



Makrogazdasági, államháztartási helyzetkép 2020-ról

Készült a Költségvetési Tanács Titkársága megbízásából

Készítették:

Bogóné Jehoda Rozália

Matheika Zoltán

Losoncz Miklós

Nagy Katalin

Palócz Éva

Vakhal Péter


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



Budapest, 2021. április 26.

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
www.kopint-tarki.hu

Tartalom

Tartalom.....	3
Bevezető és összefoglaló	4
Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa	9
1. A világgazdaság helyzete 2021 tavaszán	10
2. Makrogazdasági helyzet 2020-ban.....	15
2.1. A GDP és komponensei.....	15
2.2. A GDP termelési oldala	19
Ipar	19
Feldolgozóipari konjunktúrateszt a koronavírus járvány első évében	22
Építőipar.....	30
Lakásépítés, lakáspiac.....	32
2.3. A GDP felhasználási oldala.....	35
A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai.....	35
Beruházások	39
Külkereskedelem	43
2.4. A fizetési mérleg és az ország nettó külföldi kötelezettségállományának alakulása.....	45
2.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség	47
3. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok	49
3.1. Államháztartási folyamatok.....	49
A 2020. évi költségvetés.....	49
Az államadósság alakulása	54
3.2. Infláció.....	59
Európai kitekintés	59
A magyar árindex alakulásának tényezői 2020-ban.....	61
3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok.....	64
3.4. Vállalati és lakossági hitelek és kamatok	67

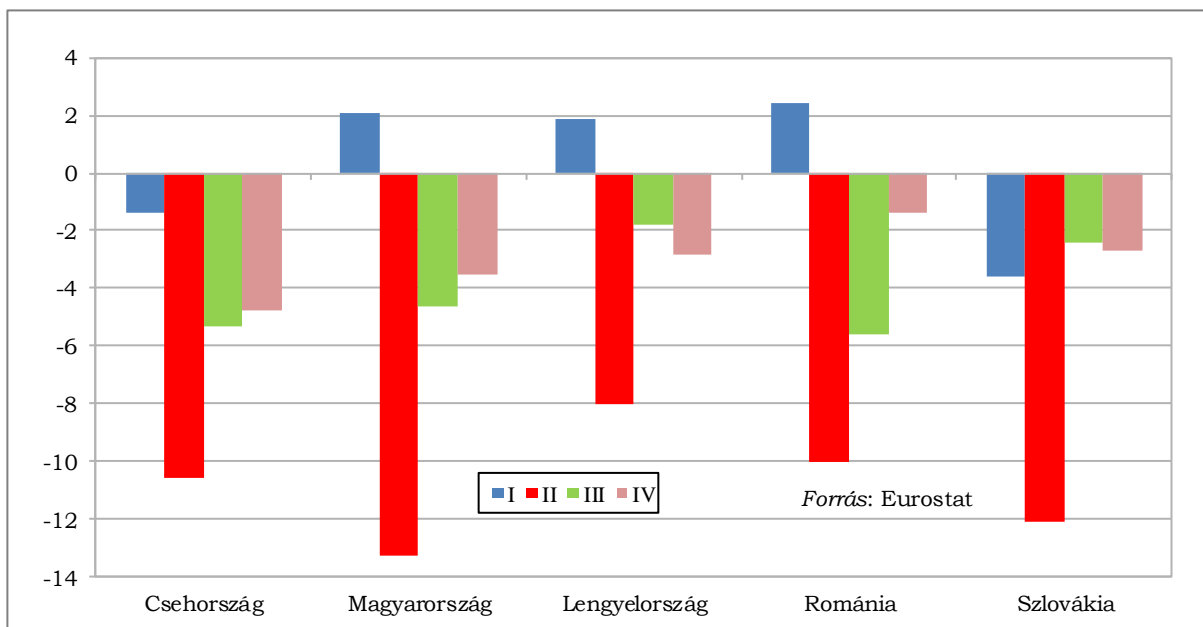
Bevezető és összefoglaló

A tavalyi utolsó negyedév növekedési teljesítménye lényegesen felülmúlta a legtöbb elemző várakozásait, így végül nemcsak a negyedévet – a második hullám felfutását és a negyedév második felében ismét bevezetett korlátozásokat – de az egész évet is enyhébb visszaeséssel vészelte át a magyar gazdaság, mint amit a járvány első berobbanásakor gondolni lehetett. Valójában az 5%-os éves GDP-csökkenés ahhoz hasonlított, amire az előrejelzők (köztük a Kopint-Tárki) a második negyedév vége felé, vagyis az első hullámból való ígéretes (bár részleges) visszapattnás után és második hullám megindulása előtt számítottak.

Bár a harmadik negyedévhez képest az utolsó negyedévben a GDP év/éves dinamikája romlott, e romlás nem volt drasztikus, ráadásul a megelőző negyedévhez képest a (szezónálisan kiigazított) GDP még kissé nőni is tudott, köszönhetően az iparnak és főleg az építőiparnak. De a második hullám a szolgáltatásokon belül sem minden területet érintett, és a hatása a kereskedelemben sem volt elsőprő.

A 2020-as év egészét tekintve a magyar gazdasági visszaesés régiós összevetésben nem volt kiugró: súlyosabb volt, mint Lengyelországban és Romániában, de enyhébb volt a cseh és szlovák esésnél. Ebben az éves átlagban szemlátomást komoly szerepet játszott az első negyedévi GDP-alakulás: Csehországban és Szlovákiában már az első negyedévben visszaesést mértek, míg a másik három régiós országban ekkor még növekedést. Ugyanakkor jól látható, hogy a második negyedévben a járvány első hullámának a sokkja Magyarországon volt a legdrámaibb.

A GDP év/éves növekedési rátái 2020 negyedéveiben (%)



Forrás: Eurostat

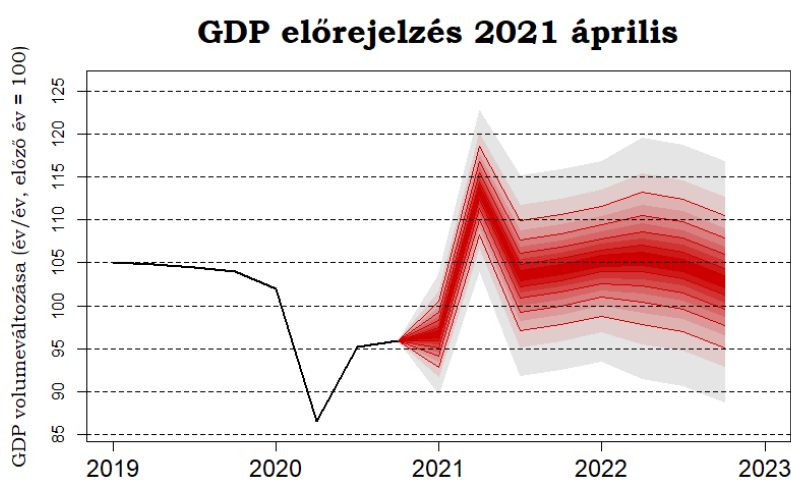
A korábban vártnál mérsékeltebb év/éves GDP-csökkenés egyben azt is jelenti, hogy a GDP év eleji *kiinduló szintje* magasabb, mint amire korábban számítani lehetett. Ezért – ha egyébiránt az év e kiindulópontához viszonyítva nagyjából már az előző jelentésünkben is jelzett forgatókönyv szerint alakul – akkor az idei év/éves GDP-

növekedési üteme is meghaladja majd azt a 3-4%-os sávot, amelyet a Kopint-Tárki még a tavalyi év végén is feltételezett.

A várt forgatókönyv a szezonálisan kiigazított gazdasági teljesítmény hozzávetőleges szinten maradásával számol a járvány hozzávetőleges leküzdéséig – ez utóbbi még a nemzetközi összehasonításban aránylag jó ütemben folyó oltások mellett is legfeljebb az év közepe tájára (vagy még későbbre) tehető – és ez utánra valószínűsíti az érdemi emelkedés kezdetét.

De várhatjuk-e jelenleg, hogy az év során a lefutás hasonlítani fog ehhez a forgatókönyvhöz az idei év elejére vonatkozó információk alapján?

A Kopint-Tárki 2021 áprilisi előrejelzése a magyar GDP 2021. és 2022. évi változásának legvalószínűbb lefutásáról



Forrás: Kopint-Tárki számítások

Az ipart a világszerte egymást követő újabb járványhullámok ugyan csak mérsékelten érintették, viszont a chiphiány és a konténerhiány mindenütt, így Magyarországon is érezteti hatását. Ezt ugyan közvetlenül nem a pandémia okozza, mint a tavaly tavaszi fennakadásokat, de közvetve mégis a járvány tovaryűrő hatásainak tudható be. A kiskereskedelmet az első két hónapban gátolta, de nem bénította meg a második hullám, ami lényegében megfelel annak a feltevésünknek, hogy a kibontakozás halasztódik, de komoly hanyatlásra sem kerül sor az első félév során.

Eközben azonban a különféle vírusvariációk miatt Magyarországon is elindult a harmadik hullám, amire márciusban a kormány végül a korlátozások *szigorításával* (boltzárral) reagált. A heti gyakoriságú márciusi adatok alapján ennek a kiskereskedelemre gyakorolt hatása drasztikusabb lesz, mint a második hullámé volt. Vagyis míg egyfelől az építőiparban (és egyes szolgáltatási ágakban, pl. az informatikában) már az első negyedévben emelkedő lehet a trend, másfelől nem kizárt, hogy a fogyasztásban a harmadik hullám átmenetileg komolyabb visszaesést eredményez. Összességében az első félévi hozzávetőleges stagnálás és a második félévi fellendülés forgatókönyve véleményünk szerint egyelőre nagy vonalakban tartható.

Ettől függetlenül az *év/éves növekedés* már korábban beindul, a bázis – a tavalyi gazdasági teljesítmény – szélsőséges ingadozásának megfelelően. Viszont ugyanezen okból pl. az iparban nagyságrenddel szerényebb év/éves növekedés várható az év második felében, mint a második negyedévben, holott az ipari termelés szezonálisan kiigazított volumene (is) jó eséllyel az év második felében mozdul ki a stagnálásközeli állapotból.

Ami a fellendülő szakaszt illeti, lényeges bizonytalansági tényező, hogy a majdani nyitásra mennyire reagál hevesen a *magánfogyasztás*. A tavalyi évben a fogyasztás csökkenése látványosan elszakadt a reálkereset-tömeg dinamikájától, de ez félrevezető: mivel a vállalkozói („vegyes”) jövedelmek meredeken visszaestek, valószínűsíthetően a háztartások összes reáljövedelme is csökkent 2020-ban, ha nem is olyan mértékben, mint a fogyasztás. Ám ezzel együtt jócskán felhalmozódhatott elhalasztott fogyasztás. Az idén a jelek szerint a kereseti dinamika még szerény minimálbér-emelés mellett is számottevő lesz, és a vállalkozói jövedelmek kezdődő visszaépülésével párosulva a háztartási reáljövedelem akár több mint 4%-kal is nőhet. Tekintve a járvány második hullámának jelenlegi alakulását, jelentős az esély arra, hogy az adóbevételek az utolsó négy hónapban is elmaradnak a tervezett szinttől. Az esetleges újabb gazdaságélénkítő intézkedésekről azonban még nem született döntés.

Ehhez képest jelenleg 4%-nál kisebb fogyasztásbővülésre számítunk. Ezt indokolja a kedvezőtlen évkezdés, ami a márciusi szigorítások nyomán a jelek szerint még kedvezőtlenebbé válik a kora tavaszi hetekben. Ehhez járul, hogy habár a második félévben meginduló helyreállítás során sokan fognak bele az elhalasztott fogyasztás pótlásába, mások (pl. a kisvállalkozók) a bevétel egy részét tartalékaik feltöltésére (kivérzett vállalkozásuk pénzügyi stabilizálására) fordíthatják. Ezzel együtt a korlátozások teljes vagy majdnem teljes feloldását követő átmeneti fogyasztási láz mértékét nehéz becsülni, a fogyasztási előrejelzésünk felfelé mutató kockázata fennáll.

A második félévi fellendülés részben azon is múlik, hogy akkorra a válság által érintett területeken a vállalkozások mekkora része maradt talpon, és kész újraindítani tevékenységét. A csődöket a folytatódó ágazati bértámogatások és a bőkezű hitelpolitika csak részlegesen tudja kivédeni. Megjegyzendő, hogy 2020-ban a csődök száma végül is nem ugrott meg, kérdés, hogy ebben a harmadik hullám megrázkódtatásai hoznak-e változást.

A *beruházások* az a növekedési komponens, amelynek a kilábalását jó eséllyel nem akasztja meg érdemben a járvány új hulláma. A tavalyi negyedik negyedévi beruházásnövekedést elsősorban az állami, illetőleg a háztartási beruházások hajtották. Az állami beruházások minden bizonnyal erős növekedési hajtóerőt jelentenek az idén is, miután az év végi rendkívüli állami költségek az idén megvalósított vagy legalábbis elkezdett projektekben ölt testet. A háztartások szerepe némileg bizonytalanabb: habár a kezdődő lakásberuházások területén biztosan komoly élénkülés lesz az idén, a *befejezett* lakásépítések gyors bővülése véget érhet. A *vállalatok* számára kiosztott állami beruházási támogatások is hatni kezdenek az idén, de ezek kibontakozását inkább jövőre várjuk.

Az *áru-külkereskedelem* szárnyalt a tavalyi utolsó negyedévben, de lefékeződött az idei év elején, ahogy az iparban – mindenekelőtt az autóiparban – egyre érezhetőbbé

vált a chiphiány és a szállítás akadozása. Ugyanakkor az áruexport kisebb mértékben csökkent az importnál, ami a fogyasztás csökkenését tükrözheti, mindenesetre az év első felében a nettó áruexport növekedési hozzájárulása pozitív lehet, ugyanakkor ez megfordulhat az év második felében. A szolgáltatás-külkereskedelem javulni fog az idén, ugyanakkor ennek hatása nem feltétlenül lesz drasztikus – a külföldi turizmus helyreállása évekre telhet.

Összességében jelenleg a GDP 4,5%-os növekedésével számolunk az idén, és ez az aránylag dinamikus ütem még jövőre is folytatódik, esetleg erősödhet is. Az ezt követő évek kilátásai már bizonytalanabbak – a vállalati adósságszint megugrása világszerte gondot okozhat, és a már a pandémia előtt is éleződő kereskedelem-politikai feszültségek változatlanul – pontosabban még inkább – fennállnak. Így az előttünk álló évtizedet illetően a tartós és dinamikus gazdasági növekedés esélye meglehetősen halványnak tűnik.

A járvány időbeli lefutásával és hatásaival kapcsolatos nagyfokú bizonytalanság a *fiskális* folyamatokra és politikára is rányomta, illetve rányomja a bélyegét. Az a nemzetközi tapasztalat, amely szerint a monetáris politika lehetőségeinek beszűkülése nyomán felértékelődött a fiskális politika a válságkezelésben, Magyarországra is érvényes.

A Magyar Államkincstár által közölt adatok alapján az államháztartás központi költségvetésének pénzforgalmi hiánya 2020. december végén az előző év végi 4,5-szeresére, 4594 milliárd forintra emelkedett. A koronavírus-járvány által előidézett recesszió ellenére a bevételek növekedtek, a hiányért a kiadások emelkedése volt a felelős, különösen decemberben. A GDP-arányos eredményszemléletű hiány 2020-ban az uniós átlaghoz közeli, 8,1 százalék volt, 2021-ben 7,5 százalék prognosztizálható. Ez azonban az évközi kormányzati intézkedések hatására módosulhat. Pozitív kockázati tényező az uniós források beáramlása, illetve a GDP vártnál nagyobb dinamikája.

A koronavírus-járvány következményei megakasztották az *államadósság* 2010-2011 óta visszaeső trendjét. A maastrichti szemléletű bruttó államadósság 2020 végén az előző évinél 15 százalékponttal magasabb, a GDP 80,4 százaléka volt (10 százalékponttal alacsonyabb az uniós átlagnál), 2021 végén 81 százalék körüli érték prognosztizálható. Az Államadósság Kezelő Központ az idén továbbra is a forintkibocsátásokra, azokon belül a lakossági állampapírokra kíván támaszkodni. Ennek hátránya az államadósság finanszírozásának a devizahiteleknél magasabb költsége, előnye az árfolyamkockázat hiánya.

Az Európai Unióban az európai standardnak megfelelő HICP szerkezetben 2020-ban a *fogyasztói árak* emelkedésének az üteme Magyarországon (3,36%) a második legmagasabb volt Lengyelországban után (3,63%). Figyelemre méltó, hogy 2020-ban az inflációs rangsor első 5 helyén a V4 országok és Románia állt.

A magyar piacon a legmagasabb áremelkedést 2020-ban az élelmiszerek terén lehetett tapasztalni (7,2%). A 2020 tavasz végi – nyár elejei kimagasló élelmiszer-árindex részben a különösen rossz időjárási viszonyok és gyümölcsstermés következménye volt, de feltehetőleg szerepet játszott az is, hogy a kijárási korlátozások első hónapjaiban a lakosság árérzékenysége jelentősen csökkent az élelmiszer-beszerzések bizonytalanná válásától való félelmek következtében.

A második legmagasabb áremelkedés az élvezeti cikkek csoportjában következett be (6,9%), amit az adótartalom rendszeres emelése okozott, elsősorban a dohányárak esetében (10,9%-os árindex). A szolgáltatások terén enyhébb áremelkedés következett be (3%), ami nagyjából azonos volt az előző évvel. A többi termékcsoporthoz képest csekély mértékben emelkedett, bár figyelemre méltó a tartós fogyasztási cikkek árának a korábbi évektől jóval nagyobb mértékű emelkedése (1,4%) az árfolyam gyengülése miatt. Az egyéb cikkek-üzemanyagok ára pedig csökkent 2020-ban (1,9%-kal), ezen belül az üzemanyagé 5,6%-kal.

Megjegyzendő, hogy a pandémia miatti lezárások idején a lakosság fogyasztói kosara jelentősen megváltozott, és éppen azokból a termékekből és szolgáltatásokból vásároltak és vettek igénybe többet, amelyek árindexe kiemelkedő volt, miközben a stagnáló vagy csökkenő árú termékek és szolgáltatások részaránya csökkent a fogyasztásban. Ezért a ténylegesen megvalósuló (a becsült aktuális) fogyasztói árindex a statisztika által mértnél magasabb lehetett, akár meghaladhatta a 4%-ot is.

.....

A tanulmány első fejezetében a magyar gazdaság nemzetközi környezetét tekintjük át, röviden. A második fejezet a magyar makrogazdasági fejlemények alakulását elemzi 2020 végén, illetőleg az egész évet illetően, kitérve az idei évkezdetre, amelyet befolyásolt a járvány második hulláma, márciustól kezdve pedig már a harmadik hulláma is. Egyenként megvizsgáljuk a GDP termelési és felhasználási komponenseinek alakulását, ezek összefüggéseit, a fizetési mérleg alakulását és a munkaerőpiaci mutatókat. A harmadik fejezet a fiskális és monetáris folyamatokat elemzi.

