



## **Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép 2021 első félévéről**

**Készült a Költségvetési Tanács Titkársága megbízásából**

Készítették:

Bogóné Jehoda Rozália

Losoncz Miklós

Nagy Katalin

Palócz Éva

Vakhal Péter

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



Budapest, 2021. augusztus 30.

Készült a KVT/6-1/2021 szerződés alapján

Dr. Palócz Éva Mária

vezérigazgató

KOPINT-TÁRKI

Konjunktúrakutatási Intézet Zrt.

1112 Budapest, Budaörsi út. 45.

1518 Budapest, Pf. 71.

Telefon: 309-2695

Fax: 309-2647

E-mail: [info@kopint-tarki.hu](mailto:info@kopint-tarki.hu)

[www.kopint-tarki.hu](http://www.kopint-tarki.hu)

## Tartalom

### Tartalom

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa .....	1
Bevezetés és összefoglaló .....	2
1. Világgazdasági környezet alakulása.....	6
2. Makrogazdasági helyzet 2021 első felében.....	15
3. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok .....	35
3.1. Államháztartási folyamatok .....	35
3.2. Infláció .....	44
3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....	48
3.4. Vállalati és lakossági hitelezés és kamatok .....	52



## Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok				Előrejelzés		
	2019	2020	2021		2021		2022
			I. né.	II. né.	2021 ápr.	2021 aug.	2021 aug.
<b>GDP-aggregátumok reálnövekedése</b>							
GDP összesen	4,6	-5,0	-2,1	17,9	4,5	<b>7,0</b>	<b>5,0</b>
Belföldi felhasználás	6,6	-3,0	-4,3	11,3	4,5	<b>4,9</b>	<b>4,9</b>
Magánfogyasztás	4,6	-2,8	-3,7	9,9	3,7	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>
Közösségi fogyasztás	5,6	2,8	10,4	-0,5	0,0	<b>3,3</b>	<b>0,0</b>
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	12,8	-7,3	-0,1	8,3	8,0	<b>6,7</b>	<b>8,0</b>
Bruttó felhalmozás összesen	11,3	-5,5	-12,4	19,7	8,0	<b>6,6</b>	<b>8,0</b>
Export	5,8	-6,8	3,3	33,0	6,7	<b>11,0</b>	<b>6,7</b>
Import	8,2	-4,4	1,1	23,4	6,7	<b>8,5</b>	<b>6,6</b>
<b>Ipari termelés</b>	5,6	-6,1	4,0	37,7	7,5	<b>12,0</b>	<b>6,0</b>
<b>Fogyasztói árindex</b>	3,4	3,3	3,2	5,1	3,7	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>
<b>Foglalkoztatás, jövedelmek</b>							
Foglalkoztatottak számának növekedése <sup>a</sup>	0,8	-0,9	-0,9	1,4	1,0	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>
Foglalkoztatási ráta <sup>a</sup>	62,6	62,1	61,9	62,8	62,8	<b>62,7</b>	<b>63,1</b>
Munkanélküliségi ráta <sup>a</sup>	3,3	4,1	4,5	4,1	4,0	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>
Termékegységre jutó bérköltség <sup>b</sup>	7,6	1,1	-3,3	-10,5	1,1	<b>-2,0</b>	<b>2,9</b>
Bruttó nominális keresetek <sup>c</sup>	11,4	9,7	9,4	9,4	7,5	<b>8,6</b>	<b>8,1</b>
Nettó reálkeresetek	7,7	6,2	6,0	4,1	3,7	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>
Megtakarítási ráta a GDP %-ában <sup>d</sup>	5,0	6,1	6,7	5,8	6,0	<b>6,2</b>	<b>5,7</b>
<b>Folyó fizetési mérleg</b>							
a GDP %-ában	-0,5	-0,1	1,5 <sup>e</sup>		0,5	<b>0,6</b>	<b>0,6</b>
<b>Folyó fizetési és tökemérleg</b>							
a GDP %-ában	1,4	1,9	3,2 <sup>e</sup>		2,5	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>
<b>Államháztartás</b>							
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-2,0	-8,1	-6,1		-6,5	<b>-7,5</b>	<b>-5,9</b>
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	65,5	80,4	81,0	77,6	81,0	<b>81,7</b>	<b>80,0</b>
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	-0,01	0,28	0,61	0,45	0,7	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	2,01	2,08	2,71	2,83	2,6	<b>3,0</b>	<b>3,0</b>
<b>Nemzetközi feltételek</b>							
Nemzetközi kereskedelem volumene	4,0					<b>8,4</b>	<b>6,5</b>
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	64,4	41,8	61,0	68,7	67,0	<b>68,0</b>	<b>70,0</b>
GDP-változás az Eurózónában, %	1,3	-6,5	-1,3		4,8	<b>5,0</b>	<b>4,6</b>
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	3,6	-4,0	-0,9		4,2	<b>4,6</b>	<b>4,3</b>
Forint/euró, időszaki átlag	325	351	361,1	354,8	365	<b>353</b>	<b>353</b>
Dollár/euró, időszaki átlag	1,12	1,14	1,21	1,21	1,20	<b>1,21</b>	<b>1,21</b>

a Munkaerő-felmérés alapján, időszaki átlag, 15-74 éves népesség. A közfoglalkoztatottak a foglalkoztatottakhoz sorolódnak.

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

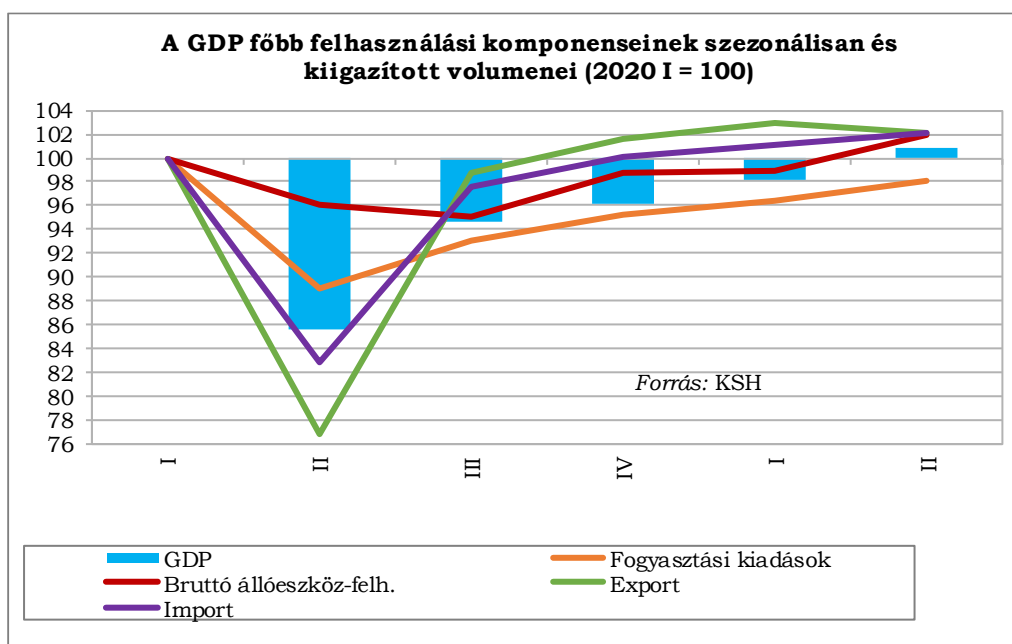
c A megfigyelt munkáltatói kör adatai alapján

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

e Az MNB által szezonálisan kiigazított adat

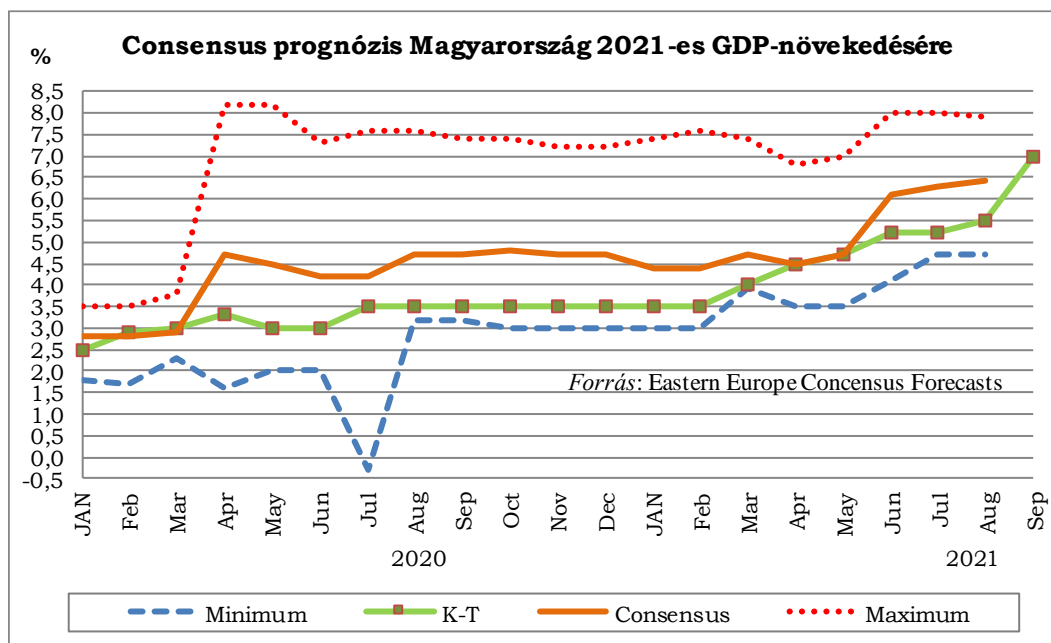
## Bevezetés és összefoglaló

Az elmúlt néhány negyedév tanulsága, hogy a magyar gazdaság az előzetesen vártnál ellenállóbbnak bizonyult a járvány második és harmadik hullámával szemben. Az idei első két negyedévben a GDP szezonálisan és munkanappal kiigazított volumene folyamatosan emelkedett a megelőző negyedévhez viszonyítva, még hozzá jó ütemben. Így aztán miközben a kiigazítatlan év/éves indexek a mindenkori bázistól függően változóan alakultak, összességében a gazdaság növekedési teljesítménye mind a két negyedévben pozitív meglepetést hozott. A második negyedévben a GDP volumene – és azon belül az állóeszköz-felhalmozás, továbbá az áruk exportja és importja egyaránt magasabb volt, mint 2020 első negyedévében, vagyis az utolsó válságot megelőző negyedévben. A termelési oldalon a szolgáltatások voltak az egyetlen nemzetgazdasági ág, ahol a volumen még elmaradt a válság előtti szintjétől.



Az elemzők körében már a kedvező első negyedévi növekedési adat is valóságos ugrást eredményezett az idei növekedési prognózisok tekintetében. Júniusban az előrejelzések átlaga meghaladta a 6%-ot, miközben egy hónappal korábban még az 5%-ot sem érte el. A Kopint-Tárki ekkor még óvatos maradt, részben az iparban észlelhető kínálatoldali nehézségek, részben pedig a fogyasztás megugrásával kapcsolatos kételyek miatt.

A második negyedévi adatok alapján ugyanakkor a helyzet megváltozott: a GDP volumene az év közepére immár olyan szintre emelkedett, ahonnan még ha negyedév/negyedéves stagnálás következik is az év második felében, az éves növekedési ütem akkor is érezhetően meghaladná a 6,5%-ot. Így jelenlegi várakozásunk szerint az idén **7% körüli** növekedés várható.



A második negyedévben mind a magánfogyasztás, mind pedig a beruházások növekedési teljesítménye bizonyos fokig meghaladta várakozásainkat, ami kikényszerítette a kilátások felülvizsgálatát. A fogyasztáson belül nem annyira az áruk, hanem a *szolgáltatások* fogyasztásának megugrása volt a fő tényező a fogyasztási kiadások kétszámjegyű év/éves növekedése mögött, habár ez főként a bázishatásnak (a szolgáltatásfogyasztás tavaly második negyedévi beomlásának) tudható be. Mindenesetre a fogyasztási kiadások egészének növekedési üteme hosszabb ideje először gyorsabb volt, mint a (teljes munkaidősök adataiból számított) reálkereset-tömeg dinamikája.

A beruházásokon belül kedvező, hogy – szemben az első negyedévvel – most a vállalati beruházások jöttek lendületbe, vagyis az előző negyedévi megakadás nem volt tartós.

A nettó export javulása várható volt, de e javulás is felülmúlta a vártat a második negyedévben, főleg mivel a *szolgáltatás*-külkereskedelemben az export és import közti pozitív ütemkülönbség rekordszintű volt. Itt a turisztikai és szállítási szolgáltatásoké a főszerep: az előbbieket esetében oly módon, hogy a turisztikai export meredek emelkedése mellett a turisztikai import drasztikusan tovább csökkent.

A továbbiakat illetően optimizmusra ad okot a fejlett országok továbbra is nagyrészt expanzív gazdaságpolitikája, és továbbra is él a remény, hogy a viszonylag magas átoltottság miatt az újabb járványhullám nem jár akkora megrázkódtatással, mint a korábbiak. Ez utóbbit illetően másfelől mostanra világosan látszik, hogy a világ egyes régióiban – köztük még Kínában is – a kiújult járvány érezteti hatását, például a beszállítói láncokat illetően. Az autóiparban ismét leállásoknak lehetünk tanúi a továbbra is akut chiphiány miatt. Ugyanakkor az autóipar gyengélkedése eddig sem fordította meg az összipari kibocsátás emelkedő trendjét, bár jelentősen lassította az emelkedés ütemét. Így az év második felében az ipar tovább nő, bár (év/éves alapon) már csak egyszámjegyű ütemben.

A fogyasztást illetően a folytatódó béremelkedés és a tovább javuló foglalkoztatási helyzet alapján indokolt az óvatos derűlátás – bár az bizonytalan, hogy az utolsó negyedévben nem okoz-e kisebb-nagyobb törést a járvány negyedik hulláma és az ahhoz kapcsolódóan esetleg újrabevezetett – várhatóan szelektív – korlátozások. A beruházások bővülése is várhatóan közepes ütemben folytatódik, köszönhetően mindenekelőtt a vállalati beruházásoknak.

Az is igaz ugyanakkor, hogy a GDP-nek az eddigiekben mért gyors, 2-3%-pontos negyedév/negyedéves növekedése nem folytatódik tovább, mivel ez részben a „helyreállítási periódushoz” kötődött. Ennél kisebb, átlagban 0,5%-ot sem elérő bővülést várunk a harmadik és negyedik negyedévben. Ez kihat az év/éves növekedési ütemekre is, így áll elő a már jelzett év/éves 7% körüli növekedési ütem.

*Az ideinél érdemben alacsonyabb, legfeljebb 5%-os növekedést valószínűsítünk 2022-re.* A jelenleg megfigyelhető világméretű inflációs trend tartósnak bizonyulhat, az inflációs főszámok után a maginfláció jelentős emelkedéséhez vezethet, és ezzel növekedésgátló ellenlépéseket kényszeríthet ki. Jelenleg az inflációt tekintjük a kiegyensúlyozott növekedést fenyegető legfőbb veszélynek. Nem csak a belföldi keresleti nyomás, a bérek emelkedése és az expanzív és prociklikus fiskális politika fűti az inflációs nyomást, hanem a világméreteken emelkedő nyersanyagárak, és a partnerországokban is gyorsan emelkedő árindex, azaz az importált infláció. Az MNB által megkezdett alapkamat-emelési ciklus csak lassan és korlátozottan fejtheti ki a hatását, ezért még 2022-ben is az inflációs cél-sávot meghaladó fogyasztói árindexre számítunk, ami erodálhatja a béremelések reálértékét és egy bér-ár-spirált indíthat el.

Kérdés továbbá, hogy az elmúlt évek során a korábbi – eleve magas – vállalati és állami adósságszintek, a „zombicégek” sokasága (nem csak magyar, de nemzetközi méreteken) mikor üt vissza, mikor indul el csődhullám részben a kamatemelések, részben a hitelmoratórium teljes kivezetésének a hatására. Magyarországon már látható a fiskális és monetáris politikai vonalvezetés szétválása, aminek akár már az idei év vége felé, de jövőre biztosan láthatóvá válik a negatív hatása. Az állami ösztönzési politikák növekedésgeneráló hatása jövőre világszerte alábbhagy. Kérdés, hogy az idehaza bejelentett és/vagy kormányzati intézkedések (gyerekes családoknak adott adóvisszatérítés, 25 alattiak adómentessége) mekkora élénkítő hatást tudnak kifejteni az összességében kevésbé barátságossá váló nemzetközi környezet közepette, miközben ezek az intézkedések jelentős lyukat ütnek a költségvetésen.

A költségvetési deficitnek a módosított költségvetésben előirányzott ideai 7,5%-os mértéke a most már az elemzői konszenzus által is várt 7% körüli gazdasági növekedés mellett minden bizonnyal túlfűti a gazdaságot. Emellett a 80% körüli államadósság finanszírozása is egyre nagyobb finanszírozási terheket ró a költségvetésre a világméreteken emelkedő kamatszintek és hozamelvárások következtében. Az államadósság ráta 2021-ben bizonyosan csökkenni fog, mivel a GDP folyó áras növekedése jócskán meg fogja haladni a 10%-ot, a GDP 7% körüli reálnövekedése és a várhatóan 5-6%-os GDP deflátor mellett. Ennek ellenére az erősen prociklikus fiskális politika mindenképpen átgondolásra szorul.

A tanulmány első fejezetében a világgazdasági környezet helyzetét és kilátásait tekintjük át, amelyek 2021-ben is legalább annyira, sőt, a válság utáni helyreállítási periódus körülményei között még nagyobb mértékben hatással lesznek a magyar gazdaság



kilátásaira, mint bármikor. A második fejezetben a magyar reálgazdaság, a GDP termelési és felhasználási komponenseit befolyásoló tényezőket és e komponensek legvalószínűbb alakulását vázoljuk fel. A harmadik fejezet a fiskális és monetáris folyamatokat elemzi.

## 1. Világgazdasági környezet alakulása

A COVID-19 megjelenése 2020 tavasza óta alapvetően megváltoztatta a világgazdaság képét, minden korábbi várakozást felülírt. **Tavaly a globális teljesítmény 3,5%-kal esett vissza. Az idei évre, noha az első negyedév még általában visszaesést hozott, az OECD 5,8%-os növekedést jelez előre, és 4,4%-ot jövőre.** Az IMF júliusi prognózisa még optimistább: az idei évre 6%-os, jövőre 4,9%-os globális növekedést prognosztizál, jelezve, hogy elsősorban a fejlett országokban javulnak a kilátások. Az egyelőre kedvező kamatfeltételek és a válság következtében felhalmozott lakossági megtakarítások mindenütt kedveznek a magánfogyasztás bővülésének. A beruházások terén a válság miatt elhalasztott beruházások pótlására kerül majd sor, s a megnövekedett ipari termelés pedig újabb beruházásokat ösztönöz majd. Amennyiben nem indul el egy újabb járványhullám az év második felében a turizmus és a kapcsolódó szolgáltatások vonatkozásában is megindulhat egyfajta élénkülés. A növekedés szempontjából lefelé mutató kockázatot az infláció erősödése és a monetáris feltételek szigorodása, valamint a pandémia újbóli fellángolása jelenthet. Mindegyiknek jó esélye van ugyan, de egyelőre az előrejelzők többsége azzal számol, hogy ezek a kockázatok kezelhető keretek között maradnak. A bizonytalanságot fokozza a koronavírus új mutánsainak megjelenése, ami számos országban már most, de ősztől bizonyosan újabb szigorításokat fog kikényszeríteni. Továbbra is nagyon nagy probléma, hogy a fejlődő országokban az oltási kampányok nagyon lassan haladnak, és ezekben az országokban az egészségügy felkészültsége a járvánnyal szemben nagyon kezdetleges. Az idei növekedés még jelentős mértékben támaszkodik a fiskális ösztönzőkre, amelyek kivezetése a jövőre lassúbb növekedéshez vezethet.

A gazdaságélénkítő programok egyszerre indultak be a világon, ami jelentősen felpörgette a **világkereskedelmet**, és esély nyílt arra, hogy a világ visszatérjen a 2019-ben megszakított trendhez. Az áruforgalom volumene – a tavalyi visszaesés után – az idén jelentősen bővül, különösen a felzárkózó országokban, amelybe Kínát is beleértjük. A tavalyi évhez képest a második negyedévben eddig már több, mint 20%-os bővülés tapasztalható az importban, mind a fejlett, mind a felzárkózó országokban, ami a beruházások importigényének következménye. Az áruk világkereskedelme a tavalyi év azonos időszakához képest áprilisban és májusban 25%-kal bővült. A fejlett országok exportja is hasonló mértékben bővül, mint a felzárkózó országoké: a második negyedévben eddig már 30%-os volumenváltozást tapasztaltunk. Ugyanakkor nem szabad elfelejteni, hogy az alacsony bázis továbbra is erősen dominál az év/év alapú statisztikák esetében. 2010-es bázison számolva a fejlett országok exportja még így is csak 125%-on áll, ami nagyjából a 2018-as szinteknek felel meg (vagyis az exporttevékenység lassulása már a járvány előtt megkezdődött). Eközben a felzárkózó országok, élükön Kínával, kb. 140%-os bővülést értek el 2010 egészéhez képest. Az utóbbi hónapokban azonban lassulás tapasztalható az áruk kereskedelmében, ami a logisztikában tapasztalt szűk keresztmetszeteknek, illetve a bizonyos nyersanyagok és alkatrészek túlkeresletének tudható be. A globális kikötői kapacitások nem elegendőek a szállítási igények kielégítéséhez, egyes kikötőkben a hajók akár 20 napot is várakozhatnak. Mindez a szállítási árakban is megmutatkozik, és akár a 2-3-szoros drágulás is elképzelhető. Kedvezőtlen hír, hogy a logisztikai szolgáltatókon lévő nyomás nem enyhül, sőt egyre fokozódik, ahogy a gazdaságok újraindítása egyre több helyen erőre kap. A szűk

keresztmetszet nem csupán az ipari fémek terén érzékelhető, hanem most már az élvezeti cikkeknek számító élelmiszerek (kávé, tea) esetében is tapasztalható.

A gazdasági élénkülés a nyersanyagok iránti keresletet is fűti. Az IEA legfrissebb jelentése optimista hangot üt meg: a **globális olajkereslet** az idén – éves átlagban – akár napi 5,3 millió barrellel is emelkedhet, s elérheti a napi 96,2 millió barrelet is. Jövőre további napi 3,2 millió barreles emelkedés várható. Így 2022 végére a globális olajkereslet elérheti a pandémia előtti szintet. Némi bizonytalanságra ad okot, hogy júliusban a kereslet emelkedő trendje megtört, s a pandémia terjedésétől való félelmek az idei második félévi kilátásokat is rontották. Májusban a Brent **nyersolajár** 68 dollár/hordó körül mozgott, ami részben a nyersolajtartalékok csökkenésére volt visszavezethető. Június elejére 71 dollárra emelkedett a Brent olaj hordónkénti ára, június közepe-végére már 75 dolláros szintet is elérte, s júliusban végig 70 dollár felett maradt, sőt időnként a 80-at is megközelítette, de a felfelé ható árnyomás csökkent valamelyest. Így augusztus közepére ismét 70 dollárra süllyedt Brent nyersolajár, sőt augusztus végére már az alá csúszott. Az őszi hónapokban a kereslet alakulását jelentős bizonytalanság övezi: számos ázsiai országban a COVID-19 delta mutánsának terjedése következtében újabb korlátozások bevezetésére került sor, ami csökkentheti a mobilitást és fékezheti a kereslet bővülését. A nyersolajkínálat várható bővülése és a kereslet mérséklődő ütemű növekedése következtében az áremelkedés üteme a negyedik negyedben, mérséklődhet, s jövőre az OPEC kitermelés bővülése és az amerikai palaolajtermelés növelése következtében az árak ismét megnyugodhatnak. A nyersolajár az idén éves átlagban 66-68 dollár körül mozoghat hordónként, míg jövőre, amennyiben a kínálat erőteljesen bővül, átmenetileg akár kismértékben csökkenhet is. Becslések szerint 65-70 dollár között alakulhat a jövő évi átlagár. Szakértők egyelőre nem számítanak arra, hogy az olajár a prognózisidőszakban a jelenleginél jóval magasabbra szintre emelkedne. Továbbra is jelentős tartalékkapacitások vannak a kitermelés terén, s a kereslet extrém bővülése sem várható.

A **nem energiahordozó nyersanyagok** világpiacán soha nem látott szintre emelkedtek egyes termékek árai, különösen azok, amelyek az infrastrukturális beruházásokhoz szükségesek, mint például a vasérc és a réz. Az élelmiszerek ára is gyors emelkedésnek indult, és a bioüzemanyagok iránti kereslet felfutása miatt már egy szuperciklus jelei látszódnak. Ugyanakkor június-júliusban mind az ipari fémek, mind az élelmiszerek ára enyhe csökkenést mutatott. Egyelőre nem világos, hogy mennyire lesz tartós ez a trend. A kínálat szinte egyetlen szegmensben sem tud lépést tartani a kereslettel, aminek elsősorban Kína az oka, ahol a karbonsemlegessé válás jegyében egymás után állítják le a szennyező erőműveket, a kiesett kapacitást pedig importból pótolják. Erre a hullámra a spekulánsok is felültek, ezért Peking a stratégiai tartalékok piacra dobásával igyekszik hűsíteni a piacot, ennek ellenére a magas árak az év végéig szinte biztosan fennmaradnak, sőt egyes, Magyarország szempontjából különösen fontos termék kategóriában, mint például a mikrochíp gyártásban a ciklus akár 2022 végéig is tarthat.

