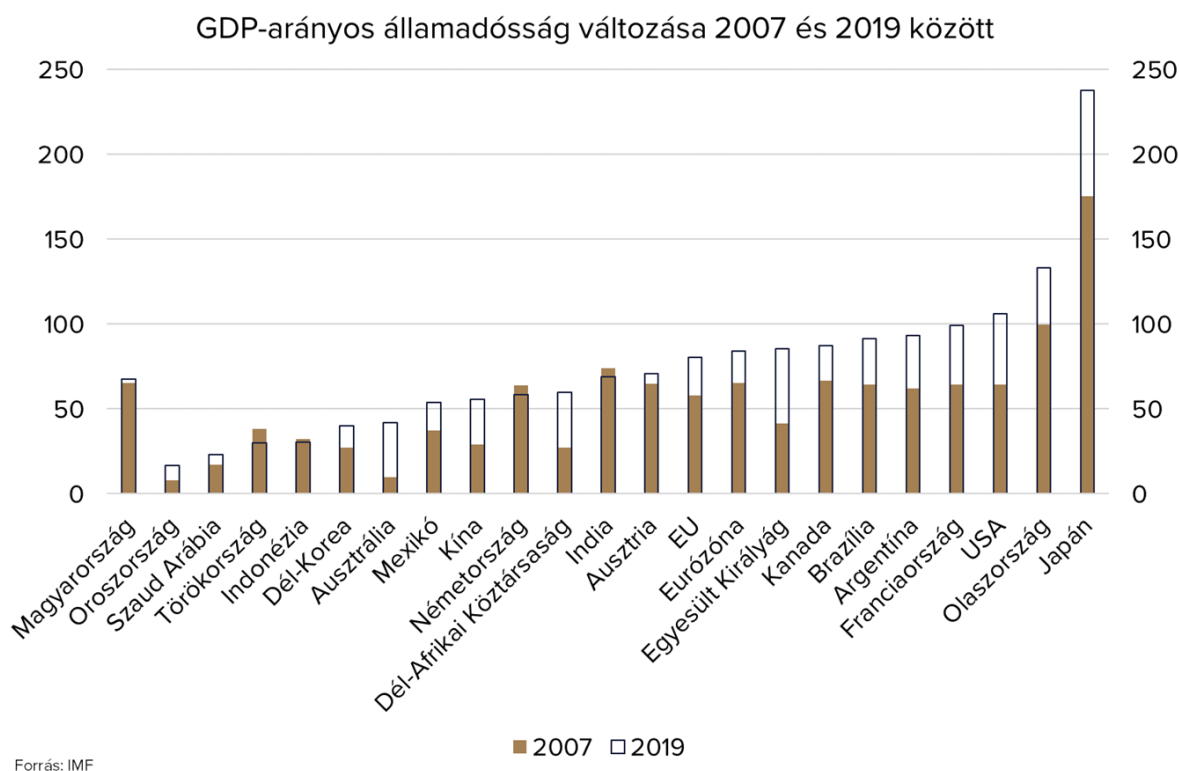
2020. április

2. ábra



Az elmúlt évek visszafogott gazdasági teljesítménye mögött így is komoly fiskális politikai élénkítés áll. Az államadósságok jelentősen megemelkedtek (3. ábra), illetve a költségvetési fegyelem a legtöbb fejlett gazdaságban lazult (4. ábra). A 2008-as válság óta a legnagyobb gazdaságok államadóssága átlagosan 1,5-szeresére nőtt, ahogy a 3. ábra is mutatja.

3. ábra

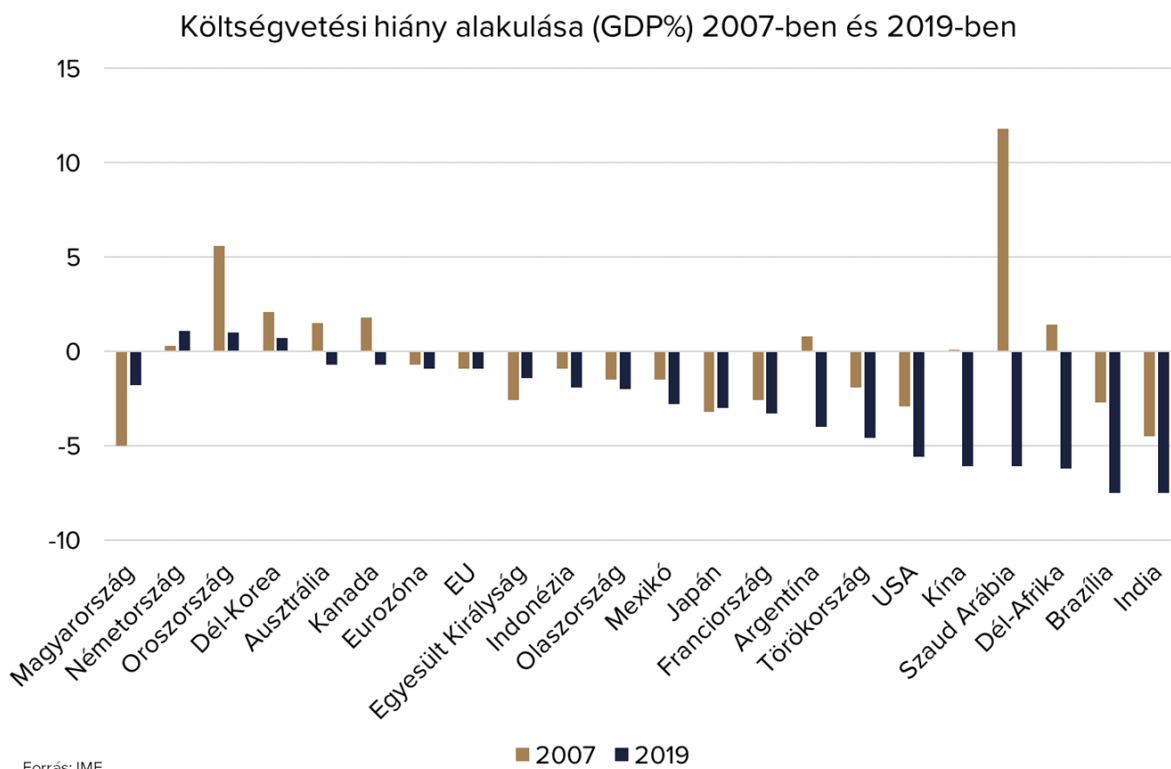


Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Az Európai Unión kívül, ahol deklarált cél a költségvetési fegyelem fenntartása, a legnagyobb gazdaságok esetében emelkedett a költségvetési hiány (ez részben indokolja azt is, hogy miért mutattak az európai gazdaságok visszafogottabb növekedést más fejlett gazdaságoknál).

4. ábra:



Danube Capital blog a témáról:

„Az egyre nagyobb geopolitikai bizonytalanságok, a lassuló növekedés és a jegybankok kifejezetten korlátozott mozgástere egyre inkább ráirányította a reflektorfényt a fiskális politikára mint lehetséges megoldásra a további lassulás vagy akár egy válság esetére. Ugyanakkor sok országban már most is kifejezetten nagy költségvetési hiányt lehet tapasztalni, így felmerül a kérdés, hogyan lehet további költségvetési élénkítést elindítani, hogy közben ne növekedjenek a kormányzatok kamatterhei elviselhetetlenül magas szintekre.

Erre a dilemmára kínál megoldást az elmúlt években egyre népszerűbbé vált MMT (Modern Monetary Theory). Az elmélet legfontosabb állítása, hogy addig a pillanatig, amíg nem tapasztalható teljes foglalkoztatás és a gépi kapacitások nincsenek maximálisan kihasználva, a jegybank nyugodtan finanszírozhatja a költségvetés növekvő kiadásait, annak nem lesz inflációs hatása.

Így igazából nem is a költségvetésre vonatkozó szigorú hiánycélokat kellene a kormányoknak betartania, hanem a kapacitások kihasználtságára, különösen a teljes foglalkoztatottság elérésére kellene koncentrálnia. Ha ez teljesül és már érződik az inflációs nyomás, akkor a költségvetési szigorítás útján lehet mérsékelni a túlzott keresletet. Tehát az elmélet szerint a fent említett jogszabályra nincs is szükség. (2020.02.18.)

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

A monetáris politika esetében is tapasztalhattuk az elmúlt években, hogy átalakult és javuló gazdasági körülmények között is érvényben maradt számos lazító intézkedés.

Danube Capital blog a témáról:

„Több jegybank esetében sincs igazán tér a további lazításokra. Elég csak a hazai gazdasági folyamatok szempontjából legrelevánsabb monetáris intézmény az Európai Központi Bank (ECB) helyzetét megvizsgálni. (...)

Természetesen az ECB monetáris politikai eszközökkel képes lehet még inkább leszorítani a hozamokat a görbe végén, de ennek aligha lenne érdemi pozitív hatása az európai növekedésre nézve.

Tehát összességében azt láthatjuk, hogy a monetáris politika önmagában kevés lesz az elmúlt időszakban tapasztalható kockázatok ellensúlyozására. A jelenlegi politikai bizonytalanságok mérséklődésére pedig várakozásunk szerint nem érdemes számítani. Végeredményben a fiskális politika lehet megoldás a globális kockázatok ellensúlyozására. Következésképpen az előttünk álló években egyre nagyobb szerep hárulhat a kormányzatokra az üzleti ciklusok „menedzselésében”. (2019.08.30.)

A fiskális és monetáris politika mozgásterét az elmúlt évek során együttesen szűkült be és ezért a két gazdaságpolitikai eszköztár összehangolása, illetve az összehangolt intézkedések segíthetik a gazdaságélénkítést. Ennek számos példáját láthattuk a koronavírus-járvány kapcsán (a következőkben összefoglaljuk, hogy milyen gazdasági intézkedésekre került sor).

Koronavírus globális gazdasági hatásai

A koronavírus-járvány kapcsán kialakult korlátozások a világ összes gazdaságára kihatnak (függetlenül attól, hogy a megbetegedések milyen arányban fordulnak elő). Az IMF becslése alapján a világ GDP-je a 2020-ra várt 2,9%-os növekedés helyett recesszióba süllyed (-3,0%). Lényeges kérdéssé vált, hogy a jelenlegi visszaesés után milyen kilábalás várható.

Jelenleg a közgazdasági dilemma tárgyát az képezi, hogy „V-alakú” vagy „U-alakú” kilábalást várhatunk. A „V-alakú” görbe egy gyors és átmeneti visszaesést jelez, amelyet gyors visszarendeződés követ. Ez a járvánnyal kapcsolatos korlátozások elhúzódásával egyre kevésbé tűnik valószínűnek. Az „U-alakú” válság már egy elhúzódó recessziót, illetve stagnálást jelent. Ugyanakkor a korlátozások elhúzódásával és egyes ágazatok hónapokig tartó leállásával néhányan már „L-alakú” recessziót várnak, amely a gazdaság hosszú távú gyengélkedését eredményezheti. E tekintetben van nagy jelentősége annak, hogy mely szektorokra hatott leginkább a vírus; illetve, hogy a kormányok és jegybankok hogyan reagálnak, milyen fiskális és monetáris politikai intézkedéseket foganatosítanak.

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

1. tábla

Ország	Részesedés a világ GDP-ből	Várható növekedés 2020 (IMF, 2020. április)	Várható növekedés 2021 (IMF, 2020. április)
USA	24%	-5,9%	2,3%
Kína	16%	1,2%	4,9%
Japán	6%	-5,2%	0,7%
Németország	5%	-7%	0,6%
Egyesült Királyság	3%	-6,5%	1,4%
Franciaország	3%	-7,2%	1,3%
Olaszország	2%	-9,1%	0,2%
Kanada	2%	-6,2%	1,6%
Oroszország	2%	-5,5%	1,9%
Eurózóna	16%	-7,5%	1,4%
Összesen	79%*	-3,0%**	2,9%**

*A felsorolt gazdasági hatalmak összes részesedése a világ GDP-ből.

**A teljes világra becsült GDP-növekedés 2020-ra

Forrás: World Bank, IMF

Koronavírus hatása az ágazatokra

A koronavírus-járvány fokozatos terjedésével számos ország hozott a korábbinál is szigorúbb intézkedéseket világszerte. Egyes szektorok néhány nap alatt kerültek a partvonalra, nem pedig fokozatosan, mint a 2008-as válság idején.

A koronavírus a keresletre és kínálatra egyaránt hatással van: a kereslet csökkenését láthatjuk a turizmus és vendéglátás, a közlekedés és szállítás esetében és ennek hatásaként egyes nyersanyagoknál, pl. az olaj esetében. A betegség terjedését megelőzendő bezárnak az iskolák, boltok, egyéb szolgáltató helyek (keresleti sokk). Kínálati oldalon a korlátozó intézkedések miatt lép vagy lépett fel áruhiány vagy fennakadás szolgáltatásokban, a folyamat a globális értékláncokon keresztül gyűrűzik be. Ilyen esetekben a bizalom hiánya az, amit a gazdaságpolitika nehezen tud kezelni.

A járvány miatt tehát egyszerre van keresleti és kínálati sokk is a gazdaságban, azaz minél tovább húzódik a járvány, annál nehezebb lesz újraépíteni a gazdasági kapcsolatokat és visszaállni a járvány előtti aktivitásra. Éppen ez a fokozatos bizalomvesztés az, ami a beruházás, fogyasztás elhalasztásával önmagában is képes megállítani a gazdasági növekedést; rosszabb esetben recesszióba lökni a gazdaságot.

A koronavírus-járvány hatásai a korlátozások jellege miatt a globális értékláncba leginkább kitett ágazatok, illetve a turizmus és vendéglátás esetében érvényesülnek.

- A turizmust, vendéglátást a járvány kiemelten érinti, hónapokig egyáltalán nem, vagy csak a tervezett forgalom töredékével tudnak számolni.