Makrogazdasági mutatók és a Kopint-Tárki prognózisa

(éves változás, százalék)

	Tényadatok			Előrejelzés		
	2019	2020	2021	2021		2022
			I. n.é.	2020 dec.	2021 ápr.	2021 ápr.
GDP-aggregátumok reálnövekedése						
GDP összesen	4,6	-5,0		3,5	4,5	4,5
Belföldi felhasználás	6,6	-3,0		2,8	4,5	4,5
Magánfogyasztás	4,6	-2,8		3,0	3,7	3,7
Közösségi fogyasztás	5,6	2,8		0,0	0,0	0,0
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	12,8	-7,3		4,5	8,0	8,0
Bruttó felhalmozás összesen	11,3	-5,5		3,3	8,0	8,0
Export	5,8	-6,8		5,6	6,7	6,3
Import	8,2	-4,4		4,7	6,7	6,4
Ipari termelés	5,6	-6,1	-2,3 ^f	4,5	7,8	5,0
Fogyasztói árindex	3,4	3,3	3,2	3,0	3,8	3,5
Foglalkoztatás, jövedelmek						
Foglalkoztatottak számának növekedése ^a	0,8	-0,9	-1,5 ^f	1,0	1,0	0,6
Foglalkoztatási ráta ^a	62,6	62,1	62,0 ^g	60,6	62,8	63,1
Munkanélküliségi ráta ^a	3,3	4,1	4,8 ^f	4,0	4,0	3,6
Termékegységre jutó bérköltség ^b	7,6	1,1		3,4	1,1	1,7
Bruttó nominális keresetek ^c	11,4	9,7	9,5 ^e	6,5	7,5	7,1
Nettó reálkeresetek	7,7	6,2	6,6 ^e	3,3	3,7	3,5
Megtakarítási ráta a GDP %-ában ^d	5,0	6,1		5,0	6,0	5,5
Folyó fizetési mérleg	-0,5	0,1		-1,2	0,5	0,7
a GDP %-ában						
Folyó fizetési és tőkemérleg	1,4	2,1		0,5	2,5	3,0
a GDP %-ában						
Államháztartás						
Államháztartási egyenleg, a GDP %-ában	-2,0	-8,1		-7,0	-6,5	-5,0
Bruttó államadósság, a GDP %-ában	65,5	80,4		78,4	81,0	80,0
Rövidtávú hozam (3 hó), időszak vége	-0,01	0,28	0,6 ¹	0,3	0,7	0,7
Hosszút. hozam (10 év), időszak vége	2,01	2,08	2,7 ¹	2,2	2,6	2,6
Nemzetközi feltételek						
Nemzetközi kereskedelem volumene	4,0			8,3		
Brent olajár (\$/hordó, időszaki átlag)	64,4	41,8	60,8	50,0	67,0	70,0
GDP-változás az Eurózónában, %	1,3	-6,6		4,6	4,8	4,2
GDP-vált. az új EU-tagországokban, %	3,6	-4,0		4,1	4,2	4,2
Forint/euró, időszaki átlag	325	351	361	360	365	365
Dollár/euró, időszaki átlag	1,12	1,14	1,21	1,14	1,20	1,20

- 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 egységbéreköltség százalékos változása, évkezdettől kumulált adat
- c A megfigyelt munkáltatói kör adatai alapján
- d Háztartások négy negyedéves halmozott nettó finanszírozási képessége a GDP %-ában
- e január
- f január-február
- g december-február

1. A világgazdaság helyzete 2021 tavaszán

A **világgazdasági** helyzet az elmúlt év utolsó negyedében a járványügyi mutatók rosszabbodása ellenére javult. Az év egészét tekintve a globális kibocsátás mintegy 3,4%-kal csökkent, ami a II. Világháború óta a legnagyobb visszaesést jelenti. Ezzel együtt a visszaesés nem volt olyan mértékű, mint ahogyan azt korábban vártuk, s ez a legtöbb régióra igaz. Az idei évre vonatkozó előrejelzések meglehetősen bizonytalanok. A pandémia egy újabb, – főleg Európában – a korábbiaknál erősebb hulláma jelentkezett az év első negyedében. Ennek ellenére az előrejelzők többsége abból indul ki, hogy összességében a globális növekedés pozitív marad, s csak egyes régiókban várható visszaesés. Általánosan jellemző, hogy a növekedés továbbra is a különböző fiskális ösztönzőkre támaszkodik. A fejlett országokban jellemző, hogy míg a magánfogyasztás visszafogott marad, a lakossági megtakarítások erőteljesen nőnek. Ennek is tudható be, hogy az infláció egyelőre mérsékelt maradt, azonban egy enyhén emelkedő trend már kezd kibontakozni, s ha a költségek megindul, ez a helyzet könnyen változhat. A tavalyi év első felének erős visszaesése után a beruházási tevékenység is erőre kapott, így összességében a beruházások jobban teljesítettek az év egészében, mint ahogyan azt korábban vártuk. A munkanélküliség enyhén emelkedett csak, ami ismét a különböző fiskális intézkedéseknek, munkahelymegtartó beavatkozásoknak volt betudható. Ugyanakkor látni kell, hogy bizonyos ágazatokban (vendéglátás, szállodai szolgáltatások, turizmus, légitársaságok, szórakoztatóipar) a krízis továbbra is jelen van, s – ha a pandémia kikényszerítette megszorítások nem enyhülnek – akkor ezekben az ágazatokban a csődök sorozata várható, mert az állami segítség nem tudja kompenzálni a tartós bevételkiesést. Az idei évre vonatkozó eddig megjelent előrejelzések meglepően optimisták: az OECD tavaszi prognózisa 5,6%-os globális növekedést vár az idei évre, a kiel IFW még ennél is nagyobb, 6% fölöttit. Ez az optimizmus elsősorban azon alapszik, hogy az átoltottság javulása következtében a pandémia fokozatosan enyhül, és az élet a nyári hónapokra visszatérhet a normális kerékvágásba. Mi előrejelzésünkben ennél nagyobb kockázatokat látunk. Az oltási kapacitások szűkössége következtében úgy gondoljuk, hogy ez a normalizálódás nem lesz olyan gyors, és különösen azokban az országokban, ahol az egészségügyi kapacitások korlátosabbak, kockázatos a lazítás. A fiskális ösztönzők kifutásának hatásai ugyancsak lefelé mutató kockázatot jelentenek.

Az **árak kereskedelmének volumene** lassan visszatér a 2020 előtti szintekre, miután a tavaly tavaszi leállások után nyilvánvalóvá vált, hogy az áruforgalmat a járvány alatt sem szükséges korlátozni. A piac azonban szerkezetváltáson megy keresztül, mivel az egészségügyi termékek továbbra is nagy súllyal szerepelnek az európai importban, a szórakoztató elektronikai eszközök, valamint a számítógépek iránt jelentősen megnőtt a nemzetközi kereslet. Ráadásul az államok továbbra sem hagytak fel a stratégiai élelmiszerkészletek felhalmozásával, ezért az élelmiszerek forgalma is jelentősen emelkedett. A szolgáltatások kereskedelme azonban még nem állt helyre, és hosszú ideig valószínűleg nem is fog, mivel az idegenforgalom még a gazdaságok újranyitása után is jó eséllyel korlátozva lesz.

A Brent **nyersolajár** tavaly a pandémia következtében negatív rekordokat ért el, s különösen a második negyedévben volt nagyon alacsony: éves átlagban 41,8 dollár volt hordónként. Tavaly az év vége felé megindult egy emelkedő trend – elsősorban a

2021. évi kedvezőbb gazdasági adatokban reménykedve –, aminek következtében a nyersolajár ez év március elején-közepén már 70 dollár körül mozgott. Jelenleg a határidős ügyletek 62 dollár/hordó körül mozognak, s számos jel arra utal, hogy az év második felében már elérik a pandémia előtti szintet. Ezzel együtt arra számítunk, hogy az év első felében az olajpiac nagyon sérülékeny lesz. Ezért nagyobb áringadozások nem zárhatók ki, azzal együtt várhatóan az olajár éves átlagban 67 dollár/hordó körül alakulhat, tehát valamivel magasabban, mint ahogy tavaly jeleztük előre. De minden azon múlik, hogy a gazdasági élet normalizálódása milyen ütemben halad majd előre. Ebben a helyzetben 2022-re vonatkozó prognózisokat még nehezebb készíteni: jelenleg 70-72 dollár/hordó körüli olajár várható jövőre.

A **nyersanyagpiaci folyamatok** kezdenek aggasztó irányokat venni. Az élelmiszerek és az ipari fémek terén is 20%-ot meghaladó a drágulás, amelyre nagyon régen nem volt példa. A háttérben a lassan újrainduló magánfogyasztás, valamint a piac átrendeződése áll. A kereskedelmi háború az USA és Kína között az új elnök beiktatása után sem látszik csillapodni, a dollár gyengülése pedig önmagában is árfelhajtó tényező. Az elmúlt időben több olyan esemény is történt, ami rámutatott a nyersanyagpiac sérülékenységére és kiszolgáltatottságára (pl.: Suez) és arra, hogy az inflációs nyomás egyre fokozódik a világpiacon.

A **monetáris politika** továbbra is támogató marad. A *FED* márciusi ülésén a várakozásoknak megfelelően nem változtatott az alapkamaton, és folytatja eszközvásárlási programját. Az inflációs cél tekintetében újra hangsúlyozta, hogy akár 2% feletti inflációt is tolerálna átmenetileg, amíg a kilábalás nem erősödik meg. Ebből a piactól a következtetést vonták le, hogy még évekig marad az alacsony kamat és a mennyiségi könnyítés. Az *EKB* márciusi ülésén bejelentette, hogy legalább 2022 márciusáig folytatja a pandémiás vészhelyzeti vásárlási program alatti nettó eszközvásárlást a teljes keretösszeg erejéig. Ennek fontos célja, hogy az állampapírhozamokat alacsonyan tartsa, hogy a különböző élénkítő programok finanszírozhatók maradjanak. Az irányadó kamatok is változatlanok maradnak mindaddig, amíg az infláció trendjében jelentős változás nem következik be. Folytatja a monetáris lazítás politikáját a brit és a japán jegybank is. Ugyanakkor más országokban a gazdasági körülmények már kikényszerítenek némi monetáris szigorítást. Így az orosz jegybank – a korábbi trendekkel ellenében - 25 bázisponttal, 4,50 százalékra húzta fel az alapkamatot és jelezte, hogy további kamatemelés várható.

Az euró a dollárhoz képest továbbra is viszonylag erős. Az idei éves átlag egyelőre 1,20 **USD/EUR** szinten mozog. Az utóbbi hetekben az árfolyam kissé az átlag alá csúszott, ami a *FED* döntéseivel is összefügghet. A jelenlegi trendek alapján úgy gondoljuk, hogy ez a tavalyinál magasabb árfolyam az év egészében is jellemző maradhat. Így az idén az 1,20 USD/EUR körüli árfolyamszint lesz jellemző.

Tavaly a legtöbb fejlett országban eleresztették a **fiskális** gyeplőt, és mindenütt nagyvonalú ösztönző programok léptek életbe. Tekintettel arra, hogy a járvány az idei év első felében is meghatározó következményekkel bír, és a különböző mértékű korlátozások áprilisig biztos fennmaradnak, a fiskális ösztönzők leépítésére az idén még nem kerül sor. Sőt az USA-ban újabb gazdaságélénkítő csomagot indítottak el, Németországban most jelentették be, hogy az idei költségvetési hiány a GDP 4,8%-át is elérheti. Továbbra is úgy gondoljuk, hogy az államháztartások ilyen mértékű

eladósodása a jövőben – különösen az egyébként is strukturális problémákkal küszködő országok esetében – jelentős problémákhoz vezethet. A majdani konszolidációs kényszerek pedig a jövőbeni növekedésre hatnak majd fékezőleg.

Az **Európai Unió külső környezetében** lassan kedvezőbb trendek bontakoznak ki. Az **amerikai** GDP 2020-ban 3,5%-kal esett vissza, ami a tavaly ősszel várt mértéknél kedvezőbb. Annak ellenére, hogy a pandémia kezdetben az USA-t erősen sújtotta, most az látszik, hogy a gyors átoltottság és a jelentős gazdaságélénkítő intézkedések következtében, az amerikai gazdaság fog legelőször magához térni a válságból. Becslések szerint az idén akár 6-7%-kal is bővíülhet az amerikai gazdaság, és az 1900 milliárd dolláros Biden-csomag következtében jövőre is dinamikus növekedés várható. Így az USA akár már idén visszatérhet a válság előtt növekedési pályára, s a világgazdasági növekedés fő hajtóerejévé válhat.

A többi ázsiai országhoz képest a **japán** gazdaság a világválság következtében szinte összeomlott. A GDP éves szinten 4,9%-kal csökkent. Tavaly év vége óta azonban a pandémia újabb hulláma Japánt is elérte. Ennek következtében a gazdasági dinamika ismét mérséklődni kezdett, ami különösen a személyi szolgáltatások terén éreztette hatását. Így a fogyasztói hangulat is az év elején elég kedvezőtlenül alakult. Februárban a feldolgozóipari kibocsátás ismét erőre kapott, s azóta egy felfelé mutató trend bontakozott ki. Összességében az idén a japán gazdaság 3-4% között bővíülhet, és jövőre is 2% fölötti növekedés várható, ami japán léptékkal mérve dinamikusnak mondható.

Kína az egyetlen olyan számottevő gazdasági potenciállal rendelkező ország, ahol 2020-ban is GDP növekedést regisztrálhattak. Az OECD szakértői szerint tavaly 2,3 százalékos volt a növekedés és 2021-re 7,8, 2022-re 4,9 százalékos GDP bővülés várható. Jelzésértékű, hogy az ország történetében először nemcsak az éves tervben, hanem az idén márciusban beindított új ötéves tervben sem szerepelnek abszolút számokkal kifejezett előirányzatok. A 2021-es évre például 6 százalék feletti GDP növekedés az elvárás, aminek olyan gazdasági szerkezetátalakítás mellett kell megvalósulnia, amely számottevően csökkenti a gazdaság sebezhetőségét. Kína azon túlmenően, hogy sikeresnek bizonyult a járvány megfékezésében, majd az erőteljes második hullám elhárításában, igen gyorsan reagált a világválság teremtette szükségletek kielégítésére irányuló specializáció terén. Egészségügyi berendezések, eszközök és készítmények, a távmunkához, távoktatáshoz, valamint a bezárkózás elviseléséhez szükséges eszközök, berendezések, rendszerek és alkalmazások előállításával és exportjával sikeresen túllendítette gazdaságát a válság okozta sokkon. A válság lecsengését követően Kína világgazdasági szerepe várhatóan meg fog változni. A termelési-értékesítési láncok újragondolása, átalakítása folytán a „világ műhelye” szerepkörben minden bizonnyal meg fog gyengülni, ugyanakkor befektetőként az eddiginél is erősebb befolyásra fog szert tenni, mind a működőtőke-export, mind a likviditási nehézségekkel küzdő államok költségvetéseinek finanszírozása terén.

A nemzetközi szervezetek szakértői szerint a **fejlődő országok** 2020. évi gazdasági visszaesése a vártnál valamivel enyhébbnek bizonyult. GDP-jük tavaly 2,5%-kal esett vissza, s 2021-re 5,7%-os növekedése várható. A válsággal való megbirkózás kilátásait erősen befolyásolja, hogy a pandémia a gazdasági fejlődés milyen szakaszában érte el az egyes országokat. Afrika esetében egy korábban soha nem

tapasztalt dinamikus fejlődést hozó évtizedet szakított meg, míg Latin-Amerika és a Karib térség számos országában a már hosszú évek óta tartó stagnálás, visszaesés időszakának problémáit súlyosbította. A fejlődő térségek közül igen figyelemreméltó volt a járvánnyal fegyelmezetten megbirkózó Kelet-Ázsia teljesítménye. Itt a GDP 2020-ban átlagosan 1%-kal bővült, és az idén várhatóan 6,4%-kal fog nőni. Köztudomású, hogy a válság milyen súlyosan érintette a turizmust, ami nagyon sok fejlődő ország szinte egyetlen közvetlen és közvetett bevételi forrása volt, s aminek újraéledésével előreláthatóan még hosszú ideig nem számolhatnak. Egyre nagyobb az esély arra, hogy a válságból való kilábalás K alakú lesz, s nem csak szlogen, hogy a társadalmi-gazdasági következmények enyhítéséhez világméretű összefogásra van szükség. A betegség csak világszinten győzhető le, a tömegek elégedetlenségéből fakadó lázadások járványszerű terjedését is csak így lehet megfékezni.

A tavalyi második negyedév drámai visszaesését követve a harmadikban az **EU-19** GDP-je 12,5%-kal bővült az előző negyedévhez képest, a negyedik negyedévben azonban a GDP újra 0,7%-kal csökkent az előző negyedévhez képest. Éves szinten az EU-19 GDP-je 6,6%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. Nominális értéken számítva a GDP szintje 5,1%-kal maradt el az egy évvel korábbtól. Az egyes országok között nagyok a különbségek. Az idei évre vonatkozóan – az év eleji kedvezőtlen járványhelyzet következtében – az első negyedévben enyhe visszaesés várható, s amennyiben az oltások hatására mindenütt fokozatos nyitás bontakozhat ki és ez nemcsak átmeneti jellegű lesz, hanem tartós is marad, akkor az év egészében akár 4,8%-os GDP bővülés várható. Kedvező scenárió esetében, tehát – a járványból való kilábalást feltételezve – 2022-ben is 4% körüli növekedési ütem várható az euróövezetben. Hangsúlyozzuk, hogy prognózisunkat jelentős lefelé mutató kockázatok jellemzik. Az *inflációs környezet* továbbra is barátságos: az infláció tavaly 0,3% volt mind az euróövezetben, s az idén ugyan valamelyest emelkedik (1,7%), de még mindig az EKB 2%-os célértéke alatt marad, s 2022-ben sem várunk nagy változást. A *munkanélküliség* az idén 8,3% körül alakulhat az EU-19 esetében, s jövőre akár tovább, 7% körülire süllyedhet. Az **EU-27** átlagában a GDP 6,2%-kal csökkent, s szintje 4,8%-kal maradt el a 2019. évitől. Az idén 4,7%-os GDP bővülést várunk, amennyiben az év további részében a pandémiát sikerül féken tartani, és a várva várt lazítások – minden súlyosabb következmény nélkül – megvalósulnak.

A **német** GDP tavaly 4,9%-kal csökkent, kisebb mértékben, mint ahogyan azt korábban vártuk. Az idei évre vonatkozóan a legtöbb előrejelző egy stop-go politikától tart, amelyet hol lockdown, hol pedig a korlátozások átmeneti oldása fog jellemezni mindaddig, amíg az átoltottság nem ér el egy olyan szintet, hogy megfékezze a járványt. Így 2021-re 3,2%-os GDP bővülés várható lefelé mutató kockázatokkal. Pozitív jel, hogy márciusra az üzleti hangulat jelentősen javult, annak ellenére, hogy a járvány továbbra is megszorításokat kényszerít ki, s a vállalkozások mintegy egyötöde csődközeli helyzetben érzi magát. Jövőre – a járványhelyzet enyhülésével – dinamikusabb, 4-5% GDP bővülés várható. Az infláció idén már 2% körül alakulhat. A fiskális politika továbbra is expanzív marad.

A COVID-19 járvány gazdasági hatásai az **Egyesült Királyságra** különösen erőteljesek voltak. Tavaly a GDP 9,9%-kal csökkent, s a járvány új hulláma következtében angol előrejelzők az idei prognózisukat erősen lefaragták: s így az idén várhatóan csak 3,4%-kal bővül a gazdaság. A munkahelymegtartó intézkedések és a

kisvállalkozókat segítő intézkedések a GDP mintegy 4,8%-ának megfelelő forrásokat emésztenek fel a 2020-2021 költségvetési évben. A nagyvonalú állami ösztönző programok következtében tavaly a GDP-arányos brit államadósság 99%-ra emelkedett, és az elkövetkező években tovább nőhet, elérve a GDP 111%-át. A prognózis időszakban jelentős lefelé mutató kockázatok származnak részben a járvány elhúzódásából, a vakcinák vártnál kisebb hatékonyságából kifolyólag, illetve a Brexit miatt a kereskedelmi folyamatok vártnál kedvezőtlenebb alakulása következtében.

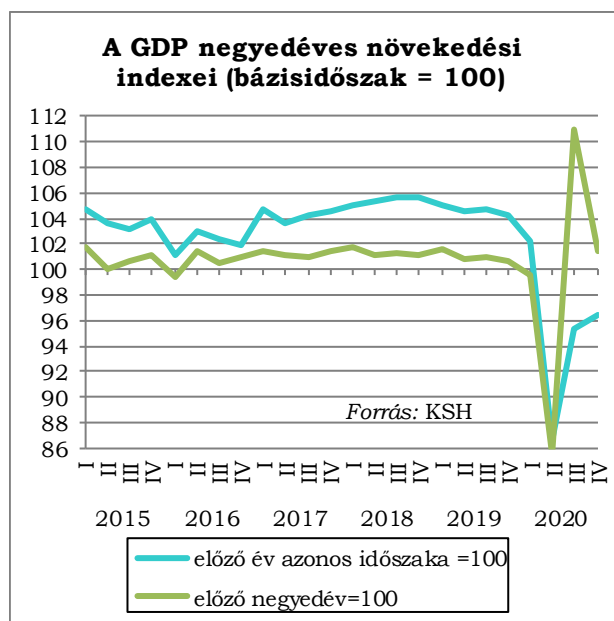
A **közép-kelet-európai tagállamok** gazdasága tavaly 4%-kal esett vissza, ami önmagában enyhének számít, köszönhetően az állami és európai jegybanki és fiskális támogatásoknak. Bár idén és jövőre is 4% feletti növekedés várható, a 2019-es trendtől való elszakadás tartósnak ígérkezik, a visszatérésnek valószínűleg nincs sok esélye. A viszonylag enyhe recesszió ára a valaha látott legmagasabb államadósság szintekben mutatkozik meg, amely egyes tagállamokban később gondokat okozhat. A nem eurót használó országokban az inflációs nyomás egyre nagyobb, de még kezelhető, habár kamatemelésre idén szinte biztosan nem számíthatunk. A régió a recessziót valószínűleg maga mögött hagyta, azonban a kilátások így sem fényesek, a gazdaságok újraindítása körül továbbra is nagy a bizonytalanság.