A koronavírus kedvezőtlen konjunkturális hatásainak enyhítése érdekében a **monetáris politika** tavaly is megmaradt az extrém laza kurzus mellett. Az idei évet is a korábbi politika folytatása jellemzi, ugyanakkor megjelentek az első jelzések arra vonatkozóan, hogy jövőre már változás várható. A **FED** egyelőre még nem változtatott az alapkamaton, de megemelte inflációs várakozását, s noha kommunikációjában azt jelezte, hogy az infláció megugrása inkább átmeneti, mégis egyre több jel utal arra, hogy a

kamatvárakozások felfelé mutatnak. Az eszközvásárlási program kapcsán egyelőre nem következett be semmiféle lépés, de a jegybanki kommunikáció a korábbinál sokkal óvatosabbá vált, hangsúlyozva, hogy hónapról hónapra figyelik a beérkező adatokat, és azok függvényében döntenek a szükséges lépésekről. Az amerikai jegybank elsősorban a munkaerőpiaci folyamatok alakulásától teszi függővé az eszközvásárlási program esetleges lassítását, azonban – megítélése szerint – egyelőre a járvány által sújtott amerikai foglalkoztatás még nem érte el azt a pontot, hogy erre szükség legyen. A kommunikációból az is kitűnik, hogy leghamarabb az őszi hónapokban képzelhető el, hogy a jegybank megfontolja az eszközvásárlási program szűkítését, ugyan e tekintetben meglehetősen ellentmondásos nyilatkozatok hangzanak el az utóbbi időben. Mindebből tehát arra lehet következtetni, hogy ha nem is az idén, de jövőre mindenképpen irányváltás várható az amerikai monetáris politikában, ami a többi országra is kihat majd. Ugyan a FED csak átmeneti inflációerősödést jelez, de egyre inkább megfogalmazódnak azok a félelmek, amelyek egy esetleges ár-bér spirál kialakulását jósolják az USA-ban. Az **EKB** júliusi ülésén megerősítette, hogy tovább folytatja a laza monetáris politikát, s az irányadó kamatok a jelenlegi alacsony szinten maradnak annak ellenére, hogy az inflációs ráta júliusban már meghaladta a 2%-ot, s az inflációs várakozások is erősödő infláció irányába mutatnak. A Kormányzótanács az úgynevezett stratégiai felülvizsgálatot követően újra arra az álláspontra jutott, hogy kitart a tartósan laza monetáris politikai kurzus fenntartása mellett az inflációs cél teljesítése érdekében. Az EKB kommunikációja szerint még nincs itt az ideje a szigorításnak, s nem is lesz addig, ameddig az infláció tartósan el nem éri a két százalékot, és a trendinfláció alakulása nem utal arra, hogy az infláció középtávon két százalékon stabilizálódik. Ugyanakkor, ha az infláció tartósan magassá válik, meghaladva a jegybanki célértéket, az EKB-nak sem lesz más választása, mint a szigorítás. Az EKB szakemberei szerint első lépésben a válság miatti eszközvásárlást (PEPP) vezethetik ki, majd a „hagyományos” QE-programot, az APP-t építhetik le, s csak utána következhet a kamatemelés. Egy esetleges kamatemelés megnöveli a kormányok adósságának finanszírozási költségeit, s megemeli a hozamelvárásokat. Kitart a laza monetáris politika mellett a **brit jegybank** is, annak ellenére, hogy az infláció júniusban 2,5%-ra, azaz a jegybanki célérték fölé emelkedett. A **japán jegybank** továbbra is az extrém lazítás politikáját követi. Ugyanakkor **más országokban a gazdasági körülmények már kikényszerítenek némi monetáris szigorítást**. Az orosz jegybank tavasz óta tovább emelte az alapkamatot, s a tavaszi 4,50 százalékról júliusra már 6,5%-ra nyomta fel az alapkamatot. A **cseh jegybank** augusztusban újabb 25 bázisponttal 0,75%-ra emelte az alapkamatot, döntését azzal indokolva, hogy korlátozni akarja a gazdaság koronavírus-válság utáni élénkülése következtében várható inflációnövekedést, s jelezte, hogy az év folyamán további kamatemelés várható. Az **MNB** június 22-án 30 bázisponttal 0,90%-ra emelte az alapkamatot, s jelezte, hogy egy kamatemelési ciklus vette kezdetét, július 28-án pedig 1,20% tovább is emelte az alapkamatot, majd a kamatemelési ciklus következő lépéseként augusztus 24-én újabb 30 bázispontos emelésre került sor. Így a magyar alapkamat most 1,50%-on áll. Mexikó, Brazília, Izland, Argentína, Chile, Ukrajna, Dél-Korea esetében is kamatemelésre került sor május-június-július-augusztus hónapokban. Mindez jelzi, hogy a laza monetáris politika időszaka sok országban a végéhez közeledik, s – ha lassan is – de a monetáris keretfeltételek változni fognak, ami megnehezíti majd az államadósságok finanszírozását.

A COVID-19 hatására a nemzetközi **működőtőke** áramlásában is jelentős változások következtek be. A világ országai között 2020-ban 35%-kal kevesebb működőtőke áramlott, mint a megelőző évben. 2005 óta most fordult elő először, hogy ennyire csekély lett volna az érdeklődés a külföldön történő beruházások iránt. A COVID-19 járvány következtében a már folyamatban lévő beruházások jórészt átütemezték, vagy leállították, s új projektekbe is csak kevesek mertek belefogni. A legnagyobb visszaesés Európában következett be. 2020-ban 80%-kal kevesebb működőtőke áramlott ide, mint 2019-ben. Magyar szempontból is figyelemreméltó, hogy a világ korábban második legnagyobb FDI befektetője, Németország 2020-ban 75%-kal csökkentette működőtőke kivitelét. Ez elsősorban a cégcsoportokon belüli kölcsönök visszavonásából, valamint a leányvállalatok által megtermelt nyereség kivonásából, visszaforgatásának elmaradásából fakadt. Ázsia volt az egyetlen kontinens, ahová tavaly az egy évvel korábbinál több FDI áramlott be, ami egyben azt is jelenti, hogy a nemzetközi működőtőke áramlások több mint fele erre a kontinensre irányult. Különösen a Regionális Átfogó Gazdasági Partnerség (RCEP) csoport ázsiai tagállamai, így Kína, Dél-Korea, Szingapúr és az ASEAN országok tőkevonó képessége erősödött. A működőtőke importőr országok ranglistáján a beáramló FDI mennyiségét 2020-ban is növelni tudó Kína átvette a hagyományos élvonalas, az USA helyét, ahol főleg a keletkezett profitok reinvesztálásának elmaradása következtében 40%-kal esett vissza az FDI beáramlás az elmúlt évben. A dobogó harmadik fokát India foglalja el, ahol egyre élénkebb az IKT szektor cégei, start-up-jai felvásárlása iránti kereslet. Az FDI áramlások 2020 harmadik-negyedik negyedévében elérték zuhanásuk mélypontját, s megkezdődött némi visszarendeződés, ami 2021-ben 10-15 százalékos növekedésben nyilvánul majd meg.

2021-ben mindenütt az **infláció élénkülése várható**, ami elsősorban a nyersanyagárak, illetve az energiaárak emelkedésének tudható be. Az ipari termelői árak is emelkedésnek indultak, részben különböző szűk keresztmetszetek, szállítási fennakadások, illetve a nyersanyagárak felfelé mutató trendje jelentősen megemelték egyes féltermékek árait. Az Eurostat adatai szerint a 2021 júliusi inflációs ráta az euróövezetben 2,2%-ot ért el, augusztusban már 3%-ra emelkedett, miközben az év elején még 1% alatt, tavaly decemberben pedig negatív volt. Az euró övezetben Észtországból és Litvániából mérték júliusban a legmagasabb, 4% feletti inflációt, de Németországból és Luxemburg esetében is 3% feletti drágulás volt tapasztalható. Az USA-ban is erőteljesen emelkednek a fogyasztói árak: idén júniusban mind a maginfláció, mind a fogyasztói árindex magasabb lett a vártnál. A drágulás hó/hó viszonylatban 0,9% volt, az előző évhez képest azonban 5,4%, s a maginfláció is 4,5%-ot ért el. Ez utóbbi 1991 óta nem volt ilyen magas, s a növekedés elsősorban a gépjármű árak alakulásának volt betudható. Egyelőre mind a FED, mind az EKB átmenetinek tartja ezt a jelenséget, s ezt azért is hangsúlyozzák, mivel egyelőre nem kívánják erőteljesebb beavatkozásokat foganatosítani, de könnyen lehet, hogy tévednek, s hamarabb kerülnek lépéskényszerbe, mint ahogy várták.

Az **Európai Unió külső környezetében mindenütt a gazdasági élénkülés jellemző**. Az OECD CLI (Composite Leading Indicator) indexe jelzi, hogy míg a Kínában az indikátor zuhanása már tavaly februárban bekövetkezett, addig a többi régió esetében némi késéssel, csak áprilisban, és régióként különböző mértékben. Tavaly ősz óta a hangulat mindenütt javulni kezdett, és ez a felfelé mutató trend egyelőre megmaradt, bár egyes országokban augusztusban némi lefelé mozdulás mutatkozott. A javulás mértéke Kínában



és Braziliában a legerőteljesebb, míg az Egyesült Királyságban és Indiában a legmérsékeltebb.

Noha az **amerikai gazdaság** viszonylag gyorsan kiheverte a pandémiát, s az idén már dinamikus növekedés várható, a gazdaságon belül megindultak bizonyos szerkezeti változások (például az otthoni munkavégzés elterjedése, a videokonferenciák alkalmazása stb.), amelyek bizonyos szolgáltatások iránti korábbi keresletet lecsökkenthetik. Az amerikai GDP az idén 6,9%-kal bővíülhet az OECD előrejelzése szerint, s jövőre valamelyest mérsékeltebb ütemben, 3-4%-kal nőhet. Mind a magánfogyasztás, mind a beruházások 8% körül bővíülnek, az export a tavalyi 12,9%-os visszaesést az idén 6,3%-os bővíüléssel kompenzálja. Az állami fogyasztás 3,4%-kal bővíül. Az idei dinamikus növekedésben még nagyon nagy szerepe lesz az állami ösztönzőknek. Az amerikai fiskális ösztönző csomag a GDP 8,5%-ra tehető, és ennek nagy része 2021-ben kerül majd elköltésre. Számos ösztönző intézkedés (pl. a kedvezményes munkanélküli támogatás) őszig érvényben marad.

A tavalyi 4,7%-os visszaesés után **Japánban** az idén 2,6%-os növekedés várható, ami jövőre valamelyest lassul. Így a GDP a pandémia előtti szintet 2022 vége előtt nem éri el. A növekedést elsősorban az export húzza majd, amely az OECD előrejelzése szerint az idén akár 11,5%-kal bővíülhet nagyjából kompenzálva a tavalyi visszaesést. Az állami fogyasztási kiadások szintén dinamikusan nőnek, míg a magánfogyasztás és a beruházási tevékenység lanyha marad. A lakossági megtakarítások mind az idén, mind jövőre viszonylag magas szintén maradnak, jelezve, hogy a vásárlói bizalom még nem tért vissza, s a lassú bérnövekedés sem ösztönzi a fogyasztást.

Az **orosz gazdaság** számára a COVID-19 járvány következményei mellett az alacsony nyersolajár is növekedést fékező hatású volt. Az IMF legfrissebb előrejelzése szerint idén az orosz GDP a tavalyi 3% körüli visszaesés után 4,4%-kal, jövőre pedig 3,1%-kal bővíülhet. Sok múlik azon, hogy az olajárak és a globális olajkereslet hogyan alakul. Az orosz gazdaság szerkezeti problémái továbbra is változatlanok, ami megnehezíti a kilábalást.

A **brit gazdaságot** 2020-ban és 2021-ben két negatív keresleti és kínálati sokk érte: a Brexit és a koronavírus-járvány. Amíg a Brexit elsősorban a nemzetközi kereskedelemben kerülő termékeket előállító és szolgáltatásokat kínáló ágazatok helyzetét nehezíti, addig a pandémia elsősorban a belföldi piacra orientálódó szolgáltatásokat. A két sokk regionális és foglalkoztatási következményei eltérőek. Makrogazdasági szinten a Brexit és a pandémia hatásai összeadódnak. Annak ellenére, hogy a kereskedelmi és együttműködési szerződés révén sikerült elkerülni a megállapodás nélküli kiválást az EU-ból és az azzal kapcsolatos zavarokat a bilaterális kereskedelemben, a Brexit hátrányosan érintette mind az Egyesült Királyságot, mind az Európai Uniót, de a két entitás gazdasága közötti aszimmetria miatt az EU-t nagyságrendekkel kisebb mértékben. A megállapodás más opciókhoz képest ugyan mérsékelte a hátrányokat, de a brit EU-tagsághoz képest mindkét fél számára kedvezőtlenebb kereskedelempolitikai környezetet eredményezett elsősorban a különféle nem tarifális korlátozások megjelenése miatt. A Brexit nyomán létrejött két elkülönült jogi-szabályozási térség, a lezáratlan ügyek, a folyamatos egyeztetési kényszer és a kereskedelmi és együttműködési szerződés ötvenkénti megújítása a bizonytalanságot tartósítja a kétoldalú gazdasági kapcsolatokban. További bizonytalansági tényező az Egyesült Királyság által az Európai Uniónak fizetendő kilépési összeg nagysága. Az

Egyesült Királyságot tekintve a negatív hatások a legerőteljesebbek a személyek és a munkaerő szabad mozgásának megszűnése miatt a munkaerőpiacon, valamint a pénzügyi szolgáltatások terén, amelyekre nem terjed ki a kereskedelmi és együttműködési szerződés hatálya. A két hatás egymást erősítve munkaerőhiányt idézett elő, illetve fennmaradása esetén tartósít.

Egyre nyilvánvalóbbá válik, hogy a vakcinához való hozzáférés, a lakosság átoltottsági szintje határozza meg leginkább a **fejlődő világ gazdaság** kilátásait. A viszonylag optimista előrejelzések szerint sem valószínű, hogy a fejlődő országok lakosságának legalább fele megkapja ez év végéig a védettséget adó oltást. Sokukra „elveszett évtized” vár, vagyis közel tíz évre lesz szükségük ahhoz, hogy újra elérjék a pandémia kitörése előtt rájuk jellemző színvonalat. Az ENSZ által 2015-ben meghirdetett globális fejlődési program keretében megfogalmazott ún. fenntartható fejlődési célkitűzések (sustainable development goals – SDGs) megvalósításának 2015 óta tartó felfelé ívelő tendenciáját is derékba törte a COVID-19 járvány. A pandémia okozta visszaesés gyakorlatilag megsemmisítette a fejlesztési program eredményeit.

**Kína**, mint egyetlen ország, amely a pandémia időszakában is növekedni tudott, az idén visszatér a dinamikus, 8,5%-os GDP növekedési pályára. Az idén beindított, a duális körforgásnak nevezett stratégiát megvalósító ötéves terv egyik sarkalatos pontja, hogy a hazai fogyasztás legyen a gazdasági növekedés legfontosabb mozgatórugója. A GDP növekményének már most is kiugróan magas hányadát teszi ki a fogyasztás, de ebbe erősen belejátszik a bezártság folytán elhalasztott szükségletek kielégítésére irányuló törekvés is. A GDP növekedésének másik főszereplője a nettó export, amiben elsősorban az tükröződik, hogy Kína igen gyorsan reagált a világjárvány teremtette szükségletek kielégítésére való specializáció terén. A globális termelési láncokkal, a kereskedelmi háborúval kapcsolatos problémák jó részét sikerült áthidalniuk a járványhoz köthető egészségügyi berendezések, eszközök és készítmények gyártására és exportjára történő koncentrálással. Minden jel arra utal, hogy Kína hamarosan az eddiginél is erősebb befolyásra fog szert tenni, mind a működőtőke-export, mind a likviditási nehézségekkel küzdő államok költségvetéseinek finanszírozása terén.

**Az Európai Unió gazdasága tavaly 6%-kal zsugorodott a pandémia következtében**, s szintje 5%-kal maradt el a 2019. évitől. Az idei év első negyedéve még 1,3%-os visszaeséssel zárt az előző év azonos időszakához képest, azonban a második negyedévben már 13,2%-os növekedést lehetett elkönyvelni. Igaz itt a bázishatás is jelentős, hiszen 2020 második negyedében volt a legnagyobb a visszaesés (-13,6%). Az Európai Unió államok közül 2021 második negyedében Spanyolország, Franciaország és Olaszország produkálták a legnagyobb növekedést, de ők voltak azok, ahol a járvány következtében különösen nagy volt a visszaesés tavaly, mind a második negyedévben, mind az év egészében. Az EU-27 átlagában idén 4,9%-os GDP bővülést várunk, amennyiben az év további részében a várva várt lazítások – minden súlyosabb következmény nélkül – megvalósulnak, s az új mutánsok nem kényszerítenek ki újabb megszorításokat. Az infláció az EU-27 átlagában is gyorsulni kezdett, egyes országokban különösen: a tavalyi 0,7% után az idén éves átlagban 2,2%-os fogyasztói áremelkedés várható, s jövőre valamivel alacsonyabb, 1,8%-os inflációra számítunk, de itt vannak felfelé mutató kockázatok. A júniusi inflációs ráta 2,2% volt, s a legtöbb országban az árszint tovább emelkedik, a júliusi ráta már 2,5%-ra ugrott. A munkanélküliség az idén 7,6% körül

alakulhat, s jövőre akár 7% alá is süllyedhet, amennyiben a az élénkülés stabilizálódik. Az év eleje óta a munkanélküliségi ráta folyamatosan csökken, júliusban 7,1%-on állt. Sok országban azonban a kedvező munkapiaci adatok fenntartását masszív állami támogatások segítik.

**Tavaly az euróövezet GDP-je 6,4%-kal csökkent.** 2020 utolsó negyedében mintegy 4%-kal maradt el a 2019. év utolsó negyedének szintjétől. A pandémia újabb hulláma következtében az euróövezet GDP-je az év első negyedében 1,3%-kal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva, s 0,3%-kal az előző negyedévhez képest. A második negyedévtől kezdve azonban már dinamikus növekedésre számíthatunk, mivel – az átoltottság terjedése következtében – a korlátozások mindenütt enyhülnek, a turizmus egyre inkább beindul, akár csak a lakossági szolgáltatások. 2021 második negyedében 13,6%-kal nőtt a GDP, az előző év azonos időszakához képest, s 2%-kal az előző negyedhez képest. Az idei második negyedévi magas növekedési adatban jelentős a bázishatás, hiszen 2020 második negyedében az EU-19 GDP-je negatív rekordot elérve 14,4%-kal csökkent. Éves átlagban az EU-19 GDP-je 5%-kal bővíthet az idén, 4,6%-kal jövőre. A GDP szintje várhatóan még az idén eléri a válság előtti. Az egyes országok közötti növekedési különbségek jelentősek maradnak. Idén a növekedésben az állami fiskális intézkedések továbbra is jelentős szerepet játszanak majd. A különböző támogató intézkedések kivezetésére – a konjunktúra alakulásától függően – inkább az év második felében vagy jövőre kerül majd sor. Jelentős lefelé mutató kockázatot jelent a pandémia új hullámának kibontakozása, amely újabb szigorításokat hozhat magával, illetőleg az infláció erősödése következtében esetleg bekövetkező monetáris szigorítás.

Az **inflációs környezet** tekintetében némi változás tapasztalható. Tavaly éves átlagban az euróövezet inflációs rátája 0,3%-ot ért el. Január óta azonban folyamatos emelkedés tapasztalható. Májusban az EU-19 inflációs rátája elérte a 2%-ot, azaz a jegybanki célértéket. Júliusban már 2,2%-ra ugrott, s tekintve, hogy a nyersanyagárak emelkedő trendet mutatnak, a konjunktúra élénkül, várhatóan az év további hónapjaiban is magasabb rátákra számíthatunk. Jelenlegi információink szerint az idén éves átlagban 2% fölött alakulhat az infláció, ami jövőre 1,7%-ra csökkenhet, azonban az infláció erősödése irányába mutató kockázatok jelentősek.

A koronavírusjárvány ellensúlyozására hozott fiskális intézkedések jelentősen megterhelték az **euróövezet országainak államháztartását**. A költségvetési egyenlegek az idén mindenütt jelentősen romlanak, és az Európai Bizottság átmenetileg hatályon kívül helyezte a Maastricht-i kritériumok betartásának követelményét. Becslések szerint minden ország esetében az államháztartás hiánya meghaladja a GDP 3%-át a 2020-2021 időszakban, s 2022-ben is csak néhány ország (Luxemburg, Írország, Hollandia, Ciprus és Németország) lesz képes megfelelni a Maastricht-i kritériumoknak. Görögország, Olaszország, Portugália, Belgium és Franciaország esetében a bruttó államadósság meghaladja a GDP 100%-át, tehát a jövőben – különösen emelkedő kamatok mellett – nagyon komoly problémát okozhat az államháztartás konszolidálása, különösen, hogy ezen országok többségének komoly szerkezeti gondjai is vannak. A bruttó államadósság megemelkedése a szolid gazdasággal és stabil pénzügyekkel rendelkező országokban, mint például Németország, vagy az egyébként alacsony eladósodottságú Litvánia, Luxemburg, Lettország vagy Észtország esetében nem okoz akkora problémát, mint olyan országokban, mint Görögország, ahol éppen csak mostanra sikerült valahogy konszolidálni az



államháztartást, kiheverve az előző válság következményeit, vagy Spanyolország, ahol szintén nagy áldozatok árán igyekeztek stabilizálni a költségvetést és kezelhetővé tenni az adóssághatárteret. Mivel az idén a konjunkturális élénkülés stabilizálásához a fiskális ösztönzők fenntartása szükséges, az államháztartás helyzete csak tovább romlik. A fiskális ösztönzők kivezetésére csak lassan kerülhet majd sor, tekintve, hogy az élénkülés éppen csak erőre kapott, s a járvány újraéledésének veszélye, egy újabb hullám bekövetkezése az őszi hónapokban egyre valószínűbb

A **német gazdaság** az év első negyedében 3,1%-os visszaesést produkált, az előző év azonos időszakához képest, ami jórészt a pandémiás korlátozásoknak volt betudható. A második negyedévben változott a helyzet, és a német GDP 9,2%-kal bővült, ami azonban jóval elmarad az euróövezet 13,7%-os átlagától. A német adat csalódást keltő volt, szakemberek ennél jobbra számítottak. A tavalyi 4,8%-os GDP visszaesést követően az idei évre a szakemberek 3,6%-os növekedést várnak, ami jövőre 4% fölé tovább erősödhet. Ennek feltétele persze, hogy a pandémiából való kilábalás tartós legyen, újabb fertőzőshullám ne kényszerítsen ki olyan korlátozásokat, amelyek Németországban vagy a fontosabb külső partnereknél jelentősen fékeznék a növekedést. A feldolgozóipari vállalatokat a különböző beszállítói szűk keresztmetszetek továbbra is érzékenyen érintik, itt elsősorban az év második felében várható erőteljesebb javulás, bár a vállalatok e téren egyre pesszimistábbak. A nyári hónapokban a magánfogyasztás erőteljesen élénkült, azonban a legújabb előrejelzések a fogyasztói hangulat romlására utalnak, s az őszi hónapokban a költségek hajlandósága valószínűleg csökken. Éves szinten a magánfogyasztás 2-3% között bővíthet. A beruházási tevékenység ugyancsak lendületet kap, az idén 3% fölötti, jövőre akár 4,5%-os bővülésre számíthatunk. A külső kereslet élénkülésének hatására az áruk és szolgáltatások exportja a tavalyi 9,4%-os visszaesést követően az idén akár 11%-kal bővíthet.

**Franciaországot** nagyon erősen sújtotta a válság. Tavaly a GDP mintegy 8%-kal zsugorodott. Az idei évre 5% körüli növekedés várható, ami jövőre kissé mérséklődik. Az év első felében a gazdasági teljesítmény különösen a második negyedben élénkült. A Eurostat adatai szerint 2021 első negyedében a francia GDP 1,7%-kal nőtt az előző évhez képest, míg a másodikban 18,7%-kal. (Ebben jelentős a bázishatás, hiszen 2020 második negyedében a francia GDP 18,7%-kal – jóval az euróövezet átlaga alatt – csökkent.) Az idei év második felére vonatkozóan jelentős kockázatot jelent, hogy a koronavírus delta variánsának terjedése következtében újabb korlátozó intézkedések bevezetésére kényszerültek.

Az euróövezet országai közül Spanyolország, Görögország és Franciaország mellett talán **Olaszországot** sújtotta leginkább a járvány. Tavaly a GDP 8,9%-kal esett az előző évhez képest, ami ugyan kisebb mértékű a korábban vártnál, de mégis évekbe telik majd, míg a járvány okozta veszteségeket ledolgozzák. Tavaly a kormányzati kiadások kivételével a GDP minden komponense zsugorodott. Az idei év első negyedében a GDP még 0,7%-kal csökkent az előző év azonos időszakához képest, de a másodikban már 17,3%-kal bővült. Igaz, hogy itt is a bázishatás nagyon erős, hiszen 2020 második negyedében az olasz GDP 18,2%-kal csökkent, ami Spanyolország mellett az egyik legrosszabb teljesítmény volt az euróövezetben. Az idei évre 4,5% körüli növekedés várható, különösen a beruházások és az export bővülnek majd dinamikusán.

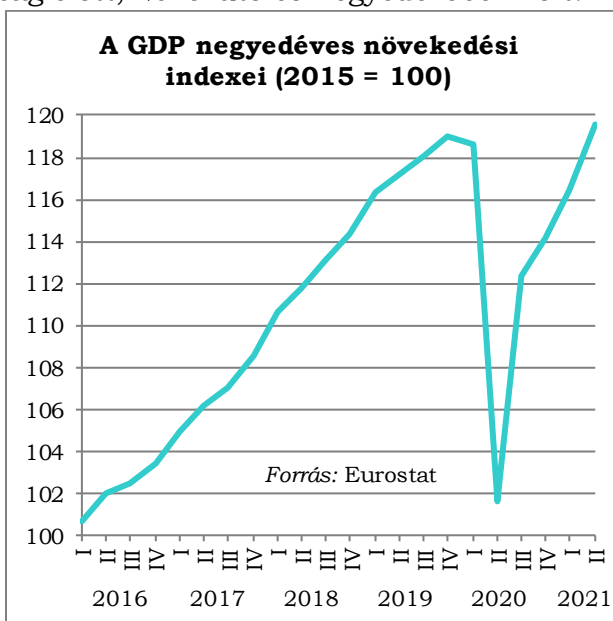
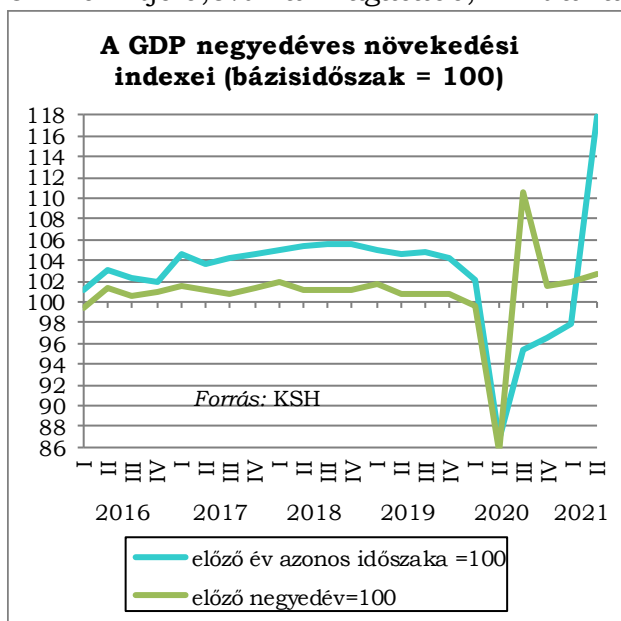
2020 tavaszán a világvjárvány és az azt követő gazdasági válság egy lassuló kelet-európai régiót ért el, s sok olyan problémát hozott a felszínre, amelyek már régóta nyomasztják a térséget. Az **új EU tagállamok**ban számos gond van a versenyképességgel, a regionális- és társadalmi egyenlőtlenséggel, valamint az elöregedéssel, aminek következtében a válság egyes társadalmi csoportokat rendkívül kedvezőtlenül érintett (például alacsony iskolai végzettségűek és idősek). Nem csupán egészségügyi értelemben elszenvedett hátrányokról van szó, hanem mérhető jelen és múltbéli gazdasági veszteségekről is. A leszakadó térségekből való elvándorlás az elmúlt években egyébként kifejezetten magas gazdasági növekedés mellett is folytatódott. Rendkívül erős a város-vidék polarizáció a kelet-európai régióban, a fő migrációs cél elsősorban a nagyobb városok és a főváros, illetve a nyugat-európai EU tagállamok. Globális jellege miatt a válság nem tudta megtörni a régió konvergenciafolyamatait, mivel a fejlett országokat is elérte a recesszió. 2020-ban a régió átlagos PPS alapú reálfejlettsége az EU-27 átlagának 78,8% volt. Az EU-hoz való csatlakozás óta eltelt 16 évben a fejlődés mindösszesen 17 százalékpontot ért el. A legnagyobb fejlődést Litvánia és Románia produkálta az elmúlt másfél évtizedben, 37 százalékponttal javítva fejlettségi mutatóikat. Ciprus, Málta és Szlovénia, a három legfejlettebb tagállam, de továbbra sem tudták meghaladni az EU-27 átlagát.