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

- A nyári időszak szintén kiemelt a rendezvények szempontjából, melyek a következő hónapokban biztosan nem tudnak megvalósulni, és kérdéses, hogy a nyári szezon legalább egy része megmenthető-e.
- A járműgyártóknak és beszállítóiknak kihívásokkal teli időszakban kell szembenéznie a járvánnyal, azonban a magyarországi nagy gyárak egyelőre az üzemszünet ellenére nem terveznek létszámleépítéssel. A járvány hosszától és a tovagyrúzó hatásoktól függ, hogy mekkora kiesést fog jelenteni a járvány, keresleti oldalról is jelentkezik-e majd visszaesés.
- A szállítmányozást és a raktározást összességében negatívan érinti a járvány, hiszen számos gyár üzemszünetet tart. Bizonyos vállalatok ebben az időszakban is forgalombővülést tapasztalhatnak, hiszen a napi fogyasztási cikkek a karácsonyi szezont meghaladó fogalmat produkálnak, illetve a személyes jelenlét hiányában az online kereskedelem is előtérbe került.
- Az építőipar esetében a tavaszi hónapokkal kezdődnek a jelentősebb kivitelezések, így a járvány kapcsán életbe lépett intézkedések hatásai csak lassabban nyilvánulnak meg. Másrészt a már megkezdett vagy betervezett építkezéseknél, különösen a lakosság esetében, nagyobb a tehetetlenségi erő, vagyis inkább a kivitelezés csúsztatásával számolhatunk, mint azok elmaradásával (már meglévő források, élethelyzetből adódó indokok). Ugyanakkor a válság elhúzódása hátrányosan érintheti a szektort a beruházási kedv csökkenésén keresztül.

A legtöbb szektor visszaesése mellett vannak olyan szegmensei a gazdaságnak, amelyek növekedésre is képesek voltak. Pozitívan érintett ágazatok a kiskereskedelem egyes szegmensei és a gyógyszergyártás voltak, amelyek esetében tompíthatja a kedvező hatásokat a járvány elhúzódása. A tartós fogyasztási cikkek, illetve a home office működtetéséhez szükséges informatikai eszközök forgalma megugrott a korlátozó intézkedések bevezetésével. Ugyanakkor összességében ez egy éven belüli átcsoportosítást jelent a kiskereskedelmi forgalomra nézve, (kedvezőbb első negyedéves adatok, majd visszaesés a következő negyedévekben). Emellett egyes ágazatok esetében stagnálás vagy visszafogott növekedés várható, mint a mezőgazdaság, illetve ez az élelmiszeriparban is tükröződhet (utóbbi esetében azokat a gyártókat érinti hátrányosan, amelyek külföldi – és ezek közül is főleg a jelentősen fertőzött országokból – piacokról szereznek be alapanyagokat, összetevőket, vagy ezekbe exportálnak).

A közműszolgáltatások mint a távközlés vagy energiaszolgáltatás is korábbi kibocsátása közelében maradhat. A kormányzati szektor (közösségi szolgáltatások, oktatás, adminisztráció) esetében pedig a korábbi évek aktivitási szintjét mutathatja, illetve egyes állami intézkedések eredményeként mérsékelt emelkedés sem kizárható.

A kormányzati és jegybanki intézkedések is főként ezeket a hátrányosan érintett ágazatokat támogatják mind nemzetközi, mind pedig hazai szinten. Fontos látni, hogy az ágazatokat nem érdemes külön-külön tekinteni, hiszen a turizmus támogatása a beszállítói láncokon keresztül más ágazatokat is érint (pl. egy hotel működtetése a tisztítószer, élelmiszeripari alapanyagok, építőipari kellékek vagy akár IT-eszközök iránti keresletet is növeli).

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Danube Capital blogbejegyzései a koronavírus-járvány ágazati hatásairól:

Veisz Ákos: [Mire érdemes figyelni a magyar vállalkozásoknak a gazdasági mentőcsomag kapcsán?](#) (2020.04.07.)

Bódia Lilla: [Koronavírus hatása a bankolásra: mi lesz velünk, készpénzhasználó magyarokkal?](#) (2020.03.20.)

Bódia Lilla: [Lakáspiaci trendek koronavírus idején: előrehozott korrekció vagy trendforduló vár ránk?](#) (2020.04.06.)

Cifra Gergő: [A koronavírus hatása a turizmusra](#) (2020.02.04.)

Cifra Gergő: [A magyar feldolgozóipar gyengélkedésének okai](#) (2020.04.14.)

Cifra Gergő: [Légitársaságok a koronavírus tükrében](#) (2020.03.18.)

Fehér Péter: [Hogyan hat a koronavírus a mezőgazdaságra és az élelmiszeriparra?](#) (2020.03.16.)

Fehér Péter: [Logisztika a koronavírus árnyékában](#) (2020.03.30.)

Gál Nikoletta: [Még mértük a koronavírus hatásait a hazai vállalati körben](#) (2020.04.03.)

Simon Tamás: [A koronavírus okozta nyomás hatására összerúgták a port az olajnagyhatalmak](#) (2020.03.11.)

Gazdasági mentőcsomagok a világban

A világ különböző országaiban bevezetett intézkedéseket a következő két táblázatban foglaltuk össze. Szakértői becslések alapján az eddig bejelentett fiskális intézkedések jellemzően a GDP 1-4%-t teszik ki, amelyet a GDP 1-16% közötti vállalati hitel, illetve hitelgarancia nyújtása egészít ki.

A mentőcsomagok elsődleges célja a munkahelyek megőrzése és a foglalkoztatottság szinten tartása, a gazdasági szereplők likviditásának megőrzése a járvány által előidézett szükségállapot alatt és az azt követő várható gazdasági válsághelyzetben. Emellett a vállalkozások és egyes, a válság által nagyobb mértékben sújtott ágazatok megsegítése: adó- és járulék kedvezményekkel, vagy azok átmeneti felfüggesztésével, hiteltörlesztési moratórium és állami támogatás vagy garanciavállalás új hitelek esetében.

Körkép a fiskális politikai intézkedésekről (az egyes intézkedés csomagok nem fedik le az összes nemzetközi példát, és alapvetően az európai térségre koncentrálnak):



Munkaerőpiac

- Járadékok megfizetését átmenetileg átvállalja, vagy felfüggeszti az állam egyes szektorokban (Svédország, Franciaország, Portugália, Szlovákia, Szerbia, Horvátország)
- Közvetlen anyagi támogatás azoknak a munkavállalóknak, akik kiszorultak a munkaerőpiacról (Németország, Románia, Lengyelország, Szlovákia, Csehország, Szerbia)
- Minimálbér emelése (Horvátország)
- Kényszerszabadságra küldött dolgozók bértámogatása és a járadékok átvállalása (Szlovénia)



Vállalatfinanszírozás és célzott támogatása

- Bizonyos adók fizetésének felfüggesztése (Olaszország, Svédország, Franciaország, Portugália), vagy átmeneti elengedése egyes szektorokban, illetve kkv-k esetében (Németország, Spanyolország, Franciaország, Portugália, Szerbia)
- Áfa-visszaigénylés megkönnyítése (Románia)
- Adóhatósági intézkedések felfüggesztése (Románia)
- Hiteltörlesztések átmeneti felfüggesztése (Olaszország, Egyesült Királyság, Románia, Szerbia)
- Állami hitelgarancia program (Németország, Spanyolország, Franciaország, Svájc, Szlovákia), és államilag támogatott hitelek (Egyesült Királyság, Németország, Portugália, Románia)
- Célzott, illetve vissza nem térítendő támogatások, elsősorban kkv-knak (Egyesült Királyság, Németország, Spanyolország, Franciaország)
- Felfüggesztik az energia/vízdíjak fizetését (Franciaország), és elhalasztják vagy felfüggesztik a bérleti díjak fizetését egyes kkv-knál (Franciaország, Németország)
- Adminisztratív terhek csökkentése (Szlovákia)
- Csődeljárás szabályainak lazítása (Németország)



Beruházások

- Beruházások ösztönzése (Lengyelország)
- Az EU-támogatások felhasználására vonatkozó szabályok lazítása (Csehország)



Szociális jellegű intézkedések

- Törlesztési moratórium jelzáloghitelekre (Egyesült Királyság)
- Társadalombiztosítás szabályainak lazítása, a jogosultak körének kiterjesztése (Spanyolország, Németország, Románia)
- Az egészségügyi rendszer támogatása (Németország, Lengyelország)
- Egészségügyi dolgozók fizetésemelése (Szlovénia, Szerbia)
- Táppénz és ápolási segély a koronavírus miatt karanténba kerülőknek (Szlovákia)
- Állami támogatás az iskolai oktatás szüneteltetésének teljes időtartamára a 13 éven aluli gyerekekre az otthonmaradó, felügyelő szülőknek (Csehország)
- Fizetett szabadság abban az esetben, ha a munkáltató nem biztosítja a távmunka lehetőséget (Románia)
- Nyugdíjasoknak nyújtott egyszeri támogatás (Szlovénia, Szerbia)
- A nagycsaládosok és a felsőfokú tanulmányokat folytatók rendkívüli támogatásban részesülnek (Szlovénia).

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Monetáris politikai intézkedések:

A jegybankok világszerte igyekeznek a fiskális politikai intézkedéseket kiegészíteni és támogatni a gazdaságélénkítést. A következőben ezek lehetséges eszközeit mutatjuk be.

A világ jegybankjai közül sokan az alapkamat csökkentésével reagáltak a kialakult helyzetre. Az kérdéses, hogy a kamatvágás a megfelelő eszköz-e a problémák kezelésére. A koronavírus globális terjedése kínálati (gyárbezárások, szolgáltatások csökkenése vagy függesztése) és keresleti sokkot is okozott. Ez azt jelenti, hogy a gazdasági és tőkepiaci kérdések csak akkor rendeződnek megnyugtatóan, ha a járvány elkezd csillapodni, mely egyelőre még nem látszik. Ugyanakkor a kedvező kamatkörnyezet segítheti a válság után a gazdaság visszarendeződését.

Likviditás nyújtásával is támogatják a pénzügyi rendszert a jegybankok repo-műveleteken keresztül, például: Fed több lépésben 1500 milliárd dollár értékben, ECB: további hosszú távú refinanszírozási műveletekkel (TLTRO).

Hitelprogramokat is elindítottak a jegybankok a vállalatok megsegítésére, például: Fed, svéd jegybank, brit jegybank.

Eszközvásárlási programokat is indítottak, esetleg a korábbiak kiterjesztéséről döntöttek (állampapír vagy vállalati kötvények): Fed, ECB, lengyel jegybank, román jegybank.

Szabályozás enyhítésére is lépéseket tettek a jegybankok, például: csökkentette a kötelező tartalékrátát a Fed, norvég jegybank; máshol lazítottak az NPL-re (nem teljesítő hitelek) vonatkozó szabályrendszeren (ECB, ausztrál jegybank).

Összességében azt látjuk, hogy a koronavírus-járvány jelentős gazdasági hatásokkal jár, az amúgy is lassuló globális gazdasági kilátásokat jelentősen rontja. A helyzet kezelésében s a minél előbbi kilábalás elősegítésében kulcsszerepe van a célzott fiskális és monetáris politikai intézkedéseknek.

A KORONAVÍRUS-JÁRVÁNY HATÁSAI A HAZAI GAZDASÁGRA

Magyarország kis, nyitott gazdaság, így a korábbi évek kedvező teljesítménye ellenére is begyűrűztek a koronavírus-járvány hatásai hazánkba, emellett az itthon meghozott intézkedések (gyárbezárások, üzletek rövidített nyitvatartása és a kijárási korlátozás) is számos gazdasági hatással jártak. A nemzetközi helyzethez hasonlóan a magyar gazdaság újraindulása szempontjából is nagy jelentősége van a hazai fiskális és monetáris politikai intézkedéseknek. A következő szakasz az eddig bejelentett lépéseket mutatja be.

Hazai gazdaság állapota a koronavírus-járvány előtt

A hazai gazdaság esetében a 2019-es évben még nem mutatkozott meg a nemzetközi szinten jellemző borús hangulat. A hazai gazdaság fundamentumai kiegyensúlyozottak voltak (2019-ben 4,9%-os volt a gazdasági bővülés, 2020-ra 3,5%-os bővüléssel számoltunk 2019 év végén), a GDP növekedése 2012 óta haladja meg az európai uniós átlagot. Ugyanakkor kis, nyitott gazdaság esetében számolnunk kell a külpiacokról begyűrűző hatásokkal és a hazai intézkedések következményeivel.

A magyar gazdaság devizakitettsége jelentősen csökkent az elmúlt évek során. Magyarországon a kormányzat célja a devizaarány csökkentése az államadósságon belül (hosszútávú cél: 0%, az ÁKK 2020 végi célja: 15%). Emellett a magánszektor devizakitettsége is jelentősen mérséklődött. Magyarországon a lakosság devizaadóssága a 2010-es évek elején tapasztalható 25% körüli szintről 1-2% körüli szintre süllyedt az elmúlt 10 évben. A 2008-as válság óta a vállalati hitelek esetében is negyedével csökkent a devizaarány.

Ugyanakkor a külpiacok esetében továbbra is igaz az állítás, hogy hazánk, kis nyitott gazdaság. Így a globális értékláncoknak kitett ágazatokon keresztül begyűrűznek a kedvezőtlen hatások Magyarországra. A leginkább érintett ágazat a feldolgozóipar és azon belül is a járműgyártás. Ezzel szoros összefüggésben pedig a kereskedelem és a logisztika esetében merülnek fel kockázatok. A hazai ipari termelésben a folyamat olyan módon nyilvánulhat meg, hogy egyes termékekben átmeneti hiány keletkezhet (alkatrészekből, alapanyagokból, kondenzátorokból, lemezből, öntvényekből, palackból, passzív elektronikai alkatrészekből és védőfelszerelésekből). Vannak olyan gyárak, ahol vissza kellett fogni a termelést vagy átmenetileg teljes leállás is bekövetkezett.

Ugyanakkor vannak olyan ágazatok, amelyekre kismértékben hatnak a jelenlegi folyamatok, esetleg pozitív irányú elmozdulást is hozhat. Az energetikában nem várunk komoly negatív hatásokat, ugyanakkor az általános gazdasági lassulás kihat a szektorra is. Az agrárium esetében szintén mérsékelt hatásokkal számolhatunk, de az élelmiszeriparban a külföldre irányuló export, és bizonyos alapanyagok importja miatt már lehet visszaeséssel számolni.

A kormányzati szektor esetében is a kiadások szinten tartását vagy enyhe növekedését várhatjuk, a gazdaság élénkítési és védekezési folyamatok keretében. Más szektorok esetében, mint a kiskereskedelem (különösen tartós élelmiszer, egyes informatikai eszközök vagy szolgáltatások) a fogyasztás átrendeződése valósulhat meg: év elején nagyobb volumen, míg az év második felében visszafogottabb adatokat várhatunk (utóbbi esetben a tartalékok felhalmozása és az otthoni munkavégzésre való átállás jelenti a fő mozgatórugót).

Hazai fiskális és monetáris politikai intézkedések

A koronavírus-járvány kapcsán a nemzetközi trendekhez illeszkedő fiskális és monetáris politikai csomagokat láthattunk.