2. Makrogazdasági helyzet 2020-ban

2.1. A GDP és komponensei

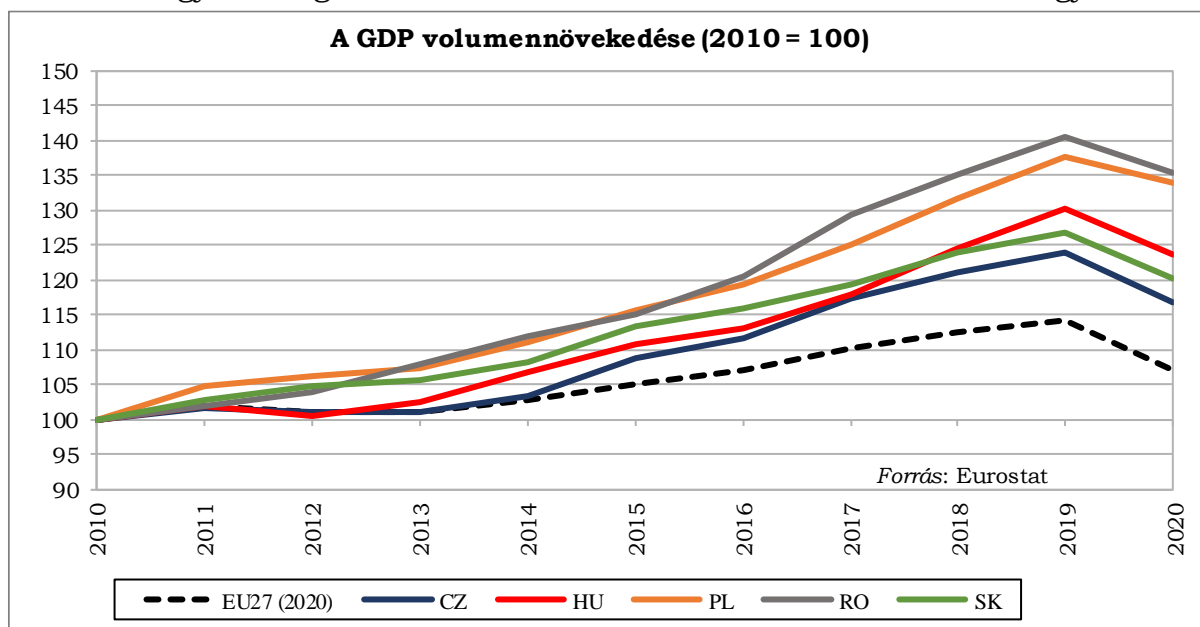
A tavalyi harmadik negyedévi erőteljes javulás után – a járvány második hulláma és a kapcsolódó korlátozó intézkedések miatt – az utolsó negyedévet illetően jó okkal lehetett romlásra, az év/éves csökkenési ütem ismételt súlyosbodására számítani. Nem ez történt. Ehelyett a harmadik negyedévi 4,6% után a negyedik negyedévben mindössze 3,5%-kal volt alacsonyabb a GDP az egy évvel korábbinál. Az *előző negyedévhez viszonyítva* a GDP tovább nőtt, habár természetesen a harmadik negyedévi visszapattnásnál jóval kisebb mértékben, 1,3%-kal.

Így aztán a tavalyi év egészében a GDP esése a vártnál mérsékeltebb, **5%-os** volt 2019-hez képest.

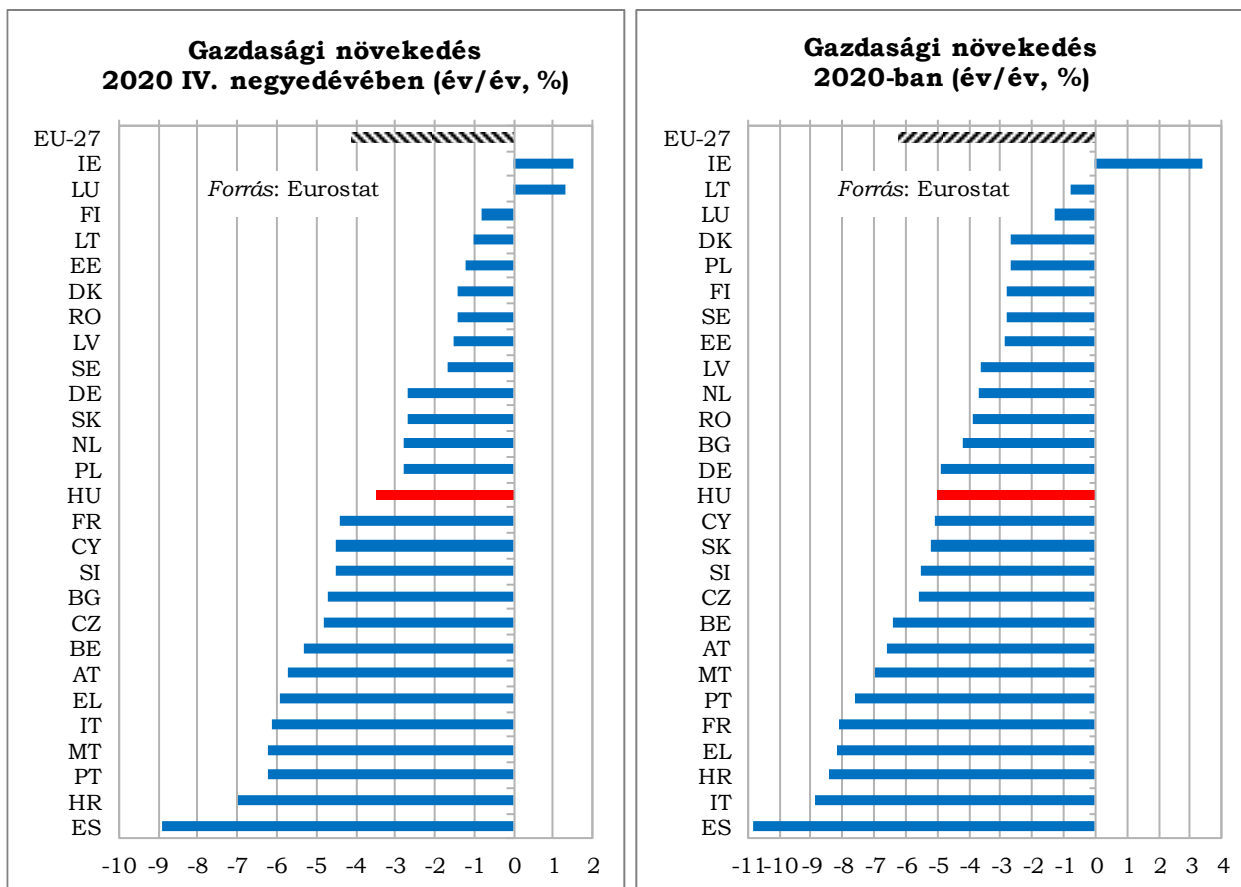


Tavaly a második negyedévi zuhanással a magyar GDP volumene durván a 2016-os év szintjére esett vissza átmenetileg. A jóval mérsékeltebb, 5%-os egész éves visszaesés még mindig némileg alatta maradt a 2018. évi szintnek. Ez jelentős, de a régió viszonylatában nem kiugró: Lengyelországban és Romániában az éves esés kisebb volt, Csehországban és Szlovákiában viszont nagyobb.

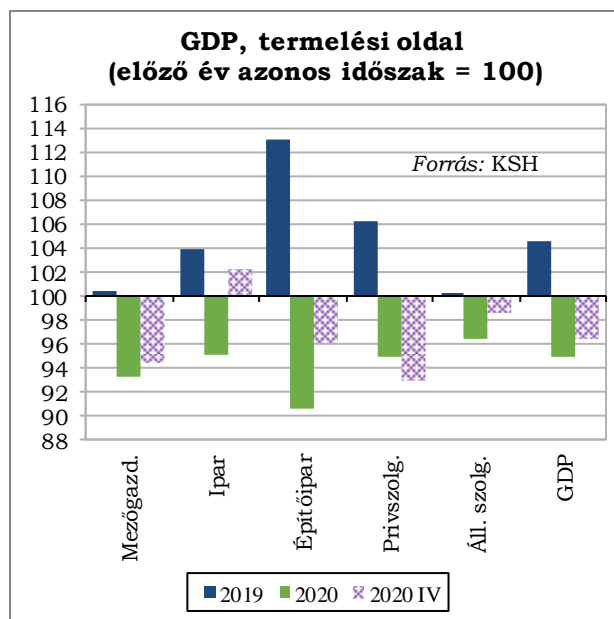
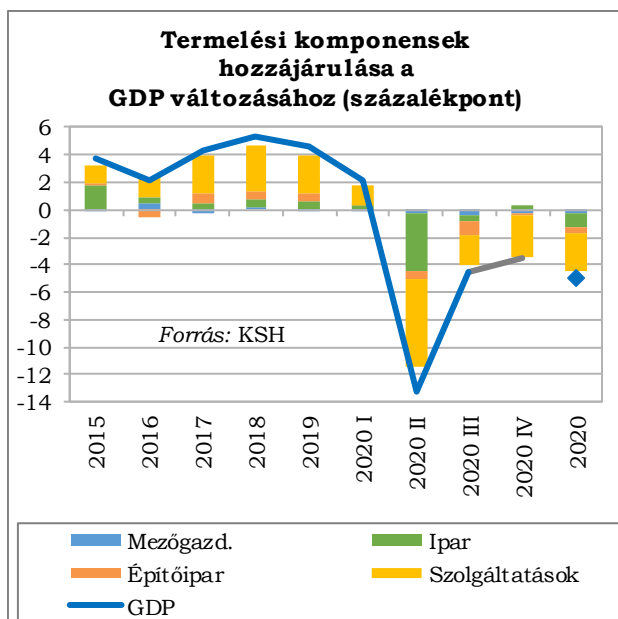
Ha az egész EU-val vetjük össze, a magyar gazdasági dinamika mind az utolsó negyedévben, mind pedig 2020 egészét tekintve a középmezőnybe sorolható: valójában épp Magyarország volt a medián mindkét esetben. Az összes kelet-európai új tagállam viszonylatában ugyanakkor a magyar teljesítmény egy kicsivel kedvezőlenebb: Lengyelországon és Románián kívül a három balti állam mindegyikében is



jobb növekedési (csökkenési) ütemet mértek mind az utolsó negyedévben, mind pedig az egész évben.

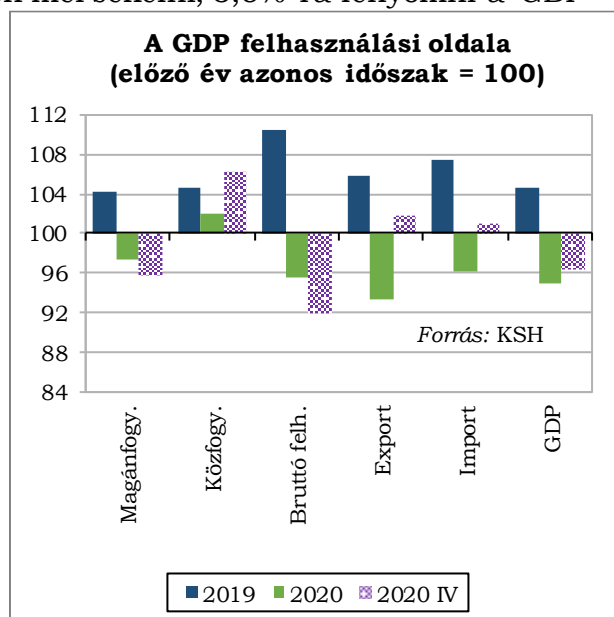
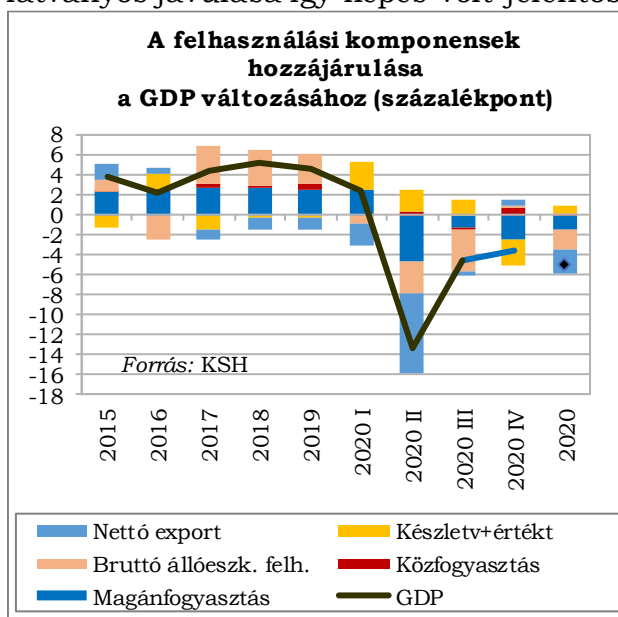


Ami a növekedés egyes komponenseinek év végi alakulását illeti, a **termelési oldalon** az ipart nem érintette drasztikusan a járvány második hulláma, így az ipari hozzáadott érték két negyedévnyi visszaesés után – nőtt év/éves alapon az utolsó negyedévben (főleg az autóiipar év végi lendületének köszönhetően). Az építőipari aktivitás (azon belül is a magasépítés) hirtelen javulása az év utolsó két hónapjában azt eredményezte, hogy az ágazati hozzáadott érték – a harmadik negyedévi mintegy 18% után – az utolsó negyedévben csupán 3,9%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. Legalább ilyen fontos ugyanakkor, hogy a **szolgáltatások**, amelyek elvben a leginkább kitettek a járványügyi korlátozások hatásának, egészében véve a vártnál kevésbé drasztikusan estek vissza. Habár a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazat ismét beomlott, közben a kereskedelem és járműjavítás ágazat hozzáadott értéke nem csökkent, csak stagnált (noha az ágazati statisztika szerint a kiskereskedelmi forgalom volumene csökkent), a szállítás-raktározás ugyan erőteljesen visszaesett, de nem súlyosabban, mint a harmadik negyedévben, és még a művészet-szórakoztatás-szabadidő ágazatban is csak csekély romlásra került sor a megelőző negyedévi év/éves ütemhez képest.



A **felhasználási oldalon** a **magánfogyasztás** visszaesésének üteme érzékelhetően, 1,5 százalékponttal romlott (4%-osra), ám ez részben a kormányzattól jövő természetbeni társadalmi juttatások esésének a következménye. A háztartások **fogyasztási kiadásainak** negatív növekedési üteme csak 1%-ponttal romlott a negyedik negyedévben (-2,7%-ról -3,7%-ra). Ehhez jött az **állóeszköz-felhalmozás** kétszámjegyű visszaesésének hirtelen növekedésbe fordulása. Ez utóbbi hatását ugyan nagyrészt ellensúlyozta a készletváltozás negatív irányú változása, aminek következtében az összes bruttó felhalmozás volumencsökkenése csak alig mérséklődött a harmadik negyedévihez képest. Ám ez is elegendő volt – a közösségi fogyasztás megugrásával együtt – a magánfogyasztás negatív hatásának semlegesítésére.

Ennek következtében a **belföldi felhasználás** visszaesése mindössze 2 tized százalékponttal volt nagyobb (4,7%), a pandémia második hulláma ellenére, mint a harmadik negyedévben. A **nettó export**, azon belül is az áru-külkereskedelem látványos javulása így képes volt jelentősen mérsékelni, 3,5%-ra lenyomni a GDP



csökkenésének ütemét. Az áru-külkereskedelem már a harmadik negyedévben is pozitívan járult hozzá a növekedéshez, de az utolsó negyedévben a pozitív hatás – az áruexport közel 10%-os bővülése következtében – megtöbbszöröződött, magasan felülmúlva a szolgáltatás-külkereskedelem továbbra is számottevő negatív növekedési hozzájárulását.

Összességében a **2020-as év egészét** a magánfogyasztás mérsékelt, és az állóeszköz-felhalmozás erőteljesebb visszaesése jellemezte, amihez – az áru-külkereskedelem enyhén pozitív hatása mellett – a szolgáltatás-külkereskedelem drasztikus negatív növekedési hozzájárulása társult. Az **idei évet** illetően a belföldi felhasználás területén egyértelmű javulásra számítunk: a magánfogyasztás kismértékben meghaladhatja, az állóeszköz-felhalmozás pedig elérheti a 2019. évi szintet. Eközben az áruexportot az ipari kilábalás, az áruimportot pedig az erősödő belföldi felhasználás táplálja: összességében az áruimport dinamikája kismértékben meghaladhatja az áruexportét, ezt azonban ellensúlyozhatja a szolgáltatás-külkereskedelmi nettó export javulása. Idén a **GDP 4,5%-os bővülésére számítunk**.

2.2. A GDP termelési oldala

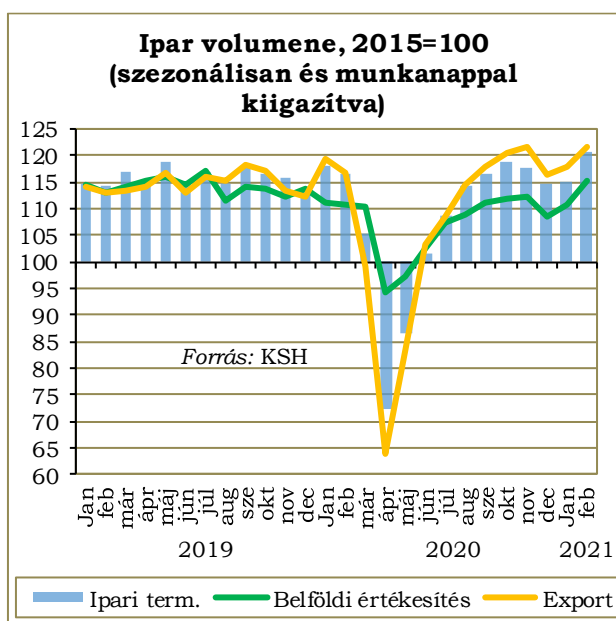
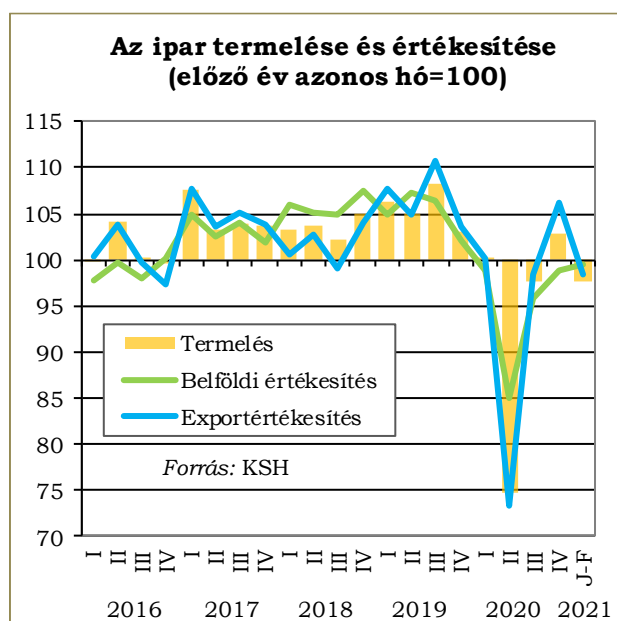
Ipar

A tavalyi év utolsó hónapjaiban folytatódott az ipar kilábalása: a harmadik negyedévi mérsékelt, 2,4%-os év/éves termeléseszköket a negyedik negyedévben 2,9%-os növekedés követte. Közben a tavaszi beomlás idején az exportértékesítés szenvedett elsősorban, addig a negyedik negyedévi növekedést is az export mintegy 6%-os bővülése hajtotta – a belföldi értékesítés volumencsökkenése az utolsó negyedévben is folytatódott, habár kb. 1%-osra lassult.