A térség gazdasága az idej évben minden bizonnyal „visszapattan”, és újra növekedési pályára áll, köszönhetően az állami élénkítő csomagoknak. A tagállamok többsége várhatóan nem fogja elérni még a 2019-es GDP szintjét, erre inkább csak 2022-ben fog sor kerülni. Ez azt is jelenti, hogy a régió tartósan elszakadt a 2020 előtti növekedési pályától, és legalább 2-3 százalékponttal lesz elmaradva még jövőre is. Ettől függetlenül az idej növekedési számok minden bizonnyal impozánsok lesznek, elsősorban az alacsony bázis miatt. Amennyiben az élénkítő csomagok még kitartanak, úgy a növekedés nagy valószínűséggel fennmarad, ennek ára azonban a megnövekedett államadósság és költségvetési hiány. Ennek leküzdése csak középtávon várható, és a saját nemzeti valutát használó országokban addicionális kockázatokat is hordoz magában, különösen a kisebb, nyitottabb országok esetén. A világszerte alacsony kamatok miatt a pénzügyi spekulációs ügyletek számára ez a régió hagyományosan gyakori célpont, így az árfolyamok megemelkedett volatilitására van esély, ami további inflációs nyomást gerjeszthet a gazdaságban. A jegybanki kommunikációk az árindexek féken tartását ígérk, így a szükséges szigorítások fékezhetk a növekedést, különösen, ha az intézkedések fiskális megszorításokkal is együtt járnak. Ezért a 2022 után a 2021-es és 2022-es várható gyors növekedések nagy valószínűséggel mérséklődni fognak, és akár a 2020 előtti évekhez képest is nyomottabb gazdasági bővülés várható.

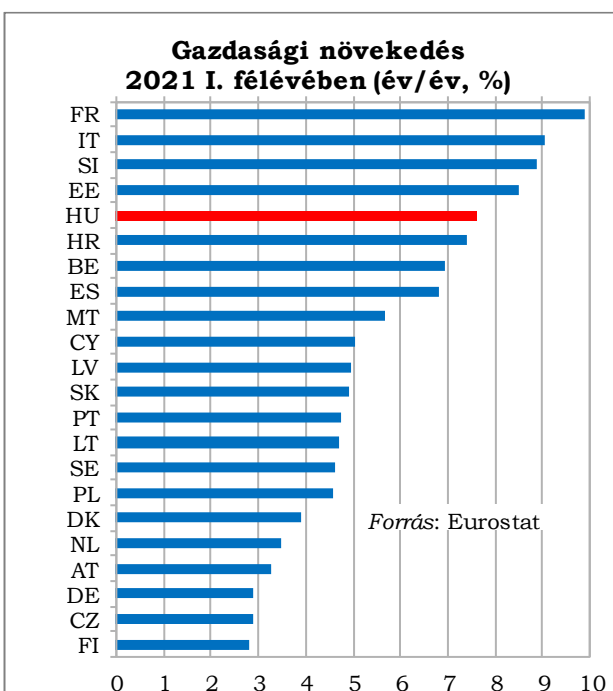
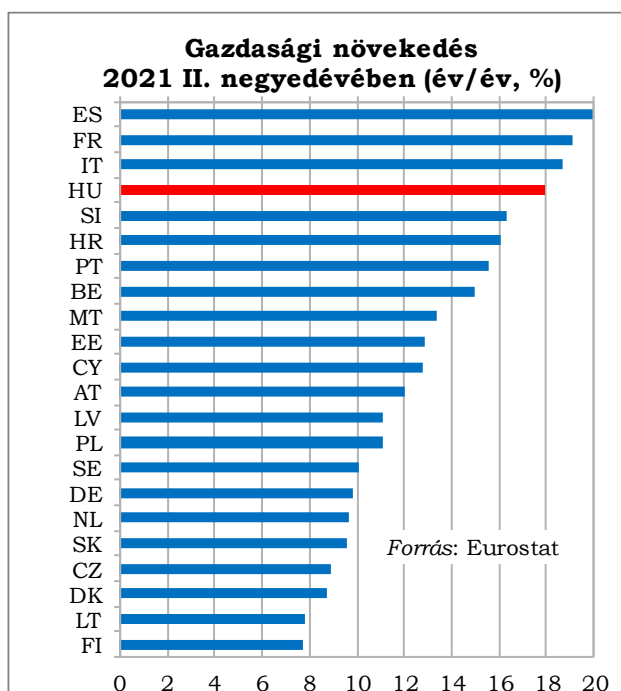
## 2. Makrogazdasági helyzet 2021 első felében

### 2.1. A GDP és komponensei

Az idei első negyedév után a második is pozitív meglepetést hozott: sem a járvány második hullámának utórezgései, sem a harmadik hullám nem akasztotta meg a gazdasági aktivitás folytatódó kilábalását. A GDP szezonálisan és munkanappal kiigazított volumen folyamatosan tovább emelkedett, az előző negyedévben 2%-kal, a másodikban 2,7%-kal. Az előző év azonos időszakához képest az első negyedévi mérsékelt (2,1%-os) visszaesést a második negyedévben 17,9%-os megugrás követte. A GDP szintje 0,5%-kal magasabb, mint a válság előtt, 2019 utolsó negyedévében volt.

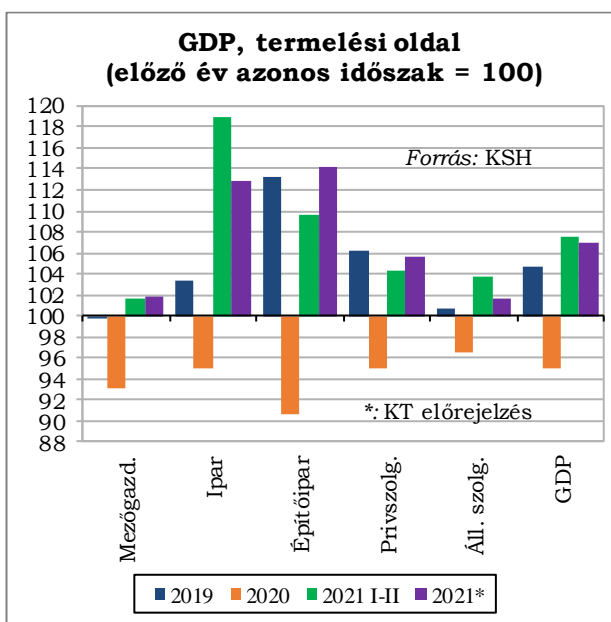
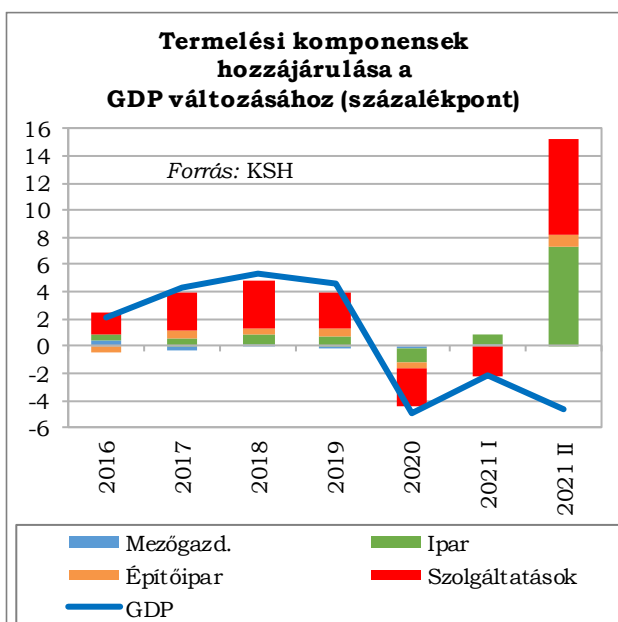


Az elért növekedési ütem az eddig ismert (hézagos) adatok alapján a második negyedévben a negyedik legdinamikusabb ütem volt a tagállamok körében.



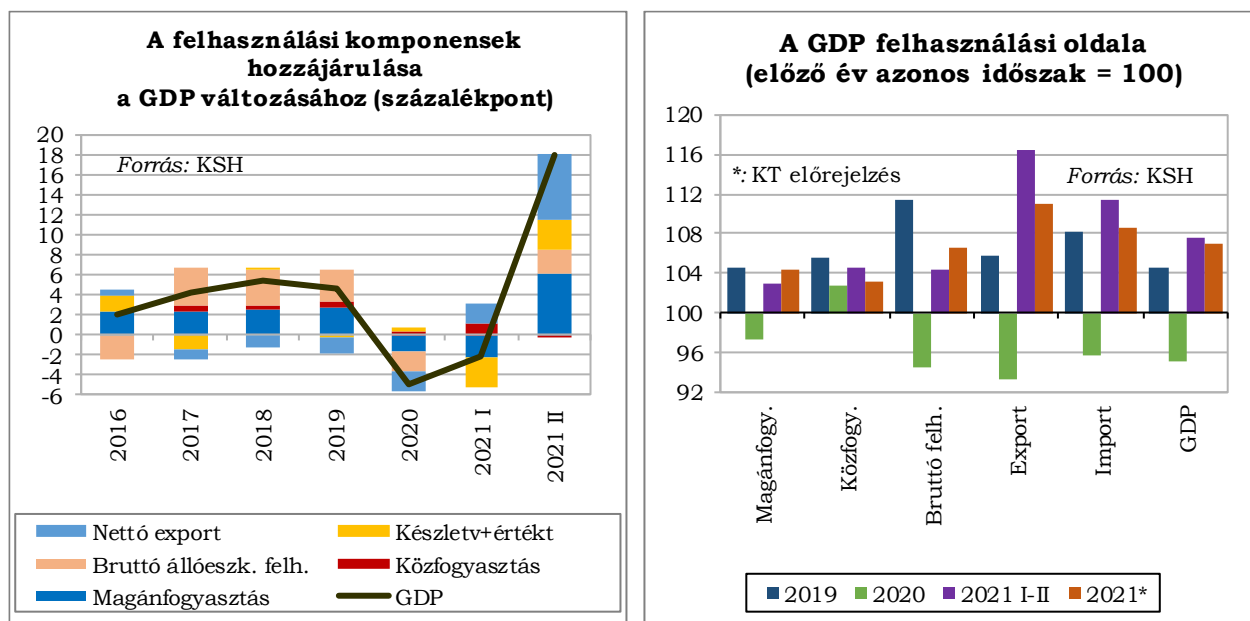
A **termelési oldalon** a nagyobbrészt nem-konjunkturális tényezők által befolyásolt mezőgazdaság kivételével az összes fő nemzetgazdasági ágban folyamatos volt a hozzáadott érték negyedév/negyedéves emelkedése az első félévben. Vagyis a három szoban forgó nemzetgazdasági ágban (ipar, építőipar, szolgáltatások) a második negyedévben megfigyelt kétszámjegyű év/éves növekedési ütemek nem egyszerűen a tavalyi második negyedévi visszaesés adta bázishatás eredményei. Még a szolgáltatások is 12,4%-kal nőttek, ami abszolút rekord: a rendszerváltás óta egy negyedévben sem érte el eddig a növekedési ütem a 10%-ot. A *szolgáltatások* dinamikáját felfelé húzta a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás több mint 70%-os ugrása, de kétszámjegyű ütemben bővült a kereskedelem, a szállítás, az infokommunikáció, a szakmai-tudományos tevékenység, az egészségügyi-szociális ágazat és a művészet-szórakoztatás hozzáadott értéke is (habár éppen az utóbbi esetében ez pusztán bázishatásból fakadt).

A leggyorsabb növekedést az *iparban* mérték (36,9%) a második negyedévben, ami természetesen adódik abból, hogy a tavalyi első hullám az ipart ütötte meg a legdrasztikusabban. Az ipar hozzáadott értéke egészében véve már az első negyedévben túlszárnyalta a válság előtti szinteket, ugyanakkor – a bruttó termelési adatok szerint – épp a legnagyobb ipari alág, az autóipar esetében nem sikerült a teljes kilábalás, főleg a chiphiány miatt. Az *építőiparban* a növekedés alapvetően a magasépítésnek tudható be – a mélyépítésben csak júniusban mértek megugrást a kibocsátási volumenben.



A **felhasználási oldalon** kevésbé egyöntetű a folyamatos negyedév/negyedéves emelkedés: az első negyedévben a stagnáló állóeszköz-felhalmozást (és a drasztikusan negatív készletváltozást) leszámítva minden komponensnél bővülést mértek, ám a második negyedévben egy kisebb komponens, a közösségi fogyasztás mellett az áruexport is csökkent az előző negyedévhez képest. Az utóbbi növekedést mérséklő hatását azonban (túl-)kompenzálta a bázishatás. Így aztán közel 10%-os év/éves magánfogyasztás-bővülés és az állóeszköz-felhalmozás több mint 8%-os növekedése mellett (amire ezúttal a készletváltozás is rátett egy lapáttal) a belföldi felhasználás **11,3%-kal** nőtt az előző év azonos időszakához képest. A külkereskedelmen belül nem csak az áruexport és -import dinamikája közti pozitív rés maradt széles, de a

szolgáltatás-külkereskedelem növekedési hozzájárulása is pozitívba fordult, méghozzá a vártnál jóval nagyobb mértékben, miután a szolgáltatásexport drasztikus év/éves emelkedéséhez a szolgáltatásimport tovább folytatódó év/éves csökkenése társult.



Az év további részében egyrészt kiesik a második negyedévre jellemző roppant alacsony bázis, másrészt a növekedés „helyreállító” szakasza lassan lezárul, így a növekedés is lelassul. Ezzel együtt arra számítunk, hogy a magánfogyasztás és a beruházások egyaránt jó közepes ütemben nőnek tovább, miközben a nettó export növekedési hozzájárulása is pozitív marad, bár az eddiginél nagyságrenddel alacsonyabb szinten. Az első félévi átlagos 7,6%-tól csak kevéssel elmaradó, **7% körüli bővülésére számítunk** 2021-ben.

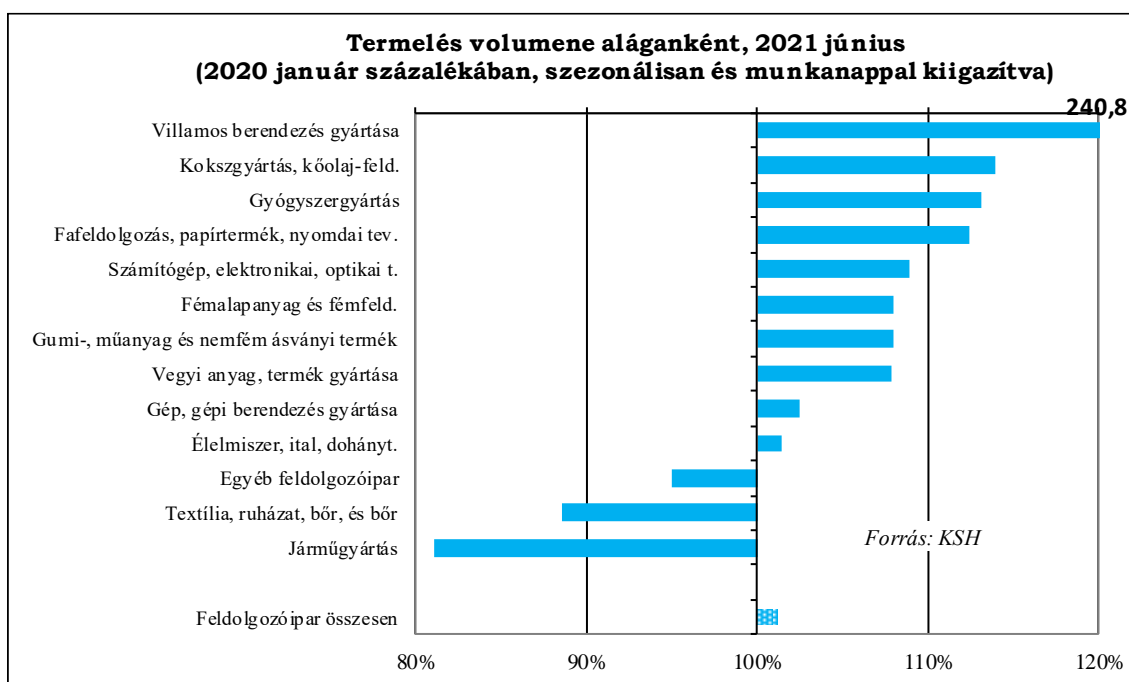
## 2.2. A GDP termelési oldala

### Ipar

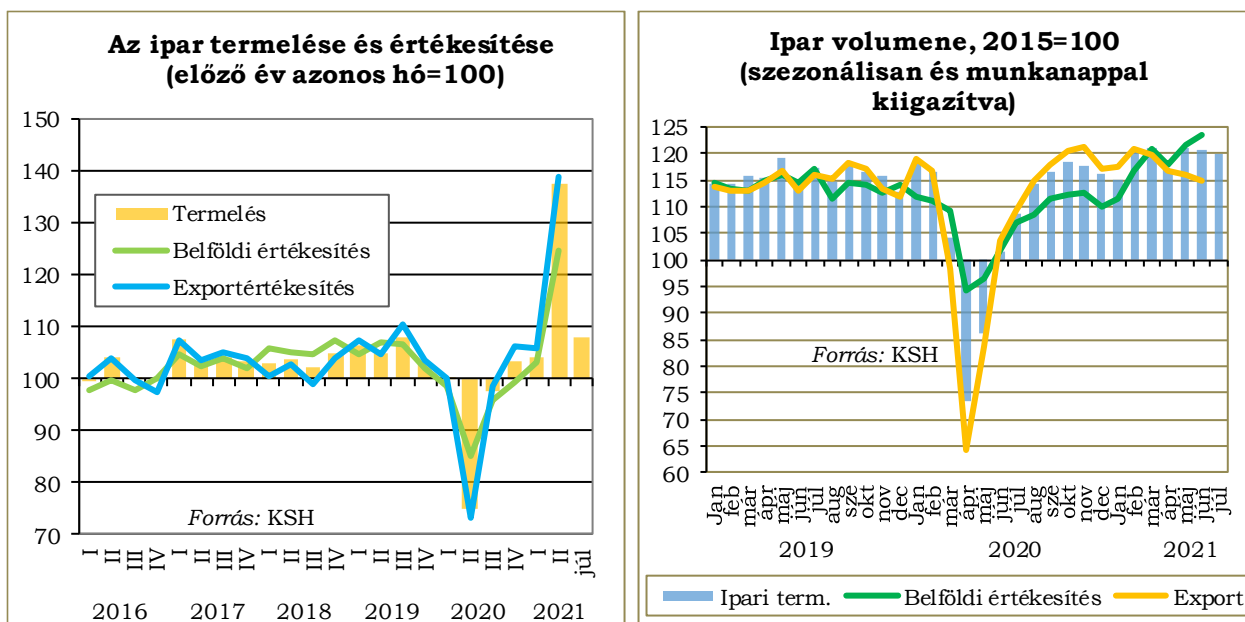
Az idei első negyedévben folytatódott az ipar kilábalása: a szezonálisan és munkanappal kiigazított termelési volumen 1,3%-kal volt magasabb, mint az előző negyedévben. Ezt követően a súlyosbodó chiphiány – amihez még a Szuezi-csatornánál történt hajóbaleset is társult – átmenetileg visszavetette a kibocsátási szintet, és a május-júniusi helyreállítás ellenére a második negyedévben a szezonálisan kiigazított kibocsátási volumen csak mintegy fél százalékponttal volt magasabb, mint az első negyedévben. (Megjegyzendő, hogy a *GDP-statisztika* szerint az ipari *hozzáadott érték* volumene viszont jelentősen, közel 3%-kal magasabb volt a második negyedévben, mint az elsőben.) A közel-stagnáló trend folytatódott júliusban is, az előzetes adat szerint. Az *év/éves* növekedési ütem a második negyedévben 37,7%-ra ugrott, de ez alapvetően a bázishatás – az előző év azonos időszakában tapasztalt zuhanás – eredménye.

Mindenesetre ez utóbbi miatt az első hét hónap átlagos növekedési üteme igen szép, 17,1%-os volt. Ám az ipari alágaknak csak a felében volt a növekedési ütem magasabb 15%-nál – a villamosgépipar járt az élen, 50%-ot meghaladó átlagos ütemmel, de a járműgyártás is közel 25%-os év/éves növekedést produkált.

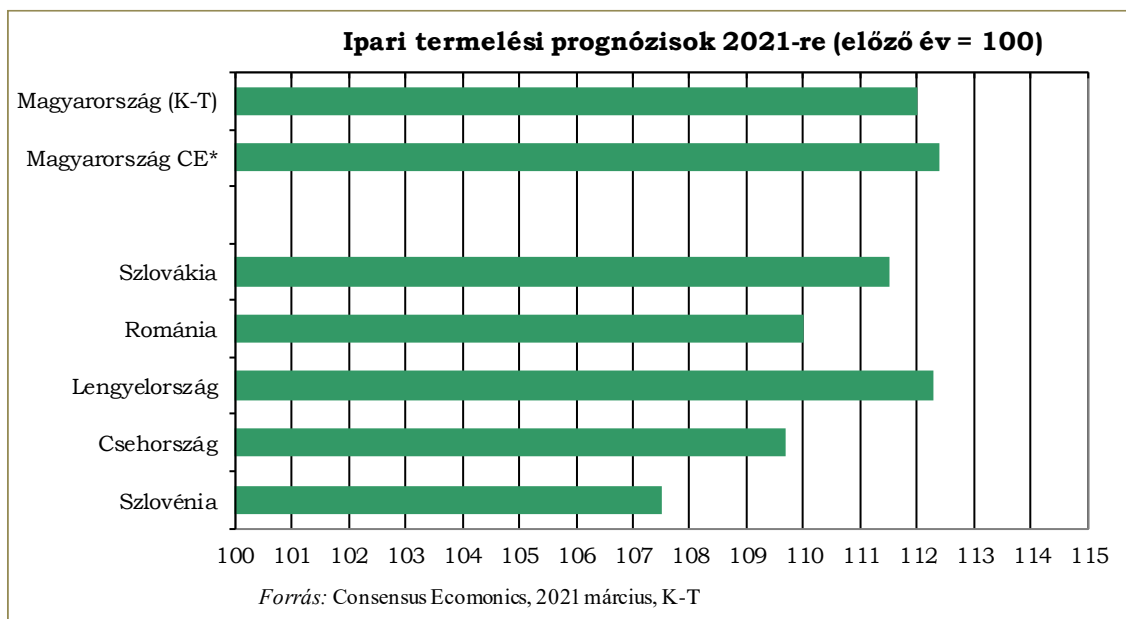
Ez azonban – a már említett bázishatás miatt – félrevezető. A szezonálisan kiigazított adatok szerint gyakorlatilag valamennyi ipari alágban végbement a kilábalás – a termelési volumen az év közepére meghaladta a válság előtti szinteket. A viszonylag csekély súlyú textil- és ruházati ipar, illetőleg az egyéb feldolgozóipar mellett a látványos kivétel éppen a járműgyártás, amelynek kibocsátási volumene – egy tavaly őszi periódust leszámítva – folyamatosan a válság előtti csúcshatár alatt ingadozik. Az ok alapvetően a kínálatoldali problémákban – chiphiány, egyéb inputok szűkössége, logisztikai szűk keresztmetszetek – keresendő.



Az is figyelemre méltó, hogy miközben az év/éves számok alapján az exportértékesítés erőteljesebben bővült az első félévben – és azon belül mindkét negyedévben – mint a belföldi értékesítés, ez ismét csak a bázishatásnak tudható be, miután tavaly az első hullám főleg az exportértékesítést borította fel. A szezonálisan kiigazított adatok alapján a legutóbbi hónapokban az exportértékesítés kimondottan gyengén teljesített: valójában a termelési volumen hozzávetőleges egyhelyben toporgása mögött a belföldi értékesítés bővülése és az exportértékesítés havi volumeneinek csökkenése húzódik meg. Vagyis az exportértékesítés jobban megszenvedi az autópálya gyenge teljesítményét, mint az ipar egésze.