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Jelenleg az intézkedések két lépcsőben kerültek bevezetésre, és egy harmadik szakaszt is kilátásba helyezett a kormány. A következőkben a fiskális és monetáris politika terület által bevezetett lépéseket ismertetjük.

Fiskális politika

A Kormány első, 2020. március 18-i (szerdai) intézkedés csomagjában célzott intézkedéssorozatot jelentett be, amely a járvány által leginkább sújtott ágazatokat érinti (az alábbiakban a teljesség igénye nélkül soroljuk fel a legfontosabb gazdaságot érintő intézkedéseket).

A munkáltatók járulékfizetés-kötelezettségét teljes egészében elengedik a kiemelt szektorokban: turizmus, vendéglátás, a szórakoztatóipar, a sport, a kulturális szolgáltatások, a személyszállítás (taxik). Később az intézkedés kiegészült, és a szolgáltató szektor 81 ezer kisvállalkozója kata-mentességet kapott. A veszélyhelyzet végéig a kata-adótartozások törlesztését felfüggesztik, a médiaszolgáltatók mentességet kapnak a kieső reklámbevételekre tekintettel.

A munkavállalók járulékát jelentősen csökkentik. Nyugdíjjárulékot nem kell fizetniük, és az egészségbiztosítás díja a törvényi minimumra csökken június 30-ig. A munkavállalási szabályok rugalmasabbá tételéről is döntött a kormány (munkaidő-beosztás módosíthatóvá tétele, otthoni és távmunka feltételei könnyítése, egészségügyi ellenőrzés kiterjesztése). A cél az, hogy a munkaadók és munkavállalók könnyebben meg tudjanak egyezni egymással és a munka folytonossága a veszélyhelyzet alatt is biztosított legyen. A lakossági és a vállalati szektort érintő hiteltörlesztési moratóriumról a *Monetáris politikai intézkedések* részben írunk.

A 2020. április 6-án és 7-én, második szakaszban bejelentett kormányzati intézkedéscsomag 2020-2022-re vonatkozóan 9200 milliárd forintos program elindításáról szólt. A döntések 5 fő területre koncentrálnak: munkahelymegőrzés, munkahelyteremtés, kiemelt ágazatok támogatása, vállalkozások finanszírozása, valamint a családok és nyugdíjasok védelme.

A Magyar Közlönyben eddig megjelent részletek arra utalnak, hogy a kormányzat 2020-ban elsődlegesen már meglévő források átcsoportosításával továbbá a költségvetési hiány emelésével tervezi kezelni a járványhelyzet miatt kialakuló gazdasági problémákat kb. 2000 milliárd forint keretösszegben (a 2019-es GDP 4%-a, a költségvetés 10%-a).

A jelentős fiskális lépésektől, fiskális lazítástól való óvatosságnak a pénz- és tőkepiacok szempontjából kettős olvasata van: a magyar GDP-arányos államadósság 2019 végén a 67%-os értékével jelentősen meghaladta a régió átlagát (30-50% közötti értékek), ezért a lazításra az EU zöld lámpája ellenére szűkebb a mozgástér. Amennyiben a járvány gyorsan lecseng és a gazdasági hatások is mérsékeltek lesznek, akkor a kormányzat relatív előnyből indulhat a következő években a régió más országaival szemben; illetve az addicionális forrásbevonás is szűkebb lesz, amely a pénz- és tőkepiacok szempontjából kedvező tényező.

Ugyanakkor, ha a járvány elhúzódik és a gazdasági hatások markánsabbak lesznek, akkor már csak késve és várhatóan kisebb hatékonysággal tud reagálni a fiskális politika az intézkedésekre, tehát a hosszabb távú hatások lehetnek negatívabbak.

A kormány az intézkedések megvalósításához három költségvetési alap létrehozásáról döntött: a Járvány Elleni Védekezési Alap, Gazdaságvédelmi Alap és az Európai Unióból Érkező Járvány Elleni Támogatások Alap. Az alábbi táblázat bemutatja a három alaphoz rendelt forrásokat, és a tervezett kiadások nagyságát:

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

2. tábla

Forrás megnevezése	Forrás értéke (éves előirányzat, milliárd forint)	Kiadás megnevezése	Kiadási érték (teljesülés, milliárd forint)
Költségvetési átcsoportosítás	1882,2	Járvány Elleni Védekezési Alap	533,0
Tervezett új bevételi források: kiskereskedelmi adó és pénzügyi intézeti hozzájárulása	91,0	Gazdaságvédelmi Alap	1345,7
		Európai Unióból Érkező Járvány Elleni Támogatások Alapja	0,0
FORRÁSOK ÖSSZESEN	1979,2	KIADÁSOK ÖSSZESEN	1878,7

Forrás: Magyar Közlöny, Danube Capital

Monetáris politikai intézkedések

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) is több lépésben jelentette be eddigi intézkedés csomagjait, és a monetáris politikai eszköztár is jelentősen átalakult.

Az MNB 2020. március 16-án döntést hozott arról, hogy a Növekedési Hitelprogram (NHP) keretében folyósított hiteleknek törlesztési moratóriumot hirdet és lehetővé teszi a bankok számára, hogy a kis- és középvállalatok számára elérhető NHP-s hitelek átstrukturálják, a visszafizetés ütemezését átalakítsák, illetve döntött az elfogadható fedezeti kör nagyvállalati hitelekkel való kibővítéséről.

A meghozott intézkedések célja, hogy segítse az adósokat, fenntartva a pénzügyi stabilitást, biztosítsa, hogy az átmeneti likviditási nehézségek ne eredményezzenek tartós és elmélyülő gazdasági problémákat. Emellett a bankok számára is fontos, hogy a reálgazdaság likviditási problémáit áthidalják, ezzel megőrizve az ügyfelek fizetési képességét.

Az MNB hiteltörlesztési moratóriumot javasolt a vállalatok számára az idei év végéig, amelyet a kormány támogatott és saját intézkedései közé emelt (ezenkívül lakosságot érintő moratóriumot is bevezettek; mind a lakossági, mind a vállalati körben a törlesztési moratórium a kamat- és tőketartozást is érinti). A Növekedési Hitelprogram keretében nyújtott hitelek esetében év végéig mentességet is ad a jegybank a törlesztés alól és lehetővé teszi a bankok számára, hogy a kis- és középvállalatok számára elérhető NHP-s hitelek átstrukturálják, a visszafizetés ütemezését átalakítsák, illetve döntött az elfogadható fedezeti kör nagyvállalati hitelekkel való kibővítéséről. Emellett a lakossági hitelezést érintő programot is bejelentettek, és újraindítják a jelzáloglevél-vásárlásokat.

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Második szakasz – 2020. március 24-i kamatdöntő ülés alkalmával bejelentett intézkedések

Az MNB a nemzetközi példákkal ellentétben változatlanul hagyta a jegybanki kamatkondíciókat. Ugyanakkor a piaci várakozásokkal részben összhangban egy új monetáris politikai eszközt vezetett be (fix kamatozású fedezett hiteleszköz), amely az alacsonyabb hozamkörnyezet irányába mutat.

A koronavírus kapcsán az MNB jelezte, hogy a fiskális és monetáris politikának minden eszközt fel kell használnia, hogy V-alakú gazdasági kilábalás menjen végbe. A járvány előre nem látható lefutása miatt érdemes scenáriókban gondolkodni, az MNB is így készítette legújabb gazdasági előrejelzéseit.

Az MNB 2020. április 1-jén újabb, komplex csomagot jelentett be, amelynek a hitelezésre, illetve a pénz- és tőkepiaci kondíciók alakulására is hatása lesz. A jegybankelnök szerint cél a vírus előtti dinamikus, gazdasági felzárkózási pályára visszakерülés; a mostani program célja megerősíteni a pénzügyi rendszert, kihasználni a mozgásteret, eszközöket:

- Az egynapos és az egyhetes fedezett hiteleszközének kamata 0,9%-ról 1,85%-ra emelkedett;
- A szimmetrikus kamatfolyosón belül az egyhetes betéti kamat rugalmassá vált;
- Állampapír-vásárlási program indul a másodlagos piacon;
- Újraindul a jelzáloglevél-vásárlási program;
- Az alapkamaton kamatozó eszközökből kizorítandó bankrendszeri likviditásra a 2. negyedévtől nincs cél;
- Bővül a Növekedési Hitelprogram;
- Lazul a Növekedési Kötvényprogram;
- Preferenciális sterilizációt folytat a jegybank: a hitel- illetve kötvényállomány-növekedésre az MNB az alapkamathoz magasabb, 4 százalékos kamatot fizet.

Az MNB lépéseivel még komplexebbé válik a monetáris politikai eszköztár, ugyanakkor néhány jól azonosítható cél körvonalazódik:

- Erős ösztönzők a hitelezés fenntartása, illetve új hitelezés mielőbbi növelése kapcsán; amelyhez a hitelcélok szélesítése és a maximális futamidők növelése is hozzájárul;
- Mindez növekvő hitelkínálati versennyel párosul, emellett a kéthetes hitelebírási idő egyes ügyleteknél a folyamatok újragondolását teheti szükségessé;
- A kamatfolyosó kiszélesítése és az éven belüli eszköztár átalakítása a forintpiaci volatilitás csökkenéséhez járulhat hozzá;
- A hozamok szempontjából az állampapír-vásárlási program részletei a kulcselemek, ezek viszont várhatóan csak április végén jelennek meg majd. A fedezett hitelprogramok jelenleg 0,90%-os rátája továbbra is erős ösztönző a hosszú állampapírok megvásárlásában.

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Danube Capital blogja a hazai gazdasági intézkedésekről:

Veisz Ákos: [Miért fontos a likviditás és miért kell, hogy erre fókuszáljanak első körben a válságkezelési csomagok?](#) (2020.04.09.)

Veisz Ákos: [Mire érdemes figyelni a magyar vállalkozásoknak a gazdasági mentőcsomag kapcsán?](#) (2020.04.07.)

Összességében azt láthatjuk, hogy a hazai gazdaságot 2020 év eleji kedvező állapota ellenére legyengítették a koronavírus-járvány hatásai. A folyamatok a nemzetközi szintről a globális értékláncokon keresztül gyűrűztek be, de az itthon hozott korlátozó intézkedések (gyárbezárások, üzletek rövidített nyitvatartása és a kijárási korlátozások) egyaránt negatívan befolyásolták.

A fiskális politika a vállalkozások terheinek csökkentésére és a munkahelyek megtartására koncentrál, emellett szociális intézkedéseket is fogantatosítottak (családok, idősek támogatása, egészségügyi kiadások növelése). A monetáris politika a pénzügyi rendszer likviditása, és a vállalkozások kedvező hitelhez juttatásán keresztül igyekszik támogatni a gazdaság újraindulását.

ELŐREJELZÉSEK ÉS A HAZAI ÜZLETI KÖRNYEZET

DANUBE CAPITAL ELŐREJELZÉSEK

3. tábla

Danube Capital előrejelzések a magyar gazdaságra				
	2019 tény	2020	2021	2022
GDP változása (%)	4.9%	-4.0%	3.5%	3.3%
Háztartások fogyasztási kiadásának változása (%)	5.0%	-2.1%	5.2%	4.7%
Beruházás változása (%)	15.3%	-6.4%	0.5%	4.4%
Export változása (%)	6.0%	-11.9%	9.7%	5.5%
Import változása (%)	6.9%	-11.1%	9.8%	6.2%
Infláció éves átlag (%)	3.4%	2.9%	1.9%	2.4%
Maginfláció éves átlag (%)	3.8%	3.6%	1.6%	2.1%
Átlagbérek változása (%)	11.4%	2.5%	5.8%	6.1%
Foglalkoztatottság változása a nemzetgazdaságban (%)	1.0%	-2.2%	1.6%	0.9%
Reálbértömeg változása (%)	8.6%	-2.6%	5.4%	4.5%
Munkanélküliségi ráta, éves átlag (%)	3.4%	4.2%	3.6%	3.3%
Államháztartás egyenlege a GDP %-ban	-2.0%	-3.1%	-2.9%	-2.0%

Forrás: Danube Capital, Bloomberg

Megjegyzés: a nemzetgazdasági szintű átlagbérek igen visszafogott növekedése várható 2020-ban, ugyanakkor a foglalkoztatottak száma jelentős csökkenést mutathat idén 2019-hez képest, így a munkanélküliek száma is emelkedhet. Összességében, a foglalkoztatottak számának csökkenéséből eredően a reálbértömeg visszaesik az idei évben 2019-hez képest, mely a háztartások fogyasztásának csökkenését eredményezi. Ez pedig jelentős negatív hatást gyakorol a GDP dinamikájának alakulására 2020-ban.

GAZDASÁGI KILÁTÁSOK – A 2020-AS GAZDASÁGI VISSZAESÉST KÖVETŐEN JÖVŐRE ISMÉT NÖVEKEDHET A GDP

2019 decemberében még 3,5%-os gazdasági növekedést jeleztünk előre az idei évre Magyarország vonatkozásában. Azonban a koronavírus-járvány és az annak kapcsán megjelent globális, regionális hírek (ellátási láncok sérülése, vállalatok részleges vagy teljes leállása, karanténok egyre nagyobb száma), illetve az ebből fakadó negatív gazdasági hatások miatt a korábban várt növekedési pálya már nem tartható.

A globális járvány hatására a pénz- és tőkepiacokon óriási kilengéseket láthattunk (a VIX-index¹ március havi átlaga 57,7 pont volt, míg korábban nem emelkedett 20 fölé a havi átlag).

¹ VIX-index: A világ tőzsdéin szinte mindenre lehet opciós ügyletet kötni. Azaz a befektetők vehetnek opciót arra, hogy az adott index emelkedni vagy esni fog egy adott időpontig, legyen az egy hét vagy akár tíz év. Ezeknek az opcióknak viszont meg kell határozni az árt, amit nyilvánvalóan a hátralévő idő, az aktuális kamatok mértéke, az, hogy az adott részvény fizet-e osztalékot vagy sem és az határozza meg, hogy az előre lefixált vételi vagy eladási ár milyen messze van a mostani ártól. Van egy utolsó és talán a legfontosabb tényező, ez pedig az, hogy az a részvény, amire vonatkozóan vettük az opciót, mennyire lesz a jövőben változékonny, azaz mennyire lesz nagy az árfolyamának a kilengése. Például, ha adott egy részvény, ami 500 forintba kerül, akkor nem mindegy, hogy az elkövetkezendő (legyen ez egy év a példa kedvéért) időszakban 400 és 600 forint között, vagy 100 és 1000 forint között ingadozik majd az ára. Minél tágabb ez a tartomány, annál nagyobb lesz a várt változékonyság és minél nagyobb ez a változékonyság, annál drágább az opció. Ez az egyetlen adat, amit nem ismerünk az egyenletben. Itt jön képbe a VIX-index, hiszen az nem más, mint ennek a várt változékonyságnak a jövőbeni mértéke az S&P 500, azaz az 500 legnagyobb céget tömörítő indexre vonatkozóan. Azaz, minél magasabb az index értéke, annál szélesebb skálán mozoghat az index és fordítva.