Ez nem jelenti, hogy a világvárvány második hulláma egyáltalán nem érintette az ipart: a szezonálisan kiigazított adatokból látható, hogy a havi termelési volumen csúcspontja októberben volt, az ezt követő két hónapban csökkent. Ám e csökkenés mérsékelt maradt, *legalábbis az ipar egészét tekintve* – érdemi esést mértek a járműiparban és az elektronikai iparban – így a negyedéves volumen mind a megelőző negyedévhez, mind pedig az előző év azonos időszakához mérten bővülni tudott. Így aztán *a tavalyi év egészét tekintve* az ipar a vártnál kisebb mértékben, 6,1%-kal esett vissza 2020-ban.

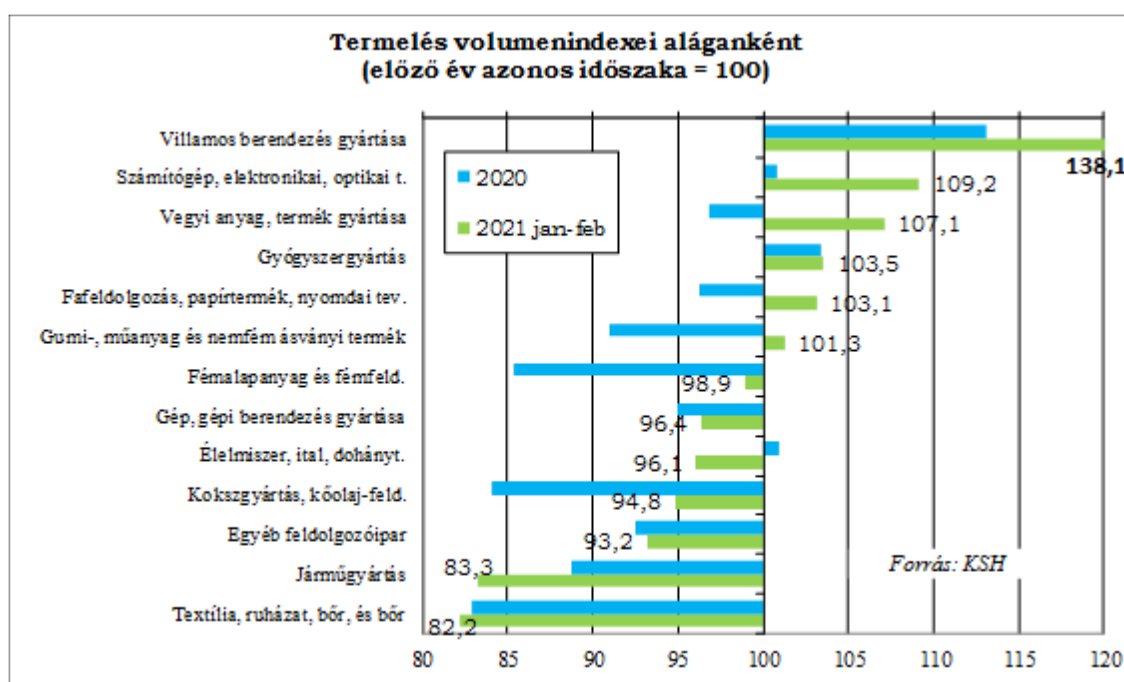
Az ipari dinamika negyedik negyedévi javulásához számos ágazat hozzájárult – vegyipar, villamosgépipar, gépipar, illetőleg a csökkenési ütem jelentős mérséklődésével a gumi-, műanyag- és építőanyag-ipar – ám a döntő a *járműipar* erőteljes, 9%-ot meghaladó bővülése volt a harmadik negyedévi stagnálás után. A felsoroltak mindegyikében számottevően javult az exportértékesítés dinamikája, míg a belföldi értékesítés vonatkozásában ez már nem mondható el. A villamosgépipar például az exportértékesítés miatt kezdett száguldani, a belföldi értékesítésnek ebben semmi szerepe nem volt, ahogy a járműipari fellendülésben sem.

Összességében meg kell jegyezni, hogy az ipar, ezen belül a feldolgozóipar úgy nőtt a negyedik negyedévben, hogy a feldolgozóipari alágak több mint fele még mindig csökkent – bár a csökkenést elszenvedő ágak nagyobbik részében is mérséklődött az esés üteme a harmadik negyedévhez képest – vagyis a kilábalás még nagyon is befejezetlenül maradt. Ezek után *2021 januárjában* az ipari termelés ismét



visszaesett, méghozzá jelentősen, 6,7%-kal. Ám ez a munkanaphatáson túl a bázishatás eredménye: a szezonálisan kiigazított volumen januárban tovább nőtt, majd februárban megugrott, és rekordszintűre emelkedett. A magas bázis és a negatív munkanaphatás miatt az első két hónap átlagában még így is mérsékelt, 2,3%-os év/éves csökkenést mért a KSH.

Az idei év első hónapjaiban a kilábalást gátolhatta egyrészt a második hullám folytatódó – nem túlságosan drasztikus – negatív hatása, de még inkább a globális konténerhiányhoz, illetőleg félvezető-hiányhoz kapcsolódó szállítási nehézségek. Februárban figyelemre méltó módon mintha e tényezők nem hatottak volna az ipari termelésre, de ez aligha marad így: márciusban bizonyos fokú negatív korrekcióra kerülhet sor.



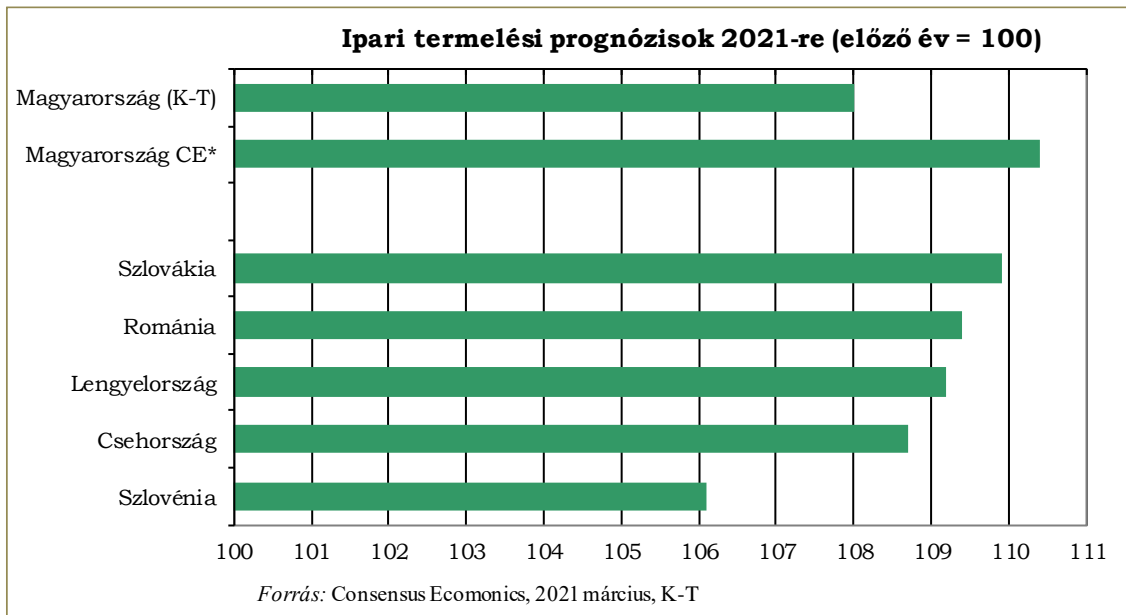
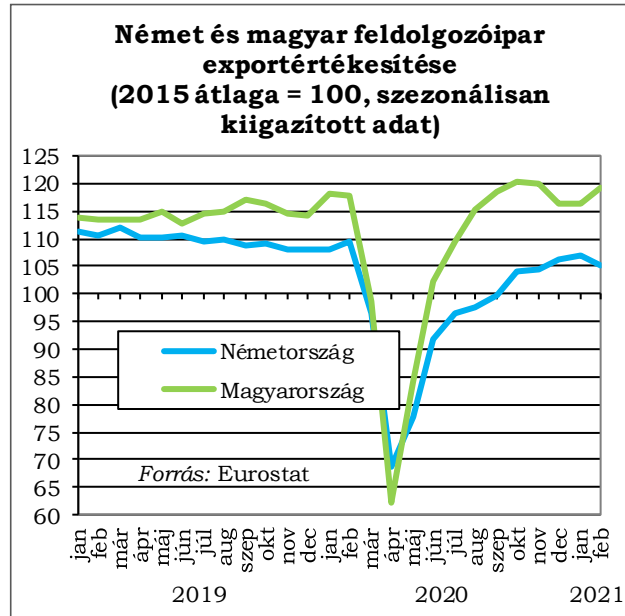
A feldolgozóipari alágak nagy többségéről elmondható, hogy az idei első két hónap átlagában a szezonálisan kiigazított termelési volumen emelkedett a decemberi szinthez képest – különösképpen igaz ez a fémiparra, illetőleg az elektronikai és a villamosgép-iparra – látványos kivétel ugyanakkor a járműipar. Vagyis úgy tűnik, hogy a szállítási nehézségek nyomán elsősorban az autóipar kényszerült visszafogni termelését decemberhez képest. *Év/éves alapon az autóipar termelése egészen drasztikusan, 27,5%-kal esett januárban – ezt mérsékeltebb, közel 7%-os esés követte februárban.*

Korábban jeleztük, hogy az ipar egészét tekintve a havi termelési volumenek tavalyi év végi csökkenése aránylag mérsékelt maradt, és ez igaz az exportértékesítésre is. Ám fontos körülmény ugyanakkor, hogy eközben a német exportértékesítés tovább emelkedett. Ez összefügghet a járvány- és korlátozási hullámok eltérő időbeli alakulásával, de lehet a nemzetközi termelési láncokon belüli értékesítések időzítésének az eredménye is – elvégre a harmadik negyedévben a helyzet fordított volt, a magyar exportértékesítés kilábalása alakult kedvezőbben a német kilábalásnál.

Az idei év egészében már csak az alacsony bázis miatt jelentős növekedés várható az iparban – a bázis különösen segíteni fog az autóiparban, a vegyiparban, gumi-, műanyag- és építőanyagiparban és a villamosgépiparban. Ugyanakkor a bázistól függetlenül vannak bizonytalanságok az ipari termelés idei éves alakulását illetően.

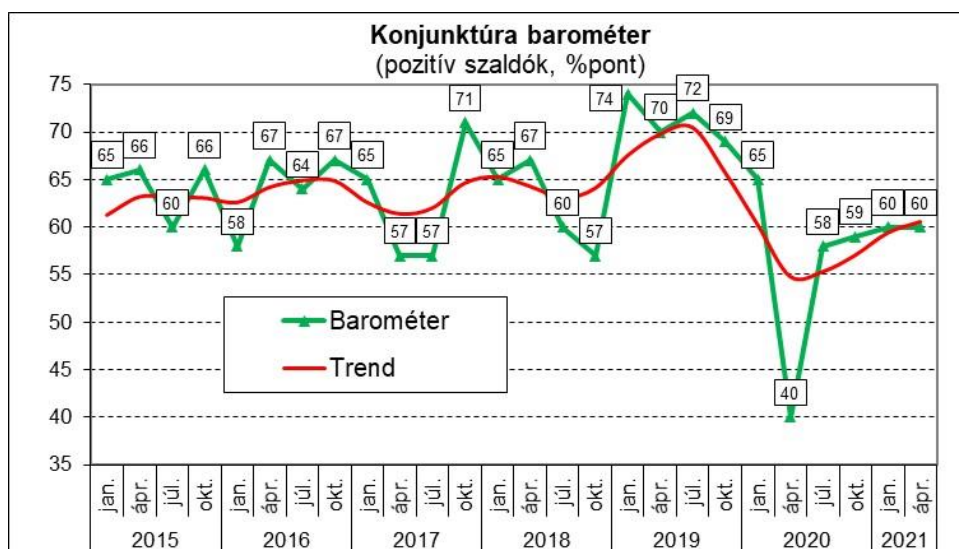
Az első negyedév folyamán az angol vírusvariáns nyomán megérkezett Európába a járvány harmadik hulláma, amely az ipart is sújtja, ha sokkal mérsékeltebben is, mint a szolgáltatások jelentős részét. A nemzetközi szállításban mutatkozó akadozások is még hónapokig hátráltatni fogják az

ipar nekilendülését, habár jó eséllyel az autó- és esetleg az elektronikai iparban lesz a legláthatóbb. Jelenleg azzal számolunk, hogy az **ipari termelés az idén 8%-kal nő**. Ez a becslés kimondottan konzervatívnak számít az előrejelzők körében – a jelek szerint más előrejelzők egyrészt enyhébbnek gondolják a chiphiánynak és a logisztikai problémáknak az első félévre gyakorolt hatását, másrészt hevesebb fellendülést feltételeznek az év második felére.



Feldolgozóipari konjunktúrateszt a koronavírus járvány első évében

A Kopint-Tárki rendszeres negyedéves feldolgozóipari konjunktúratesztje a „C” jelű nemzetgazdasági ágazatban működő vállalatok méret szerint reprezentatív¹ felmérése a cégek aktuális helyzetéről és kilátásairól. A hazai feldolgozóipari vállalatok aranykora 2018 végén és 2019 elején volt, ekkor a 0-100 pontig² mérő konjunktúra barométer³ 74 ponton állt, vagyis alig volt olyan vállalkozás, amely ne gondolta volna, hogy kilátásai pozitívak, és az akkori jelenlegi helyzetüket is rendkívül kedvezőnek látták. 2019 januárja után a barométer mutatója elhagyta a korábbi 70 pont feletti szinteket, és közvetlenül a járvány előtt 65 pontra süllyedt 2019 negyedik negyedévében. Ebben minden bizonnyal szerepet játszott, hogy decemberben már voltak fennakadások a kínai ellátórendszerben.



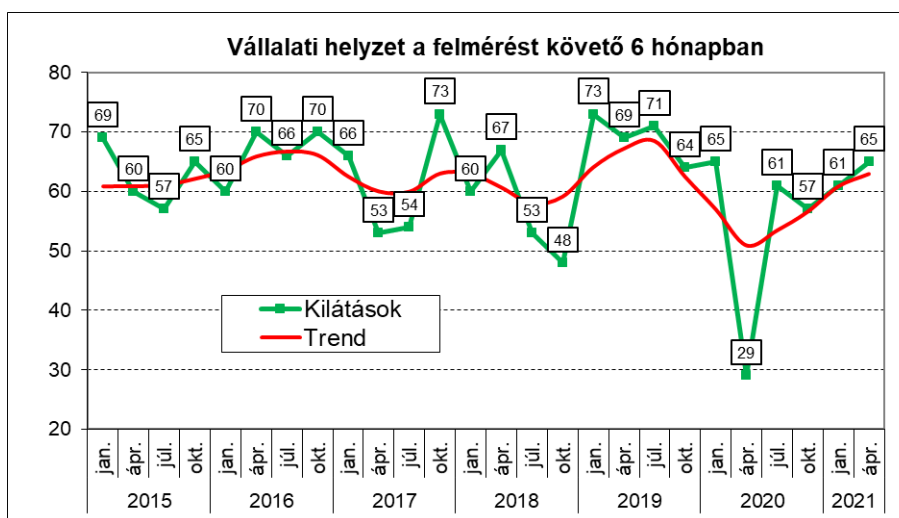
Forrás: Kopint-Tárki

3 hónappal később, a járvány miatt kihirdetett veszélyhelyzet elején a vállalatok barométer mutatója 40 pontra süllyedt. A legnagyobb feldolgozóipari vállalatok hetekre leálltak, az alapanyag, és az alkatrészellátás akadozott vagy leállt. Habár ekkor a feldolgozóiparon belül léteztek olyan alágazatok (például vegyipar, gyógyszeripar) amelyek működése nem volt jelentősen akadályozva, sőt jelentős keresletbővüléssel álltak szemben, ennek ellenére a rossz hangulat általánosnak volt mondható. Elsősorban a kilátások voltak rendkívül bizonytalanok, amelyek 29 pontra süllyedtek.

¹ n=100, hibahatár ±10% (95%-os megbízhatóság mellett).

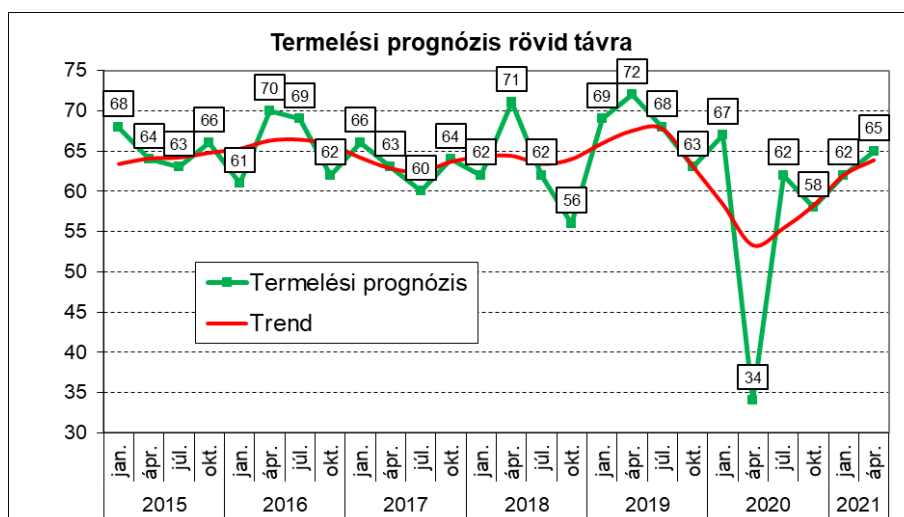
² Az index [0;100] között skálán értelmezett, ahol 50 pont jelenti semleges értéket. 50 pont alatt a vállalatok pesszimisták, felette optimisták.

³ Szubjektív mutató, a jelenlegi helyzet és a kilátások átlagaként előálló mutatók átlaga.



Forrás: Kopint-Tárki

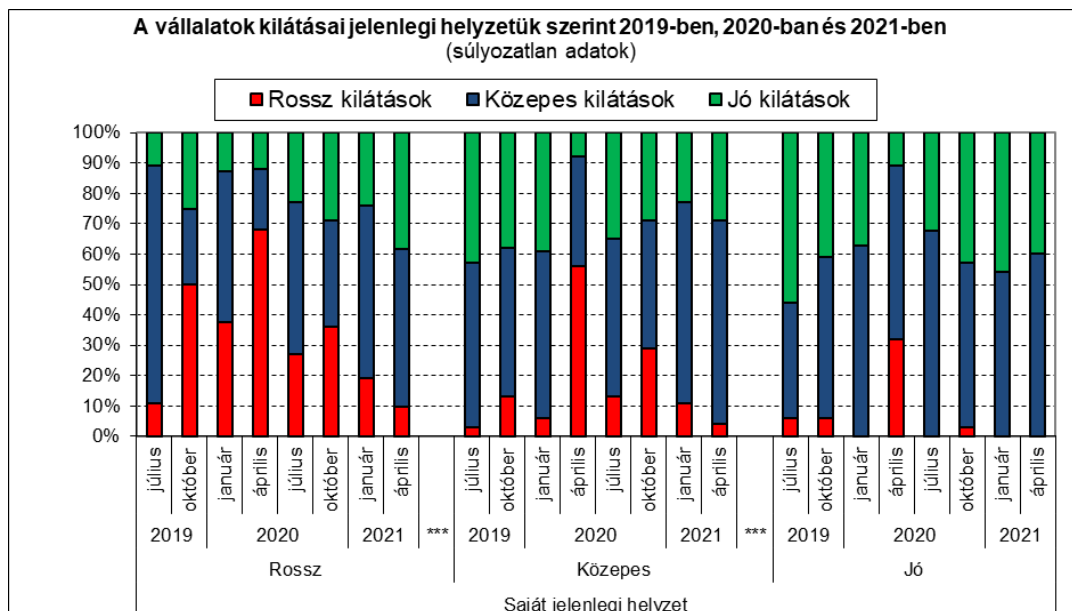
A termelési prognózis a kilátásokkal együtt romlott el, és a 2008-as válság idején tapasztalt szintekre süllyedt. Mivel a mutató már a következő negyedévben visszapattant (ráadásul 50 pont fölé), így ez a prognózis egyértelműen a rendkívül bizonytalan ellátási helyzet, valamint a termelést is korlátozó veszélyhelyzeti intézkedések miatt alakult ki, és nem a kedvezőtlen keresleti viszonyok eredménye. Tavaly tavasz óta a termelési prognózis folyamatosan emelkedik, és bár a legutolsó 65 pontos szint még elmarad a járvány előtti értékektől, mindenképpen biztató jel a közeljövőre nézve. A folyamat a tavaly őszi és az idén tavaszi lezárások ellenére sem akadt meg, ami arra utal, hogy a hazai feldolgozóipari képes volt alkalmazkodni a megváltozott körülményekhez, és némi kapacitás-kihasználtság csökkenés mellett ugyan, de tovább tudott üzemelni.