Ez utóbbi továbbra is bizonytalansági tényező az ipar jövőbeli alakulását illetően. Habár a pozitív növekedés az év további részében is folytatódik a tavalyi bázishoz képest, az abszolút termelési volumeneknek a legutóbbi félév nagy részében tapasztalt nagyon lassú felfelé araszolása várhatóan legfeljebb kismértékben enyhül az év vége felé. Megjegyzendő, hogy a hazai feldolgozóipari menedzserindex, és még inkább a

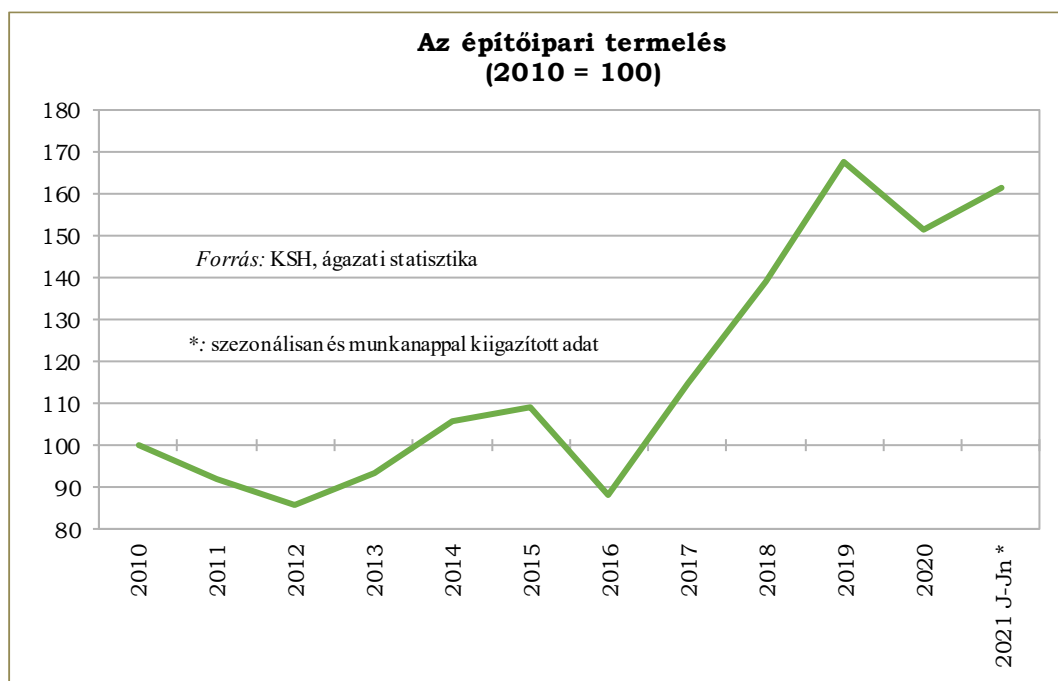


rendelésállomány inkább fokozatos javulást, semmint drámai növekedési kilátásokat sugall – ugyanakkor a Kopint-Tárki konjunktúratesztje robusztusabb optimizmusról tanúskodik. Mindenesetre az év utolsó harmadában az év/éves növekedés üteme alábbhagy majd, kérdés, hogy mennyivel. Jelenleg **2021-re 12% körüli ipari növekedést várunk**. Megjegyzendő, hogy a térség más országaihoz viszonyítva ez meglehetősen jó ütemnek számít.

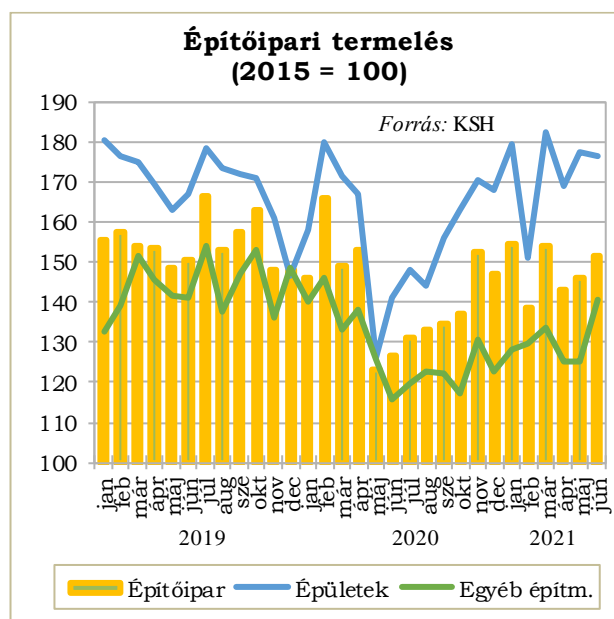
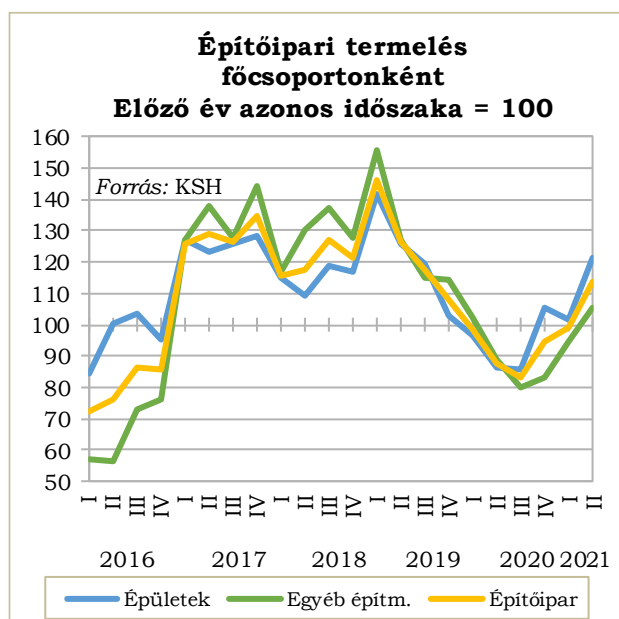


## Építőipar

A havi termelési indexek heves ingadozása ellenére 2021 első felére az építőipari trendek javulása volt jellemző: év/éves alapon az első negyedévi nagyon csekély csökkenést 14%-os növekedés követte a második negyedévben. A növekedést továbbra is a magasépítés hajtja, elsősorban: a szezonálisan kiigazított termelési volumen a tavalyi év második felében végbement helyreállást követően viszonylag magas szinten stabilizálódni látszik. A mélyépítésben viszont egészen a júniusi megugrásig a javulás igen lassú volt. Ugyanakkor a mélyépítés havi volumene még júniusban is jócskán elmaradt a válság előtti csúcshoztól. Egészében véve az építőipari termelés az év első felében még alacsonyabb volt, mint 2019 átlagában.



Az iBuild adatbázis szerint az első negyedévben a magasépítést – ahogy már több mint egy éve – a folyamatban lévő lakásépítések volumenének esése és ezzel egyidejűleg a nem



lakáscélú építkezések bővülése jellemzi (például az ipari és logisztikai épületek esetében). A mélyépítésnél a közúti fejlesztések és a közműfejlesztések visszaestek, míg a vasúti fejlesztések bővültek. (Ugyanakkor az *induló* vasúti projektek értéke szintén csökkent.)

A jövőt illetően kedvező, hogy a KSH adatai szerint az idei első hat hónapból ötben a rendelésállomány volumene több mint 10%-kal volt magasabb, mint egy évvel korábban – ezen belül a magasépítésben a rendelésállomány év/éves növekedési indexe többnyire meghaladja a 20%-ot, de a mélyépítésben mért mérsékeltebb növekedés is üdítő változás a korábbi évek meredek eséséhez képest. A mélyépítés esetében az újkeletű növekedés oka az új (pl. vasútfejlesztésre vonatkozó) szerződésekben (alacsony bázisról) történt ugrás. A magasépítésben pedig az új rendelések alacsony szintje (pl. a csalódást keltő állami-önkormányzati új megrendelések) mellett a fennálló rendelések egyelőre még lassabban futnak ki, így összességében a rendelésállomány volumene nő. Ugyanakkor a járványhelyzet különösen a magasépítésben lassította a kivitelezést, tehát a létező projektek kifutását, jelenleg pedig az alapanyagárak megugrása, illetőleg gyakran az alapanyaghiány okoz problémát.

Óvatosságra ad okot, hogy az iBuild-adatbázis első negyedévi adatai alapján a *megkezdett* projektek értékének alakulása még távolról sem utal fellendülésre: a magasépítésben a megkezdett építkezések értéke 33%-kal, a mélyépítésben pedig egészen drasztikus mértékben 45%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. A mélyépítés esetében sok éves mélypontról beszélhetünk – elsősorban a kivitelezési fázisba lépő út- és vasútfejlesztések csekély volumene miatt. A magasépítésben a meredek esés a nem lakáscélú részterületeknek tudható be.

Az építőipari ágazat teljesítményének év/éves indexe az év harmadik negyedévében még várhatóan magas marad, később – az emelkedő bázis miatt – mérséklődik. Összességében az idén érdemi növekedésre számítunk az építőiparban – azon belül is elsősorban a magasépítésben – és **jelenleg valószínűnek látszik, hogy a növekedési ütem meghaladja a 10%-ot.**

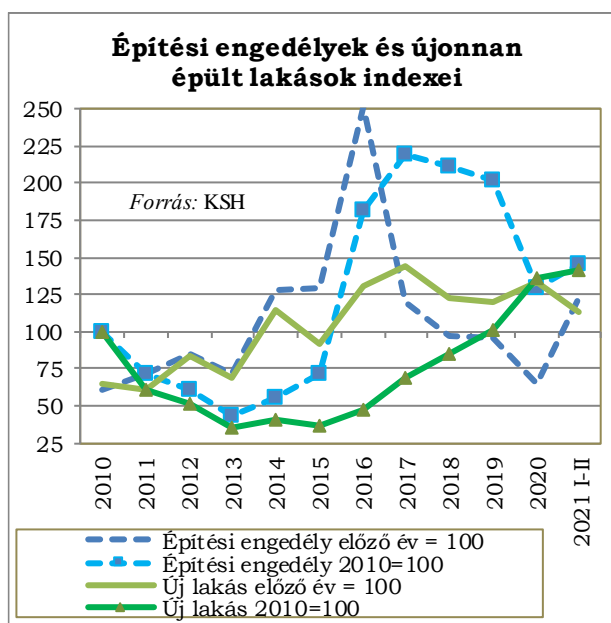
## Lakásépítés, lakáspiac

A tavalyi lakásépítési hajrá még az idei első negyedévben is folytatódott az átadott lakások számának 28,9%-os növekedésével, de a második negyedévben 6,9%-os csökkenésbe váltott. Kérdés, hogy ez (az iBuild adatbázis szerint) a *folyamatban levő* társasházi lakásépítésekre fordított összeg eredménye – tehát tényleges konjunkturális apályt tükröz, vagy inkább a pandémia körülményei között előálló késéseknek tudható be. Ez utóbbi esetben az év második felében még sor kerülhet egy átmeneti újabb fellendülésre, amíg a folyamatban lévő építési projektek ténylegesen ki nem futnak.

Ugyanez igaz a *megkezdett* társasházi építkezések értékének év/éves alakulását tekintve – az első negyedévben ez az érték még arányban volt az egy évvel korábbival, ám a második negyedévben erősen lecsökkent. A kiadott lakásépítési engedélyeknél megfigyelt pozitív fordulat (63%-os növekedés a második negyedévben) alapján csak idő kérdése, hogy mikor kezd el ismét nőni a kezdések szám értéke, ám – az előkészítés időigényessége miatt – nem biztos, hogy erre még az idén sor kerül.

A kedvezményes ÁFA-kulcs visszahozatala 2021 elejétől (a 2022 végéig építési engedélyt szerzett, illetőleg 2026 végéig befejezett projektekre vonatkozóan), továbbá az otthonteremtési támogatási csomag új feltételeket teremtett a lakásépítés területén. Számos felfüggesztett építkezést most újraindítottak – innen a magas indítási érték az első negyedévben. Ezt követően azonban időbe telik, míg az új feltételek hatására elhatározott és megtervezett új projektek a megkezdett építés fázisába lépnek.

Ennek alapján valószínűsíthető, hogy továbbra is nőni fog a lakásépítési engedélykérelem/bejelentések száma, és az év második felében talán már a megkezdett lakásépítkezések száma is – de egyelőre inkább csak a családi házas építkezések esetében. Továbbá az idén még magas maradhat a befejezett lakások száma, habár a növekedés hozzávetőleges stagnálásra változhat, amit jövőre csökkenés követ majd.



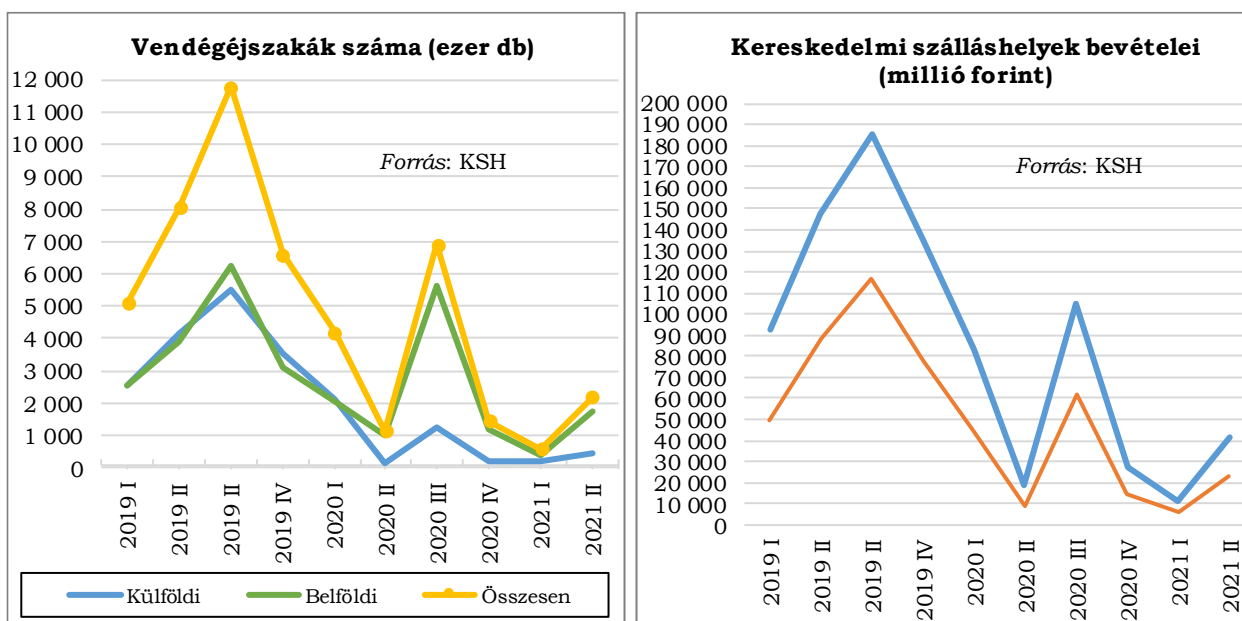
## Turizmus

A kereskedelmi szálláshelyeken megforduló vendégek száma az idén áprilistól kezdve, a bázis hirtelen lenullázódása nyomán, ismét növekedésnek indult. Az első hat hónap átlagában még mindig közel 55%-os visszaesést mértek, de a második negyedévben már 79%-os növekedésre került sor. Valamivel még erőteljesebb volt (93%) a kereskedelmi *vendégéjszakák* számának második negyedévi emelkedése, és a külföldi vendégéjszakák növekedési indexe ennél is magasabb volt. Ám a drámainak látszó növekedési ütemek teljesen megtévesztőek a roppantul alacsony bázis miatt. Ha az abszolút értékek alakulását nézzük, akkor láthatóvá válik, hogy a vendégéjszakák száma a 2019 évi azonos időszakban mért szintek közelébe sem jön. Ugyanez a helyzet a kereskedelmi szálláshelyek szállásdíj-bevételét, illetőleg **összes bevételét** illetően is.

A harmadik negyedévben főleg a belföldi turizmus esetében várható olyan fellendülés, ami a válság előtti évekéhez fogható – de erre voltaképpen már tavaly is sor került. Egyelőre azzal számolunk, hogy a negyedik hullám hatása szelídebb lesz, mint a másodiké volt egy évvel ezelőtt, így a belföldi turizmus nem zuhan vissza úgy a negyedik negyedévben, mint azt 2020 végén tette. Ezzel szemben a külföldi turizmus esetében továbbra is csak nagyon részleges kilábalás várható.

Mivel a külföldi turizmus nagy része Budapestre koncentrálódik, a fővárosi turisztikai szektor számára ez az évre is jórészt alacsony kapacitáskihasználtság lesz jellemző, míg a vidéki szálláshely-szolgáltatók jelentős része számára az év második fele aránylag kedvezően alakulhat.

Összességében **a hazai idegenforgalmi szektor kilábalása bizonyosan nem fejeződik be az idén**, ugyanakkor ez nem feltétlenül lesz igaz valamennyi turisztikai régióra.



## 2.3. A GDP felhasználási oldala

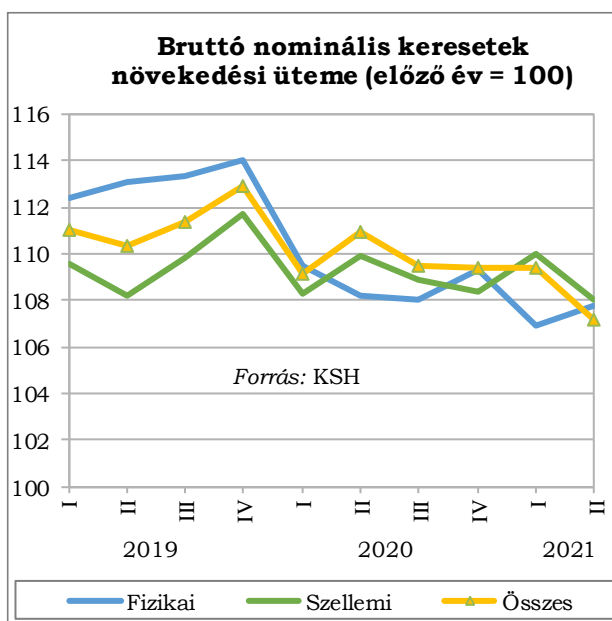
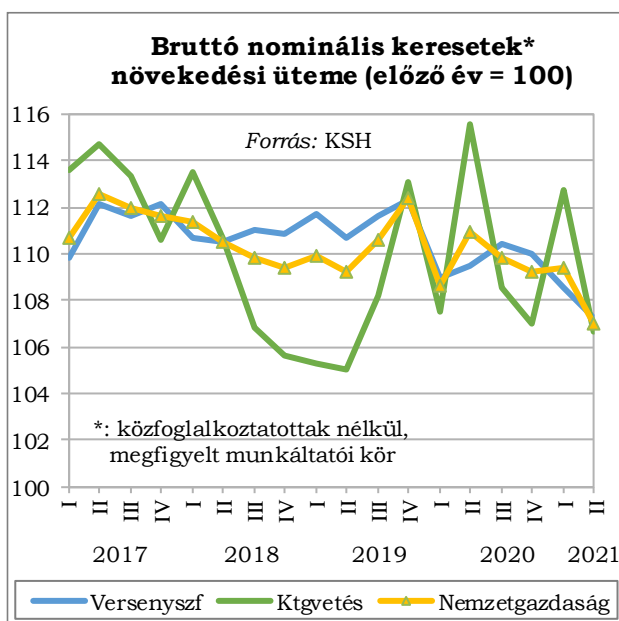
### A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

2021-ben szemlátomást folytatódik a meglehetősen dinamikus keresetemelkedés: az első hat hónap átlagában az átlagos ütem 8,6% (ezen belül a megfigyelt munkáltatói körben 8,4%) volt, a viszonylag szerény (4%-os) idei minimálbér- és bérminimum-emelés ellenére. A halmozott ütemet mintegy 1%-ponttal lassította a júniusi alacsony bérindex, amely főként az egészségügyi szakdolgozóknak tavaly júniusban kifizetett nagy összegű egyszeri bértkiegészítés okozta bázishatás eredménye. Ugyanakkor bizonyos fokú lassulás a versenyszférában is megfigyelhető. A növekedés dinamikusabb volt a közszférában, mint a legalább 5 fős vállalatoknál: az utóbbiaknál a keresetek 8,1%-kal emelkedtek január-júniusban, szemben a költségvetési szektorban mért 9%-kal (a júniusi bértkiegészítés hatása nélkül közel 12%). A közszféra kereseteit mindenekelőtt az orvosbérek nagyarányú emelése hajtja (a humán-egészségügyi keresetek január-májusban mintegy 36%-kal nőttek). A versenyszférában továbbra is aránylag jó ütemű a keresetemelkedés, de alacsonyabb, mint 2017 óta bármikor.

Megjegyzendő, hogy a fizikai dolgozók kereseti dinamikája a második negyedévben jóformán felzárkózott a szellemi alkalmazottaknál mért keresetnövekedési ütemhez. Ez részben az alacsonyabb bázis következménye – a fizikai dolgozók keresetének nominális értéke csökkent tavaly áprilisban – de az egyes területeken visszatérő munkaerőhiány indikátora is lehet.

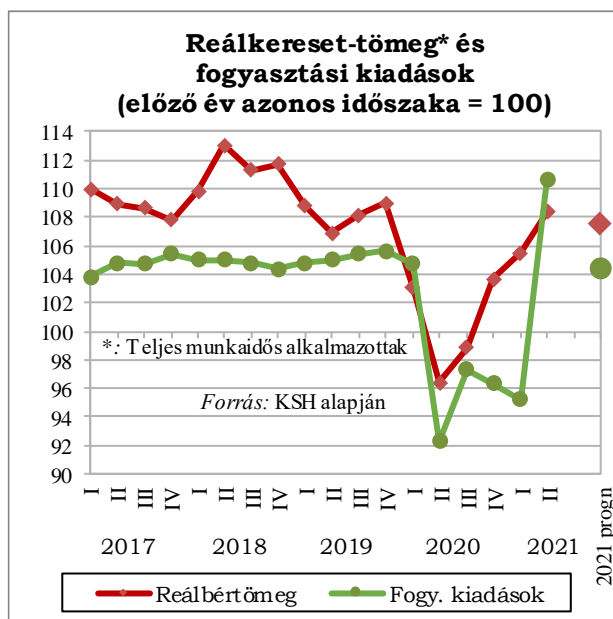
A **reálkeresetek** emelkedése az összes munkáltatót figyelembe véve 4,2%-os volt az első hat hónapban. A (teljes munkaidősök adatai alapján számolt) **nettó reálkereset-tömeg** halmozott növekedése ennél jóval impozánsabb, 9,1%-os volt, miután márciustól kezdve ismét nő az alkalmazotti létszám, vagyis újból növelően hat a reálkereset-tömegre.

Az év előrehaladtával a kereseti dinamika fékeződni fog – éves átlagban jelenleg 8,3%-os keresetemelkedésre számítunk. Ez azonban – figyelembe véve az alkalmazotti létszám

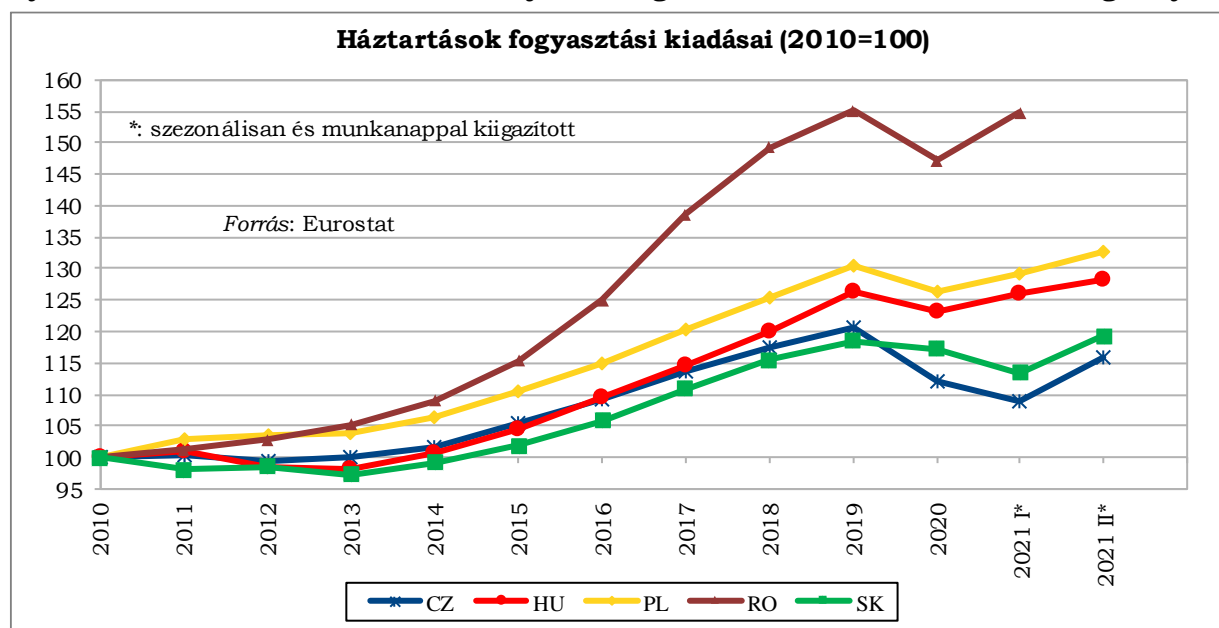


várható komoly bővülését is – a számított reálkereset-tömeg nagyon dinamikus, akár 7-8%-os, vagyis a 2019-es évre emlékeztető bővülését is eredményezheti.

A **háztartások fogyasztási kiadásainál** az első negyedévi 4,8%-os visszaesést követően látványos, 10,6%-os bővülés következett be a második negyedévben éves összevetésben. (A teljes magánfogyasztás 9,9%-kal nőtt.) Noha eközben a reálkereset-tömeg növekedési üteme is gyorsult (a bővülő létszámnak köszönhetően), a reálkereset és fogyasztás közti eddigi viszony megfordult: a fogyasztás dinamikája volt magasabb.



A háztartások fogyasztásának – ahogy egy sor másik mutatószámnak – az ideji alakulását a nagyon alacsony bázison felül a háztartási jövedelmek érdemi növekedése támogatja. Ezért, miközben az első félév átlagában a magánfogyasztás csak 2,9%-kal nőtt, **az ideji év egészét tekintve 4%-ot meghaladó fogyasztásbővülést várunk.** Ugyanakkor a folytatódó béremelkedés és a tovább javuló foglalkoztatás mellett valószínűleg helyreáll



a korábbi viszony a reálkereset-tömeg és a magánfogyasztás dinamikája között.