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

A gazdasági kilátások a korábbiaknál jelentősen képlékenyebbé váltak, így jelenleg egy rendkívül bizonytalan környezetben készítettük el makrogazdasági előrejelzésünket. Az előrejelzés időszakában nem álltak még rendelkezésünkre ezen időszakra vonatkozóan kézzel fogható indikátorok, adatok a visszaesés mértékét illetően. Ráadásul azt sem látni egyelőre, mikor ér véget a koronavírus-járvány, mikorra áll helyre a gazdaság a járvány lecsengését követően, melyek jelentősen befolyásolják az előrejelzési pályánkat. Mindezek miatt készítettünk egy átfogó alappályát az előttünk álló évek gazdasági növekedésére vonatkozóan, melyet részletesen is bemutatunk (úgynevezett alappálya). Emellett két alternatív pályát is felvázolunk a hazai GDP kilátásait illetően.

Az előrejelzés során alkalmazott feltevéseink:

GDP-növekedési előrejelzés az alappályához képes (év/év alapon, %):

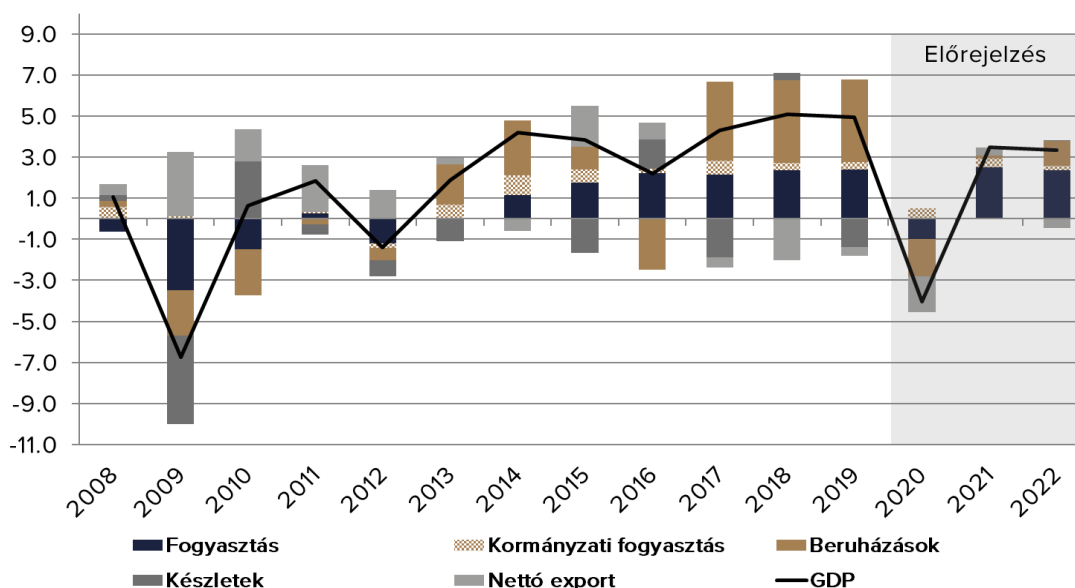
4. tábla

	2020	2021	2022
Alternatív pálya I.	0,0%	3,7%	3,6%
Alappálya	-4,0%	3,5%	3,3%
Alternatív pálya II.	-8,2%	2,4%	2,8%

Alappályánk esetében azzal számolunk, hogy még ha a járvány lecseng a második félfévre, illetve a hatására hozott intézkedések feloldásra is kerülnek, de a keresleti és kínálati sokkok után csak lassabban tér vissza a korábbi pályára a gazdaság. Alappályánk esetében a gazdaság 3-5 hónap múlva indul újra (április közepéhez képest). A gazdasági visszaesést ugyanakkor gyors és célzott fiskális és monetáris politikai eszközökkel lehet kezelni. Alappályánk esetében a hazai GDP 4%-kal csökken 2020-ban a tavalyi évhez képest, annak ellenére, hogy az év második felében elindulhat az aktivitás ismételt bővülése a gazdaságban. Várakozásunk szerint 2021-ben tovább folytatódik a gazdaság visszarendeződése, így összességében 3,5%-os GDP-növekedést prognosztizálunk a jövő évre, míg 2022-ben 3,3%-ot (5. ábra).

5. ábra

GDP-előrejelzés
(az előző év azonos időszakához viszonyítva, %)



Forrás: Danube Capital, KSH

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Első alternatív pályánk esetében azzal számolunk, hogy amennyiben a vírus hatása átmeneti lesz, úgy elsősorban 2020 első és második negyedéves makrogazdasági adataiban mutatkozhat meg a koronavírus-hatás mind nemzetközi szinten, mind pedig idehaza. Korábbi vírusos fertőzések gazdasági tapasztalatai alapján a harmadik negyedévben javulásnak indulhatnak a makrogazdasági mutatók (ez alól egyedül a turizmus lehet kivétel, amely esetében kisebb a valószínűsége a kiesés korrekciójának). A korrekció mértéke azonban függ a vírus lefutásától. Ezen pálya esetében feltételezésünk szerint 1-2 hónap múlva (április közepéhez képest), de legkésőbb június végére lecseng a járvány és akár már a járvány lecsengésének utolsó heteiben elkezdődik a gazdasági aktivitás újraindulása (pl. gyárak döntő többsége ismét termel, home office-ban dolgozók fokozatosan visszatérhetnek a munkahelyekre). Első, az alappályánál kedvezőbb feltételekkel rendelkező alternatív pályánk esetében az idei évben stagnálást mutathat a hazai gazdaság, majd jövőre 3,7%-kal nő a GDP 2020-hoz képest.

Második alternatív pályánk esetén feltevésünk szerint az utolsó negyedévre cseng le a járvány, a gazdaság 6-8 hónap múlva indul újra, így elhúzódó gazdasági visszaeséssel szembesülünk. Hosszú távon megmutatkoznak a globális gazdaság strukturális problémái, amelyet az egyre szűkülő mozgástérrel rendelkező fiskális és monetáris politika nem tud a hagyományos módszerekkel kezelni; súlyos bizalomvesztésre számíthatunk a gazdaságban.

ALAPPÁLYÁNK MÖGÖTT HÚZÓDÓ GAZDASÁGI FOLYAMATOK

Fogyasztás

Az elmúlt években jelentős bértömeg-növekedést láthattunk itthon, amely a foglalkoztatás és az átlagbérek növekedéséből adódott. A bértömeg elmúlt években tapasztalható robusztus növekedéséhez képest visszafogott fogyasztásbővülést lehetett tapasztalni, mely két okra vezethető vissza. Egyrészt a minimálbér és garantált bérminimum emelésének érdemi gazdaságfehérítő hatása lehetett az elmúlt években, ami miatt a valóságban tapasztalt béremelkedés mértéke elmaradhatott a statisztikában szereplő tendenciától.

Ugyanakkor a következő időszakban munkaerőpiaci visszarendeződés várható, a korábbi években látott szintekhez képest mérsékeltebb dinamikával, de folytatódhat az nemzetgazdasági szintű átlagbérnövekedés. Az állam továbbra is törekszik majd a bérnövekedés fenntartására a gazdaság helyreállítását követően.

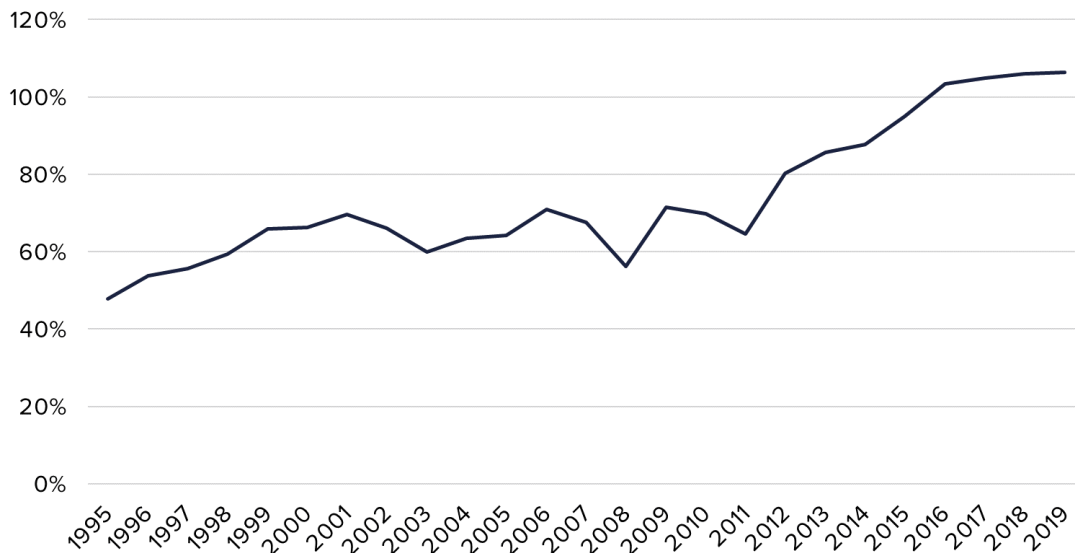
Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

A korábbi években a bérdinamikától elmaradó fogyasztásnövekedés arra is utalhat, hogy a háztartások ez idő alatt keletkezett megtakarítása a nettó pénzügyi vagyon folyamatos emelkedését eredményezte (6. ábra).

6. ábra

A háztartások nettó pénzügyi vagyona (pénzügyi eszközök és források különbsége) a GDP arányában (%) Magyarországon



Forrás: Eurostat

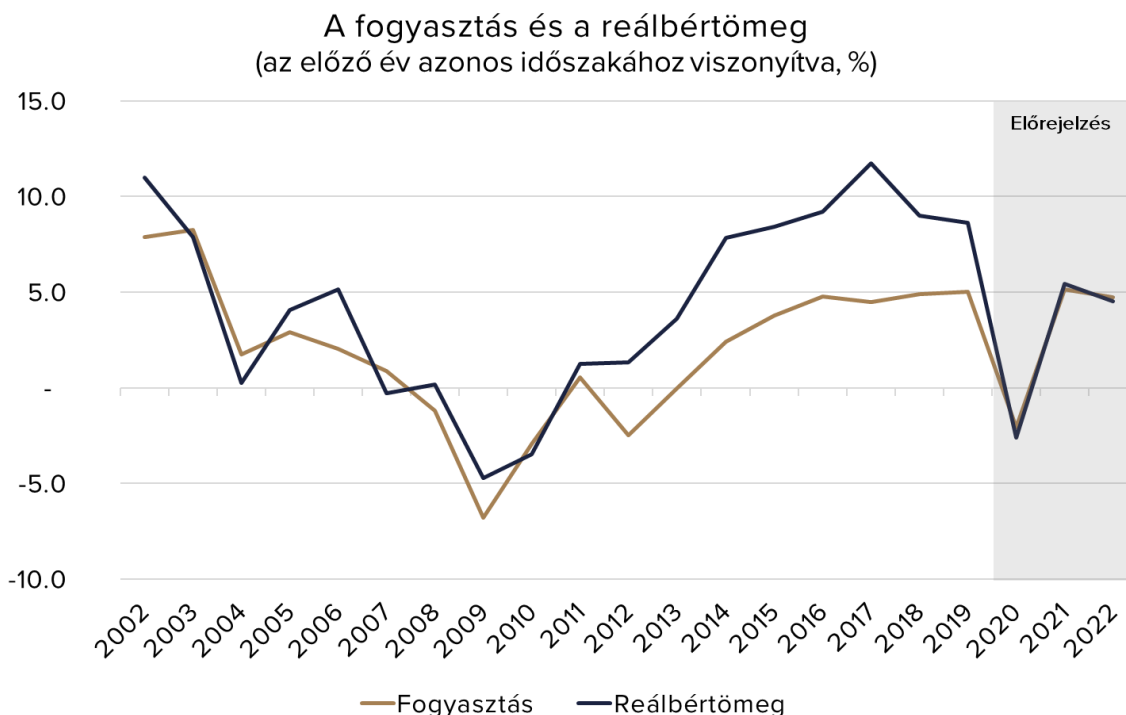
2020-ban a bértömeg csökkenése várható. Ez a foglalkoztatás visszaeséséből adódik, valamint abból, hogy az átlagbérek eddigieknél visszafogottabb növekedését várjuk az idei évben (ez utóbbira a részmunkaidőben dolgozók arányának növekedése miatt számítunk; részletes leírás a *Munkaerőpiac* részben).

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Az elkölthető jövedelem visszaesése a fogyasztás csökkenését is maga után vonja, ezt a hatást kismértékben tompítják a lakosság korábbi évek során felhalmozott megtakarításai. 2021-ben és 2022-ben már érdemi fogyasztásbővüléssel számolunk, melyet a reálbértömeg emelkedése támogat (7. ábra).

7. ábra



Forrás: Danube Capital, KSH

Érdemes szót ejteni a kiskereskedelmi szektorról. A borús munkaerőpiaci kilátások hosszú távon negatívan hathatnak a kiskereskedelmi forgalomra, kevesebb jövedelemből az fogyasztók kevesebbet vásárolnak. Rövid távon egyelőre az látszik, hogy a napi fogyasztási cikkek piacán drasztikusan megnőtt a forgalom, sok helyen a karácsonyi szezon is meghaladó vásárlási láz tapasztalható (2020. februárban a kiskereskedelmi üzletek forgalmának volumene 10,9%-kal haladta meg az előző év azonos időszakit; márciusban várhatóan ennél is nagyobb élelmiszerkészlet-felhalmozás történt a háztartásoknál).

Azonban a tartós fogyasztási cikkek – kivétel bizonyos IT eszközök (laptop, tablet, és egyéb, a home office rendszerek kiépítéséhez szükséges informatikai eszközök) – piaca befagyott, a bevásárlóközpontok lényegében üresen állnak (március 16-án megjelent kormányrendelet értelmében a vendéglátó üzletek csak 15 óráig tarthatnak nyitva, csak élelmiszerboltok, patikák és drogériák tarthatnak nyitva 15 óra után is. A szórakozóhelyeket, mozikat bezárták, ahogy a kulturális intézményeket is). Mindez azt vetíti előre, hogy a dinamikus évkezdetet követően pangás várható az idei év további részében. Azt is fontos látni, hogy a járvány miatti korlátozások következtében számos szolgáltatás (pl. turizmus, vendéglátás, épületkarbantartási szolgáltatások, fodrász, kozmetikus) és termék kereskedelmi forgalma jelentősen visszaesett, sőt a felsorolt szolgáltatások csak igen korlátozottan működnek, és fontos kérdés, mikor indulhat újra az aktivitás.