Forrás: Kopint-Tárki

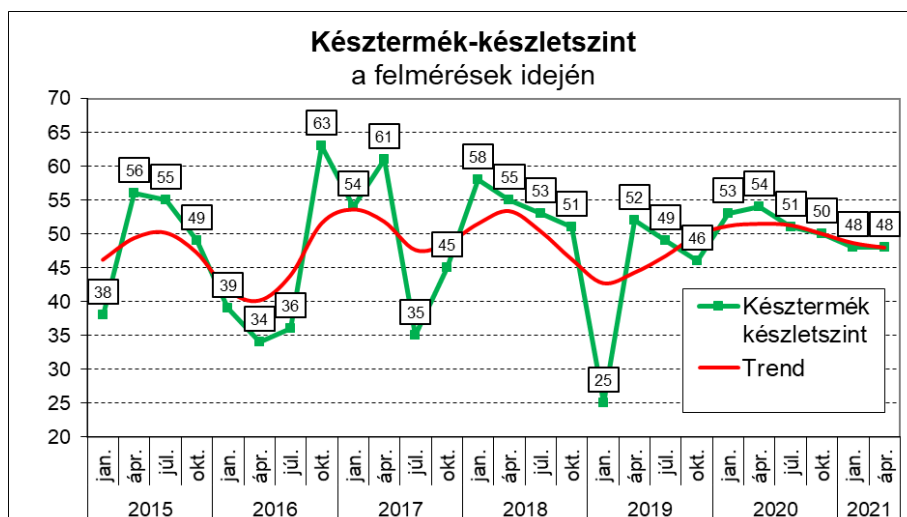
A válság utáni helyreállítási folyamatot mutatja a következő ábra a magyar feldolgozóiparban. A veszélyhelyzettel egy időben jelentősen megemelkedett az önmaguk aktuális helyzetét rossznak ítéelő, és a kilátásokat is gyengének gondoló vállalkozások aránya (első blokk). 2020 áprilisában 70% volt azon rossz helyzetben lévő cégek aránya, akik a kilátásaikat is kedvezőtlennek vélték, és ez az arány a közepes

helyzetben lévő vállalatokra is igaz (második blokk), de még a jó helyzetben lévő vállalatok körében is 30%-ra emelkedett (harmadik blokk). Később a kedvezőtlen kilátások aránya 10%-ra vagy az alá csökkent minden spektrumban, ami szintén a helyzet normalizálódását jelzi. Örömteli hír, hogy jelenleg nem találni olyan jó helyzetben lévő vállalatot immáron fél éve, amely a saját helyzete kedvezőtlenre való fordulását várja, továbbá jelenleg mintegy 40% azon vállalatok aránya a jelenleg rossz helyzetben lévők esetében, akik a jövőben kedvező fordulatban bíznak.



Forrás: Kopint-Tárki

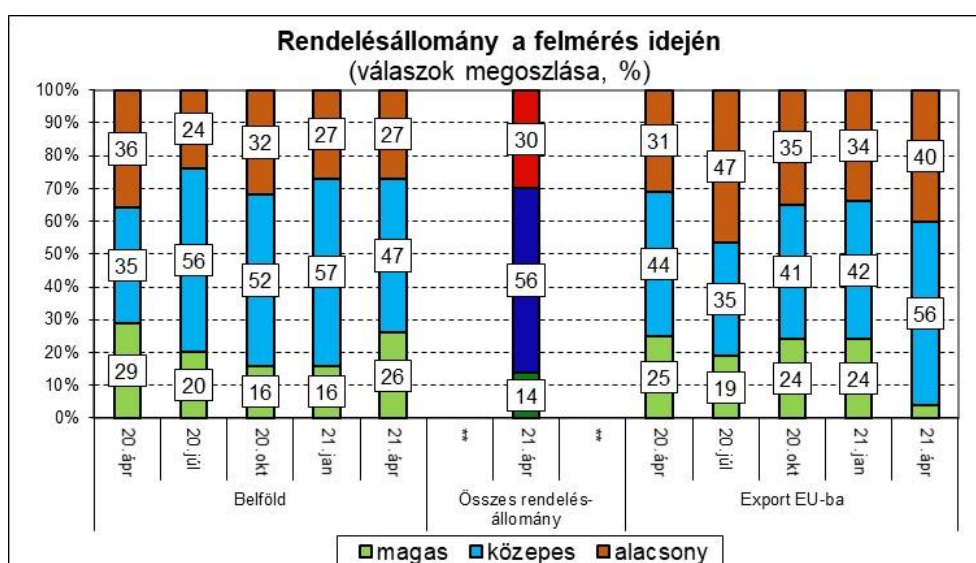
2019 végén és 2020 elején a vállalatok a készletek leépítésével reagáltak az ellátási zavarokra, azonban hírbeszámolókból ismert, hogy az alkatrész beszállítás akadozás hamar elemészttette a raktárkészleteket. Miután helyreálltak a globális ellátási láncok, a készletek hamar újra a közepes szintre ugrottak.



Forrás: Kopint-Tárki

Nem látszik azonban olyan stratégiaváltás a felmérésből, amely arra utalna, hogy a vállalatok egy magasabb késztermék készlet szint mellett termelésre álltak volna át tömegesen, sőt a szinten tartás mellett az enyhe csökkenés a jellemző. Ezzel a vállalatok valószínűleg amellett teszik le voksukat, hogy a tavaly tavaszi lezárásokhoz hasonló események már nem várhatók, vagy ha igen, akkor az értékláncok már ellenállóbbak lesznek. Ez akár túlzott kockázatvállalási hajlandóságnak is tűnhet, igaz a készletgazdálkodás átszervezése rendkívül költséges beruházási folyamat, nem csupán a tárolókapacitások kiépítése miatt, hanem annak magas forgóeszköz finanszírozási igénye miatt is.

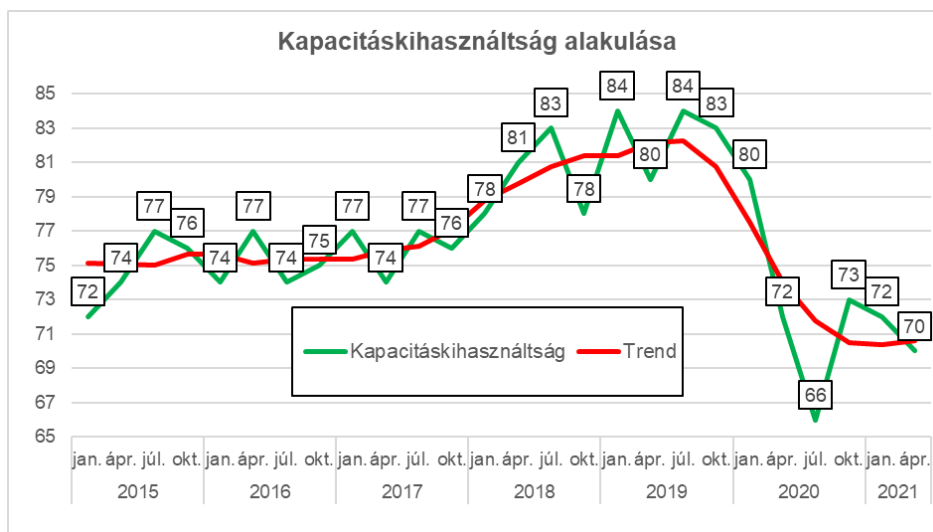
A kereslet vélhetően a legszigorúbb lezárások alatt sem csökkent jelentősen, a termelést sokkal inkább a korlátozások akadályozhatták, mintsem a felvásárlók tömeges hiánya. Kína tavaly már az első félévben jelentős élénkítési programokat hirdetett meg, aminek importvonzata az európai termelőket is kedvezően érintette, és vélhetően részben ellensúlyozni tudta az európai kereslet visszaesését. Szintén kedvező folyamat volt, hogy a járványügyi védekezéssel kapcsolatos, valamint az élelmiszeripari termékek iránti belföldi kereslet jó eséllyel még növekedni is tudott az első veszélyhelyzeti időszak alatt (igaz a lakossági felhalmozások hamar véget értek). Az EU export rendelésállomány is inkább csak egy negyedévben esett vissza, ami elsősorban szintén az ellátási zavarokkal magyarázható. Jelenleg az összes rendelésállomány azonban inkább alacsonynak mondható, ám ezt valószínűleg inkább az elmúlt évek magas kapacitáskihasználtságához viszonyítva szükséges értelmezni.



Forrás: Kopint-Tárki

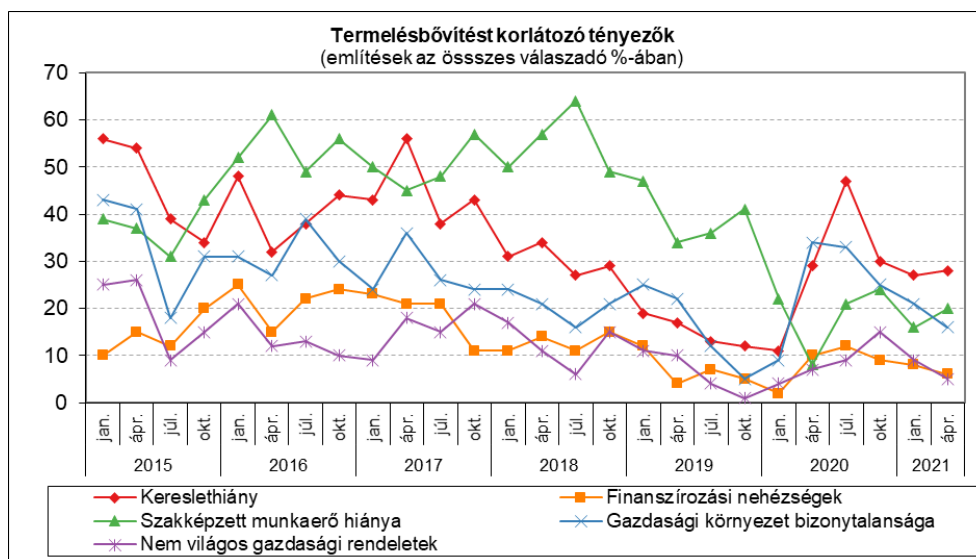
A kapacitáskihasználtság egyértelműen csökkent az elmúlt egy év során, azonban még így is átlagosan 70% körül alakul (± 10 százalékpont), ami csupán az elmúlt év magas kihasználtságához mérten alacsony, de nem tér el jelentősen a 2017 előtti időszaktól. Önmagában tehát a 70%-os átlagos kapacitáskihasználtság nem okozna komolyabb problémát, sőt enyhíti a 2017-től tapasztalt jelentős munkaerőhiányt is, amely elsősorban a szakképzett munkaerő kínálatban volt tapasztalható. A vállalatok 2020-ban nem bővítették a foglalkoztatottak számát, és a válaszadók jövőben is csupán mérsékelt élénkülést várnak a munkaerőpiacon. A kapacitáskihasználtság az

élénkítési programok beindulása után hamar visszaállhat a korábbi szintekre, sőt, akár újabb rekordok sincsenek kizárva, mindez azonban inkább középtávon reális.



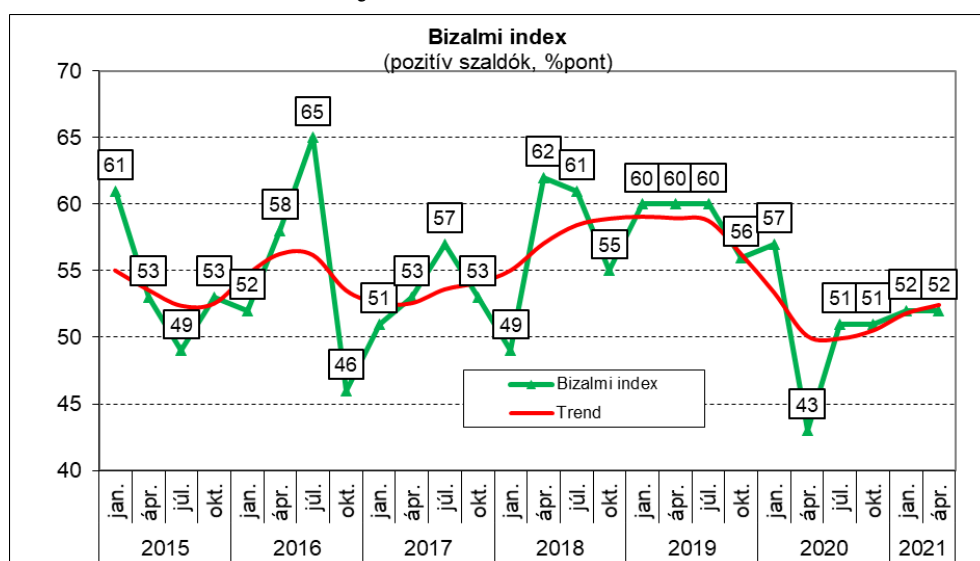
Forrás: Kopint-Tárki

Bár a válaszadók a kereslethiányt nevezik meg a termelés bővítését legnagyobb mértékben akadályozó tényezőként, mindezt a kialakult viszonyok fényében szükséges értékelni. A továbbra is 70% körül működő kapacitáskihasználtság arra utal, hogy bár valóban alacsonyabb a kereslet, mint 2019-ben volt, azonban nem állítható, hogy a kereslethiány a kapacitások tömeges felszabadulását okozná. Sokkal inkább arról lehet szó, hogy a szolgáltatások kibocsátásának visszafogása középtávon már inkább negatívan érintette a feldolgozóipari ágazat néhány specifikumát (például élelmiszeripar). Mindemellett örömteli, hogy a gazdasági környezet bizonytalansága egyre kevésbé jelent gondot a vállalkozásoknak, és finanszírozási nehézség sem tapasztalható, vagyis a jelenlegi pénzüpiaci kínálat többé-kevésbé megfelelő lehet a vállalatok igényeinek, ideértve a kormányzati támogatásokat is.



Forrás: Kopint-Tárki

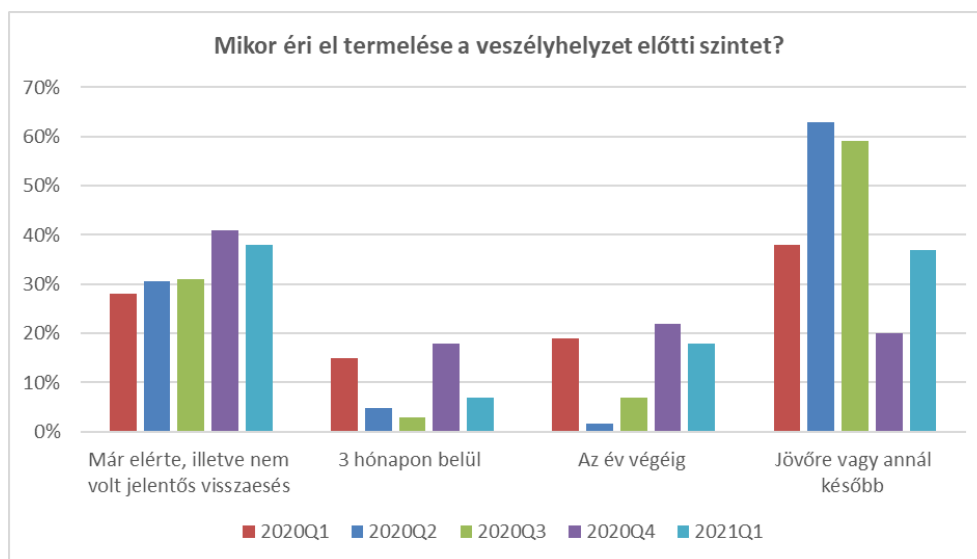
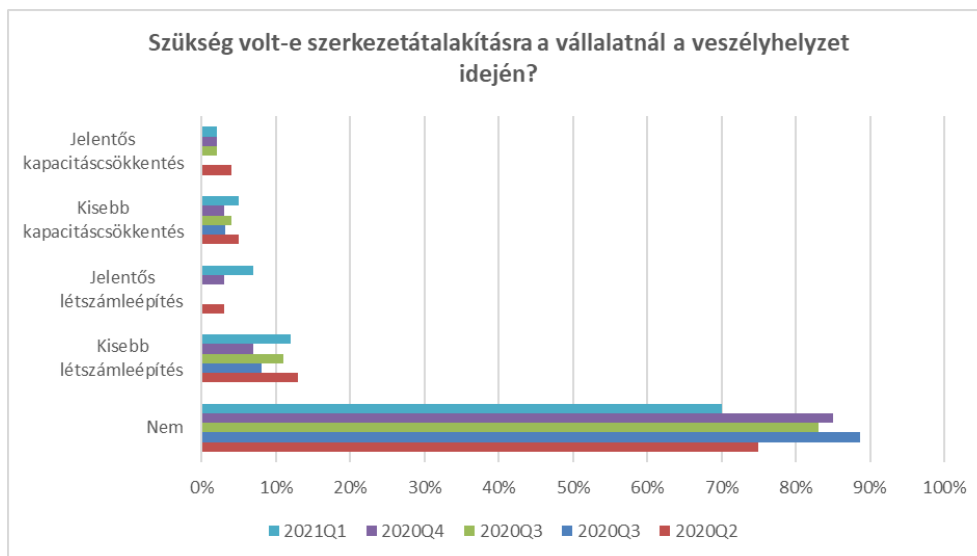
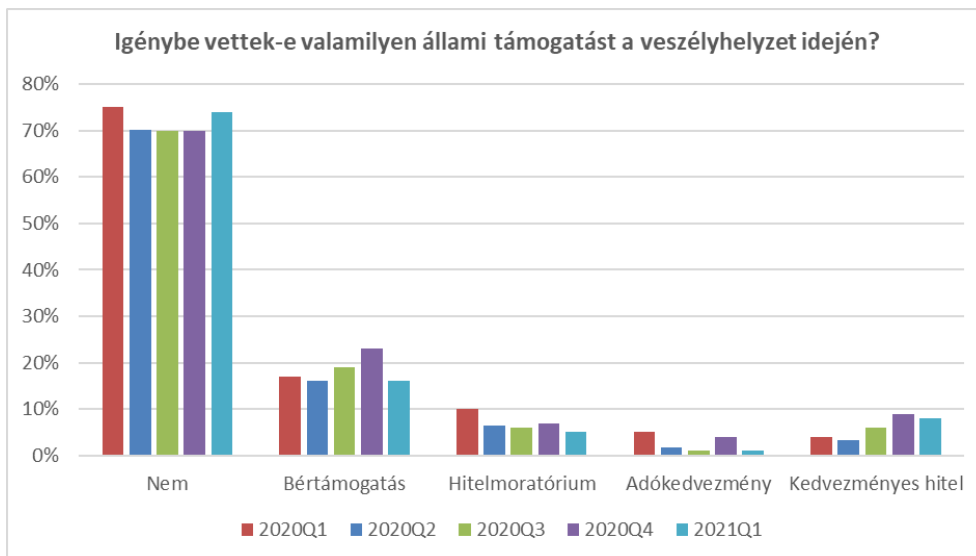
Mindezek ellenére természetesen a vállalatok bizalma egyértelműen megrendült a járvány kitörése óta, és nem látszik ebben a tekintetben érdemi fejlődés. Az objektív mutatókra épülő bizalmi index⁴ tavaly nyár óta 50 pont körül mozog, aminek egyértelműen a rendelésállomány járvány előtti időkhöz képest mért relatíve alacsony szintje az oka. A késztermék készletek alacsonynak mondhatók, ami pozitív folyamatként értékelendő, és a termelési kilátások is inkább kedvezőek. Az ellentmondást valószínűleg a rendelésállományok volumenének bizonytalansága oldja fel, mivel a világgazdaság minden intézkedés ellenére még messze nem állt vissza a 2020 előtti növekedési pályára, és Európa valószínűleg idén nem is fog. Ez azt jelenti, hogy a feldolgozóipari nagyjából a 2017-2018-as termelési szinteken működhet a kapacitások kihasználtsága szerint, innen nézve pedig valóban kedvezőtlen a helyzet, és rövid távon nem várható érdemi javulás.