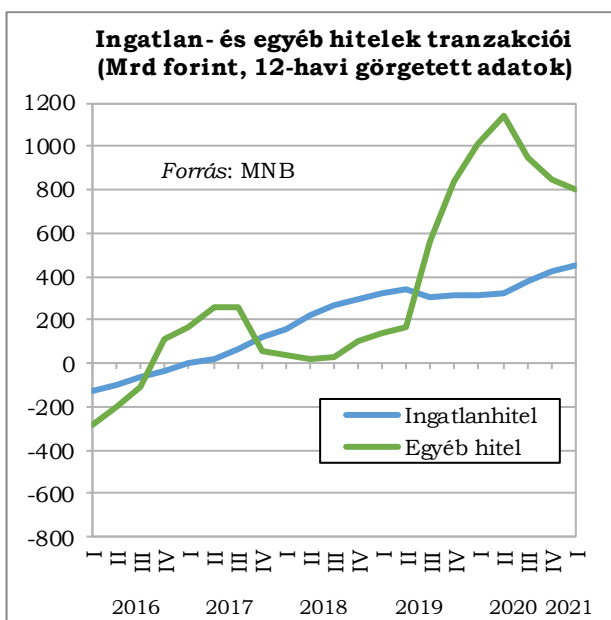
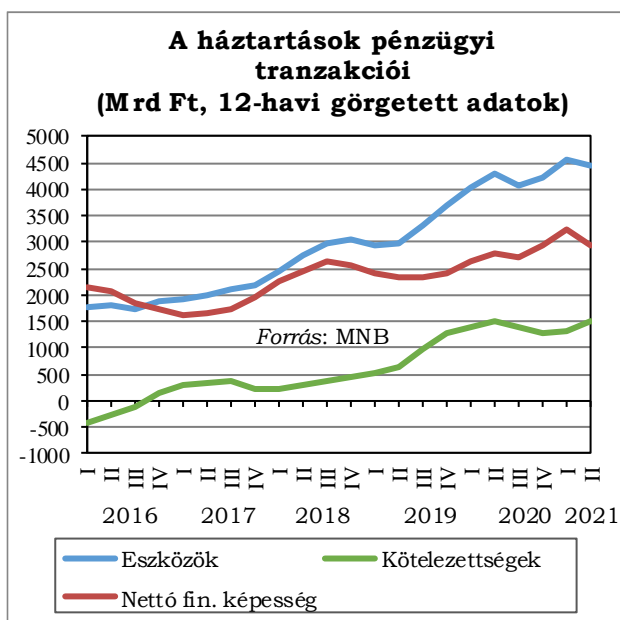
Régiós összevetésben a fogyasztási kiadások magyarországi alakulása nem számít kirívónak: a jelek szerint nemcsak Magyarországon, de Lengyelországban és Szlovákiában is magasabb volt a második negyedévi fogyasztási volumen, mint 2019-ben. Ugyanakkor figyelemre méltó, hogy némely országban a fogyasztási kiadások az első negyedévben még tovább csökkentek a 2020-as átlaghoz képest, egyebek mellett Csehországban, ahol pedig a 2020. évi visszaesés eleve nagyobb volt a régiós átlagnál.

A háztartások **nettó finanszírozási képességének** nominális értéke az idei első negyedévben mintegy 48%-kal felülmúlta az egy évvel korábbi szintet, így a négy negyedéves halmozott érték új rekordot döntött. Ez csak részben tudható be annak, hogy a görgetett bruttó pénzügyi megtakarítások – az enyhe harmadik negyedévi visszaesés után – már a korábbi csúcshoz közel emelkedtek. Szerepet játszik az is, hogy eközben a hitelfelvételi tranzakciók egyenlegénél nem tért vissza a tavalyi év közepéig jellemző egyértelműen emelkedő trend. A *második negyedévben* viszont irányváltásra került sor: a bruttó megtakarítások év/éves csökkenése és még inkább a hitelfelvételi egyenleg emelkedése miatt a finanszírozási képesség görgetett értéke csökkenésbe fordult, ha nem is drasztikusan.

Míg a bruttó megtakarítások korábbi emelkedésének egyik fő tényezője a folyószámla-betétekbe való megtakarítás volt, most épp a folyószámla-betétek és a készpénztartalék megcsapolásából származott a megtakarítás-csökkenés. A korlátozások kivezetését követően tehát likvid eszközök egy részét fogyasztásra fordították a háztartások.

A hitelfelvételi egyenleg első negyedévi hozzávetőleges stagnálása abból adódott, hogy a magas bázis (babaváró hitelek felfutása) miatt tovább csökkent a nem lakáscélú hitelfelvelek egyenlege év/éves alapon, másfelől viszont az ingatlanhiteleknel folytatódott az emelkedő trend. (Más kérdés, hogy valójában a babaváró hitelek jelentős részét is ingatlancélokra veszik fel.) A második negyedévi hitelfelvételi egyenleg szerkezete egyelőre nem ismert.

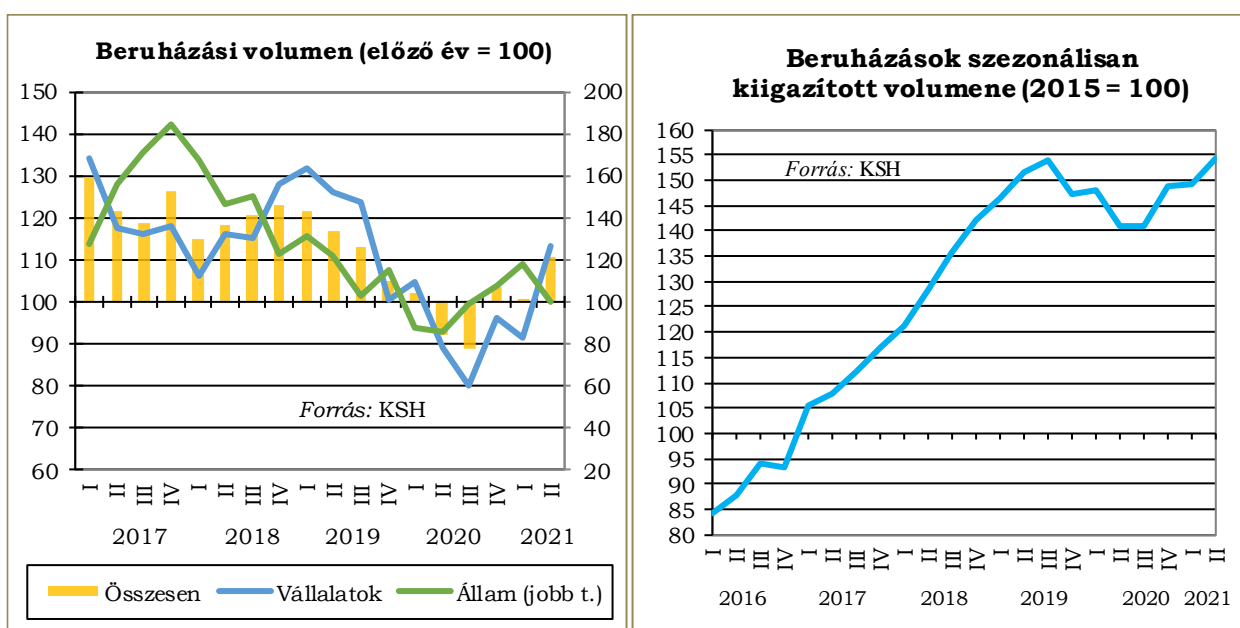
A GDP-arányos négy negyedéves görgetett megtakarítási ráta az első negyedévben 6,7%-ra küszört fel, ugyanakkor a második negyedévben 5,8%-ra süllyedt. Önmagában véve a második negyedévi megtakarítási ráta ugyanakkor évek óta nem látott alacsony szintre, 3,2%-ra esett vissza.





## Beruházások

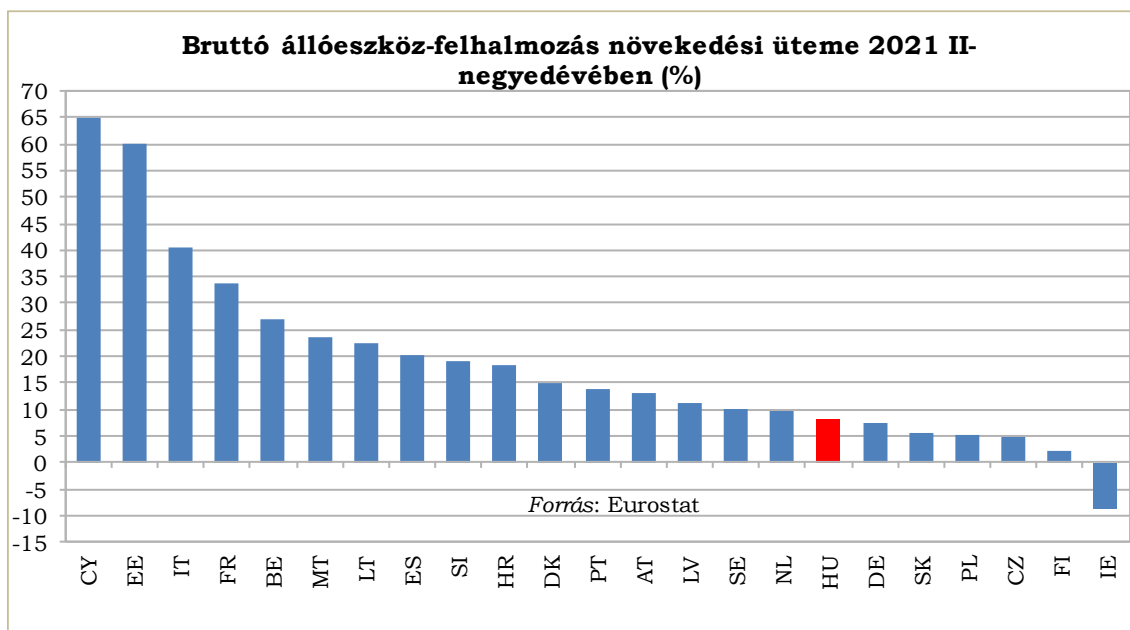
2021 első negyedében a nemzetgazdasági beruházások a felülvizsgált adatok alapján gyakorlatilag stagnáltak, ám a második negyedében 10,8%-os növekedést produkáltak. Ráadásul a szerkezet is alaposan átalakult: az első negyedében a vállalati beruházások visszaesése mellett az állami beruházások még mindig viharos ütemben bővültek, viszont a második negyedében az állami beruházások közel-stagnálása mellett a közép- és nagyvállalati szektor beruházásainak volumene 13%-kal nőtt. A szezonálisan kiigazított volumenadat alapján az első negyedében a beruházási szintnek a gödörből való kilábalása megtorpant az első negyedében, viszont folytatódott – voltaképpen befejeződött – a másodikban, miután nem csupán a közvetlenül válság előtti szintet, de az azt megelőző csúcshoz is elérte. Az első negyedében a gépberuházásoknak köszönhetően maradt szinten, a másodikban pedig főként nekik köszönhetően.



Míg az első negyedében az állami beruházásokat a közigazgatási és az egészségügyi beruházások hajtották főként, addig a második negyedében e területeken két számjegyű csökkenést mértek – az utóbbinál ez betudható a magas bázisnak (járvánnyal összefüggő beszerzések 2020-ban), addig az előbbinél nem. Eközben az oktatási beruházások növekedése a második negyedében is folytatódott, a részben állami vonzatú művészet-szórakoztatás ágazatban pedig 67%-os növekedést mértek. A KSH közlése szerint a központi költségvetési szerveknél a második negyedében is volt valamekkora növekedés, ugyanakkor az önkormányzatok beruházásainál folytatódott a visszaesés.

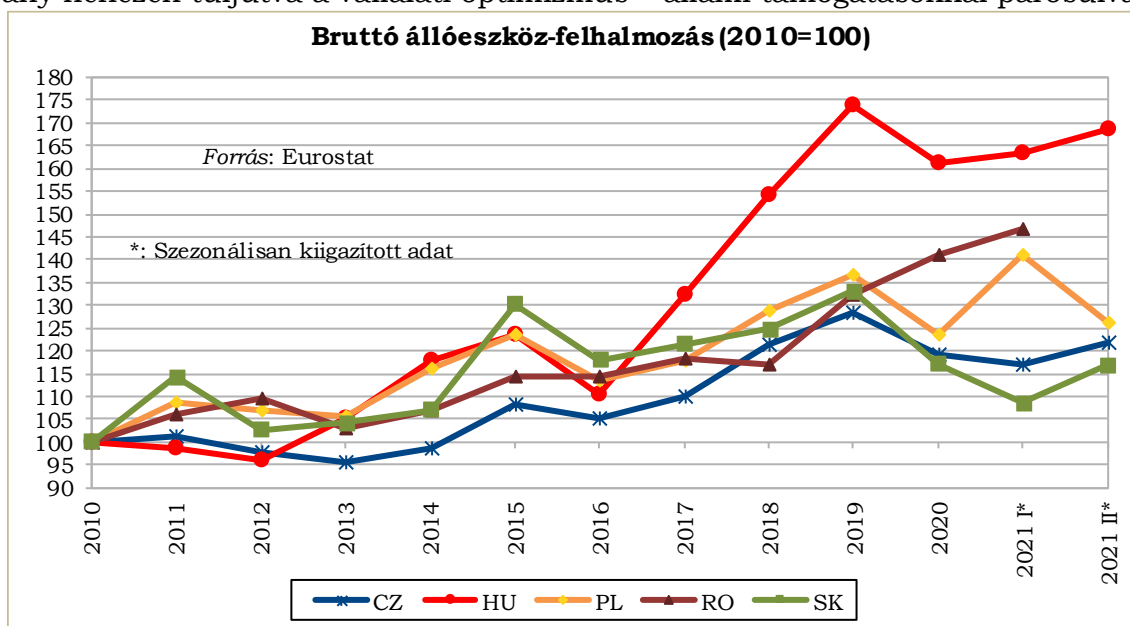
Ami a közép- és nagyvállalati beruházásokat illeti, az első negyedében a legnagyobb súlyú ágazat, a *feldolgozóipar* beruházásainak visszaesése volt a legfőbb lehúzó tényező, ugyanakkor egyben a második negyedévi növekedés fő hajtóereje is. De dinamikusabban bővültek a kereskedelem, illetve a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazat beruházásai. Másfelől a mezőgazdaságban egyelőre folytatódik a 2020-ban megkezdődött beruházáscsökkenés. Az ún. kvázifiskális szektor dinamizálódását jelzi a szállítási beruházásoknak a közúti és vasúti fejlesztéseknek köszönhető növekedésbe fordulása (a 2020. évi és idej első negyedévi visszaesés után).



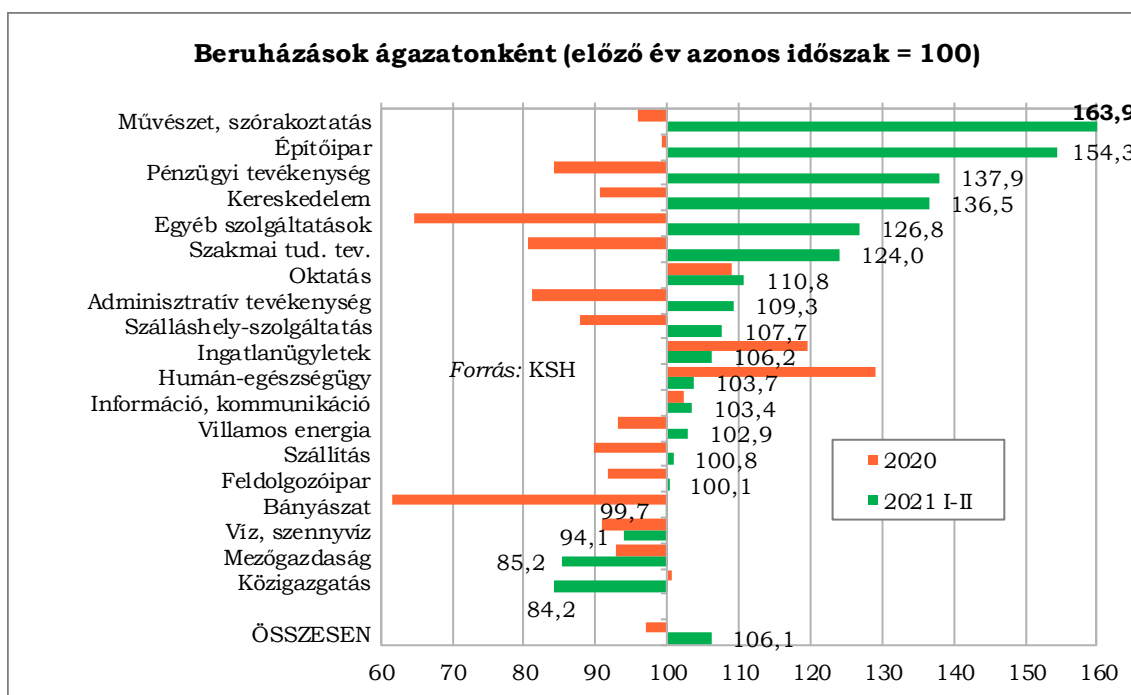


Az első negyedévi stagnálás miatt az első félév halmozott beruházásnövekedése aránylag mérsékelt volt, így uniós összevetésben a magyar beruházási dinamika lényegesen elmaradt az átlagtól. Más kérdés, hogy ez valamennyi visegrádi országról is elmondható volt. A régió belül Magyarország annyiban előnybe került Csehországgal és Szlovákiával szemben, hogy itt már az első negyedévben nőni kezdett az állóeszköz-felhalmozás volumene (a 2020-as átlagszinthez képest legalábbis). Habár a GDP szerinti állóeszköz-felhalmozás (a beruházás-statisztika szerinti beruházásokkal ellentétben) még a második negyedévben is jócskán elmaradt a 2019-es átlagszinttől, az Eurostat szerint itt kisebb az elmaradás, mint a többi visegrádi országban.

Az év további részében a beruházások növekedésének a folytatódását várjuk: **2021 átlagában a növekedési ütem 7% körül** alakulhat. A szűk állami beruházások a jelek szerint a továbbiakban nemigen támogatják majd a beruházásbővülést, ugyanakkor a járvány nehezen túljutva a vállalati optimizmus – állami támogatásokkal párosulva – az



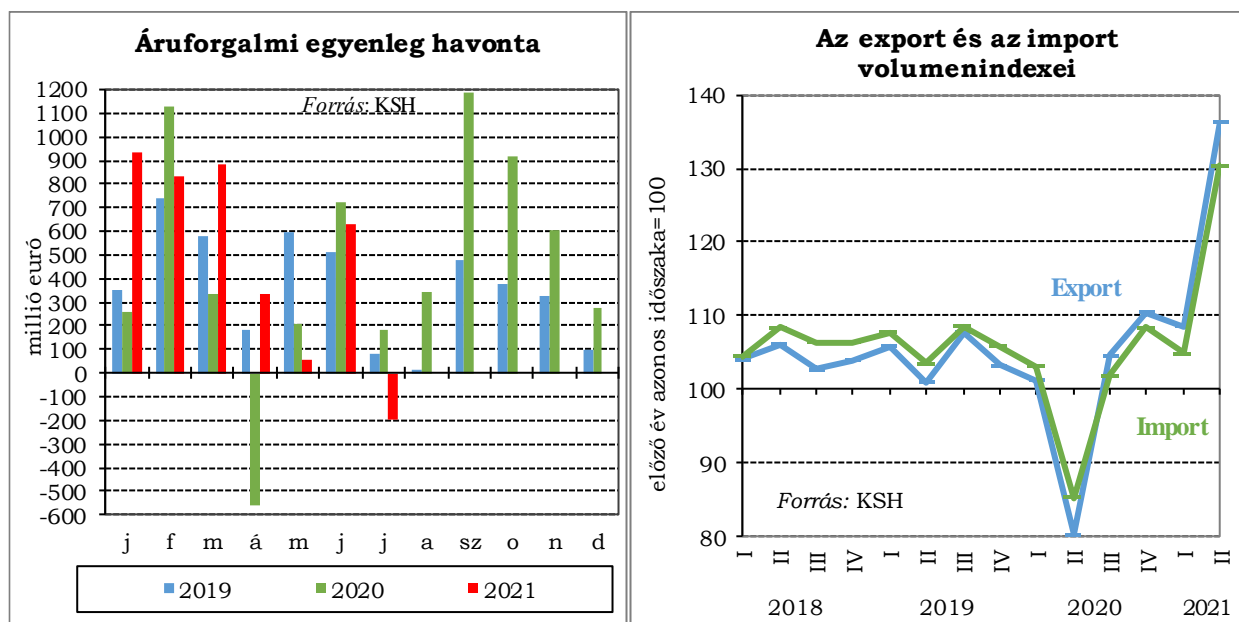
üzleti beruházások további bővülését segíti. A K&H felmérése szerint a KKV-szektorban rekordközeleki szintet ért el a beruházást tervező vállalatok aránya. A jelek szerint életre kelnek az infrastruktúra-beruházások is. A háztartások lakásépítési és -felújítási aktivitása tovább erősödik. Óvatosságra ad azonban okot az *MNB által megkezdett kamatemelési ciklus*, illetőleg az NHP Hajrá! program kivezetése. Ez utóbbiak miatt idővel emelkedő hitelköltség, illetve a szűkülő finanszírozási lehetőségek csökkentheti a beruházni képes vállalkozások körét, habár az állam egy új Széchenyi-kártya programmal igyekszik ennek elejét venni.



## Külkereskedelem

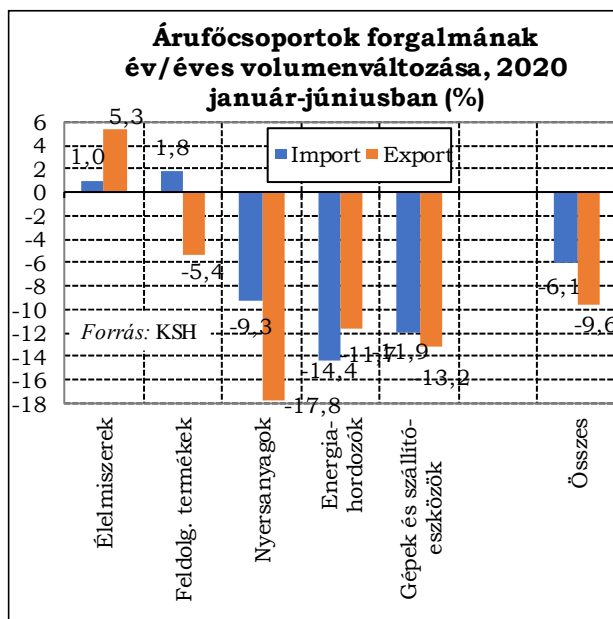
Az áru-külkereskedelmi forgalom a vírusválság kitörését követően a vártnál jóval gyorsabban helyreállt, és 2020 utolsó három-négy hónapjában már mind az export, mind pedig az import meghaladta az egy évvel korábbi szinteket. A chiphiány okozta átmeneti megszakadásoktól eltekintve az idei évet jó ütemű év/éves növekedés jellemezte az első negyedévben, és száguldás a másodikban.

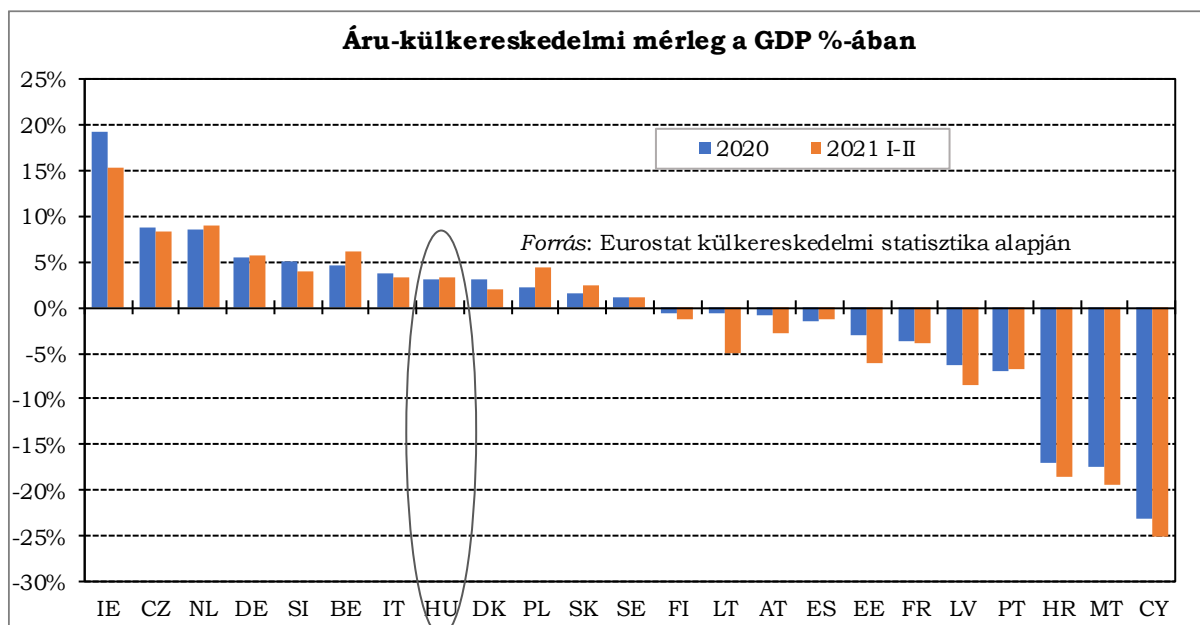
Ezenfelül az idei év első hat hónapjából négyben az exportvolumen gyorsabban nőtt az importvolumennél – az első négy hónap súlyozott átlagában a különbség mintegy 4 százalékpontos – következésképpen a hathavi **külkereskedelmi többlet** 3,7 Mrd euróra rúgott, ami az egy évvel korábbit 75%-kal túlszárnyalja.



Idén az export és az import vonatkozásában is a két legnagyobb súlyú termékcsoporthoz – gépek-szállítóeszközök és feldolgozott termékek – hajtja a növekedést, miközben a többi termékcsoporthoz az első negyedév átlagában még csökkenést vagy stagnálást mért a KSH.