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Beruházások

Az elmúlt években mind a kormányzati, mind a privát beruházások terén kiemelkedő növekedést lehetett tapasztalni. Előbbit alapvetően az EU-s források táplálták, míg utóbbit a lakásépítések és a vállalati beruházások. Az EU-s források tényleges elköltése véleményünk szerint 2019-ben tetőzött; ezt követően lecsengés várható, de ezzel együtt is még jelentős mértékű marad a források effektív felhasználása.

2020-ban a járvány hatására mind a vállalati, mind a lakossági beruházások terén jelentős visszaeséssel számolunk. A bizonytalan gazdasági környezetre a lakossággal ellentétben a vállalatok gyorsabban reagálnak, beruházásaikat elhalasztják vagy teljesen le is állítják. A járvány miatti korlátozások a 2008-as válságnál jóval drasztikusabb leállásokat eredményeznek (ugyanis a járvány jellege miatt hirtelen nagyobb mértékű a visszaesés). Ugyanakkor az állam által 2020 április második hetében bejelentett gazdaságvédelmi csomag beruházástámogatást is tartalmaz, mely várakozásunk szerint tompítja a vállalati beruházások visszaesését. Összességében a vállalati beruházások esetében 10% körüli csökkenéssel számolunk 2020-ban (2005-ös évi átlagáron számolva). 2021-től a korlátozások és bizonytalanság várható elmúlásával a vállalati beruházások esetében visszarendeződést várunk (2-4% körüli növekedés).

A lakosság által megkezdett beruházások (jellemzően lakásépítések) is megérezhetik a gazdasági leállás hatásait; ezért csúszásokkal, akár azok teljes leállításával számolunk. Ugyanakkor ezt tompítja, hogy a lakossági beruházások esetén nagyobb mértékű a tehetetlenség, vagyis a szereplők várakozásunk szerint törekszenek a már megkezdett építkezések befejezésére. A lakáscélú beruházások esetében jellemzően már biztosított a forrás, ebben segíthet a hiteltörlesztési moratórium is. Inkább a kivitelezés időbeli csúszására számítunk. A kijárási korlátozások miatt az építőipar több hónapra is leállhat, ezért az idei évben 15% körüli csökkenést várunk (2005 évi átlagáron).

Mivel az építőipar élőmunka-igényes ágazat, ezért az ágazat teljesítményét visszavetheti, ha az alkalmazottak egy része fertőzötté válik, megbetegszik vagy szigorúbb intézkedések kerülnek bevezetésre és ennek következtében ideiglenesen nem tudnak dolgozni. Az elmúlt hónapban médiajelentések alapján több ezer külföldi vendégmunkás hagyhatta el országunkat és utazhatott haza a határlezárások előtt.

Az építőiparban nincsen lehetőség arra, hogy olyan jellegű intézkedéseket léptessenek életbe, mint pl. a szolgáltató szektorban, ahol a fertőzés terjedésének megakadályozása érdekében, illetve a megbetegedett (de nem súlyos állapotban lévő, munkaképes) munkavállalók munkafolytonosságának biztosítása érdekében pl. tömeges home office bevezetése alkalmazható.

Az építőipari vállalkozásokat szintén negatívan érintheti, ha az építőanyag-ellátás a fertőzés terjedése következtében akadozni kezd. Az építőipar vállalatai ugyanis erősen támaszkodnak a fuvarozó vállalatokra, melyek a szükséges alapanyagokkal látják el a vállalatokat. A fuvarozó ágazat szintén élőmunka-igényes ágazat, így a megbetegedések terjedése ebben a szektorban is működési problémákat okozhat.

A fenti tényezők mindegyike az építőipari projektek csúszását és ezzel együtt az építőipar teljesítményének visszaesését eredményezheti a koronavírus-járvány elhúzódása esetében.

Várakozásunk szerint 2021-től ismét növekvő pályára áll a lakossági beruházás dinamikája, ebben szerepet játszhatnak az elhúzódó projektek befejezései is.

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Felfelé mutató kockázatot jelentenek a kormányzat esetleges újabb lakáspiacot támogató intézkedései, mely az általunk vártnál erősebb lakossági beruházási dinamikához vezethet.

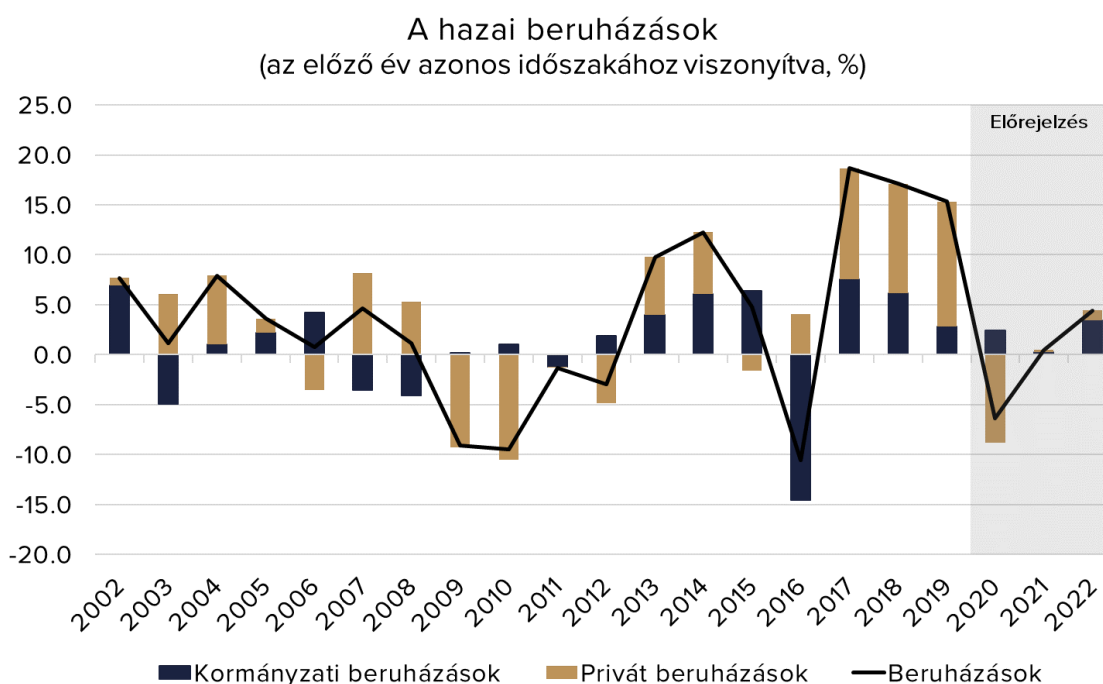
A privát szektor beruházásainak jelentős visszaesésén (-11% 2020-ban) tompítanak a kormányzati beruházások (11%-os növekedés), de a privát szféra beruházásokon belüli jelentősebb súlya miatt (közel 75%) még ezzel együtt is a teljes beruházási dinamika 6,4%-os csökkenését várjuk 2020-ban (8. ábra). A kormányzat biztosítja az EU-s források könnyebb lehívhatóságát, ezzel is gyorsítva a gazdaság mielőbbi helyreállítását. Emellett átcsoportosítások is várhatók, a jövőben elkölteni tervezett pénzek lehívása hamarabb megtörténhet. Továbbá egyéb kormányzati beruházásokkal is számolunk a gazdaság élénkítése érdekében; ezt elsősorban a 2020 április második hetében bejelentett gazdasági élénkítőcsomag beruházástámogatása táplálja. A csomag több részlete még nem ismert; az előrejelzés során 500 milliárd forint nagyságrendű beruházási forrással számoltunk a kormányzat esetében.

Felfelé mutató kockázatot jelent a kormányzati beruházások esetében, hogy a kormány még nem jelentette be a gazdaságvédelmi akcióterv harmadik szakaszát, mely szintén tartalmazhat beruházásokat.

Az EU-s források kifutása miatt csak minimális mértékű kormányzati beruházás-bővüléssel számolunk 2021-ben (1% körüli növekedés), így ebben az évben a kormányzati beruházások kevésbé képesek tompítani a privát beruházások stagnáló teljesítményén. Összességében 2021-ben 0,5%-os beruházásbővülést várunk nemzetgazdasági szinten.

2022-ben mind a privát, mind a kormányzati beruházások növekednek előrejelzésünk szerint. Az előbbihez a vállalati és lakossági beruházások növekedése egyaránt hozzájárul, míg az utóbbit támogatja az új uniós költségvetési ciklus elindulása. A 2021-2027-es uniós költségvetés prioritásait is átírhatja a koronavírus-járvány és a gazdaságok újjáépítése, így a korábban várthoz képest (a kohéziós források jelentős csökkenése volt várható) Magyarország akár jobban is kijöhet összeségében.

8. ábra



Forrás: Danube Capital, KSH

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

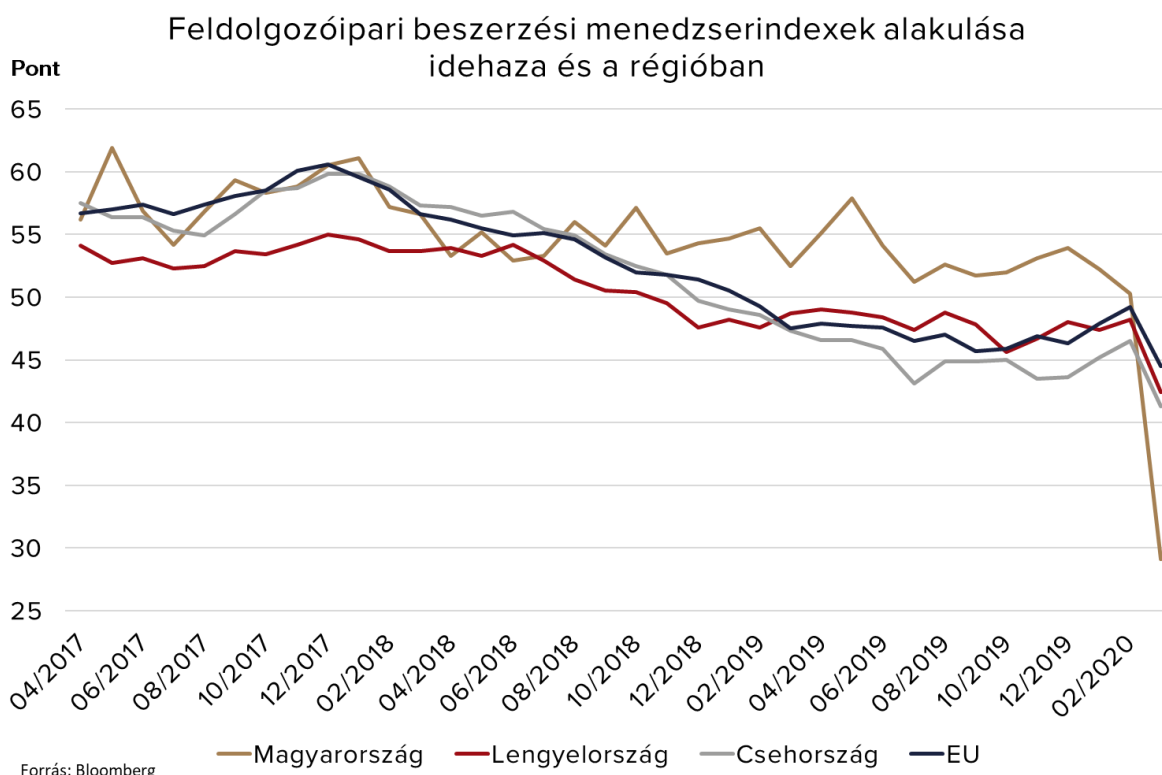
Export

A hazai export dinamikáját alapvetően az eurózóna (export kb. 60%) és a hozzá szorosan kapcsolódó valutaövezeten kívüli európai országok (export kb. 20%) kereslete határozza meg.

A koronavírus-járvány miatt a külső környezetünk növekedése is megtorpan, sőt legfontosabb külkereskedelmi partnereink (eurózóna, régiós országok) esetében jelentősebb gazdasági visszaeséssel számolunk az idei évben. Így összességében 2020-ban csökken a külső kereslet a hazai export iránt. Továbbá előrejelzésünk szerint az exportpiaci részesedésünk az elmúlt években látott bővüléssel ellentétben érdemben visszaesik 2020-ban. Így az exportunk 2020-ban a külső kereslet csökkenésénél valamivel nagyobb mértékben eshet vissza. Ezenkívül a hazai import is jelentősen csökken előrejelzésünk szerint idén, de ezzel együtt is a nettó export negatívan járul hozzá a GDP változásához.

2021-ben érdemi visszapattanást várunk az eurózóna és a régió országainak GDP-növekedésében a 2020-as teljesítményt követően, így a külső kereslet is jelentősen növekszik 2021-ben. 2022-ben lassulhat a külső kereslet növekedése 2021-hez képest, de még így is a 2019-es évnél élénkebb dinamikát mutathat. Ugyanakkor a régióhoz képest versenyképességi lemaradásunk van (Világgaazdasági Fórum 2019-es globális versenyképességi rangsora alapján) és a hazai iparnak borúsabbak a kilátásai. Ez utóbbinak indikátora lehet, hogy márciusban nagyobb mértékben esett vissza a hazai beszerzésimenedzser-index, mint a régiós országokban (9. ábra).

9. ábra



Következésképp 2021-ben nem várjuk az exportpiaci részesedésünk növekedését, arra csak 2022-től számítunk. Összességében 2021-ben a külső környezetünk növekedéséhez hasonló mértékű exportbővülésre számítunk, míg 2022-ben a piaci részesedés kismértékű bővülése miatt a külső keresletet meghaladó mértékben nőhet a hazai export. A hazai import is kiemelkedő mértékben bővíülhet 2021-ben a gazdasági felzárkózás eredményeként, ennek

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

ellenére előrejelzésünk szerint a nettó export pozitívan járulhat hozzá a GDP-növekedéshez 2021-ben a világ gazdaság várható visszarendeződése miatt. 2022-ben mind az export, mind az import növekedési dinamikája lassulhat 2021-hez képest, de ezzel együtt is élénk bővülést mutathatnak; a nettó export negatívan járul hozzá a GDP-növekedéshez 2022-től (10. ábra).