Forrás: Kopint-Tárki

A járványügyi intézkedések bevezetését követően a kormányzati programok igénybevételét is felmértük. Ennek alapján elmondható, hogy a feldolgozóipari vállalatok jellemzően nem vettek igénybe állami támogatást. Azok közül, akik mégis, a bértámogatás számított messze a legnépszerűbbnek, a többi támogatási forma népszerűsége ebben az ágazatban elenyésző. A vállalatok jelentősebb átalakítások nélkül át tudták vészelní az elmúlt egy évet, azonban voltak olyan szegmensek, ahol kisebb-nagyobb létszámleépítést végre kellett hajtani, ám ennek ellenére nem volt általános a komolyabb kapacitásleépítés. Komolyabb gond azonban, hogy a megkérdezett vállalatok több mint harmada továbbra sem tudott visszaállni a korábbi termelési szintekre, és erre az idén nem is számít. Ahogy telik az idő, úgy fog növekedni azok aránya, akik a 2019-es termelési szinttől távolodnak, vagy esetleg végérvényesen lemaradnak.

⁴ Késztermék készlet, rendelésállomány, termelési prognózis kompozit mutatója.



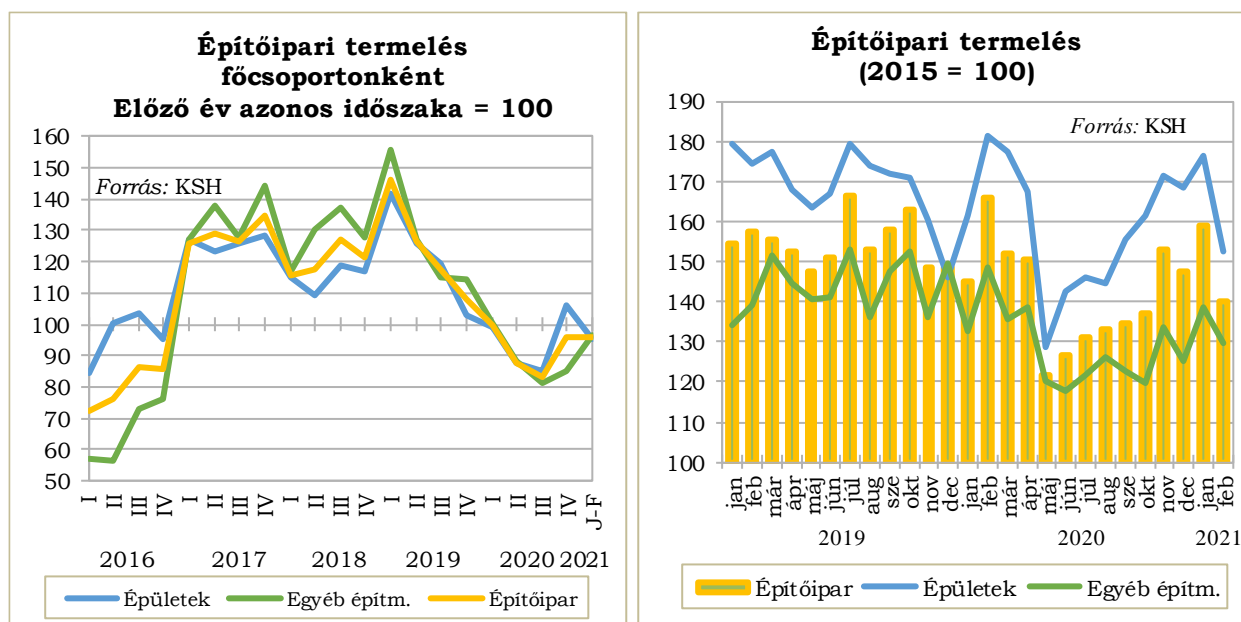
Forrás: Kopint-Tárki

Összességben tehát a hazai feldolgozóipar viszonylag jól átvészelte az elmúlt egy évet, azonban még korai lenne kijelenteni, hogy az ágazat túl van a járvány okozta sokkon. A rendelésállományok inkább alacsonynak mondhatók, és a kapacitáskihasználtság is a 2019-es átlag alatt van. A visszarendeződés egyértelműen elkezdődött, sok vállalat számít termelésbővülésre idén, ez a folyamat azonban rendkívül törékeny, és elsősorban exogén tényezőktől függ, mivel a világgazdasági helyzet jelentős befolyással bír a hazai folyamatokra, amire a magyar feldolgozóipar rendkívül érzékeny. Az ágazatban található olyan szegmensek, amelyek kifejezetten kedvező folyamatokról számoltak be (elsősorban a vegyipar területén), míg más ágazatok jobban ki vannak téve a hazai és a nemzetközi szinten is tapasztalt szolgáltatás leállásoknak. Ezekben az alágazatokban egyértelműen javulás várható rövid távon, míg hosszú távon a helyzet továbbra is bizonytalan és a mindenkori járványügyi állapotoktól függ.

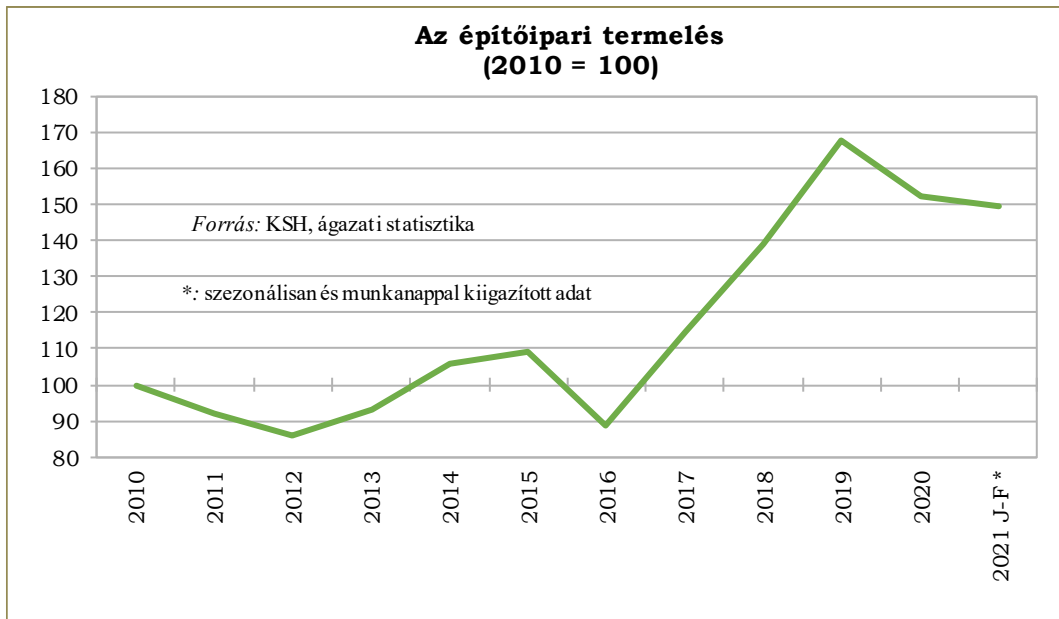
Építőipar

2020 utolsó negyedében az építőipari termelés visszaesése jelentősen enyhült – a harmadik negyedévi mintegy 17% után 4,3%-ra mérséklődött. Ám ez csaknem teljesen az épületek építésénél mutatkozó látványos javulás – két számjegyű visszaesés után 6%-os növekedés – következménye. A mélyépítésben maradt a meredek visszaesés, és a szezonálisan kiigazított havi volumenadatokból is látszik, hogy az év végére a magasépítés szintje gyakorlatilag helyreállt, a mélyépítés kilábalása ugyanakkor sokkal vontatottabb. Összességében az aránylag kedvező negyedik negyedévnek köszönhetően a **2020-ban** az építőipar visszaesésének üteme egy számjegyű, 9,1%-os volt. Európai összevetésben ez igencsak súlyos kibocsátáscsökkenésnek számít – csupán négy EU-tagállamban volt még nagyobb a visszaesés. Ez feltehetőleg összefügg azzal, hogy Magyarországon az építőipart a járványtól függetlenül is sújtotta egy sor uniós társfinanszírozású projekt kifizetése és a mélyépítés látványos mélyrepüléséhez ez is nagymértékben hozzájárult.

A magasépítés alakulását illetően látványos volt tavaly az átadott lakások számának drasztikus megugrása – ugyanakkor a megkezdett lakásépítések, sőt a folyamatban lévő lakásépítések is visszaestek tavaly az iBuild adatbázis szerint. Erős volt másfelől az ipari és logisztikai építés és a (vidéki) szállodaépítés. A mélyépítésnél a közúti fejlesztések és a közműfejlesztések visszaestek, míg a vasúti fejlesztések bővültek. (Ugyanakkor az *induló* vasúti projektek értéke szintén csökkent.)



Miközben nemzetközi összevetésben a magyar építőipari visszaesés nagyon jelentősnek számít, a megelőző három év – és köztük 2019 – növekedési üteme olyan viharos volt, hogy végül a közel 10%-os esés ellenére a volumen jóval magasabb maradt a 2018. évinél, vagyis a 2020-as év csak egy évi növekedés kicsivel több mint felét vitte el. E vonatkozásban Magyarország kimondottan jól szerepelt az EU-tagállamok között: a tagállamok háromötödében tavaly az építőipar kibocsátása a 2018-as szint alá bukott, és a maradék kétötödében az a hat tagállam (köztük Románia és Horvátország) is beletartozik, amelyben tavaly a világválság mellett is nőni tudott az építőipar.



Ezek után *idei év eleje* ellentmondásosan alakult: *januárban* nemcsak a magasépítés ugrott meg ismét, de a mélyépítés havi volumene is feljebb kapaszkodott. Így az építőipari kibocsátás szezonálisan kiigazított volumene rekordközelemben emelkedett – alig nyolc hónappal a tavaly májusi mélypont után. Februárban viszont mindkét építőipari főcsoportban, de mindenekelőtt a magasépítésben hirtelen visszaesett az építési volumen. Év/éves alapon januárban mindkét főcsoportnál két számjegyű növekedést, februárban viszont még meredekebb csökkenést mértek.

A jövőt illetően bizonytalanságot sugall, hogy a KSH adatai szerint januárban megugrott a megrendelések volumene – elsősorban a magasépítésnél, de 2018 óta első ízben a mélyépítésben is – ugyanakkor februárban meg esésre került sor, ami egyáltalán nem tipikus. További óvatosságra ad okot, hogy az iBuild-adatbázis negyedik negyedévi adatai alapján a *megkezdett* projektek értékének alakulása sem a mélyépítésben, sem a magasépítésben nem utal fellendülésre. Ám az idén várhatóan megindul a növekedés az induló projekteknél is, valamint folyamatban lévő, de ideiglenesen felfüggesztett építkezések is újraindulhatnak. **Össességében az idén érdemi, 8-10% körüli** növekedésre számítunk az építőiparban, azon belül is elsősorban a magasépítésben, de e prognózishoz érdemi kockázat kapcsolódik, méghozzá – ellentétben az iparral – lefelé mutató kockázat.

Lakásépítés, lakáspiac

A múlt évi lakásépítési hajrá – várakozásunkkal szemben – az egész évben folytatódott, az utolsó negyedévben éppenséggel magasabb sebességre kapcsolt: az átadott lakások száma 41,7%-kal meghaladta az előző év azonos időszakában mértet. Ennek következtében 2020 egészében az újonnan felépült lakások száma 33,5%-kal nőtt a 2019. évihez képest, *meghaladta a 28 ezret, vagyis magasabb volt, mint az elmúlt tíz év során bármikor.*

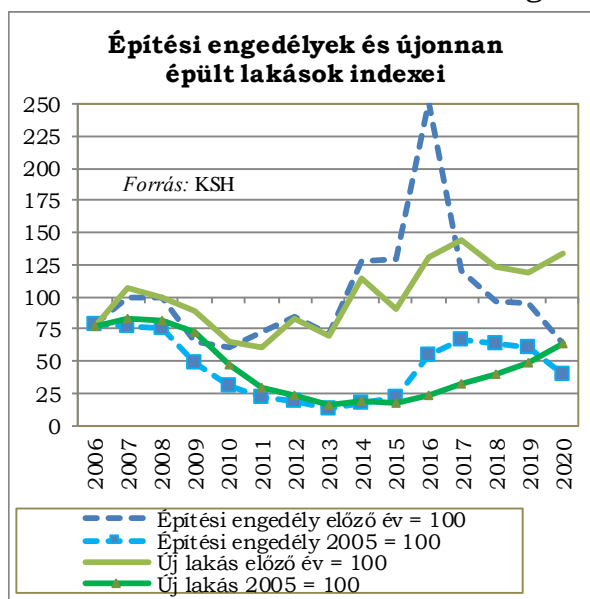
E figyelemre méltó teljesítmény ugyanakkor nem tükrözi pontosan az éves lakásépítési aktivitást. Az iBuild adatbázis szerint a megkezdett társasházi lakásépítések száma drasztikusan visszaesett, sőt a folyamatban levő lakásépítkezésekre fordított összeg is csökkent. Ebből az a következtetés vonható le, hogy a befejezett építkezések számának megugrása valójában egy lecsengőben levő építési hullám vége. Ezt erősíti, hogy a kiadott lakásépítési engedélyek számában 36%-os zuhanásra került sor 2020-ban.

Az építési aktivitásra mind a kedvezményes ÁFA-kulcs eltörlése, mind pedig a pandémia kedvezőtlenül hatott. A járvány okozta bizonytalanság körülményei közepette az ingatlanfejlesztők gyakran visszavonták vagy legalábbis felfüggesztették az építési projekteket.

Ugyanakkor 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 teremt a lakásépítés területén. Számos felfüggesztett építkezést most újraindíthatnak. Az év első felében az építési projektek befejezésére ösztönöz a szigorúbb energiahatékonysági követelményekre vonatkozó szabályok hatályba lépését fél évvel elhalasztották (2021 júliusára).

Ennek alapján az első félévben még magas maradhat a befejezett lakások száma – a második félévet illetően a kilátások bizonytalanabbak. Az viszont biztos, hogy a lakásépítések *megkezdésére* vonatkozó aktivitás felerősödik: nőni fog a lakásépítési engedélykérelem/bejelentések száma, és az év második felében talán már a megkezdett lakásépítkezések száma is – habár ez utóbbi idén még nagyjából a családi házas építkezésekre korlátozódhat.

A befejezett lakások számának megugrása a piacra került lakások számát is emeli, ugyanakkor ennek árlelhajtó hatása bizonytalan. Az otthonteremtési kedvezmények a keresletet – és a lakáspiaci tranzakciók számát – is megdobják. Az újlakásoknál az árscökkenést gátolják a magas építőanyagárak és bérköltség, illetve az év közepétől életbe lépő szigorúbb energiahatékonysági szabályok. Az ÁFA-kulcs leszállítása is a jelek szerint csak nagyon részlegesen épül be az újlakásárakba.

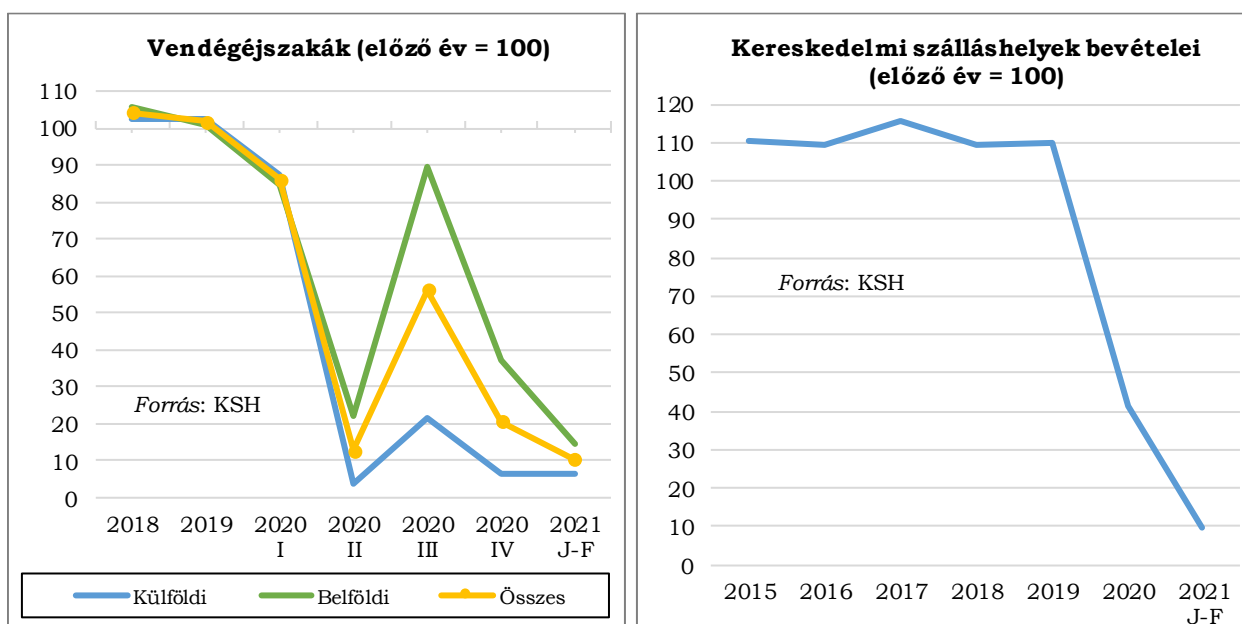


Turizmus

A kereskedelmi szálláshelyeken megforduló vendégek száma az idén az első két hónapban még emelkedett, azután a járvány hazai megjelenését követően drasztikusan összeesett. Éves átlagban a visszaesés mintegy 58%-os volt. Nagyon hasonló mértékű, 56,6%-os volt a kereskedelmi *vendégéjszakák* számának csökkenése.

A turizmus éven belüli alakulása lekövette a járvány ingadozásait és a járványhoz kapcsolódó szigorításokat és lazításokat. A harmadik negyedévben, vagyis az első hullámot követő lazítás idején, az idegenforgalom javult, majd a negyedik negyedévben ismét mélypontra került. Az ingadozás *elsősorban a belföldi turizmusnak* tudható be: a belföldi vendégéjszakák száma a harmadik negyedévben mindössze 10%-kal volt alacsonyabb, mint egy évvel korábban. Ezen belül az igen jól sikerült balatoni szezon következtében augusztusban a belföldi vendégéjszakák száma jóformán megegyezett az előző év azonos hónapjában mérttel. A *külföldi vendégéjszakák* esetében viszont a visszaesés a harmadik negyedévi lazítások ellenére drasztikus maradt. Vagyis míg a belföldi turizmus érzékenyen reagált a járványügyi intézkedésekre, addig a külföldi vendégforgalomra – amely értelemszerűen gyakran repülőutat is magában foglalna – csak kismértékben hatott a magyarországi lazítás. A nemzetközi ki- és beutazásokra vonatkozó tagállami korlátozások nem feltétlenül voltak szinkronban a magyar korlátozásokkal, továbbá több fontos európai országban már a nyár második felétől kezdett fenyegetővé válni a második hullám, ami hozzájárulhatott ahhoz, hogy a Magyarországra irányuló külföldi turizmus júliusi-augusztusi javulása nagyon szerény maradt.

Mindezek következtében a kereskedelmi szálláshelyek szállásdíj-bevételének, illetőleg **összes bevételének** visszaesése is drasztikus volt; éves átlagban a nominális szállásdíj-bevétel kb. 61%-kal, az összes bevétel pedig 58%-kal volt alacsonyabb, mint az előző évben. Mivel a külföldi turizmus nagy része Budapestre koncentrálódik, a fővárosi turisztikai szektor számára ez az év elveszett, míg a vidéki szálláshelyszolgáltatók egy részénél a veszteség valamivel mérsékeltebb volt. Az idei első két hónapban – amelynek jó része a második hullám utáni hullámvölgy jegyében telt, de

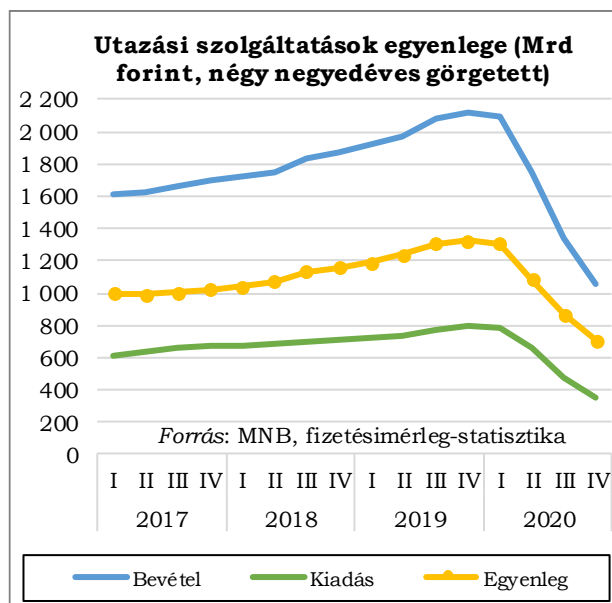


a szálláshelyek működése – a novemberben hozott intézkedés jegyében – továbbra is nagyon korlátozott, csak üzleti vagy oktatási célból érkezett vendégeket fogadhatnak. Így január-februárban a szálláshelyek vendégforgalma még a tavaly tavaszi első hullámot is alulmúlta: a külföldi vendégéjszakák év/éves esése kb. 93%-os, a belföldi vendégéjszakáké 86%-os volt.