Az év fennmaradó részét illetően óvatosságra adnak okot a júliusi előzetes adatok: bár az export és az import dinamikája egyaránt mérséklődött, az exporté jóval nagyobb mértékben, így a külkereskedelmi többlet nem csak csökkent, de mérsékelt hiányba fordult. A változás iránya előrelátható volt, a mértéket illetően viszont a júliusi adat egyszeri túllövés is lehet. Mindenesetre az ipari export nehézségeiről (chiphiány, akadozó szállítások) már az ipar-fejezetben is szó esett. Másfelől harmadik negyedévtől





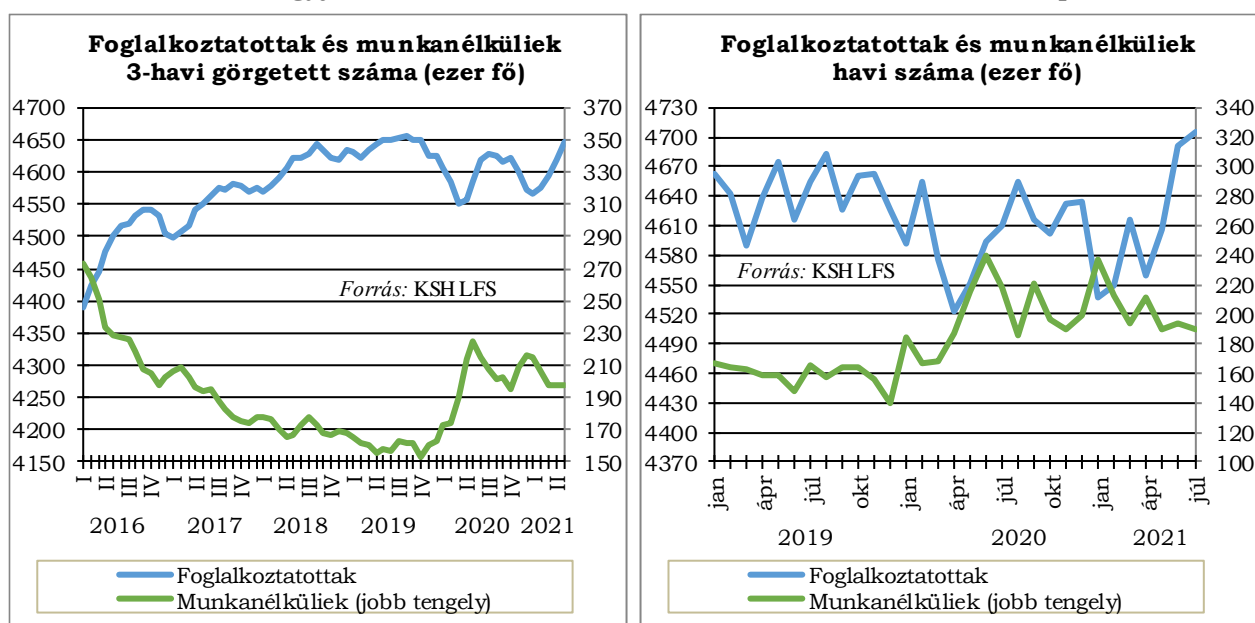
az import mögött álló fogyasztási dinamika is mérséklődni fog (a beruházási dinamika talán csak az év vége felé), de az export- és importdinamika közötti rés szűkülésének mértékét illetően vannak kérdőjelek. Ezzel együtt az éves külkereskedelmi többlet a tavalyinál nagyobb lesz, de immár kevésbé tűnik bizonyosnak, hogy eléri a 7Mrd eurót.

Ha a külkereskedelmi többlet GDP-hez viszonyított arányát tekintjük, az első félévben a magyar árukülkereskedelmi pozíció fenntartotta kedvező pozícióját mind uniós, mind pedig a visegrádi országokkal és Romániával való összevetésben. Megjegyzendő, hogy az eddig ismert adatok alapján a tagállamok mintegy felénél a tavalyi évhez viszonyítva romlott az áru-külkereskedelmi mérleg GDP-hez viszonyított aránya. Ez Magyarországon – egyelőre nem történt meg, bár mint láttuk, a második negyedévben megtörténhet.

## 2.4. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A munkaerő-felmérés (KSH-LFS) adatai szerint a foglalkoztatottság – főleg a külföldön dolgozókat érintő – romlását az idei első néhány hónapban újabb javulás követte tavasszal és nyáron, bár jelentős havi ingadozás mellett. Júliusra a foglalkoztatottak számának háromhavi görgetett átlaga megközelítette a válság előtti csúcsszintet, a havi érték viszont – a vártnál gyorsabban – egyenesen meghaladta azt, nem is csekély mértékben. A foglalkoztatottak számának év/éves csökkenése a második negyedévben újból növekedésbe fordult (1,4%). amit júliusban 2%-ra gyorsuló növekedés követett. A gyorsulás nyilvánvalóan összefügg a korlátozások feloldásával, bizonyos szolgáltatási ágak újraindulásával.

A munkanélküliségi ráta a második hullámot követő januári 5% után májusban 3,9%-ra mérséklődött, és nagyjából ezen a szinten maradt a két rákövetkező hónapban is.



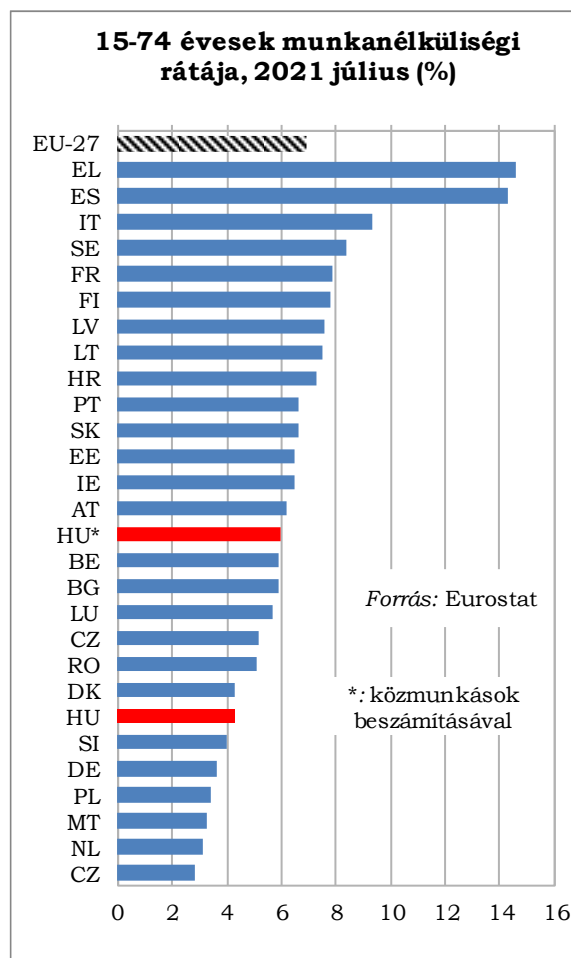
A foglalkoztatás szerkezetét illetően kedvező, hogy a foglalkoztatás második negyedévi bővülése nagyrészt az *elsődleges munkapiachoz* köthető: a külföldön dolgozók száma alacsonyabb volt április-júniusban, mint egy évvel korábban, a közmunkásoké néhány ezer fővel magasabb. A második negyedévben – szemben az elsővel – már az *alkalmazottak* száma is bővült, bár az egyéni vállalkozók számának emelkedése továbbra is jelentős.

A munkapiaci helyzet várhatóan tovább javul, a foglalkoztatottak számának bővülése éves átlagban jó eséllyel eléri az 1%-ot. Az egész éves munkanélküliségi ráta a tavalyi 4,1% után az idén **várhatóan 4% alá csökken**.

Megjegyzendő, hogy ahogy tavaly a bérstatisztika szerinti alkalmazotti létszám súlyosabb csökkenést szenvedett el a munkaerő-felmérés szerinti foglalkoztatottságnál, úgy az idén a javulás üteme is az előbbi esetében magasabb. Azon túl, hogy ez meghökkentően ellentmond annak, hogy a munkaerő-felmérés szerint az alkalmazottak száma még a második negyedévben is csak igen mérsékelt ütemben bővült, ez azt jelentheti, hogy a

mostani fellendülés idején nagyobb arányban kerülnek vissza a formális, jobbra teljes idős alkalmazásba a munkavállalók, mint amilyen arányban a semmilyen módon nem-foglalkoztatottak visszakerülnek a (bármilyen fajta és formájú) foglalkoztatásba.

Európai összevetésben a munkanélküliség tekintetében a magyar pozíció nem változott jelentősen az elmúlt év során. Továbbra is igaz, hogy a magyarországi harmonizált munkanélküliségi ráta akkor is valamivel alacsonyabb az európai átlagnál, ha a nemzetközi módszertannak megfelelően a munkanélküliek körébe beleszámoljuk a közfoglalkoztatottakat. Tavaly júniusban 13 EU-tagállam munkanélküliségi rátája volt alacsonyabb a magyarnál, az idén júniusban csak 12.



### **3. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok**

#### **3.1. Államháztartási folyamatok**

##### **Költségvetési folyamatok 2021-ben**

A kormány fiskális politikája továbbra is prociklikus jellegű, a gyors gazdasági növekedési ütem ellenére magas GDP-arányos államháztartási hiányt irányoz elő. A deficitcélok gyakori változtatása, a kormány (parlamentari) kontrol nélküli, összeghatártól független, saját hatáskörben hozott kiadási döntései nehezítik a fiskális folyamatok elemzését és előrejelzését.

A koronavírus-járvány lecsengésével 2021 elejétől a gazdaságban a fokozatos javulás jelei mutatkoztak. A GDP 2021 első negyedében 2,1 százalékkal csökkent, a másodikban 2,7 százalékkal nőtt az előző negyedévhez, 2021. első félévében 7,2 százalékkal emelkedett az előző év ugyanazon időszakához képest. A javuló konjunktúra enyhítette, illetve az év fennmaradó részében enyhítheti a fiskális politikára irányuló nyomást a válság következményeinek a felszámolásában. Ezt viszont ellensúlyozhatja a kamatemelések nyomán a monetáris politika eddiginél szerényebb szerepvállalása.

A Pénzügyminisztérium által közölt adatok alapján 2021 első hét hónapjában az államháztartás központi alrendszerének bevétele – nem utolsó sorban a javuló konjunktúra hatására – 11 százalékkal, kiadása viszont csak 6,9 százalékkal nőtt 2020. első hét hónapjához képest. A 2021. január-júliusi kumulált deficit 1803,7 milliárd forint volt, 16 százalékkal kisebb, mint tavaly. Az egyenlegjavulás szerény mértékűnek tekinthető annak a fényében, hogy tavaly recesszió, az idén pedig fellendülés jellemezte, illetve jellemzi a magyar gazdaságot.

A Pénzügyminisztérium tájékoztatása szerint a tavalyi első hét hónaphoz képest 2021. január-júliusban 370 milliárd forinttal növekedtek a társasági adóból, 517 milliárd forinttal az általános forgalmi adóból, 203 milliárd forinttal a személyi jövedelemadóból származó bevételek. Az uniós programokbólé származó bevétel július végéig 534 milliárd forint volt, ami a költségvetési törvényben előirányzott 2033 milliárd forint 26,3 százaléka, miközben az időarányos kifizetések folytatódtak. A bevételek alakulását befolyásolták még a koronavírus-járvány gazdasági hatásainak enyhítése végett bevezetett munkaadói kedvezmények, a szociális hozzájárulási adó 17,5-ről 15,5 százalékra történt visszafogása és a magasabb bérkiáramlás.

Ami a kiadásokat illeti, az uniós programok keretében 1145 milliárd forint összegű kifizetés történt, ami a 2515 milliárd forintos előirányzat 45,5 százalékának felel meg. A kiadások túlnyomó része a 2014 és 2020 közötti programozási időszak kohéziós operatív programjaira jutott összesen 959 milliárd forint összegben.

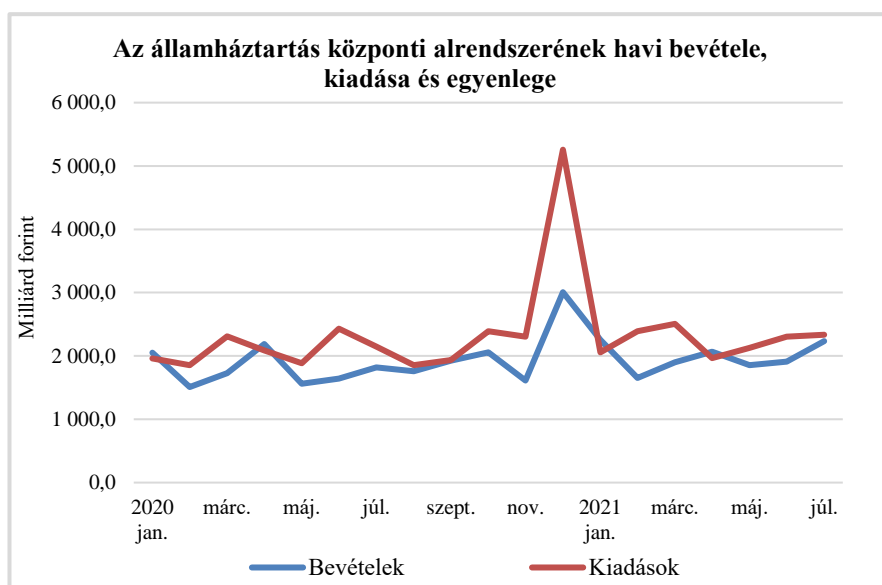
A nyugdíjakra fordított kiadások 2307 milliárd forintra rúgtak, a növekmény 208 milliárd forint volt az előző évhez képest, amelyből 78,5 milliárd forint a 13. havi nyugellátások februári kifizetéséből, 13,3 milliárd forint pedig a nyugdíjak júniusi 0,6 százalékos, az emelkedő inflációval indokolt kiegészítő emelésből származott.

Az egészségbiztosítási alap 1813 milliárd forint kiadásából 1058 milliárd forint jutott gyógyító megelőző ellátásokra, ami 84 milliárd forinttal volt nagyobb az időarányos egy évvel korábrinál, és az idei éves keret 67,5 százalékát tette ki.

A jelentősebb kiadási tételek között szerepel a koronavírus-járványhoz kapcsolódó, de egyéb egészségügyi eszközbeszerzéseket is tartalmazó 84 milliárd forint, a szintén döntően a járványhoz kapcsolódó oltóanyag-beszerzés 79 milliárd forint és tesztvásárlás 27 milliárd forint összegben. A Honvédelmi Minisztérium helikopter-vásárlásra és a harcjármű család fejlesztésére 163 milliárd forintot fordított. Közúti fejlesztésekre 173 milliárd forint, egyéb közlekedési ágazati programokra 123 milliárd forint jutott.

Az év közben módosított költségvetési törvény az uniós eredményszemléletű módszer-tan szerinti államháztartási hiányt a GDP 7,5 százalékában határozta meg 2021-re a tavalyi 8,1 százalékkal szemben. Az eddigi és az év fennmaradó részében várható konjunkturális feltételek fényében a hiánycsökkentés mértéke igen szerény, prociklikus fiskális politikára utal. Az Európai Bizottság májusi prognózisában 6,8 százalékos GDP-arányos hiány szerepel, míg az OECD Magyarországról szóló júliusi országjelentése átvette a kormány 7,5 százalékos hiánycélját.

Az államháztartási deficittel kapcsolatos pozitív, felfelé irányuló kockázat a vártnál nagyobb gazdaság növekedéshez és magasabb inflációhoz kapcsolódik. A 2021. évi költségvetést 4,3 százalékos GDP-dinamika és 3 százalékos inflációs ráta feltételezésével tervezték. A 2021. áprilisi keltezésű konvergenciaprogram 4,3 százalékos GDP-dinamika mellett 3,7 százalékos GDP-deflátorral és 3,6 százalékos harmonizált fogyasztói árindexszel számolt. A legutóbbi adatok fényében a gazdasági növekedési ütem 6-7-8 százalék, az inflációs ráta pedig 4-5 százalék is lehet. A tervezettnél gyorsabb bérkiáramlás (a versenyszférában 7,5 százalékos bruttó bérnövekedést várnak) szintén gyarapíthatja a költségvetés bevételeit.



A meglepetésnövekedés és -infláció durva becslés szerint 600-800 milliárd forinttal emelheti az idén a költségvetési bevételeket. Az optimista növekedési kilátásokat ugyanakkor beárnyékolhatja a globális gazdasági környezet romlása, amit a koronavírus-járvány kibontakozóban lévő negyedik hulláma, az amerikai monetáris



szigorítás és ezzel is összefüggésben a túlértékelt globális részvény- és kriptodevizapiacok összeomlása vagy legalábbis erőteljes korrekciója fémjelezhet.

Ezzel szemben negatív, lefelé irányuló kockázat a költségvetési kiadások növekedése. A jelek szerint a kormány a magasabb GDP-dinamikából és inflációs rátából adódó pótlólagos költségvetési bevételeket nem az államadósság mérséklésre kívánja felhasználni, hanem saját hatáskörben kívánja elkölteni őket (például 100 milliárd forintot szán magyar befektetők külföldi termőföld-vásárlására, az ITM, a PM és a KM 500 milliárd forintnyi támogatási programjára, 1000 milliárd forintot sport-, vasútépítési és atomenergetikai beruházásra, stb., de heti gyakorisággal jelennek meg a kiadások átcsoportosításáról, illetve növeléséről szóló kormányhatározatok). A rendelkezésre álló információk alapján nem állapítható meg pontosan, hogy a többletkiadások mekkora hányada jut működésre és felhalmozásra. Mindez jogszerű, de nincs összhangban az államháztartás gazdálkodási alapelveivel.

A kiadások emelésére utaló jel, hogy az Államadósság Kezelő Központ módosított idei finanszírozás terve szerint az államháztartás központi alrendszerének pénzforgalmi hiánya 3990 milliárd forint, ami 1103 milliárd forinttal (a GDP 2-2,5 százaléka) több, mint a Pénzügyminisztériumé.

További negatív kockázat az uniós források beérkezése körüli bizonytalanság. Az Európai Bizottság 2021. szeptember 30-ig hosszabbította meg a tárgyalásokat a magyar kormánnyal a nemzeti helyreállítási és ellenállóképességi tervről. Emiatt a Magyarország számára allokált 7,2 milliárd euró vissza nem térítendő támogatás első, 13 százalékos előlege (1 milliárd euró, ami az árfolyamtól függően mintegy 350 milliárd forintnak felel meg) legkorábban novemberben, legkésőbb 2022 nyarán, a parlamenti választások után folyhat be a magyar költségvetésbe. Ez önmagában nem érinti az államháztartási egyenleget, ha felhasználják ezt az összeget (az uniós források átfolynak a költségvetésen), az viszont igen, ha a magyar kormány megelőlegezi az uniós projektek finanszírozását. A jóvá nem hagyott nemzeti helyreállítási és ellenállóképességi terv forrásainak pótlására a kormány 450 milliárd forint keretösszegű Nemzeti Helyreállítási Alap létrehozásáról döntött. (Ebből még nem voltak kifizetések.) A 2021 és 2027 közötti hétéves uniós költségvetés időarányos részének átutalásához szükséges partnersági megállapodás elfogadására is jó esetben az ősszel kerülhet sor.

Összességében, ha tolódnak a megállapodások az európai uniós intézményekkel, akkor a portfolio.hu szerint az uniós költségvetési kapcsolatok 432 milliárd forint tervezett hiánya 1100-1200 milliárd forintra gyarapodhat az év végéig. Az uniós források beérkezéséig ezek a tételek rontják az államháztartás pénzforgalmi egyenlegét és eredményszemléletű hiányát.

A kormány egyik válasza erre a problémára az lehetne, hogy késlelteti az uniós projekteknek a költségvetés terhére történő előfinanszírozását. A kormányzati megnyilatkozások fényében ennek kicsi a valószínűsége, inkább további gyorsítással indokolt számolni. Az Európai Bizottság csak a jóváhagyott nemzeti helyreállítási és ellenállóképességi tervben szereplő projektekre fordított hazai előfinanszírozást térít meg utólag. Ezzel kapcsolatos negatív kockázat, hogy ha a Bizottság a magyar kormány által előfinanszírozott projektet nem fogadja el, akkor nő az eredményszemléletű (EDP-

szerinti) államháztartási hiány, illetve az államadósság. A másik válasz az lehet, hogy a kormány a költségvetési tartalékokból, illetve a kormányzati likvid tartalékokat tartalmazó kincstári egységes számlán lévő pénzből fedezi a pótlólagos kiadásokat. (Az MNB adatai szerint 2021. június végén több mint 3100 forint volt a kincstári egységes számlán, ebből mintegy 1500 milliárd forint tudható be a tartalékolási/előfinanszírozási céllal tavalyi devizakötvény-kibocsátás.) Végül szóba jöhet további devizakötvény-kibocsátás is a kieső források pótlására. Annak ellenére, hogy a kormány nem kívánja növelni Magyarország külfölddel szembeni pénzügyi kitettségét, ennek gyakorlati akadályja nincs.

A gazdasági pálya, a GDP dinamikus bővülése alapján a Költségvetési Tanács és a Magyar Nemzeti Bank alacsonyabb államháztartási hiányt tart indokoltnak, célszerűnek és kívánatosnak. A Számvevőszék szerint a vártnál nagyobb gazdasági növekedésből származó többletbevételt a kormánynak az államadósság lefaragására kellene fordítania.

### Az államadósság alakulása

Az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) szerint 2020. december végéhez képest 2021. július végéig a központi költségvetés adóssága 1152 milliárd forinttal 37.836 milliárd forintra emelkedett. E mögött 1708 milliárd forint nettó kibocsátás és 442 milliárd forint nettó devizatörlesztés húzódott meg. A forint árfolyamának az elmúlt év végéhez képest bekövetkezett erősödése 140 milliárd forinttal apasztotta a devizában fennálló adósság forintban számított nyilvántartási értékét, míg a deviza-keresztárfolyamok változása és egyéb tényezők 26,8 milliárd forinttal emelték azt.

A hazai pénzben denominált adósság 1708 milliárd forinttal, ezen belül a közvetlenül a lakosságnak értékesített állampapíroké 537 milliárd forinttal nőtt, a diszkont kincstárjegyeké 71 milliárd forinttal csökkent. A lakossági állampapírokon belül a Magyar Állampapír Plusz és a Prémium Magyar Állampapír iránt volt a legnagyobb kereslet. Az előbbi állománya az év első hét hónapjában 561 milliárd forinttal 5523 milliárd forintra, az utóbbié 71 milliárd forinttal 2381 milliárd forintra emelkedett. A tulajdonosi szerkezetet tekintve a kormány által a legstabilabb vásárlóknak/befektetőknek tekintett háztartások forintban denominált államkötvényekben elfoglalt részesedése 2021. július végén 23 százalék volt a tavalyi év végi 25 százalékkal szemben. Forintban denominált állampapírok finanszírozták a központi költségvetés adósságának 79,7 százalékát 2020. december végén, 81,8 százalékát 2021. július végén. A forintadósság átlagos hátralévő futamideje június végén 4,9 év volt. Az ÁKK hosszú távú célja továbbra is az államadósság hátralévő átlagos futamidejének fokozatos megnyújtása a piaci folyamatok figyelembevételével és a lejárat szerkezet kisímitása. A kibocsátás súlypontját a 10 éves állampapírok képezik.

A központi költségvetés *devizaadóssága* 2021 első hét hónapjában 583 milliárd forinttal esett vissza. Az ÁKK 2020. novemberében vont be külső forrást a nemzetközi kötvénypiacról tartalékolási és előfinanszírozási céllal. Külföldi gazdasági szereplők birtokában 2021. július végén 4851 milliárd forintnyi állampapír volt, 630 milliárd forinttal kevesebb, mint 2020. december végén. A külföldi kézben lévő állampapír-állomány átlagos futamideje 2021. július végén 5,9 év volt. A devizaadósság teljes

adóssághoz viszonyított aránya 2020. vége és 2021. július vége között 20,3-ról 18,2 százalékra mérséklődött.

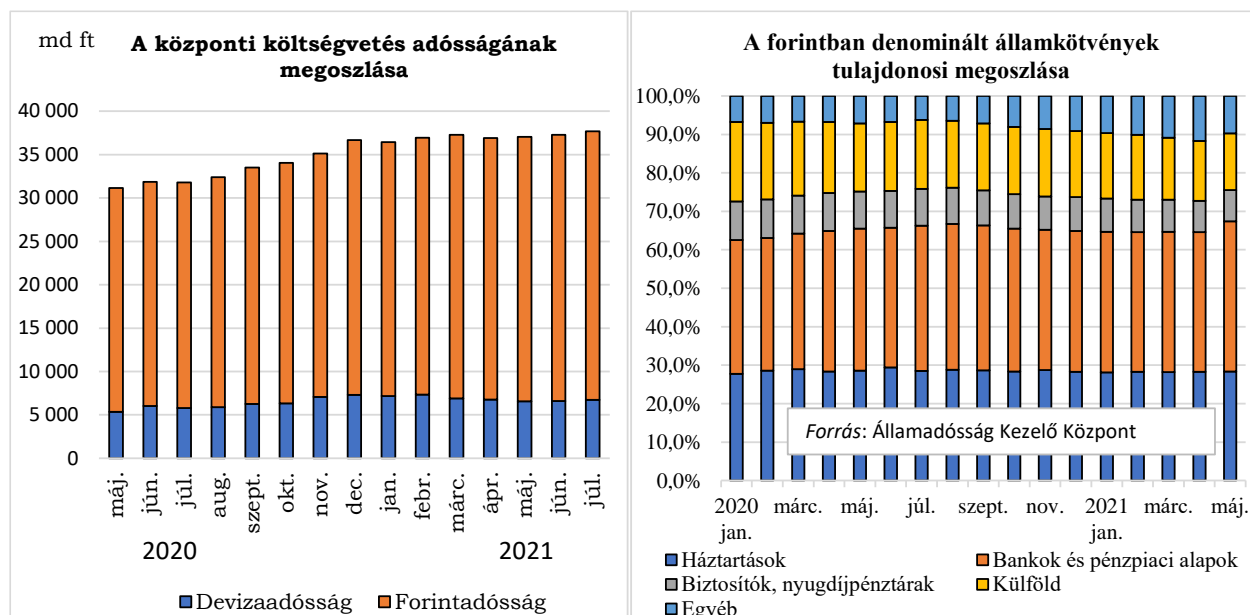
### A központi költségvetés adóssága

	2020. december 31.		2021. július		változás százalékpont
	előzetes állomány	Megoszlás %	előzetes állomány	Megoszlás %	
<b>1. Forint</b>	<b>29 237,266</b>	<b>79,7</b>	<b>30 945,467</b>	<b>81,8</b>	<b>2,09</b>
1.1. Hítel	1 161,614	3,2	1 156,830	3,1	-0,11
1.1.1. Külföldi	1 161,614	3,2	1 156,830	3,1	-0,11
1.1.2. Belföldi	0,000	0,0	0,000	0,0	0,00
<b>1.2. Állampapír</b>	<b>28 075,652</b>	<b>76,5</b>	<b>29 788,637</b>	<b>78,7</b>	<b>2,20</b>
1.2.1. Piaci értékesítésű	28 036,474	76,4	29 749,459	78,6	2,20
1.2.1.1. Kötvény	18 206,614	49,6	19 453,756	51,4	1,78
1.2.1.2. Diszkont kincstárjegy	658,167	1,8	586,864	1,6	-0,24
1.2.1.3. Lakossági állampapír	9 171,693	25,0	9 708,839	25,7	0,66
1.2.2. Nem piaci értékesítésű	39,178	0,1	39,178	0,1	0,00
<b>2. Deviza</b>	<b>7 318,230</b>	<b>19,9</b>	<b>6 735,386</b>	<b>17,8</b>	<b>-2,15</b>
2.1. Hítel	1 291,084	3,5	1 364,308	3,6	0,09
2.1.1. Külföldi	1 291,084	3,5	1 364,308	3,6	0,09
2.1.2. Belföldi	0,000	0,0	0,000	0,0	0,00
<b>2.2. Állampapír</b>	<b>6 027,146</b>	<b>16,4</b>	<b>5 371,078</b>	<b>14,2</b>	<b>-2,23</b>
2.2.1. Külföldi	5 481,262	14,9	4 850,901	12,8	-2,12
2.2.2. Belföldi	545,885	1,5	520,177	1,4	-0,11
<b>Összesen</b>	<b>36 555,496</b>	<b>99,6</b>	<b>37 680,854</b>	<b>99,6</b>	<b>-0,06</b>
Egyéb kötelezettség	128,840	0,4	155,668	0,4	0,06
<b>MINDÖSSZESEN</b>	<b>36 684,336</b>	<b>100,0</b>	<b>37 836,522</b>	<b>100,0</b>	<b>0,00</b>

Forrás: Államadósság Kezelő Központ

Az ÁKK kibocsátási terve 2021. június 30-ig összességében 58 százalékban, ezen belül a lakosságpiaci nettó kibocsátási terve 41, a bruttóé 48 százalékban teljesült. A lakosság birtokában 2021. július végén 9.709 milliárd forint állampapír volt. Az ÁKK továbbra is fenntartja azt a célját, hogy a lakossági állampapír-állomány érje el a 11.000 milliárd forintot 2023-ban. Az intézményi piacon az elsődleges forintkibocsátási terv 76 százalékban, a csereaukciós terv 46 százalékban teljesült. A második negyedévben az ÁKK 30 éves forintban denominált zöld kötvényt bocsátott ki, amelynek értékesítése az év hátralévő részében meghatározott ütemezés szerint folyik. A devizahitelek lehívására vonatkozó, májusban módosított 1,3 milliárd eurós (466 milliárd forintos) terv 31 százalékban teljesült. Az év végéig további hitelfelvételt tervez az ÁKK, így a második félévben kerülhet sor újabb zöld kötvény kibocsátásra japán jenben és kínai renminbiben a jóváhagyott 108 milliárd forint egyenértékű nemzetközi devizakötvény-

keret terhére. Stratégiai céljával összhangban az ÁKK továbbra is fenntartja a lehetőséget a devizaadósság aktív kezelésére.