10. ábra



Forrás: Danube Capital, Bloomberg, KSH

Munkaerőpiac

Az aktivitási ráta 2010 óta tartó robusztus növekedése az előrejelzésünk alapján az idei évben megszakad és a járvány gazdaságra gyakorolt hatása miatt csökken 2020-ban; majd 2021-től ismét fokozatosan emelkedik. A mutató az éppen munkát keresők és a foglalkoztatottak számát arányosítja a munkaképes korú lakossághoz (11. ábra).

Érdemes az inaktívák számának változását figyelembe venni a munkaerőpiaci helyzet értékelése szempontjából: közel 70 ezer fővel csökkenhet az aktívák tábora, így ennyivel emelkedik az inaktívák száma idén. Az inaktívák számát azért érdemes szem előtt tartani, mivel a munkanélküli státusz sajátossága, hogy átmeneti állapotot jelöl: a munkanélküliek néhány hónapon belül újra álláshoz jutnak vagy 3 hónap után inaktív státuszba kerülnek.

A jelenlegi gazdasági visszaesés abban tér el a 2008-as recessziótól, hogy most hirtelen változhat meg sok ember munkaerőpiaci státusza. 2008-ban és az azt követő években fokozatosan zajlott le ez a folyamat (az aktívák száma 2007-ben 33 ezer fővel, 2008-ban 40 ezer fővel, 2009-ben pedig 9 ezer fővel csökkent).

A munkaerőpiaci folyamatokat az is befolyásolhatja, hogy a kormányzat beavatkozik: várakozásunk szerint egyrészt újra kibővíti a közfoglalkoztatási programokat (éves átlagban 50 ezer fővel, akár 50%-kal is nőhet a közfoglalkoztatottak száma); továbbá az állami szféra esetében a foglalkoztatottság szinten tartásával számolunk.

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Másrészt a kormány a járulékok és adók elengedése révén, valamint az újonnan bejelentett gazdaságvédelmi akcióterv keretében hozott intézkedések által elősegítheti a munkahelyek megtartását és újak teremtését. Továbbá a munkaadók a jó munkaerő megtartását többféle módon próbálják megvalósítani: részmunkaidős foglalkoztatással, külföldi munkavállalók elküldésével, bérek csökkentésével, éves szabadságok előrehozatalával, fizetés nélküli szabadsággal.

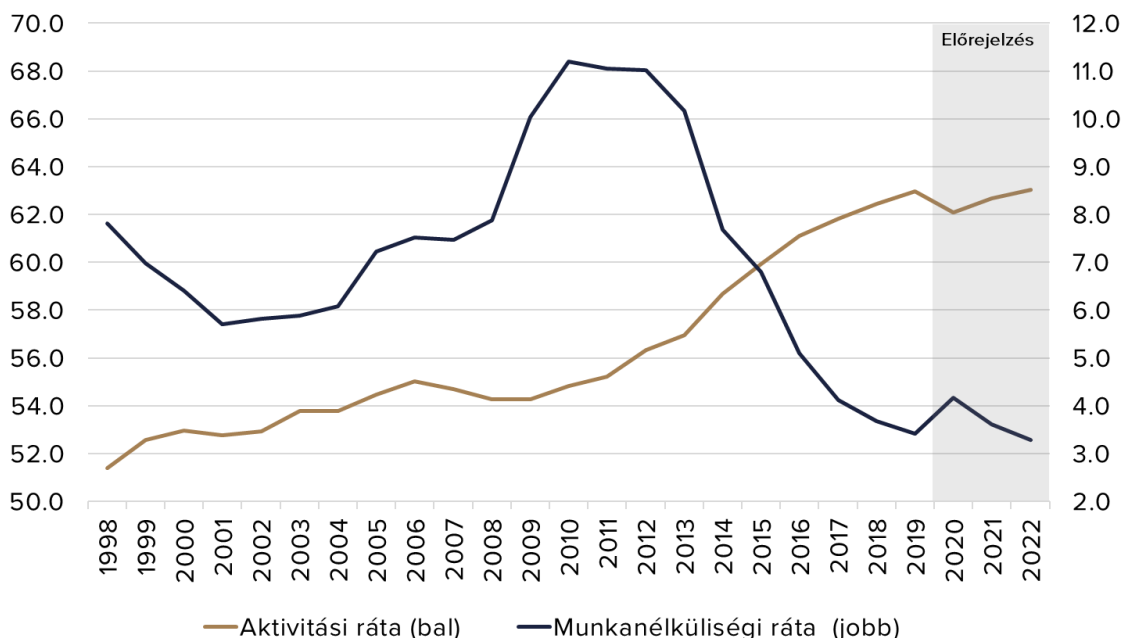
Előrejelzésünkben azzal számoltunk, hogy a privát szférában foglalkoztatottak száma 150 ezer fővel csökken, ezen tompít a közmunkaprogram. Összességében minimálisan több, mint 100 ezer fővel csökken a foglalkoztatottak száma nemzetgazdasági szinten 2020-ban, ebből közel 33 ezer fő munkanélkülivé és a többi inaktívvá válik.

A munkanélküliségi ráta (11. ábra) - mely az éppen munkát keresőket nézi az aktívak arányában - 2020-ban 4,2%-on alakulhat a 2019-es 3,4%-ot követően, ez közel 200 ezer főt jelent az idei évben (200 ezernél több munkanélküli utoljára 2016-ban volt idehaza, akkor 234 ezren voltak).

Az alappályában azzal a feltevéssel élünk, hogy a jelenlegi gazdasági visszaesés után 2021-ben élénkülést várunk, amely egyre több munkahelyet generál. Már 2020 második felétől a foglalkoztatottak többsége ismét munkába állhat korábbi munkahelyén, mely 2021-ben felgyorsul, így a foglalkoztatottak száma közel 1,6%-os növekedést mutathat 2020-hoz képest. A munkanélküliek száma ismét csökkenő pályára áll, a munkanélküliségi ráta 3,6%-ra mérséklődik. Az aktivitási ráta a 2020-as 62%-os szintről 62,7%-ra emelkedhet. Ez a kedvező tendencia 2022-ben is folytatódik.

11. ábra

Hazai aktivitási és munkanélküliségi ráta (%)



Forrás: Danube Capital, KSH

A korábbi feszes munkaerőpiaci kondíciók az idei évben a járvány hatására megszűnnek, vagyis a munkaerőpiac korábbi hiánya eltűnik; helyébe átmenetileg (járvány miatti korlátozások és gazdasági visszaesés miatt) munkaerőfelesleg lép előrejelzésünk szerint, mely munkaerőpiaci állapot enyhülhet 2021-22-ben.

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

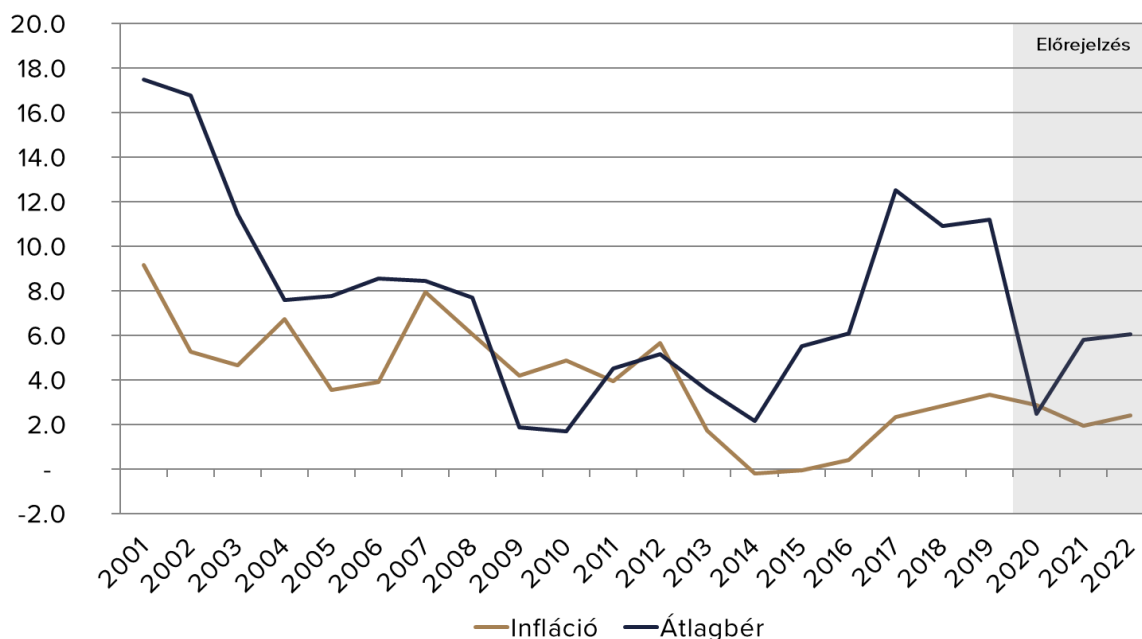
Idén január elsejével 8-8%-kal nőtt a minimálbér és a garantált bérminimum összege, és a bértárgyalások alkalmával megkötött megállapodások is érvénybe léptek január 1-jétől. Ugyanakkor a járvány hatására a privát szférában kialakult atipikus foglalkoztatási formák csökkenthetik a teljes bértömeget (részmunkaidőben dolgozók arányának jelentős növekedése, 5%-ról 20%-ra az előrejelzés szerint, illetve a fizetés nélküli szabadságolásokat is figyelembe vettük). A privát szférában a tavaly előrejelzett 11%-os béremelkedés helyett a már részletezett folyamatok eredőjeként csak 1,9%-os átlagbérnövekedést várunk az idei évre. A kormányzat részmunkaidős bérekre vonatkozó támogatása nélkül², a privát szférában a bérek minimális csökkenésével számolnánk 2019-hez képest, azonban a bejelentett intézkedés hatására az átlagbérek 2% körüli növekedésére számítunk a privát szférában.

Az állami szférában 8%-os béremelést hajtottak végre 2020 elején. Az idei évben összességében 5%-os béremelést várunk az állami szférában, mivel a közfoglalkoztatottak számának emelkedése lefelé húzza a növekedési ütemet (összetétel hatás).

Összeségében nemzetgazdasági szinten 2,5%-os béremelkedéssel számolunk 2020-ban év/év alapon (szemben a korábban várt 10%-kal), reálbér szempontjából -0,4%-ot jelent (az inflációs várakozásokat lásd a következő fejezetben). A következő években a bérnövekedés dinamikája 6% körül alakul a gazdaság helyreállításának, gazdasági növekedésnek a hatására (reálbér 3,6-3,8% körül alakulhat). Így ismét inflációt meghaladó átlagbér-emelkedés várható a jövő évtől (12. ábra).

12. ábra

Átlagbér és infláció (az előző év azonos időszakához viszonyítva, %)



Forrás: Danube Capital, KSH

² Csökkentett munkaidős foglalkoztatás támogatása: a támogatás mértéke a veszélyhelyzet kihirdetésének napja szerinti esedékességgel megállapított havi távolléti díj általános szabályok szerint megállapított személyi jövedelemadó-előleggel, járulékokkal csökkentett összegének a harminc, negyven vagy ötven százalékban kieső munkaidőre járó arányos részének hetven százaléka.

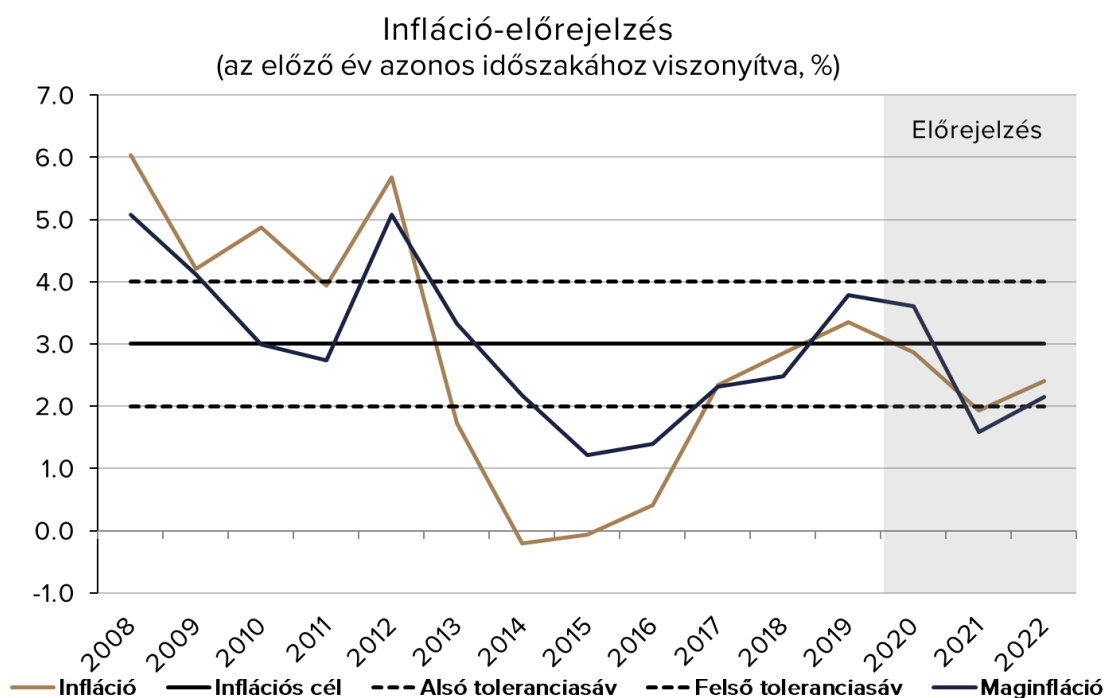
INFLÁCIÓS KILÁTÁSOK – A KÖVETKEZŐ ÉVEKBEN 3% ALATTI INFLÁCIÓ VÁRHATÓ

A koronavírus-járvány a korábbi inflációs előrejelzésünket is felülírta: 2019 decemberében azt prognosztizáltuk, hogy az idei évben 3,6%-ra gyorsul a hazai infláció a 2019-es 3,4%-ról, majd pedig 2021-ben 3,1%-ra lassul. Ugyanakkor az év elején és főleg március hónapban jelentősen átalakultak az inflációs kilátások. A teljes képet nézve várakozásunk szerint a hazai infláció 2020-ban átlagosan 2,9%-on alakul (13. ábra).