A folyó fizetési mérleg turizmushoz kapcsolódó tételének (a szolgáltatásmérlegen belül az „utazás” tétel) bevételi oldalának emelkedése már az első negyedévben megtorpant, majd a második negyedévben zuhanásba

váltott. Ugyanez lejátszódott a kiadási oldalon is, a százalékos mértéket tekintve még felül is múlva a bevételi oldalt: míg a negyedik negyedévre a négy negyedéves görgetett utazási bevételek év/éves esése 50%-os, a kiadásoké csak 56%-os volt. Vagyis a jelenleg elérhető adatok szerint az utazási szolgáltatások forintban egyenlege azért esett vissza, mert a befelé irányuló turizmus volumene eleve jóval nagyobb – 2019-es állapot szerint több mint két és félszer akkora – mint a kiutazó turizmusa.

Összességében **a hazai idegenforgalmi szektor 2020-ban egyértelműen a fő vesztesek közé tartozott.** Az idén a rossz évkezdet ellenére javulást várunk, egyrészt a márciustól kezdve alacsony bázis miatt, másrészt mert várhatóan még az év közepe előtt lazításra kerül sor. Ezt követően a beutazó turizmus jelentősen élénkülni fog. A külföldi turizmus esetében is javulást várunk, viszont itt az élénkülés mértéke bizonytalanabb.



2.3. A GDP felhasználási oldala

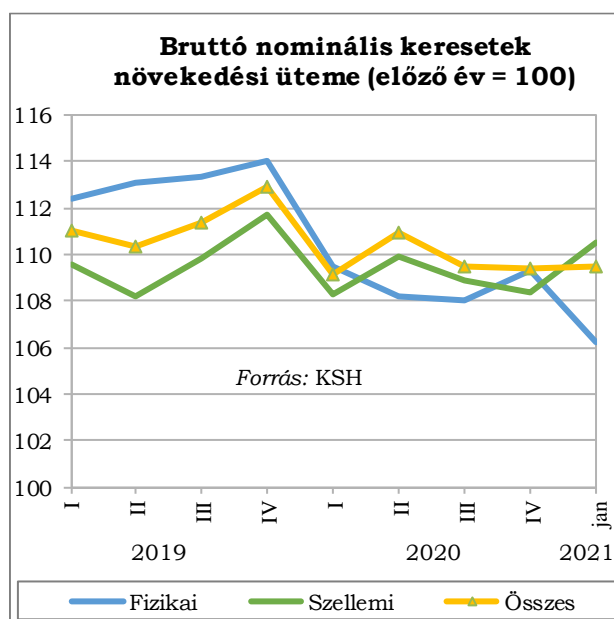
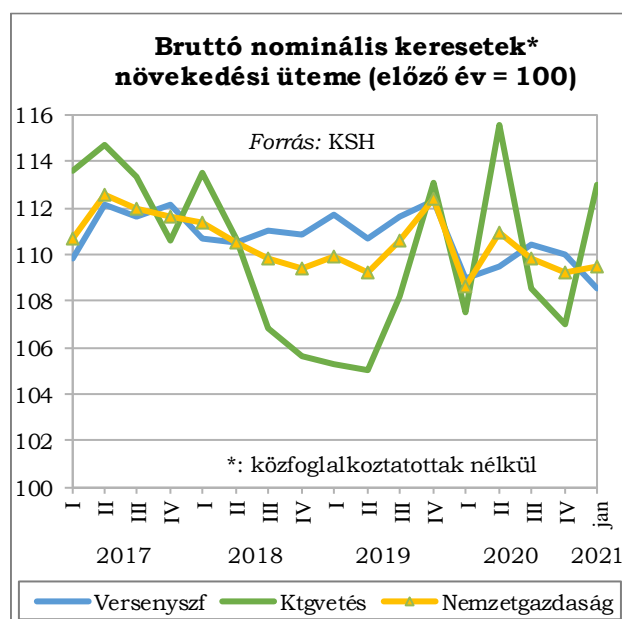
A háztartások jövedelme, fogyasztása, megtakarításai

A tavalyi utolsó negyedévben folytatódott a gazdasági viszonyokhoz képest meglepően dinamikus keresetemelkedés, a harmadik negyedévvél szinte megegyező ütemben, 9,4%-kal. Ennek következtében a *tavalyi év átlagában a közfoglalkoztatottak nélkül vett* bruttó (és nettó) keresetek nominálisan 9,6%-kal emelkedtek, vagyis a nominális bérdinamika csak kismértékben lassult a 2019. évi 10,6%-hoz képest. A keresetek gyorsabban nőttek a közszférában, mint a versenyszektorban, de a kilengések ellenére éves átlagban a különbség nem volt jelentős. (Megjegyzendő, hogy a KSH immár nem csak a szokásosan megfigyelt körre (legalább öt főnél nagyobb vállalkozások, költségvetési szervek és fontosabb nonprofit munkáltatók), de az összes munkáltatóra vonatkozóan is közöl nemzetgazdasági szintű – habár nem részletezett – adatot. Eszerint a bruttó keresetek a hivatalos számnál minimálisan magasabb ütemben, 9,7%-kal bővültek, vagyis az 5 főnél kisebb vállalkozások bérdinamikája valamivel magasabb lehetett a nemzetgazdasági átlagnál.)

A *közfoglalkoztatottakkal együtt vett* keresetek 9,7%-kal – minden munkáltatót figyelembe véve 9,8%-kal – bővültek 2020-ban. A **reálkeresetek** emelkedése az összes munkáltatót figyelembe véve 6,3%-os volt tavaly, ami – bár lassabb, mint a tavalyi éves 7.7% – még mindig jelentős.

E számok értelmezéséhez három dolgot kell figyelembe venni. Egyrészt a bérstatisztika csak a teljes munkaidősök kereseteit veszi számba, vagyis mindazok, akiket a válság kezdete óta részmunkaidőbe tettek, és emiatt csökkent a jövedelmük, kikerült a kereseti statisztikából. Ugyanez igaz a tartósan fizetés nélküli szabadságra küldött alkalmazottakat illetően. Ugyanakkor a részmunkaidőbe tett dolgozók száma – így esetleges béradattorzító hatásuk is – a harmadik után a negyedik negyedévben is tovább csökkent.

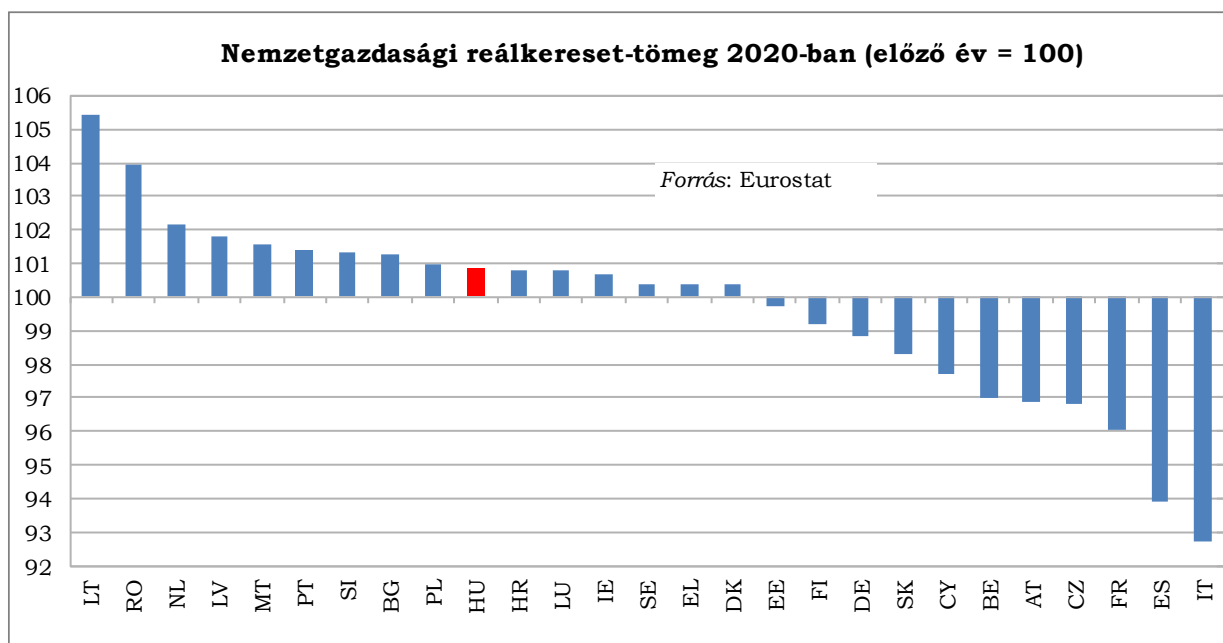
Másodszor, a válság során elsősorban az alacsonyabb keresetűek (fizikai dolgozók, fiatalok) körében volt jelentős az állásukat veszítők aránya, ami az összetételhatás



miatt bizonyos mértékig felfelé torzítja a mért bérszínvonal-változást. Ez a hatás is mérséklődött az utolsó negyedévben.

Harmadszor, a továbbra is dinamikus teljes munkaidős keresetek mellett az *alkalmazotti létszám* még a negyedik negyedévben is számottevően – bár jelentősen lassuló ütemben – visszaesett. Emiatt a **nettó reálkereset-tömeg** a hivatalos bér adatok alapján 4,2%-kal bővült az utolsó negyedévben, ami *jelentős javulás* a megelőző két negyedévhez képest, de még mindig több mint 2%-ponttal elmarad a negyedévi reálkeresetemelkedés ütemétől.

Éves összesítésben a reálkereset-tömeg minimálisan, 0,6%-kal nőtt 2020-ban – legalábbis ami a teljes munkaidősökre vonatkozó, hivatalos adatokból kalkulált reálkereset-tömeget illeti. Ha az összehasonlíthatóság kedvéért az Eurostat által közölt, a *nemzetiszámla-statisztikából* vett kereseti adaton és a harmonizált árindexen alapuló reálkereset-tömeg változást vesszük, akkor is a fentihez hasonló, 0,8%-os emelkedést kapunk 2020-ra, ami az uniós mezőnyben aránylag kedvező, de nem kiugró.



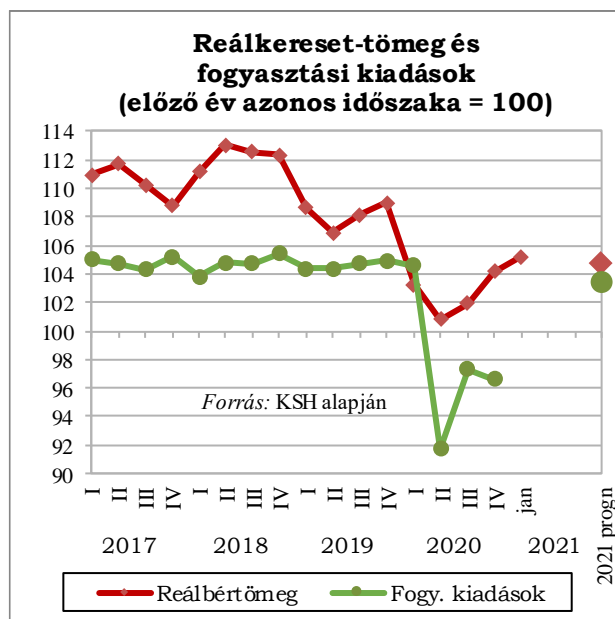
Ezek után **idén januárban** meglepetésszerűen ismét erőteljes – az összes foglalkoztatót tekintve 9,2%-os, a megfigyelt körnél 9,5%-os – keresetnövekedést mért a KSH. Ez már csak azért is jóval magasabb a vártnál, mert idén a minimálbér és a garantált bérminimum is csak mérsékelten, 4%-kal emelkedett, az is csak februárban.

A fő hajtóerőt egyértelműen a *költségvetési szektor* jelentette: januárban lényegesen gyorsabb (13%-os) volt a bérnövekedés a közszférában, mint a vállalatoknál, köszönhetően mindenekelőtt az orvosbérek emelésének, az egészségügyi szakdolgozók tavaly novemberi emelésének, és néhány más alkalmazotti csoportnál végbement emelésnek. Ám még a vállalati keresetek dinamikája is meghaladta a tekintélyes 8,5%-ot. Szintén látványos, több mint 4%-pontos volt a különbség a *szellemi és a fizikai dolgozók* kereseti dinamikája között az előbbieket javára: a fizikai dolgozók

keresete alig több mint 6%-kal emelkedett, a szellemi dolgozóké viszont két számjegyű volt. Ez utóbbiak hajtották jóval a várt fölé a kereseti dinamikát.

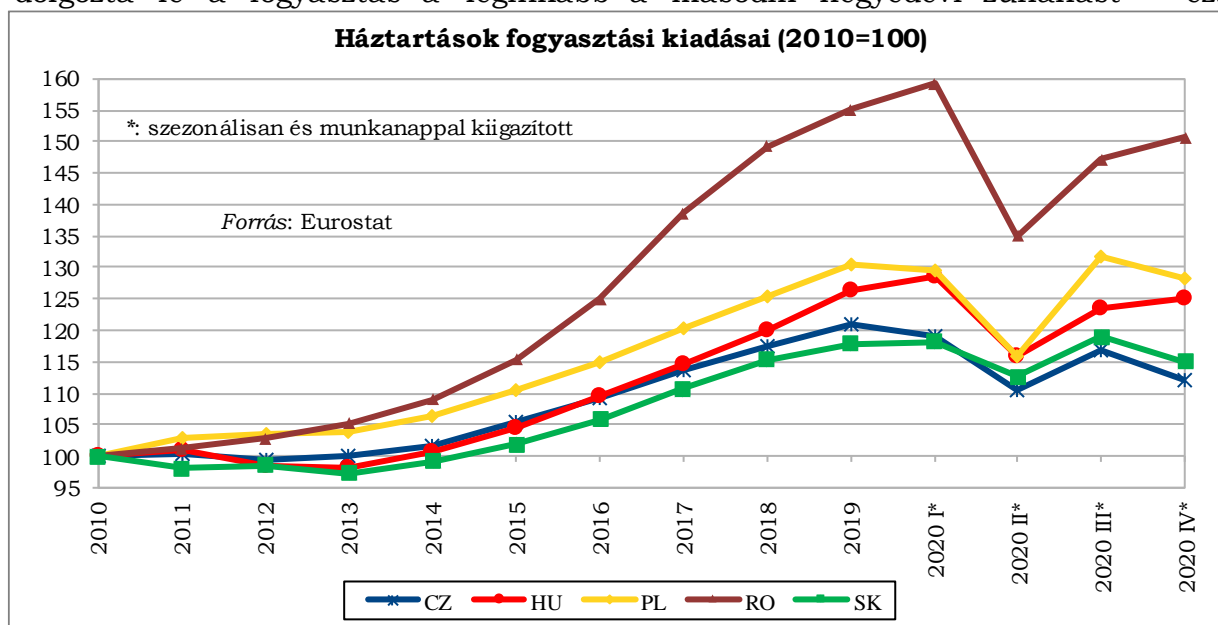
Megjegyzendő, hogy miközben a tavalyi év egészében az *átlagkereset* és a *mediánkereset* növekedési üteme között nem volt érdemi különbség, idén januárban az átlagkereset 0,8%-ponttal magasabb dinamikájából sem lehet messzire menő következtetéseket levonni.

Az év előrehaladtával a kereseti dinamika várhatóan kisebb-nagyobb mértékben fékeződni fog – éves átlagban jelenleg 7,5%-os keresetemelkedésre számítunk. Ez – figyelembe véve az alkalmazotti létszám várható mérsékelt bővülését is – a reálkereset-tömeg 5-6%-os bővülését eredményezheti.



A **háztartások fogyasztási kiadásainál** a Covid-válság második hulláma megtörte a korábban megkezdődött helyreállási folyamatot: a harmadik negyedévi 2,8% után az utolsó negyedévben 3,4%-kal esett vissza a fogyasztási kiadások volumene. Mivel eközben a reálkereset-tömeg növekedési üteme viszont javult, a reálkereset és fogyasztás közti aránytalanság ismét látványosabbá vált. Más kérdés, hogy a tényleges aránytalanság jóval kisebb lehetett, mivel a vegyes jövedelmek folytatódó meredek esése miatt **a teljes háztartási reáljövedelem csökkenhetett**.

Régiós összevetésben a fogyasztási kiadások második negyedévi magyarországi visszaesése jelentős volt, de nem példátlan a régiós országok körében, és ugyanez mondható el a második félévi részleges helyreállásról is. A régióban Lengyelországban dolgozta le a fogyasztás a leginkább a második negyedévi zuhanást – ezt

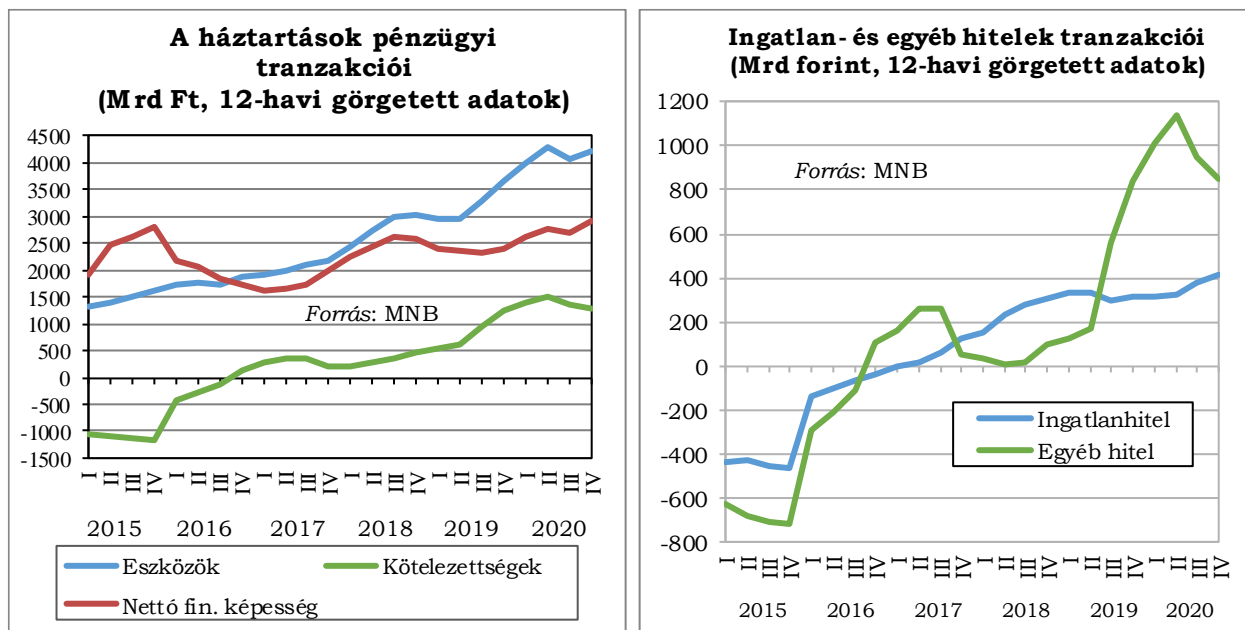


Magyarország nem tudta lekövetni, ugyanakkor a szezonálisan kiigazított adatok alapján az év végére közelebb került a járvány előtti szinthez, mint a cseh vagy főleg a román magánfogyasztás.