Magyarország hitelminősítése 2020. szeptember 25. óta nem változott, mind a deviza, mind a forint adósság tekintetében az alsó-közép kategóriába tartozik a Standard & Poor's, a FitchRatings és a Moody's hitelminősítőnél. A kilátások a hosszú lejáratú devizaadósság terén pozitívak a Moody's, stabilak a Standard & Poor's és a FitchRatings esetében. A hitelminősítők rendszeresen értékelik az egyes országok adósságát. Rövid távon sem leminősítés, sem felminősítés nem valószínűsíthető. Leminősítésre akkor kerülhet sor, ha a fiskális folyamatok a kormány terveinél kedvezőtlenebbül alakulnak. A FitchRatings augusztus eleji értékelésében, amely mind a besorolást, mind pedig a kilátásokat változatlanul hagyta, a magas államadósságot, a kormányzás romló minőségét (korrupció, az igazságszolgáltatás függetlenségének hiánya), az uniós helyreállítási alaphoz befolyó források késését és a gazdaság túlfűtöttségét jelölte meg kockázati tényezőkként. A nemzetközi hitelminősítők véleménye nem befolyásolja a magyar államadósság nagyságát, csak a finanszírozási feltételeit, a finanszírozás költségeit.

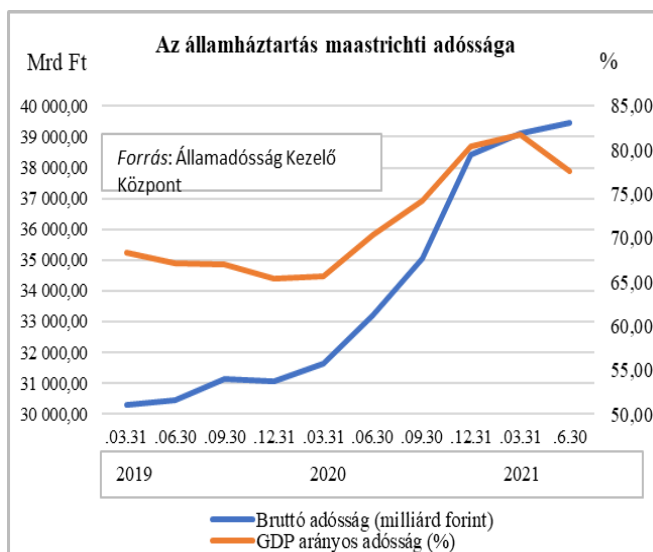
#### Az adósságráta

Magyar Nemzeti Bank adatai szerint az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2020. december 31-i állapot szerint 37.421 milliárd forint volt. Az Eximbank adósságát is figyelembe véve az államadósság 38.408 milliárd forintra, a GDP 80,4 százalékára rúgott. 2021. június 30-án a teljes maastrichti adósság 1052 milliárd forinttal 39.460 milliárd forintra emelkedett, de a GDP-hez viszonyított aránya 77,6 százalékára csökkent, ami a 2015. harmadik negyedéves adatnak felel meg. Ennek oka a második negyedéves GDP megugrása volt.

A koronavírus-járvány következményeire tekintettel az uniós intézmények a maastrichti szerződés államadósságszabályát (az államadósságráta nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát, az ennél magasabb rátával rendelkező országoknak pedig meghatározott algoritmus szerint fokozatosan csökkenteniük kell azt) is felfüggesztették 2023-ig. Így a

tavalyi és az idei évre vonatkozó magyar értékek nem sértenek uniós jogszabályt. A hazai adósságszabály értelmében az államadósságrátát 50 százalék alá kell csökkenteni.

A kormány 2021 és 2025 közötti időszakra szóló konvergenciaprogramja 2021-ben 79,9 százalékos államadósságrátát irányzott elő. A minimális (jelképes) mérséklés mögött az a megfontolás húzódnak meg, hogy ezzel a kormány eleget tesz a stabilitási törvény vonatkozó rendelkezésének. Az Európai Bizottság májusi prognózisa 78,6 százalékos, az OECD júliusi országtanulmánya 81,9 százalékos értéket tartalmazott.



A 2021. évi államadósságráta nagysága kiemelkedő mértékben függ az előző részben tárgyalt államháztartási folyamatoktól, amelyek a jelentős negatív és pozitív kockázatok miatt nagy bizonytalanság mellett prognosztizálhatók. A kockázatok realizálódása nem előre jelezhető politikai döntések függvénye. Mindennek figyelembe vételével 2021-re 80 százalék alatti államadósság-ráta valószínűsíthető. Ezt adott esetben a kormány úgy is elérheti, hogy az év végén a szükséges mértékig állampapírt vásárol a kincstári egységes számlán lévő pénzből.

Az államadósság forintban történő finanszírozásának hátulütője lehet a devizafinanszírozáshoz képest nagyobb költség. A jelenlegi, még egy ideig kedvező nemzetközi hozamkörnyezetben adott esetben alacsonyabb kamatláb mellett lehetne finanszírozni a magyar államadósságot devizakötvény-kibocsátással, mint forintkötvénnyel különösen az MNB utóbbi időben végrehajtott kamatemeléseinek fényében. (Az Államadósság Kezelő Központ 2020 novemberében 10 és 30 éves eurókötvényeket 0,64 százalékos, illetve 1,66 százalékos tényleges hozamon értékesített.) Ennek a feltétele azonban a forint euróval szembeni stabil árfolyama vagy kedvező esetben felértékelődése, miként az az utóbbi időben történt. A leértékelődés viszont több mint ellensúlyozhatja a kamatmegtakarítást. A magasabb hazai kamatköltség a világgazdasági pénzügyi kitérttség mérséklésének az ára.

Hasonló a helyzet az államadósság lakossági állampapírok révén történő finanszírozása esetében. A háztartásoknak kínált magasabb hozam miatt egyrészt költségesebb ez a megoldás, másrészt erősödik a pénzügyi piac fragmentáltsága. A háztartások javára kialakult nagy kamat-, illetve hozamkülönbségek a bankoktól az állampapírpia felé terelik a lakossági megtakarításokat, ezáltal romlik a bankrendszer működési hatékonysága. Ezen túlmenően a magasabb kamatok miatt jövedelemátcsoportosítás megy végbe a megtakarításokkal, következésképpen állampapírokkal nem rendelkező adófizetőktől a számottevő megtakarítással rendelkező állampapírvásárlók felé.

Az államadósság-ráta alakulásában pozitív kockázati tényező lehet a forint euróhoz viszonyított árfolyamának erősödése, ennek nyomán ugyanis – az alacsony devizaarány ellenére – csökken a GDP-arányos államadósság.



Végül kétirányú kockázat kapcsolódik a megtakarítások alakulásához. A válságból való kilábalással összefüggésben növekvő fogyasztás hatására mérséklődhet a háztartások megtakarítása, ezáltal az állampapírok iránti kereslete. Csökken vagy stagnál a lakossági állampapírok iránti kereslet akkor, ha a háztartások megtakarítási szokása, hajlandósága nem változik.

### A bruttó államadósság az Európai Unió tagállamaiban

	A GDP százalékában			Százalékpontos különbség 2021Q1-ben az alábbiakhoz képest	
	2020Q1	2020Q4	2021Q1p	2020Q1	2020Q4
Euróövezet	86,1	97,8	100,5	14,4	2,8
EU-27	79,2	90,5	92,9	13,7	2,4
Belgium	103,4	114,4	118,6	15,2	4,4
Bulgária	20,1	25,0	25,1	5,0	0,0
Csehország	32,4	37,8	44,1	11,7	6,3
Dánia	33,2	42,1	40,7	7,5	-1,4
Németország	60,9	69,7	71,2	10,3	1,4
Észtország	8,9	18,2	18,5	9,6	0,3
Írország	58,8	58,4	60,5	1,7	2,1
Görögország	180,7	205,6	209,3	28,6	3,6
Spanyolország	99,1	119,9	125,2	26,2	5,3
Franciaország	100,8	115,1	118,0	17,2	2,9
Horvátország	73,7	88,7	91,3	17,6	2,6
Olaszország	137,8	155,8	160,0	22,1	4,2
Ciprus	96,2	119,1	125,7	29,5	6,5
Lettország	37,1	43,5	45,7	8,6	2,2
Litvánia	33,0	47,1	45,6	12,6	-1,5
Luxemburg	22,2	24,8	28,1	6,0	3,3
Magyarország	65,8	80,4	81,0	15,3	0,6
Málta	43,3	54,8	59,0	15,7	4,2
Hollandia	49,3	54,3	54,9	5,6	0,6
Ausztria	73,1	83,5	87,4	14,3	3,9
Lengyelország	47,5	57,5	59,1	11,6	1,6
Portugália	119,2	133,6	137,2	18,0	3,5
Románia	37,4	47,3	47,7	10,3	0,4
Szlovénia	68,9	80,8	86,0	17,1	5,2
Szlovákia	49,5	60,3	60,3	10,8	0,0
Finnország	64,4	69,5	70,3	5,9	0,8
Svédország	35,7	39,7	40,3	4,5	0,6

Megjegyzések: Q: Negyedév. p: előzetes

Forrás: Eurostat

Európai uniós összehasonlításban az Eurostat adatai szerint 2021 első negyedévében a bruttó államadósság GDP-hez viszonyított arányára még mindig rányomták bélyegüket azok a tagállami gazdaságpolitikai intézkedések, amelyek a koronavírus-járvány gazdasági és társadalmi következményeinek az enyhítését és a gazdaság újraindítását célozták. Ez a hatás azonban 2020 negyedik negyedévéhez képest jóval kisebb volt, az

államadósságráta 2021 első negyedévében 2,8 százalékponttal emelkedett az euróövezetben és 2,4 százalékkal az Európai Unióban. Az indikátor értéke csak Dániában és Litvániában csökkent (1,4, illetve 1,5 százalékponttal), míg Bulgária és Szlovákia esetében változatlan maradt. Összesen 23 EU-tagállam államadósságrátája emelkedett, a legnagyobb mértékben (több mint 4 százalékponttal) Ciprus, Csehország, Spanyolország, Szlovénia, Belgium, Málta és Olaszország esetében.

Magyarország mutatójának 0,6 százalékpontos növekedése igen kedvező volt európai uniós összehasonlításban, az említett országok mellett csak Észtország és Románia értéke volt alacsonyabb, Hollandiáé és Svédországé pedig megegyezett a magyarral. Az euróövezetben az államadósság-ráta a 2020. negyedik negyedévi 97,8-ról 2021 első negyedévében 100,5 százalékra emelkedett, ez volt az első alkalom, hogy a bruttó államadósság nagysága meghaladta a GDP szintjét. Az Európai Unió mutatója 90,5-ről 92,9 százalékra nőtt. Magyarország 2021. első negyedévi 81 százalékos államadósságrátájával a 14. helyen, éppen középen áll az Európai Unió tagállamai között: 13 tagországnak nagyobb, illetve kisebb a GDP-arányos államadóssága, mint Magyarországnak.

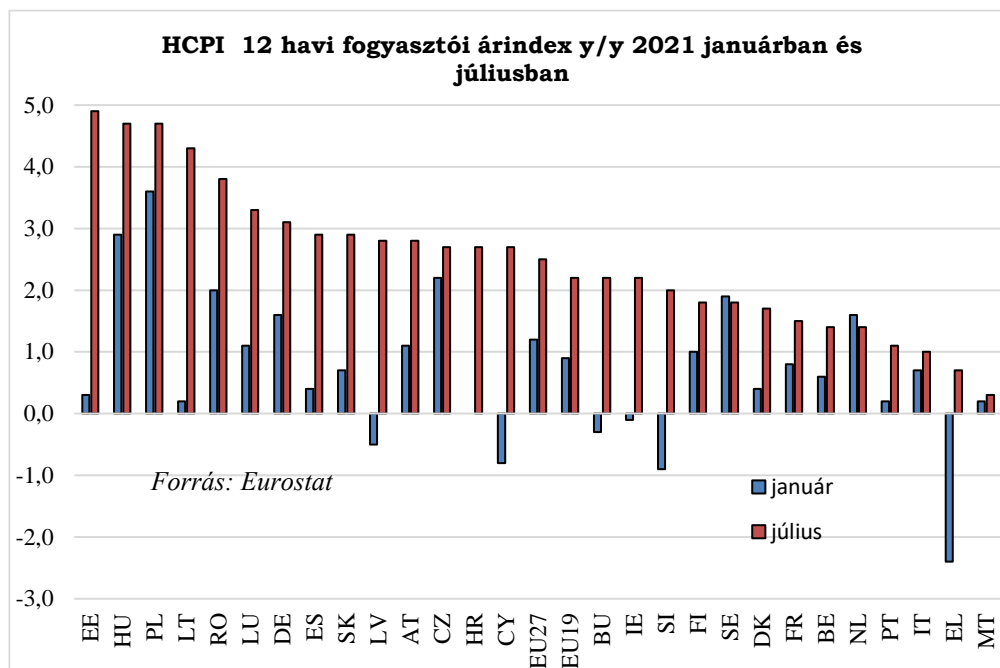
A GDP-arányos államadósság komponenseit tekintve mindegyik tagállamban elhanyagolható volt a kormányközi hitel, valamint a deviza és a letét (currency and deposit) aránya, Magyarország esetében az előbbi nem volt. Hitelviszonyt megtestesítő értékpapír alkotta a GDP-arányos államadósság 71,5 százalékát Magyarország esetében, ez alig maradt el a 76,4 százalékos uniós átlagtól. Értelemszerűen a fennmaradó 8,6 százalék (Magyarország), illetve 13,7 százalék (Európai Unió) hitel volt.



## 3.2. Infláció

### *Inflációs trendek az Európai Unióban*

Az elmúlt 1 évben az inflációs tendenciák határozottan erősödtek az EU-ban, mint ahogyan a világgazdaság más régióiban is. Az Egyesült Államokban például 2021 júliusában a 12 havi átlagos árindex elérte a 2,8%-ot, míg januárban csupán 0,9% volt.



Az infláció gyorsulását jelzi, hogy a 2021 júliusi éves (y/y) harmonizált fogyasztói árindex két ország kivételével minden EU-tagországban jócskán meghaladta a januári szintet. Ez a két ország Svédország és Hollandia, de itt is inkább stagnálásról beszélhetünk, illetve a 12 havi átlagos index tekintetében szintén enyhe emelkedésről. Figyelemre méltó, hogy a 4 legmagasabb (2021 júliusában 4% feletti) árindexű ország mind új EU-tagország, 2 V4-ország és 2 balti állam. Magyarországon és Lengyelországban az árszint már legalább 1 éve tartóan kúszik felfelé, és az elmúlt hónapokban ez a 2 ország felváltva állt az EU-lista élén. Ezzel szemben a balti országokban az árindex megugrására hirtelen, az elmúlt hónapokban került sor. Őket követi a 4. helyen a szintén masszívan emelkedő árindexű Románia. A másik 2 V4 ország is a lista bal oldalán helyezkedik el, az EU-átlagnál magasabb fogyasztói árindex-szel. Csehországban sem újkeletű az emelkedésének a trendje, Szlovákiában valamivel újabb, itt lényegében a 2021 tavaszi hónapokban lódult meg a 12 havi árindex és ugrott fel júliusra a 3% közelébe.

A lista végén jellemzően a dél-európai országok helyezkednek el, itt feltehetőleg a válságból való kilábalás nehézségei, az idegenforgalom lassú magára találása akadályozhatja a globális inflációs nyomás érvényesülését. Igaz, ebben a régióban Spanyolország, Horvátország és Ciprus az EU-átlagnál magasabb árindexet mutatott.

A 12 havi átlagos csúszó árindexekben még csak korlátozottan követhető nyomon az infláció erősödése, mert 1 évvel korábban, sőt még az őszi hónapokban is az országok többségét alacsony vagy akár negatív árindex jellemezte. A 12 havi átlagos árindexek azonban minden országban lassan, de hónapról-hónapra kúsznak felfelé.

### A magyar infláció

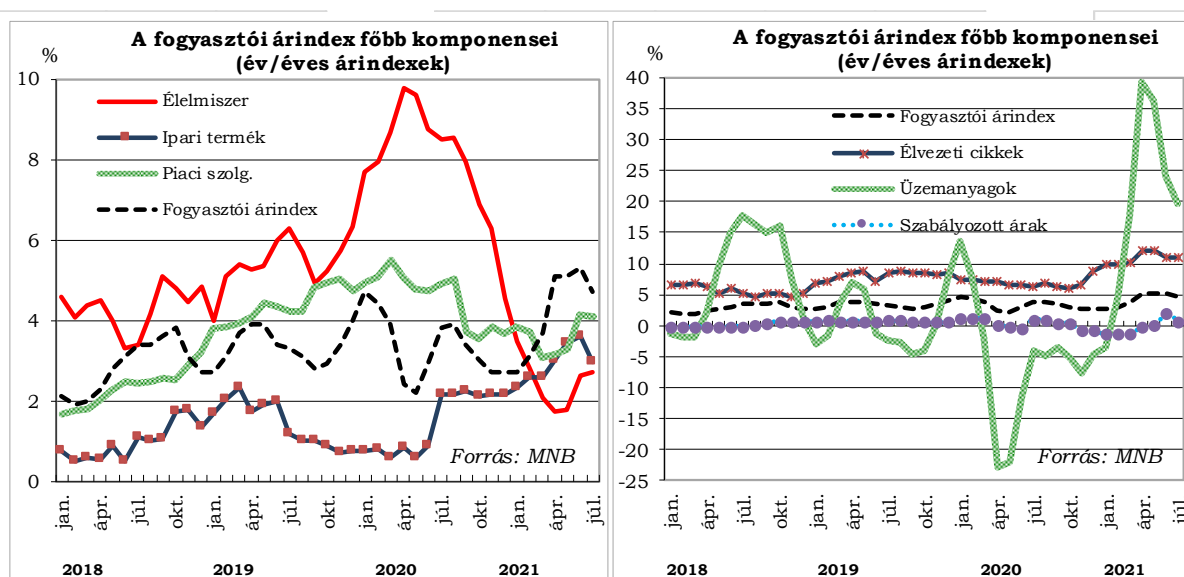
Magyarországon 2021 első 7 hónapjában a kumulált 12 havi fogyasztói árindex 4,2% volt, júliusban pedig 4,7%. Az előző hónaphoz képest 0,5%-kal emelkedtek az árak, ez nagykából megfelel a korábbi hónapok mutatójának.

A fogyasztói árindex 2021 folyamán folyamatosan emelkedett, a januári 2,7%-ról a májusi és júniusi 5% feletti szintre, majd júliusban enyhén csökkent 4,7%-ra. Az év hátralévő hónapjaiban azonban már nem várható 5% alatti árindex, sőt, november-decemberben megközelítheti a 6%-ot.

2021-ben, ellentétben az előző évi folyamatokkal, az infláció fő húzóereje nem az elszabaduló *élelmiszerár*, hanem a világpiaci olajárak emelkedése következtében rohamosan növekvő üzemanyagár volt. 2021 júliusában az élelmiszerárak már mindössze 2,7%-kal voltak magasabbak, mint 1 évvel korábban.

Ugyanakkor, az *üzemanyagárak* 2020 áprilisában, a pandémia kitörésekor a világpiaci kereslet drasztikus visszaesése következtében 25%-kal alacsonyabbak voltak, mint 1 évvel korábban, 2021 áprilisában pedig majdnem 40%-kal meghaladták az előző évi szintet. 2021 júliusban az árnyomás kissé csillapult, az üzemanyagok 12 havi árindex 20% alá esett, augusztusban azonban a benzinár ismételt emelése következtében ismét emelkedni fog. Ezek a hektikus, jórészt bázishatásokkal magyarázható kilengések (az üzemanyagok a fogyasztói kosárban közel 6%-kal szerepelnek) jelentősen mérsékeltek az inflációt 2020-ban, viszont gyorsították 2021-ben. Noha a szakértők idénre már nem várnak további jelentős világpiaci olajáremelkedést, és a jegybanki kamatemelések következtében a forint árfolyamának a jelentős gyengülése sem nagyon valószínű, ez a tényező az év hátralévő részében is jelentős bizonytalanságot hoz az árindex előrejelzésébe.

Az infláció másik fontos húzóerejét jelentő *élvezeti cikkek*, dohányárak és alkohol áremelkedése (májusban 12,2% év/év) az elmúlt években folyamatosan meghaladta az átlagos inflációt, amiről az adótartalom folyamatos emelése gondoskodott. E téren nem történtek olyan óriási kilengések, mint az üzemanyagok árában, de az adóemelés folyamatosan 10% felett tartja az élvezeti cikkek árindexét.



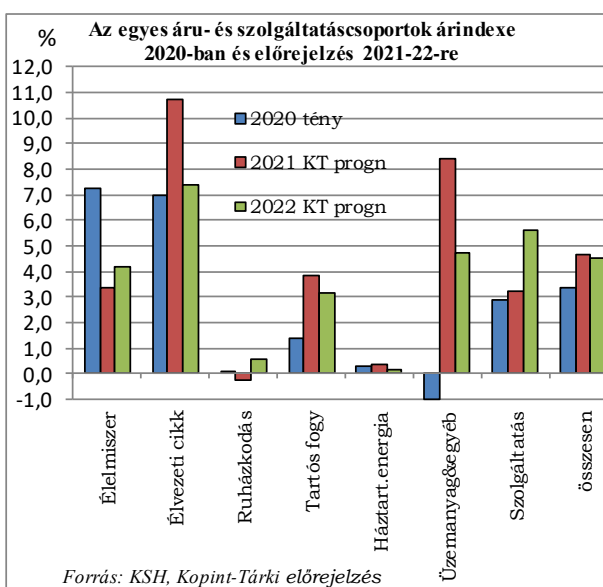
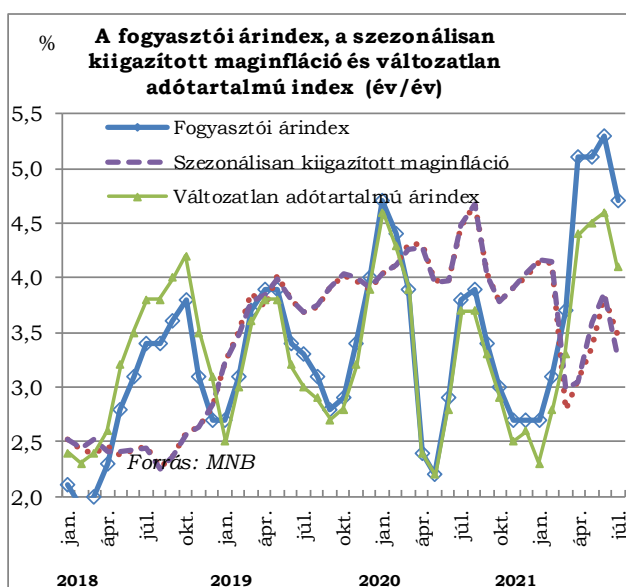
Emellett 2020 közepétől megindult a tartós fogyasztási cikkek (ipari termékek) árának az emelkedése is, amit a forint árfolyamának a gyengülése magyaráz. 2021 júliusában a tartós fogyasztási cikkek hó/hó árindexe 0,5% volt, magasabb, mint az átlagos árindex és az júliusi 12 havi árindex is viszonylag magas volt, 3,5%. A forint-árfolyam gyengülése 2021 május végén megtorpant ugyan, sőt visszafordult, ez a tényező csak késleltetve érvényesül az ipari cikkek import-árában, ahogyan az árfolyam-gyengülés is csak megkésve érezte hatását az import-termékek fogyasztói áremelkedésében az elmúlt években.

A *piaci szolgáltatások* árindexe viszonylag mérsékelt maradt 2021 első 7 hónapjában, mérsékeltebb, mint az korábban várható volt. A bérek emelkedésének érvényesülését ugyanis korlátozta a személyes szolgáltatások igénybevételével kapcsolatos óvatos fogyasztói magatartás és egyes vásárlói rétegek fizetőképességének megroggyanása a pandémia alatt. 2021 nyarán a tejes nyitás lényegében megtörtént, de még nem állnak rendelkezésre adatok arról, hogy ez a lakossági szolgáltatások igénybevételére milyen hatással lesz. Mindenesetre e téren is inkább felfelé mutató árnyomás valószínűsíthető.

A *maginfláció* továbbra is elmarad a tényleges fogyasztói árindextől, ami az idényárak primőrárak és a nyersanyagok jelentős szerepére mutat rá a tényleges árindexben. Az elmúlt hónapokban a maginfláció nagyjából együtt mozgott a ténylegesen mért árindexszel, annál 1-1,5 százalékponttal alacsonyabb szinten.

A változatlan adótartalmú árindex 0,6 ponttal volt júliusban alacsonyabb, mint a fogyasztói árindex, azaz az adók emelése ilyen mértékű pótlólagos inflációt okozott.