A nemzetközi olajárak beszakadása és az olajárakkal kapcsolatos negatív kilátások miatt az év egészét tekintve az üzemanyagárak jelentős csökkenésére számítunk 2019-hez képest, mely már jelenleg is megmutatkozik az inflációs adatokban. Az üzemanyagárak idei évi jelentős visszaesése a fő oka annak, hogy nagymértékben lefelé húztuk a headline inflációra vonatkozó előrejelzésünket. Ezt ellensúlyozza egyrészt, hogy a feldolgozatlan élelmiszerárak további jelentős emelkedésére számítunk 2020-ban. Ezenkívül a maginfláció várakozásunk szerint 2020-ban a tavalyi évi (3,8%) magas szint közelében alakulhat (áthúzódó hatások, valamint a forint árfolyamának jelentős gyengülése miatt), mely szintén emeli a headline inflációt. Továbbá a szabályozott árú termékekben visszafogott árszínvonalromlás várható.

2021-2022-ben az idei évinél meglehetősen alacsonyabb szinten mozoghat az infláció (rendre 1,9% és 2,4%). Ehhez elsősorban a maginfláció dinamikájának jelentősebb mértékű csökkenése járul hozzá (2021-ben év/év alapon 1,6%-ot mutathat), majd 2022-től kezdődően a maginfláció dinamikája 2% fölé emelkedik már (2,1% 2022-ben). A nyers élelmiszerárak továbbra is dinamikus, bár fokozatosan mérséklődő dinamikát mutathatnak jövőre és 2022-ben. Ugyanakkor – az idei évvel ellentétben – az üzemanyagárak növekedését várjuk év/év alapon 2021-22-ben.

13. ábra



Forrás: Danube Capital, KSH

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

Szabályozott árú termékek és szolgáltatások

A kormányzat által törvényileg megállapított árazási termékek és szolgáltatások esetében csak visszafogott áremelkedésre számíthatunk (ebben a kategóriában a szabályozott energiaárakra mint a távfűtésre, elektromos energiára és vezetékes gázszolgáltatásra, valamint a szabályozott árú szolgáltatásokra és gyógyszerekre érdemes gondolni). Várakozásunk szerint a szabályozott energiaárak változatlan szinten maradnak az előrejelzési időszakban (2020-2022), ugyanakkor a nem energiajellegű szabályozott árú termékek és szolgáltatások árainak kismértékű emelkedése várható. Összességben 2020-ban 1,3%-kal, 2021-ben 1,5%-kal, 2022-ben pedig 1,8%-kal emelkedhet a szabályozott árú termékek és szolgáltatások ára (14. ábra).

Üzemanyagárak

Az üzemanyagárakat leginkább befolyásoló tényező a kőolaj világpiaci árának, valamint a forint-dollár árfolyamának alakulása.

A globális gazdaság lassulása és ezzel együtt az olajkereslet-növekedés ütemének mérséklődése, valamint az amerikai palaolaj-termelés felfutása következtében megjelenő többletkínálat miatt az olajpiac már az előző két évben is erősen túlkínálatos volt.

Az olajárak stabilizálása érdekében az OPEC+ több ütemben fogta vissza kitermelését, csökkentve ezzel a kínálatot. 2018 decemberében 1,2 millió hordó/nap, 2019 decemberében további 500 ezer hordó/nap mértékben vágta vissza a kitermelésüket. A tagok közül Szaúd-Arábia vállalta a legnagyobb erőfeszítéseket és jelentősen túlteljesítette vállalásait.

Ezzel párhuzamosan a kereslet éves növekedése 1-2 millió hordó / nap között alakult, azonban ezt szinte teljesen ellensúlyozta a nem-OPEC tagok (elsősorban USA) palaolaj-termelésének 2 millió hordó / nap feletti éves növekedése. Tehát a piac már a koronavírus megjelenése előtt, az OPEC+ jelentős erőfeszítései ellenére is erősen túlkínálatos volt.

Ebben a helyzetben érte az olajpiacot 2020. elején a koronavírus megjelenése és ezzel együtt a keresleti kilátások további romlása. Az olaj iránti világpiaci keresletcsökkenést fokozta, hogy a 2020. március eleji OPEC+ ülésen nem sikerült a feleknek egyességre jutniuk.

Szaúd-Arábia újabb 1,5 millió hordó/nap vágást javasolt az olajkitermelésben annak érdekében, hogy ellensúlyozzák a koronavírus okozta járvány olajkeresletre gyakorolt kedvezőtlen hatását. Az oroszok azonban kizárólag a jelenleg érvényben lévő kitermelés-csökkentés meghosszabbítását lettek volna hajlandóak elfogadni, további visszavágást nem. Ennek valószínűleg az áll a háttérben, hogy az orosz költségvetésnek a 40-45 dollár feletti olajár még elfogadható, így nekik vélhetően elegendő lett volna a korábbi intézkedések fenntartása.

Mivel nem sikerült egyezsége jutni, ezért a korábbi kitermelés-csökkentési egyezség sem került meghosszabbításra, ami azt jelenti, hogy áprilistól az összes termelő szabadon növelheti a kitermelését és ezzel a korábbi években felhalmozódott kitermelési tartalékok rázúdulhatnak a (már jelenleg is túlkínálatos) piacra. Ennek hatására a kőolaj ára március elején, néhány nap leforgása alatt 30 dollárhoz közeli szintre szakadt, amire 2016 eleje óta nem volt példa, és azóta is hasonló nyomott szinteken áll.

Friss fejlemény, miszerint április 10-én megszületett az OPEC+ egyezség, amelynek keretében 9,7 millió hordóval csökken a kitermelés idén május-június folyamán napi szinten, ezzel próbálják stabilizálni a világpiaci olajárakat. Az USA, illetve egyéb termelők önként vállalt lépéseivel rövid távon 19,5 millió hordóval csökken a napi kőolaj-termelés, mely vállalatok egyelőre nem mutatkozik markánsan az árakban. (előrejelzésünket április 8-áig beérkező adatokból állítottuk össze, így nem jelennek meg benne későbbi OPEC-ülés okozta hatások).

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

A határidős árak alapján arra következtethetünk, hogy a piac idővel a helyzet normalizálódását és ezzel együtt az olajár emelkedését várja. A határidős jegyzések 2020 első félévére 32 dollár körüli, majd 2020 év végére közel 39 dollár körüli árat mutatnak. A vizsgált időszakban, 2020-2022 között, a határidős jegyzések alapján, 32-45 dollár közötti Brent ár várható.

A fentiek alapján úgy látjuk, hogy 2020-ban csökkenő, majd az előrejelzési horizont további részén enyhén növekvő, de nyomott üzemanyagárakra számíthatunk (14. ábra).

Feldolgozatlan élelmiszerek ára

Az elmúlt negyedévekben is folytatódott az árak emelkedése a feldolgozatlan élelmiszerek esetében, ami legnagyobb mértékben a húsok (ezen belül is leginkább a sertéshús) és a zöldségek, gyümölcsök drágulásának volt köszönhető. A következő időszakban az élelmiszerárak további emelkedésére számítunk, 2020-ban 8,9%-kal, 2021-ben 5,6%-kal 2022-ben pedig 4,9%-kal emelkedhetnek a feldolgozatlan élelmiszerek árai éves szinten (14. ábra).

Az árak emelkedését továbbra is a sertéspestis, illetve a zöldségek, gyümölcsök iránti magasabb kereslet, valamint az Európa-szerte tapasztalt gyengébb termés, illetve a munkaerőköltségek emelkedése eredményezte. Kínában a sertéseket érintő betegség következtében többszáz millió sertést kellett leölni, amit elsősorban az európai piacról kezdett el pótolni az ázsiai ország. Emiatt az Európai Unióban és hazánkban is az egekbe emelkedtek a sertés árak. Egy év alatt hazánkban több, mint 50%-kal emelkedett az élő sertés ára. A magyar sertéshús árakat tovább növelte, hogy egyik legfőbb (sertés szempontjából) célországban, Romániában is nagy pusztítást végzett a kór.

Ugyanakkor a koronavírus következtében bekövetkezett készletezési hullám is, valamint az olasz és a spanyol piac szűkülése is hatást gyakorolt rövid távon az élelmiszerárakra.

Maginfláció

A maginfláció az árszínvonal-emelkedés alapfolyamatát mutatja, kiszűrve az inflációból az egyszeri hatásokat és a nagyobb havi szintű ingadozásokat (időjárás, világpiaci ármozgás stb.), így legfőképpen a feldolgozatlan élelmiszerek, energia és szabályozott árakat. A maginflációban olyan termékek és szolgáltatások szerepelnek, amelyek árának változását alapvetően a gazdasági aktivitás, pontosabban a meglévő emberi és gépi kapacitások kihasználtsága határozza meg.

Ahogy korábban, a Munkaerőpiaci kilátásokat leíró résznél bemutattuk, a nemzetgazdasági átlagbérek csupán kismértékű növekedést mutathatnak az idei évben (részmunkaidőben foglalkoztatottak arányának növekedése is hozzájárul), és jövőre, valamint 2022-ben is visszafogott, 6% közeli bérnövekedéssel számolunk a gazdaság helyreállításának, gazdasági növekedésnek a következményeként. A bérköltségek idei évi csökkenése, és a következő évek visszafogottabb növekedése (főleg 2019-hez hasonlóan) a vállalatokat kisebb mértékű áremelésre készíti.

Ugyanakkor az idei évben jelentős áthúzó hatása érvényesül a maginflációban, vagyis a bázishatás még visszatartja a maginflációt a jelentősebb mértékű lassulástól, az csak 2021-ben látszódik meg a mutatóban (a korábbi időszakok magas árnyomása csak igen lassan árazódik ki a maginflációból). Emellett az idei évi 3,6%-os maginflációhoz érdemben hozzájárul a gyengébb forintárfolyam is (14. ábra).

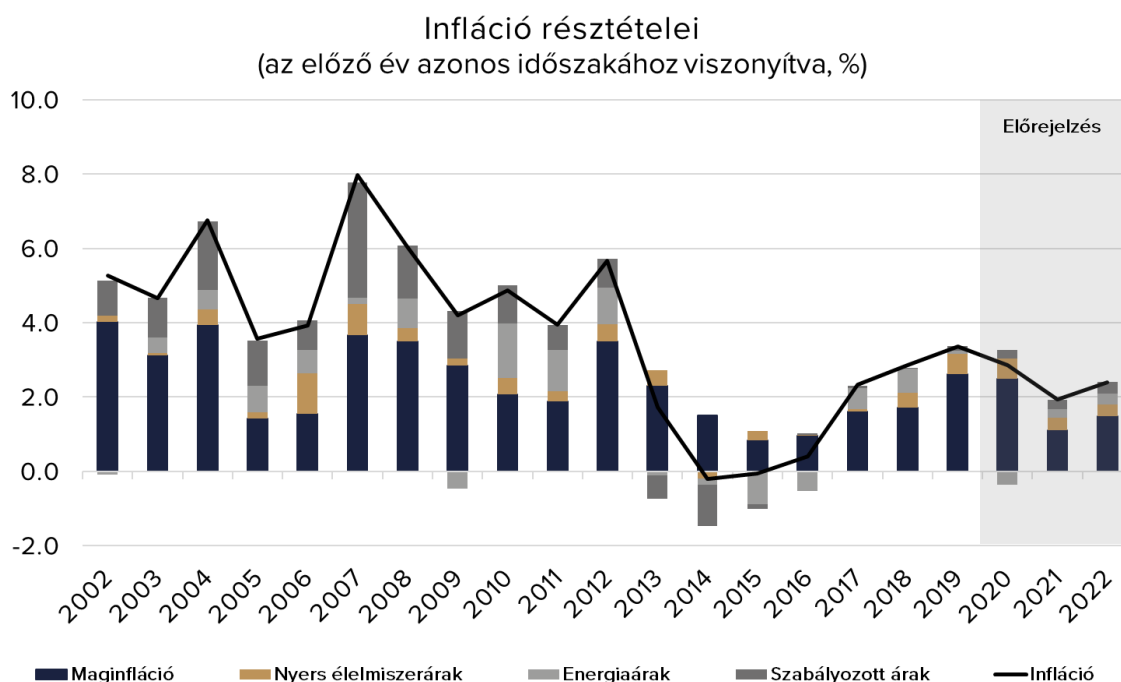
Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

2021-re kifuthat az árfolyamhatás, kiárazódnak a korábbi (2019-es) magas bázisok, a GDP növekvő pályára áll ugyan, de továbbra sem éri el a potenciális növekedést³, így jövőre összességében 1,6%-os maginflációt várunk. A gazdasági növekedés 2022-ben tovább gyorsulhat 2021-hez képest, a kibocsátási rés szűkül, de még így is a potenciális növekedés alatt marad az aktuális GDP-növekedés; ezzel együtt 2022-ben 2,1%-os maginflációra számítunk idehaza.

Összességében elmondható, hogy a borús gazdasági kilátások ellenére a hazai inflációs nyomás továbbra is megmarad, nem várható az előttünk álló években defláció a világ gazdaságban várható extrém alacsony inflációs környezet ellenére sem.

14. ábra



Forrás: Danube Capital, Bloomberg

³ Potenciális GDP: a GDP azon szintjére vonatkozó becslés, amikor a gépi és emberi erőforrások hosszú távon fenntartható arányban vannak kihasználva. Ide kapcsolódik a kibocsátási rés fogalma is. A kibocsátási rés azt mutatja meg, hogy az éppen megfigyelt GDP hány százalékkal tér el a potenciális GDP-től, mely jelen esetben negatív értéket mutat. Ekkor szabad, azaz kihasználatlan kapacitás van jelen a gazdaságban.

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

ALTERNATÍV PÁLYÁK A GAZDASÁGI NÖVEKEDÉSRE

GDP-növekedési előrejelzés az alappályához képest (év/év alapon, %):

5. tábla

	2020	2021	2022
Alternatív pálya I.	0,0%	3,7%	3,6%
Alappálya	-4,0%	3,5%	3,3%
Alternatív pálya II.	-8,2%	2,4%	2,8%

Alternatív pálya I.

Első alternatív pályánk szerint az idei évben stagnálás várhat a hazai gazdaságra: éven belül jelentős kilengésekkel számolunk, az első és a második negyedév a korábbi várakozásoknál lényegesen kedvezőtlenebbül alakul, de a járvány harmadik negyedévre történő elmúlásával ismét növekszik az aktivitás, ezt a fiskális és monetáris politikai stimulus is segíti. 2021-ben tovább folytatódhat a gazdasági felzárkózás, így 3,5%-os lehet a gazdasági növekedés dinamikája. Összességében a 2020-as válság esetében egy gyors, V-alakú kilábalással számolunk.

Alappályánk esetében azzal számoltunk, hogy a nemzetgazdasági foglalkoztatottság 2019-hez képest 2,2%-kal visszaesik. Ehhez képest első alternatív pályánk esetében feltételezésünk szerint csak minimálisan, 0,3%-kal esik vissza éves szinten a foglalkoztatottak száma. E feltételezésünk mögött egyrészt az áll, hogy a kormányzati intézkedések, amelyek a munkahelyek megőrzésére irányulnak, sikeresek lesznek hosszabb távon. Másrészt ugyan az első félévben több munkavállaló is elvesztheti munkáját, azonban a második félévben várt gyors gazdasági helyreállítás következtében a legtöbben ismét munkába tudnak állni. 2021-ben pedig tovább emelkedik a foglalkoztatottak száma a nemzetgazdaságban (0,6%-kal).

A munkanélküliségi ráta alternatív pályánk esetében a 2019-es, 3,4%-os szint közelében alakul (3,5%), majd 2021-től csökkenő pályára áll (3,3%). Az alappályához képesti erősebb munkaerőpiaci kondíciók támogatják az átlagbéreket is: míg az alappálya esetében 2,5%-os átlagbér-emelkedést várunk idén, jövőre pedig 5,8%-osat, addig alternatív pályánk esetében idén 6,2%-kal, jövőre 6,8%-kal nőhetnek a bérek idehaza. Következésképpen, a reálbértömeg is emelkedni tud az idei évben 2,6%-kal, ellentétben az alappálya esetében várt csökkenéssel. Ez pedig döntően befolyásolja a fogyasztási pályát is. Alternatív pályánk esetében 2,5%-os fogyasztásbővüléssel számolunk idén, míg alappályánknál -2,1%-ot vártunk 2020-ra. 2021-ben alternatív pályánk esetében 3,8%-kal nőhetnek a háztartások fogyasztási kiadásai várakozásunk szerint, igazodva a reálbértömeg változásához (alappályánk esetében nagyobb éves szintű visszapatannással, 5,2%-kal számoltunk 2021-re, azonban ezzel együtt sem éri el az alternatív pálya esetében várt tényleges fogyasztási szintet).

Privát beruházások esetében első alternatív pályánknál csak minimális, 3%-os visszaeséssel számoltunk az idei évre vonatkozóan (alappálya: -11%), feltételezve a gyorsabb gazdasági helyreállást és az állami beruházásösztönző programok sikerességét. Az alappálya esetében várt kormányzati beruházásnövekedésnél dinamikusabb, 20,8%-os bővülést feltételezve az alternatív pálya esetében, mely kompenzálni tudja a privát szféra beruházáscsökkenését, összességében 2020-ban a teljes beruházási dinamika emelkedését várjuk (2,3%, alappálya: -6,4%). 2021-ben alappályánkhöz hasonlóan a privát beruházások kismértékű növekedésével számolunk.

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

A kifutó EU-s források, és az emiatt várható 1% közeli kormányzati beruházások miatt inkább stagnálás közeli, 0,5%-os teljes beruházás-növekedést várunk (alappálya: 0,5% növekedés szintén, de bázishatásból eredően szintjében alacsonyabb).

Az export esetében az alappályához hasonló mértékű külső keresletcsökkenéssel számoltunk, azonban míg alappályánk esetében az exportpiaci részesedés csökkenését várjuk az idei évben, addig alternatív pályánk esetében stagnálást feltételeztünk. Így a teljes export sem esik vissza olyan mértékben, mint az alappálya esetében (alappálya: -11,9%, alternatív pálya: -9,8%). 2021-ben pedig az exportpiaci részesedés minimális emelkedésére számítunk már, így nagyobb mértékű felpattanás várható az alappályához képest (alappálya: 9,7%, alternatív pálya: 10,2%).

Alternatív pálya II.

Második alternatív pályánk esetében idén akár 8,2%-os GDP-visszaesés is bekövetkezhet, és jövőre is csak 2,4%-os gazdasági bővülést várunk. Feltételezéseink szerint egyes szektorok esetében több havi termelés esik ki, anélkül, hogy később pótlódna. A turizmus és egyes feldolgozóipari ágazatok (különösen a járműipar) kibocsátása közép távon sem tér vissza a korábbi szintekre. A legpesszimistább scenárió esetén L-alakú válsaggal számolunk a teljes gazdaság esetében. A GDP csak több év után tér vissza a 2019-es szintekre.

Alappályánk esetében azt feltételeztük, hogy a nemzetgazdasági foglalkoztatottság 2019-hez képest 2,2%-kal visszaesik. Ehhez képest alternatív pályánk esetében még drasztikusabb, 4,4%-os csökkenést várunk, mely 200 ezer munkavállalót jelent (alappálya: 100 ezer fő). Mivel a feltételezés szerint később cseng le a járvány az alappályához képest, a vállalatok egy része vagy csődbe megy, vagy az eddigieknél is drasztikusabb intézkedéseket hoz (főleg létszámleépítés), illetve az egyéni vállalkozók közül is többen veszítik el megélhetésüket.

Továbbá, mivel csak később indul el a gazdasági helyreállítás, az idei évben még csak kevés munkavállaló térhet vissza korábbi állásába. Ezenkívül alternatív pályánkban azt feltételezzük, hogy a munkahelyek megőrzésére irányuló ma ismert kormányzati intézkedések a válság elmélyülése miatt csak korlátozottan fejtik ki hatásukat a gazdaságban. 2021-ben feltételezésünk szerint 1,1%-kal nő a foglalkoztatottság (alappálya: 1,6%). Az aktivitási ráta a 2020-as jelentős csökkenés után sem tudja az előrejelzési horizonton elérni a 2019-es szinteket. A munkanélküliségi ráta 2020-ban 5%-ra emelkedik, 2021-ben is csak 4,6%-ra mérséklődik.

Míg az alappálya esetében 2,5%-os átlagbér-emelkedést várunk idén, jövőre pedig 5,8%-osat, addig alternatív pályánk esetében idén csak kismértékben, 0,8%-kal, jövőre 4,4%-kal nőhetnek a bérek idehaza az alappályánál kedvezőtlenebb munkaerőpiaci kondíciók miatt. Következésképpen, a reálbértömeg az alappályához képest drasztikusabb, 6%-os csökkenést mutat, mely pedig döntően befolyásolja a fogyasztási pályát is. Alternatív pályánk esetében 5%-os fogyasztáscsökkenéssel számolunk idén, míg alappályánknál -2,1%-ot vártunk 2020-ra. 2021-ben alternatív pályánk esetében visszafogottabb mértékben, 4,3%-kal nőhetnek a háztartások fogyasztási kiadásai (alappálya: 5,2%).

Mivel második alternatív pályánk esetében hosszabb ideig tartó járványhelyzettel számolunk, és a gazdasági újraindulást is csak az utolsó negyedévre várjuk, ez jelentősen rányomja a bélyeget a privát beruházásokra: azok jelentős csúszásával, sőt több esetben azok teljes elmaradásával számolunk főleg a vállalati szféra esetén, de a lakossági beruházások esetében is az alappályához képest valamivel nagyobb mértékű visszaeséssel számoltunk. Összességében a privát beruházások 16%-kal esnek vissza 2020-ban (alappálya: -11%). A

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

kormányzati beruházások esetében kismértékben visszafogottabb dinamikát feltételeztünk az alappályához képest, de 6,5%-os bővülésével továbbra is képes támogatni a teljes beruházási dinamikát. Összességében 2020-ban a teljes beruházási dinamika 11%-os csökkenést mutathat 2019-hez képest (alappálya: -6,4%). 2021-ben alappályánkhöz hasonlóan a privát beruházások kismértékű növekedésével számolunk, de a kifutó EU-s források miatt többi pályához képest drasztikusabb, 13,5%-os kormányzati beruházáscsökkenést feltételeztünk. Így a nemzetgazdasági szintű beruházásokat nézve 2021-ben továbbra is csökkenést várunk, mégpedig 3,2%-osat (alappálya: 0,5%-os növekedés). A beruházási dinamika csak 2022-től válhat is emelkedővé.

Az export esetében az alappályához hasonló mértékű külső keresletcsökkenéssel számoltunk az idei évben, majd szintén az alappályához hasonló mértékű felpattanással 2021-ben. Azonban alappályánkhöz képest kismértékben nagyobb exportpiaci részesedéscsökkenést feltételeztünk az idei évre, valamint 2021-re is minimális visszaesést várunk, 2022-ben pedig stagnálást várunk. Ezzel együtt idén összességében drasztikusabban eshet vissza a hazai export (alappálya: -11,9%, alternatív pálya: -12,5%). 2021-ben alternatív pályánk esetében az alappályánál kisebb mértékű felpattanást várunk az exportdinamikában: míg alappályánknál 9,7%-os exportnövekedést prognosztizáltunk, addig második alternatív pályánk esetében 9,1%-osat.

Danube Capital előrejelzések a magyar gazdaságra - alappálya				
	2019 tény	2020	2021	2022
GDP változása (%)	4.9%	-4.0%	3.5%	3.3%
Háztartások fogyasztási kiadásának változása (%)	5.0%	-2.1%	5.2%	4.7%
Beruházás változása (%)	15.3%	-6.4%	0.5%	4.4%
Export változása (%)	6.0%	-11.9%	9.7%	5.5%
Import változása (%)	6.9%	-11.1%	9.8%	6.2%
Átlagbérek változása (%)	11.4%	2.5%	5.8%	6.1%
Foglalkoztatottság változása a nemzetgazdaságban (%)	1.0%	-2.2%	1.6%	0.9%
Reálbértömeg változása (%)	8.6%	-2.6%	5.4%	4.5%
Munkanélküliségi ráta, éves átlag (%)	3.4%	4.2%	3.6%	3.3%

Danube Capital előrejelzések a magyar gazdaságra - alternatív pálya I.				
	2019 tény	2020	2021	2022
GDP változása (%)	4.9%	0.0%	3.7%	3.6%
Háztartások fogyasztási kiadásának változása (%)	5.0%	2.5%	3.8%	4.7%
Beruházás változása (%)	15.3%	2.3%	0.5%	4.5%
Export változása (%)	6.0%	-9.8%	10.2%	6.1%
Import változása (%)	6.9%	-8.2%	9.4%	6.6%
Átlagbérek változása (%)	11.4%	6.2%	6.8%	7.6%
Foglalkoztatottság változása a nemzetgazdaságban (%)	1.0%	-0.3%	0.6%	0.6%
Reálbértömeg változása (%)	8.6%	2.6%	4.2%	5.0%
Munkanélküliségi ráta, éves átlag (%)	3.4%	3.5%	3.3%	3.0%

Danube Capital előrejelzések a magyar gazdaságra - alternatív pálya II.				
	2019 tény	2020	2021	2022
GDP változása (%)	4.9%	-8.2%	2.4%	2.8%
Háztartások fogyasztási kiadásának változása (%)	5.0%	-5.0%	4.3%	4.0%
Beruházás változása (%)	15.3%	-11.1%	-3.2%	3.1%
Export változása (%)	6.0%	-12.5%	9.1%	5.0%
Import változása (%)	6.9%	-11.5%	8.8%	5.6%
Átlagbérek változása (%)	11.4%	0.8%	4.4%	5.3%
Foglalkoztatottság változása a nemzetgazdaságban (%)	1.0%	-4.4%	1.1%	1.0%
Reálbértömeg változása (%)	8.6%	-6.0%	4.7%	4.9%
Munkanélküliségi ráta, éves átlag (%)	3.4%	5.0%	4.6%	4.3%

AZ ELEMZÉS KÉSZÍTŐI



Kuti Ákos

Vezérigazgató-helyettes

kuti.akos@danubecapital.hu



Németh Viktória

Senior Makrogazdasági Elemző

nemeth.viktoria@danubecapital.hu



Erdélyi Dóra

Junior Makrogazdasági Elemző

erdelyi.dora@danubecapital.hu

Negyedéves Makrogazdasági Kitekintő

2020. április

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt a Danube Capital R&A Zrt. (Cégjegyzékszám: 01-10-140292) készítette.
2. A jelen kiadványban megjelent vélemény, elemzés az azt elkészítő szakmai véleményét tükrözi, amelyben objektív és szubjektív elemek egyaránt vannak. A jelen kiadvány nem minősül a 2007. évi CXXXVIII. törvény (Bsz.) 4. § (2). bekezdés 8. pontja szerinti befektetési elemzésnek és 9. pontja szerinti befektetési tanácsadásnak.
3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek.
4. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybe vételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők tájékozódjanak több forrásból, valamint az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthet el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével. Javasoljuk továbbá, hogy a befektetők tájékozódjanak a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról.
5. A jelen kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azok valódiságáért, pontosságáért és teljességéért a Danube Capital R&A Zrt. felelősséget nem vállal. A jelen kiadványban szereplő vélemények újabb információk megjelenése esetén külön értesítés nélkül megváltozhatnak.
6. A jelen kiadványban szereplő árfolyamok múltbeli alakulásából nem lehetséges azok jövőbeni alakulására vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni.
7. A Danube Capital R&A Zrt. kizárja a felelősségét a jelen kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért.
8. A Danube Capital R&A Zrt. azon tőzsdei és tőzsdén kívüli társaságokkal, amelyekkel kapcsolatos híreket, elemzéseket és egyéb írásokat a kiadványaiban megjelentet, üzleti kapcsolatot tarthat fenn akár közvetlenül, akár érdekeltségébe tartozó gazdasági társaságán, leánycégén keresztül.
9. A Danube Capital R&A Zrt. alkalmazottai és megbízottai számára nem tiltott, hogy a tőzsdén saját nevükben kereskedjenek és tőzsdei vagy tőzsdén kívüli társaságok részvényeivel rendelkezzenek.
10. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Danube Capital R&A Zrt. előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Danube Capital R&A Zrt. valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.
11. Jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

Az alkalmazott értékelési eljárások

A Danube Capital R&A Zrt.-ben a szakértők felépítettek egy előrejelzésre és szimulációra alkalmas strukturális makromodellt, amely segítségével még pontosabb előrejelzéseket tudnak készíteni a hazai gazdaság jövőbeli dinamikájával kapcsolatban. A modell legfőbb erénye, hogy statisztikai összefüggések felhasználása mellett egyedi információkat is képes felhasználni az előrejelzés során. Ezen egyedi tényezők nagy befolyásoló erővel bírnak a jövő szempontjából, de a múltban még nem számítottak releváns tényezőnek, így a színtiszta statisztikai modellek nem tudják kezelni őket.