A Kopint-Tárki 2021. augusztus végén 2021-re 4,7%-os fogyasztói árindexet jelez előre, felfelé mutató kockázatokkal. A toleranciasávot átlépő árindex és a várt további inflációs nyomás a Monetáris Tanácsot júniusi kamatdöntő ülésén a jegybanki alapkamat 30 bázispontos emelésére készítette (0,9%-ra), amelyet 2 további hasonló mértékű kamatemelés követett (1,5%-ra). Mivel egyúttal a jegybank azt is bejelentette, hogy a kamatemelési ciklus addig fog tartani, amíg szükség lesz rá, idén feltehetőleg még további kamatemelések fognak történni, mivel idén már biztosan nem csökken a 12 havi árindex 4% alá.





### 3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

#### *Jegybanki kamatok és árfolyam*

A forint euróval szembeni árfolyama hosszabb ideje gyengülő pályán volt, amit időszakonként eltérő intenzitással külső és belső tényezők alakítottak. A belső feltételek és ezzel összefüggésben az árfolyamtrend változása 2021 május derekán kezdődött, amikor az MNB kommunikációja elkezdte felkészíteni a piacokat az irányadó kamatláb emelésére, miután a monetáris politikai döntéshozók a korábbi értékelésüktől eltérően nem átmeneti jelenségnek tekintették az inflációs ráta tavaszi emelkedését (az áprilisi év/év 5,1 százalékos érték több mint nyolcéves csúcs volt), hanem erősebb hosszabb távú inflációs kockázatokat diagnosztizáltak.

A június 22-i jegybanki alapkamat-emelés már konkrét monetáris politikai fordulat volt. Az ezt követő júliusi emelés után az MNB Monetáris Tanácsa 2021. augusztus 24-én újabb 30 bázisponttal 1,5 százalékra növelte az alapkamatot, ugyancsak 30 bázisponttal a kamatfolyó két szélét, így az egynapos hitel kamatlába 2,45, az egynapos betété pedig 0,55 százalékra emelkedett. Ezen túlmenően az MNB megkezdi állampapír-vásárlási programjának óvatos és fokozatos kivezetését úgy, hogy az ne veszélyeztesse a piaci stabilitást. Ennek jegyében az MNB 50 milliárd forintba mérsékli az addigi 60 milliárd forintos heti állampapír-vásárlásának összegét.

A Monetáris Tanács az egyes negyedévek végén értékeli a tapasztalatokat, és határozza meg a következő időszakra vonatkozó kereteket. A vásárlások visszafogását az MNB a rövidebb lejáratú állampapírokkal kezdi. Ugyanakkor az MNB a mérlegében lévő állampapírokat lejáratukig megtartja. Ehhez kapcsolódik, hogy a Monetáris Tanács a Növekedési Kötvényprogram keretösszegét 400 milliárd forinttal 1550 milliárd forintra emelte.

Az eddigi fejlemények és trendek és a piaci várakozások alapján a jegybanki alapkamat az év végére elérheti a 2 százalékot. Ezeknek a megtett és tervezett intézkedéseknek a célja a laza monetáris politika kivezetésével a monetáris feltételek normalizálása, a jegybanki inflációs cél elérése. Ugyanakkor fontos aláhúzni, hogy a jegybanki emelések ellenére a nominális kamatláb továbbra is negatív.

Az MNB Monetáris Tanácsa szerint az inflációs ráta 2021-ben nem csökken 4 százalék alá, a 3 százalékos középtávú inflációs cél 2022 közepére érhető el. A jegybanki kommunikáció szerint a kamatemelési ciklus az inflációs kockázatok kiegyensúlyozottabbá válásáig folytatódik. Lényeges jegybanki cél a másodkörös inflációs hatások elkerülése. Az inflációs nyomást a nyersanyagok világpiaci árának emelkedése mellett a dinamikus bővülő belföldi kereslet, az expanzív fiskális politika és a forint euróval szembeni árfolyamának gyengülése is erősíti.

Az MNB által eddig végrehajtott monetáris szigorítás az amerikai Fed és az európai Központi Bank továbbra is laza monetáris politikája mellett történt, bár a Fed Nyílt Piaci Bizottságának legutóbbi kamatdöntéséről kiadott jegyzőkönyve érzékeltette, hogy a változás az eddigi kommunikációtól eltérően 2023-nál hamarabb várható.

Megjegyzendő, hogy a külső monetáris politikai és hazai inflációs környezettől függetlenül az MNB elnöke (és a Költségvetési Tanács) a magyar gazdaság túlfűtöttségének veszélyére is felhívta a figyelmet, amiben a laza fiskális politikának is





jogállamiságra vonatkozó vitákkal és konfliktusokkal, a helyreállítási terv jóváhagyásának, a hétéves költségvetés Magyarországnak jutó részének elfogadásával kapcsolatos viták. Mindezek alapján a forint euróval szembeni árfolyama 2021 átlagában a 345 és 355 forint közötti sávban prognosztizálható, esetenként jelentős rövid távú volatilitás mellett. Jelentős (a 350-es szinthez képest 20-30 forintos) gyengüléssel a globális környezet hirtelen és nagymértékű romlása (részvénypiaci összeomlás) és/vagy részben ennek hatására bekövetkező tömeges tőke kivonás esetén indokolt számolni.

Magyarország euróövezeten kívüli regionális versenytársai közül Csehország jegybankja emelte irányadó kamatlábát júniusban, a lengyel és a román jegybank (ez utóbbi a felerősödött inflációs nyomás ellenére) változatlanul hagyta azt. Velük történő összehasonlításban a megnövelt magyar alapkamat a legmagasabb. Más tényezők változatlansága esetén ez a forint regionális összevetésben kedvező alakulására enged következtetni 2021 második felében.

### **Állampapír-piaci hozamok**

Az MNB június 22-én kezdődött, majd júliusban és augusztusban folytatódott alapkamat-emelésével és az állampapír-vásárlások kivezetésével fémjelzett monetáris politikai irányváltása nyomán véget érni látszik az alacsony állampapírpiaci hozamkörnyezet. Az adatok szerint a jegybanki monetáris szigorítással összefüggésben 2021 januárja és júliusa között az állampapírpiaci referenciahozam havi átlaga 0,36-ről 0,64 százalékra nőtt a 3 hónapos és 0,45-ről 0,87 százalékra az 1 éves lejáraton. Ennél valamivel kisebb mértékű, de nem elhanyagolható volt a hozamemelkedés a 3 éves, az 5 éves és a 10 éves lejáraton. A jelek szerint az állampapír-piac reagált a monetáris politika irányváltására.

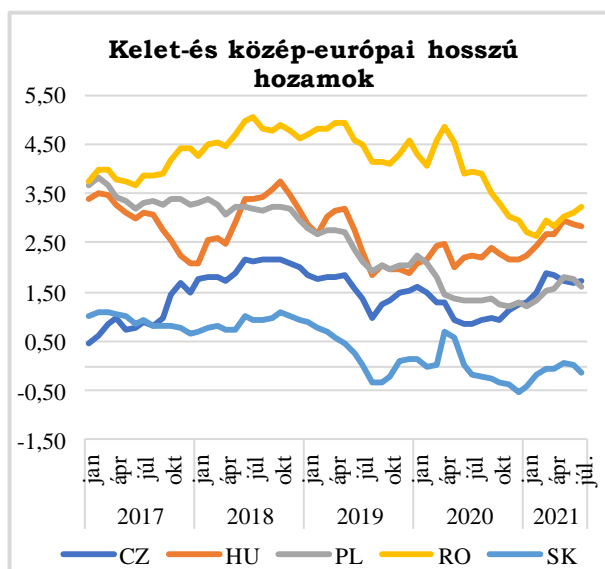
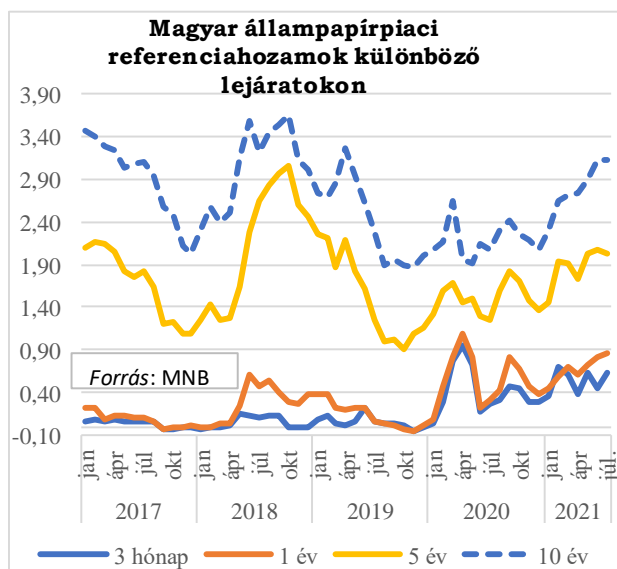
Az államháztartási hiány, illetve ettől elválaszthatatlanul az államadósság növekedése, az emiatt szükségessé váló pótlólagos állampapírkibocsátás nyomán tovább emelkedhetnek a hozamok. Ezzel ellentétes hatása lehet az uniós pénzügyi transzferek beérkezésének. Mindez elsősorban a rövid hozamokra vonatkozik, a hosszabbakat sokkal inkább a nemzetközi környezet alakítja. Állampapír vásárlási programjának fokozatos kivezetése nyomán valamelyest gyengülhet az MNB védőháló szerepe az állampapír piacon.

A hozamemelkedés a kötvényalapok stratégiájában is változtatásokat tesz szükségessé. Az emelkedő hozamok hatására a kötvényalapok árfolyama csökkent, értelemszerűen a rövid lejáratú papírokba fektetőké kisebb, a hosszabb lejáratúakat vásárlóké nagyobb mértékben. Az alacsony hozamkörnyezet lezárultával az állampapírokba fektető alapoknak az emelkedő hozamkörnyezethez kell igazítaniuk befektetési politikájukat.

Az idei év első hét hónapjában a globális hatások szerepe csekélyebb volt, de nem elhanyagolható. Az Eurostat adatai szerint az AAA minősítésű euróövezeti központi banki kötvények 2021. januári negatív hozama júliusban kisebb lett az 1 és 12 év közötti, és pozitívvá vált a 12 és 30 év közötti futamidőn. A maastrichti konvergenciakritériumnak megfelelő euróövezeti államkötvény hozama a 2021. januári -0,18-ről júliusban 0,02 százalékra emelkedett. Januárhoz képest a 10 éves amerikai állampapír hozama is emelkedett, a reálhozam továbbra is negatív. Ezekkel a trendekkel összhangban voltak a magyar állampapírpiac mozgásai.



Néhány közép- és kelet-európai országgal összehasonlítva az Eurostat adatai szerint a maastrichti konvergenciakritériumok között szereplő hosszú állampapírok havi átlaghozama 2021 januárja és júliusa között -0,43-ról -0,14 százalékra nőtt Szlovákia, 1,28-ról 1,72 százalékra Csehország, 1,19-ről 1,61 százalékra Lengyelország, 2,22-ről 2,83 százalékra Magyarország és 2,72-ről 3,24 százalékra Románia esetében. Mindebből következik, hogy a 2021. júliusi állapot alapján a hosszú lejáratú államadósságát a magyarnál alacsonyabb kamatláb mellett finanszírozta Szlovákia, Csehország és Lengyelország, és valamivel magasabb költséggel Románia.



### 3.4. Vállalati és lakossági hitelezés és kamatok

#### Vállalati hitelezés

Az MNB adatai alapján a nem pénzügyi vállalatok hitelállománya a törlesztési moratórium hatásának figyelembe vételével 2020 márciusa és 2021 júniusa között mindössze 3,8 százalékkal, 347 milliárd forinttal nőtt. Ezzel szemben a kibocsátott kötvényállomány ugyanebben az időszakban 160,5 százalékkal, 1234 milliárd forinttal bővült. Az utóbbiban szerepet játszott, hogy sok vállalat cserélte le bankhiteleit a növekedési kötvényprogram keretében kötvényre. A hitel- és a kötvényállomány összevonva 16,1 százalékkal gyarapodott. A vállalatok külső finanszírozási szerkezete tehát a piaci hitelek felől a kötvények felé tolódott el: a kötvények aránya 7,9-ről 17,5 százalékra emelkedett az elemzett időszakban. A hitelállományon belül a forinthitelek részesedése 42-ről 52 százalékra, az éven túli lejáratú hiteleké pedig 71-ről 79 százalékra nőtt. A forint euróval szembeni árfolyamának az utóbbi időben végbement erősödése mérsékelte a devizaalapú hitelek forintban kifejezett értékét. A legdinamikusabb szegmensnek az építőipar, az ingatlanszolgáltatás, a szálloda- és a vendéglátóipar bizonyult. A banki hitelállományon belül a feldolgozóipar, az ingatlanszektor és a kereskedelem, javítás ágazat relatív súlya a legjelentősebb.

A vállalati hitelezés fenntartását, illetve bővítését nagyszámú kedvezményes hitelprogram segítette. Ezek közül a növekedési hitelprogram 2020 áprilisában indított új konstrukciója (NHP Hajrá!) volt a legjelentősebb, amelynek keretében 2021. július 31-ig 40.416 vállalattal kötöttek hitel- vagy lízingszerződést, 2921 milliárd forint összegben. Ezzel a 3000 milliárd forintos hitelkeret gyakorlatilag kimerült. A már lehívott, de még nem törlesztett állomány 2049 milliárd forint. A megkötött szerződések összegének 37 százaléka új beruházási hitel vagy lízing, 53 százaléka forgóeszközhitel volt, 10 százaléka pedig korábbi beruházási hitelek kiváltását szolgálta.

Ágazati-szektorális vetületben a növekedési hitelprogram keretében az agráriumnak 490 milliárd forint jutott. Jelentős volt még az ingatlanszektor, az élelmiszeripar és a fémfeldolgozás, valamint a családtámogatási programokkal összefüggésben az építőipar (300 milliárd forint) részesedése. A kereskedelem mintegy 700 milliárd forint hitelhez jutott, ezzel hitelállománya megközelítette az 1600 milliárd forintot, miután 15 százalékkal bővült egy év alatt. A vendéglátás, idegenforgalom, turizmus ágazat hitelállománya több mint 307 milliárd forint. A nagyságrendet az új hitelfelvételek mellett a törlesztési moratórium is alakította.

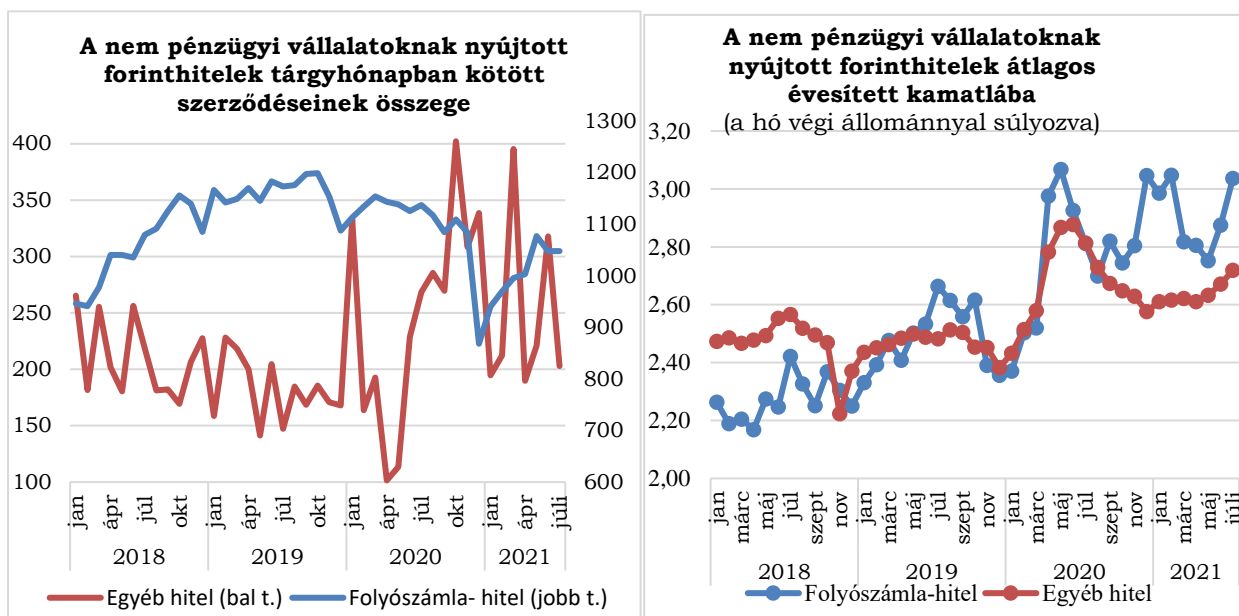
Az NHP Hajrá! helybe lép a 2021. július 1-jén bevezetett, a KAVOSZ Zrt. által koordinált, felfelé nyitott keretű Széchenyi-kártya újraindítási program. Az igényfelmérések alapján 2000 milliárd forint összegű kereslettel számolnak. A konstrukció keretében 100 millió forintig, kétéves futamidővel, legfeljebb 0,1 százalékos fix kamattal vehető igénybe folyószámlahitel, 250 millió forintig, hároméves futamidővel, legfeljebb 0,2 százalékos fix kamattal likviditási hitel, valamint 1 milliárd forintig, tízéves futamidővel, legfeljebb 0,5 százalékos fix kamattal beruházási hitel.

A piaci hitelkondíciók 2021 végéig szigorodnak, amiben a fő szerepet a vállalati szférára vonatkozó fizetési moratórium 2021 szeptember végére előirányzott megszüntetése és az MNB júniusban meghirdetett, illetve megkezdett kamatemelési ciklusa fogja játszani. Tavaly decemberben mintegy 60 ezer vállalat élt a hiteltörlesztés (tőke + kamat) felfüggesztésének lehetőségével, ami a vállalati hitelállomány közel 44

százalékát érintette. Jelenleg mintegy 30-35 ezer vállalatra terjed ki a fizetési moratórium. Az MNB becslése szerint a teljes vállalati hitelállomány 12 százalék körüli hányada sérülékeny a fizetési moratórium megszüntetése szempontjából. A sérülékenység nem jelenti automatikusan azt, hogy az érintett hitelek nem teljesítendővé válnak, hanem csak azt, hogy a nem teljesítés kockázata nő meg.

Ami a kamatokat illeti, a vállalati szférában a hosszabb lejáratú hitelek esetében jellemző a kamatláb rögzítése, rövidebb lejártokon nem. A nagyvállalati hitelek

kamatkockázatát általában kamatswapokkal fedezik. A kis- és középvállalkozási szektorban kihelyezett hitelek nagy része fix kamatozású (nem utolsó sorban az MNB növekedési hitelprogramjának betudhatóan). A hazai kamatkörnyezet szigorodása azokat a vállalkozásokat érinti kedvezőtlenül, amelyek számára nem hozzáférhetők a kedvezményes hitelprogramok. Ilyenek például az 1-20 milliárd forint közötti forinthitel-igénnyel fellépő cégek, amelyeknek eddig rendelkezésre állt az NHP Hajrá! maximum 2,5 százalékos kamatozású hitele, ám ez a nyáron kifutott. Mivel a vállalati hitelek jelentős része továbbra is a kedvezményes, alacsony kamatlábú konstrukciókra jut, ezért a jegybanki kamatemelési ciklus hatása várhatóan korlátozott lesz a vállalati hitelezésben.



### Háztartási hitelezés

A háztartások hitelállománya 2020. december vége és 2021. június 30. között 7,1 százalékkal, 708 milliárd forintra nőtt. A növekmény 58 százaléka fogyasztási hitel, 40 százaléka ingatlanhitel volt. A háztartások hitelintézeti szektorral szemben fennálló hitelállományának mintegy 14 százaléka jut a babaváró hitelre. Megjegyzendő, hogy az állomány nettó értéke, a felvett és a visszafizetett hitelek különbségéből adódik, ezért ezek az adatok nem hasonlíthatók össze az alábbiakkal.

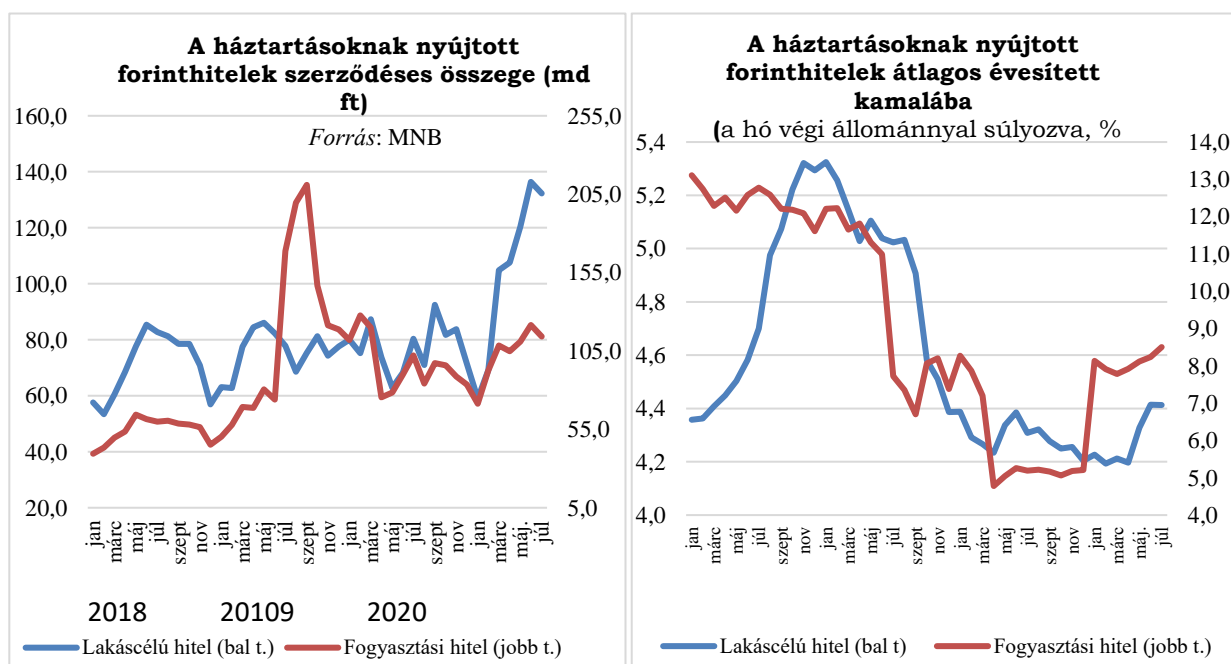
A háztartásoknak nyújtott, forintban denominált hitelek szerződéses összege 2021 első hat hónapjában 597 milliárd forint volt a lakáscélú és 64 milliárd forint az egyéb hitelek terén, ami 33,5, illetve 13 százalékos növekedés az előző év ugyanazon időszakához képest. A hó végi állománnyal súlyozott átlagos évesített kamatláb mindkét vizsgált

időszakban 4,55 százalék volt a lakáshitelek, viszont 6,95-ről 6,63 százalékra mérséklődött a fogyasztási és egyéb hitelek körében. A havi adatokból viszont egyértelműen növekvő trend rajzolódott ki 2021-ben.

A részleteket tekintve egy másik megközelítésben a Duna House becslése szerint júliusban 115 milliárd forint összegben vettek fel új jelzáloghitelt a háztartások. Az MNB adatai szerint júniusban 136,4 milliárd forint összegű lakáshitel-szerződést kötöttek a bankok. Ennek nyomán idén március óta minden hónapban 100 milliárd forintnál több volt a leszerződött hitel. A lakáshitel-kihelyezés negyedik hónapja rekordokat döntött. A júniusi összeg kétszerese volt az egy évvel azelőttinek, és sokkal magasabb, mint a járvány előtti. 2021 első hét hónapjában összesen 690 milliárd forint lakáshitelt folyósítottak, ez 163 milliárd forinttal haladta meg az egy évvel korábbi értéket.

A dinamikus növekedésben nem csekély szerepet játszott a koronavírus-járvány miatt elhalasztott kereslet. Az ideai adatokban azok a hitelek is megjelentek, amelyeket a tavalyi év első és második negyedévében nem vettek fel. Kedvezett a hitelfelvételnek a 2021. február 1-jén bevezetett kamattámogatott otthonfelújítási hitelkonstrukció is. Ösztönző hatást gyakoroltak a lakásvásárlásokra, illetve az ingatlanhitel-felvételre az év elején bevezetett otthonteremtési kedvezmények, lakástámogatások, az ezekhez való hozzájutás kivárása is magyarázza a 2020-ban elhalasztott keresletet. A háztartások által felvett hitelek nettó állományának bővülését nagymértékben segítette a fizetési moratórium, ami visszafogta a korábban felvett hitelek törlesztését. Ez a hatás szeptember végéig, a fizetési moratórium módosított határidejének lejártáig érvényesülni fog.

Az MNB 200 milliárd forint keretösszegű, 2021 októberében induló zöld otthon programja 2,5 százalékos fix kamatláb mellett kínál 70 millió forint erejéig hosszú lejáratú (maximum 25 éves) lakossági jelzáloghitelt a zöld szempontoknak (többek között kiemelkedően magas energiahatékonyságnak) megfelelő lakások építésére.



Az MNB idén júniusban kezdett kamatemelési ciklusa érinti a háztartások hitelezését. A jegybanki kamatemelés a változó kamatozású és az újonnan felvett hitelek törlesztőrészeit befolyásolja elsősorban. 2020 végén a jelzáloghitel-szerződések 48 százaléka, forintösszegének pedig 41 százaléka legfeljebb 12 hónapos kamatozású volt. Jelentős részük volt korábbi devizaalapú jelzáloghitel. Ezeket a hiteleket befolyásolja közvetlenül hátrányosan a szigorodó kamatkörnyezet. Az újonnan felvett hitelek esetében a kamatok emelkedése a lakáshitelek árazását érinti a legnagyobb mértékben, a sok kedvezményes lehetőség ellenére ugyanis a hatból öt újonnan felvett lakáshitel nem részesül kamattámogatásban. A diákhitelek bizonyos része jelenleg is kamatmentes, illetve fix kamatozású, és ugyanez jellemző a személyi kölcsönök döntő többségére is.

A lakossági hitelezés, azon belül is az ingatlanhitelezés legfőbb idei kockázati tényezője a fizetési moratórium 2021. szeptember 30-i részleges kivezetése. Az MNB adatai szerint 2021 áprilisában 1,2 millió lakossági ügyfél vette igénybe a moratóriumot. Akik igénylik, azok valószínűleg további haladékot kapnak a jövő évi választások utánra. Az MNB becslése szerint a háztartások hitelállományának 12 százaléka kockázatos a fizetési moratórium megszűnése tekintetében. A GKI Gazdaságkutató Zrt. ezer fős mintán végzett reprezentatív felérése szerint a várhatóan romló pénzügyi helyzetű háztartások aránya alapján a teljes lakossági hitelállomány 15-20 százaléka kerülhet be a problémás kategóriába.