A 2020-as év egészét tekintve a teljes magánfogyasztás a vártnál kisebb mértékben, 2,8%-kal esett vissza.

A háztartások **nettó finanszírozási képességének** nominális értéke a tavalyi negyedik negyedévben rekordszintűre nőtt, és ugyanez elmondható a négy negyedéves halmozott értékről is. Ez csak részben tudható be annak, hogy a bruttó pénzügyi megtakarítások – az enyhe harmadik negyedévi visszaesés után – a negyedik negyedévben ismét emelkedtek. Jelentős szerepet játszott az is, hogy a hitelfelvételi tranzakciók egyenlege számottevően csökkent az előző év azonos időszakához képest.

A bruttó megtakarítások emelkedése az év egészét tekintve mindenekelőtt a rövid távú betétekbe való megtakarításnak tudható be, de a részvénybe való megtakarítás is rég nem látott magasságokba emelkedett, miközben az állampapírokba most sokkal kevesebb pénz áramlott, mint 2019-ben, amikor a MÁP Plusz bevezetése nyomán robbant a háztartások állampapír-vásárlási aktivitása.



A hitelfelvételi egyenleg folytatódó csökkenése meglepő lehet annak fényében, hogy a hitelmoratórium miatt a törlesztések egy jelentős hányada elmaradt. Az ok a fogyasztásihitel-felvétel erős év/éves visszaesése, ez utóbbi pedig bázishatás eredménye: tavaly a harmadik, és kisebb mértékben a negyedik negyedév is a fogyasztási hitelek közé besorolt babaváró hitelek iránti kereslet rendkívüli mértékű felfutásának periódusa volt.

A GDP-arányos négy negyedéves görgetett megtakarítási ráta a harmadik negyedévi közel-stagnálás után feljebb kúszott, elérte a 6,1%-ot. (2019 végén a négy negyedéves ráta 5%-on állt.) Ezen belül a negyedik negyedévi megtakarítási ráta igen magas, 7,8%-os volt.

Beruházások

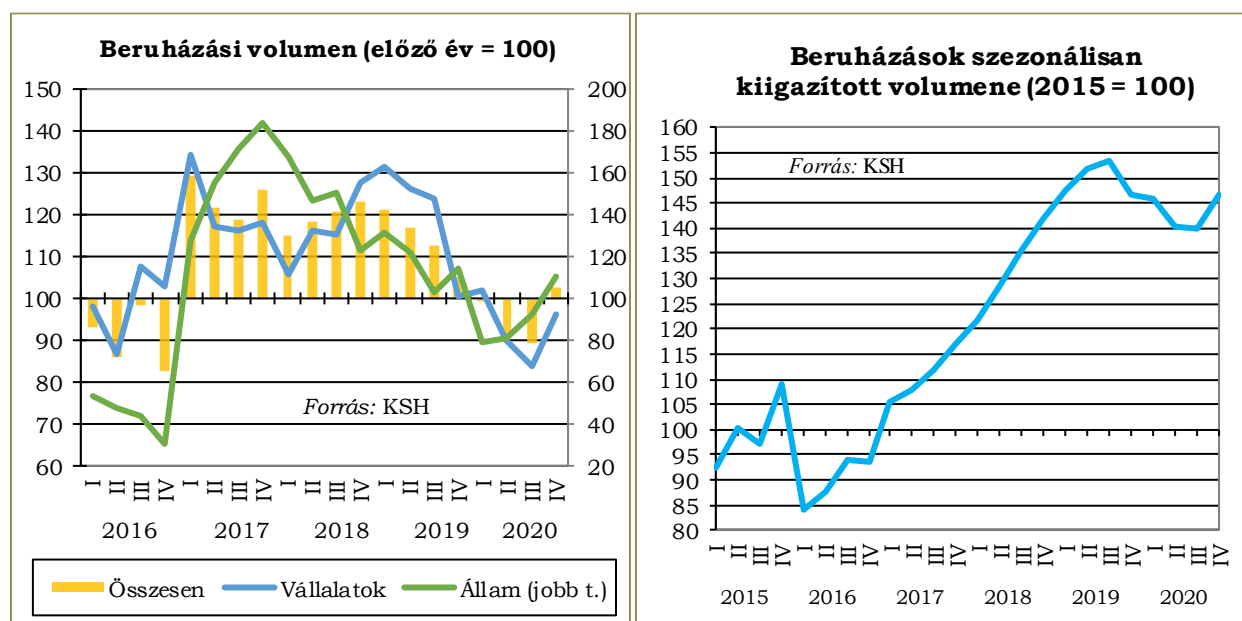
2020 utolsó negyedében a nemzetgazdasági beruházások alakulásában látványos trendfordulóra került sor: míg a harmadik negyedévben a beruházások volumene még két számjegyű ütemben visszaesett, addig a negyedik negyedévben 2,5%-os bővülést mutatott. A növekedés szerény ütemétől függetlenül a törés a korábbi trendhez viszonyítva drasztikus, és felülmúlta a várakozásokat. A szezonálisan kiigazított volumenadat alapján a negyedik negyedévben a beruházások szintje szinte megegyezett az első negyedévvél, vagyis gyakorlatilag visszajutott a Covid-válság okozta visszaesés előtti szintre. Mind a gép-, mind az építési beruházások év/éves dinamikája pozitívba fordult az utolsó negyedévben.

Noha a *közép- és nagyvállalati* beruházásoknál is érdemi javulásra került sor – miután a harmadik negyedévi kb. 16%-os visszaesést mindössze 3,6%-os volumencsökkenés követte – a pozitív növekedés az *állami beruházások* hirtelen megugrásának – és még inkább a háztartások fellendülő beruházási aktivitásának – köszönhető. Az állami beruházások 10,1%-kal haladták meg a 2019 utolsó negyedévében mért volument, miközben a harmadik negyedévben még mintegy 7%-os visszaesésre került sor. A közigazgatás, az oktatás, az egészségügy, valamint a művészet-szórakoztatás-szabadidő ágazat *mindegyikében 20% körüli* beruházás-növekedésre került sor az utolsó negyedévben. A szabadidő-ágazatban a növekedés főként versenysporttal kapcsolatos beruházások eredménye.

Mindemellett az MNB szerint a háztartásoknak a beruházásnövekedéshez való hozzájárulása meghaladta a szűk államét a negyedik negyedévben.

Miközben a közvetlen állami beruházások növekedésbe fordultak, az ún. kvázi-fiskális beruházások terén a kép vegyes, ahogy azt a közlekedési infrastruktúra beruházásainak folytatódó hanyatlása – vagyis a tény, hogy a befejezett fejlesztési projekteket egyelőre nem követik újak – is példázza.

Ami a vállalati beruházásokat illeti, itt a releváns ágazatok többségében az utolsó negyedévben is folytatódott a beruházások év/éves visszaesése, és ez érvényes a legnagyobb súlyú feldolgozóiparra is. Ugyanakkor a folytatódó visszaesés ellenére az

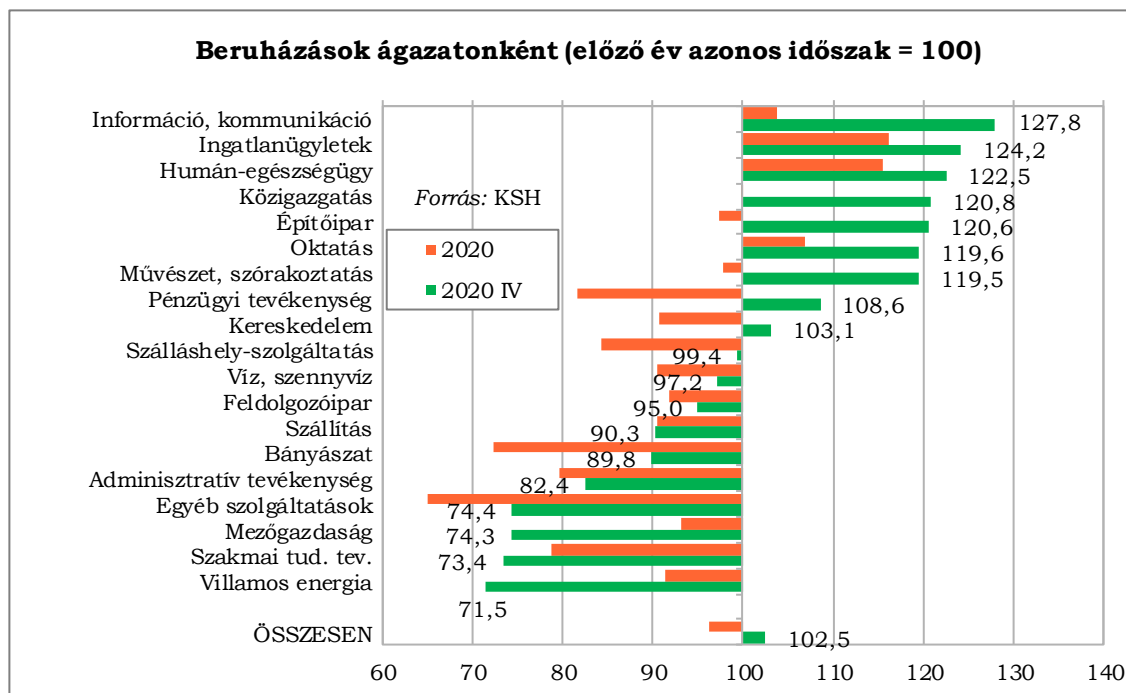


ágazatok túlnyomó részében a dinamika javult a megelőző negyedévhez képest, és ez is érvényes a feldolgozóiparra, valamint az utána legnagyobb súlyt képviselő ingatlanügyletekre, szállítás-raktározásra és kereskedelemre is.

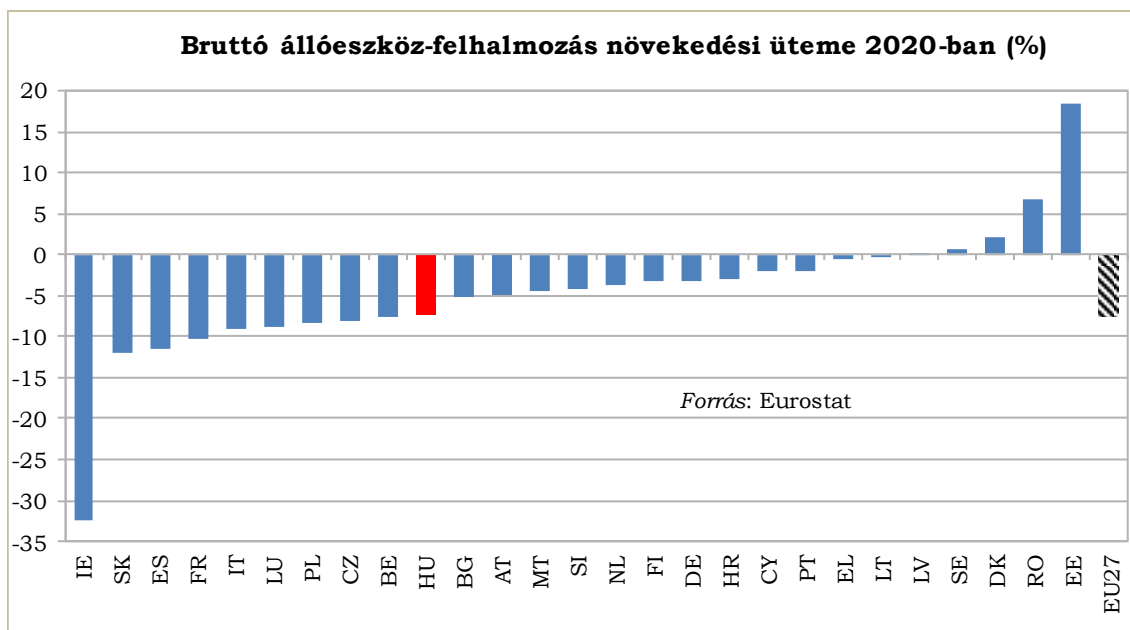
A feldolgozóiparban számos területen – köztük a domináns autóiparban is – folytatódott a beruházások hanyatlása, ugyanakkor a néhány területen (villamosgépipar, gyógyszeripar és élelmiszeripar) megkezdődött növekedés hozzájárult a feldolgozóipari visszaesés erőteljes lassulásához. Az ingatlanberuházások ugyan folyamatosan – tehát az első hullám mélypontján – is nőttek éves összehasonlításban 2020-ban, de az utolsó negyedévben a növekedési ütem meghaladta a 20%-ot. A KSH szerint ebben a lakásépítéseké volt a főszerep, habár más adatforrás azt sugallja, hogy csak a befejezett lakásépítésekénél volt látványos bővülés, a folyamatban lévő építkezéseknél távolról sem.

A kisebb súlyú ágazatok közül drasztikus növekedésre került sor az informatikában és az építőiparban, erősen visszaestek viszont a mezőgazdasági beruházások.

Megjegyzendő, hogy a KSH szerint a vállalati beruházások folytatódó esésében a külföldi tulajdonú vállalatok beruházási passzivitása játszotta a főszerepet. Ez egyrészt összhangban van az autóipari beruházások folytatódó esésével, másrészt annyiban figyelemre méltó, hogy e cégek pénzügyi lehetőségei átlagban jobbak, továbbá az év végére már markánsan javuló exportkilátások elvben beruházásra ösztönözhetnék volna e vállalatokat.

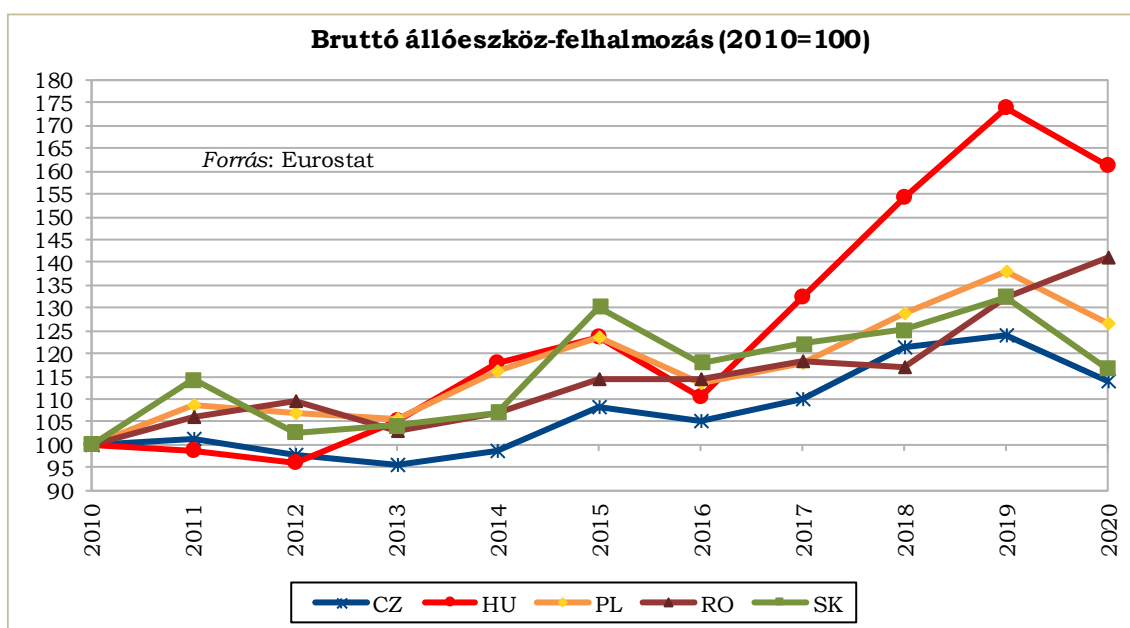


Uniós összevetésben kitűnik, hogy a tavalyi járványos év a GDP szerinti állóeszköz-felhalmozás év/éves dinamikáját tekintve Magyarországot a korábbi élvonalból a mezőny középső harmadának a legalsó szegmensébe dobta vissza. Ennél is sokkal látványosabb viszont a korábbi beruházási bajnok, Írország átminősülése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



Az is igaz ugyanakkor, hogy az utolsó negyedévben már más volt a helyzet: az év végi megugrással Magyarország már az uniós mezőny felső harmadának az aljára került. Természetesen ez egyben azt is jelenti, hogy a megelőző negyedévekben Magyarország beruházási teljesítménye különösen kedvezőtlen lehetett EU-összevetésben, hiszen egy viszonylag jó év végi beruházási dinamika mellett jött ki felettébb rosszul az egész éves beruházásokat illetően a nemzetközi összehasonlításból.

A régiós országokkal egybevetve pedig az látható, hogy míg 2017-től kezdve a magyarországi (GDP szerinti) beruházási dinamika kiugró volt, addig az idén a korrekció itt az egyik legmagasabb volt – *legalábbis a 2010-es bázishoz viszonyított százalékpontos változást illetően.* (Ezt ábrázolja az alábbi ábra.) Év/éves alapon ugyanakkor az amúgy lehangoló magyarországi 2020. évi visszaesés még mindig kevésbé volt súlyos, mint bármelyik másik visegrádi országban. Románia e téren kivétel: itt mind az egész évet illetően, mind az utolsó negyedévben jelentős



beruházásemelkedést mértek, nem úgy, mint a magánfogyasztásnál, amely Romániában különösen súlyosan megszenvedte a járványt.

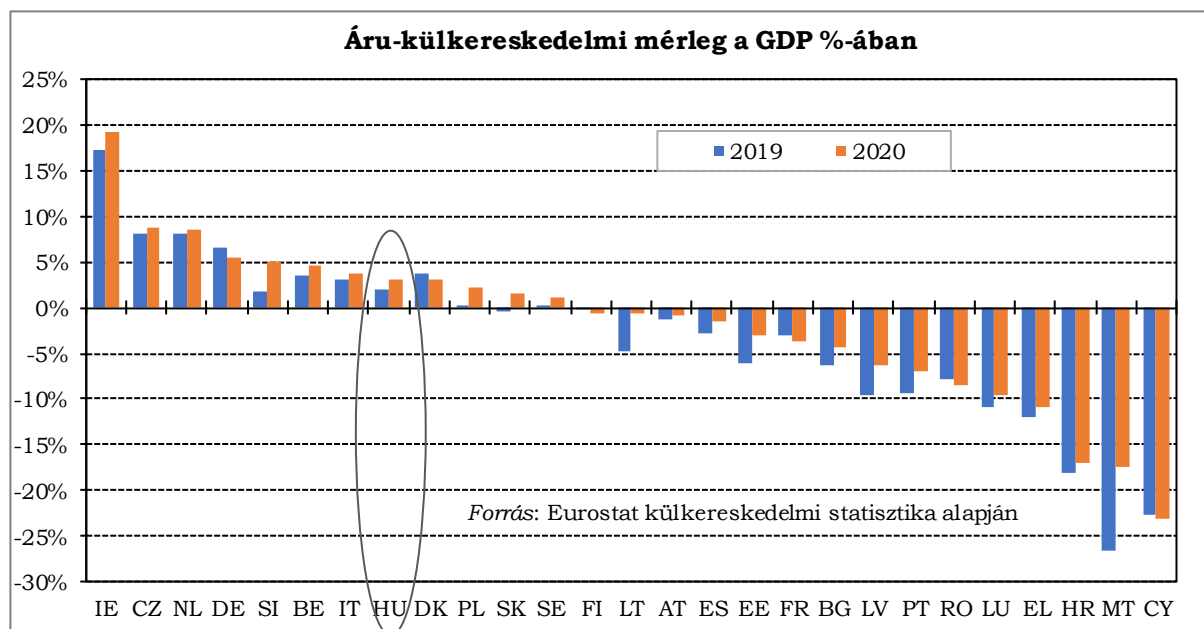
Az év végi javulás következtében **2020-ban** a beruházások a vártnál kisebb mértékben, 3,8%-kal estek vissza. Szintén az év végi fellendülés miatt éves átlagban a vállalati beruházások visszaesésének üteme meghaladta az állami beruházásokét. **2021-ben** a beruházások élénk, de nem viharos – jelenlegi becslésünk szerint **8%-os** – növekedésére számítunk. A tavalyi utolsó negyedévben felpörgetett állami beruházási döntések és beruházási támogatások, a lakásépítési és -felújítási aktivitás erősödése, valamint a járványból való kilábalás táplálta vállalati optimizmus is segíti a beruházások bővülését. Óvatosságra ad azonban okot több ágazatban a vállalatoknak a hosszú pandémia által megtépzott pénzügyi helyzete, még ha ezt az expanzív hitelpolitika egy darabig részben át is tudja hidalni.

Külkereskedelem

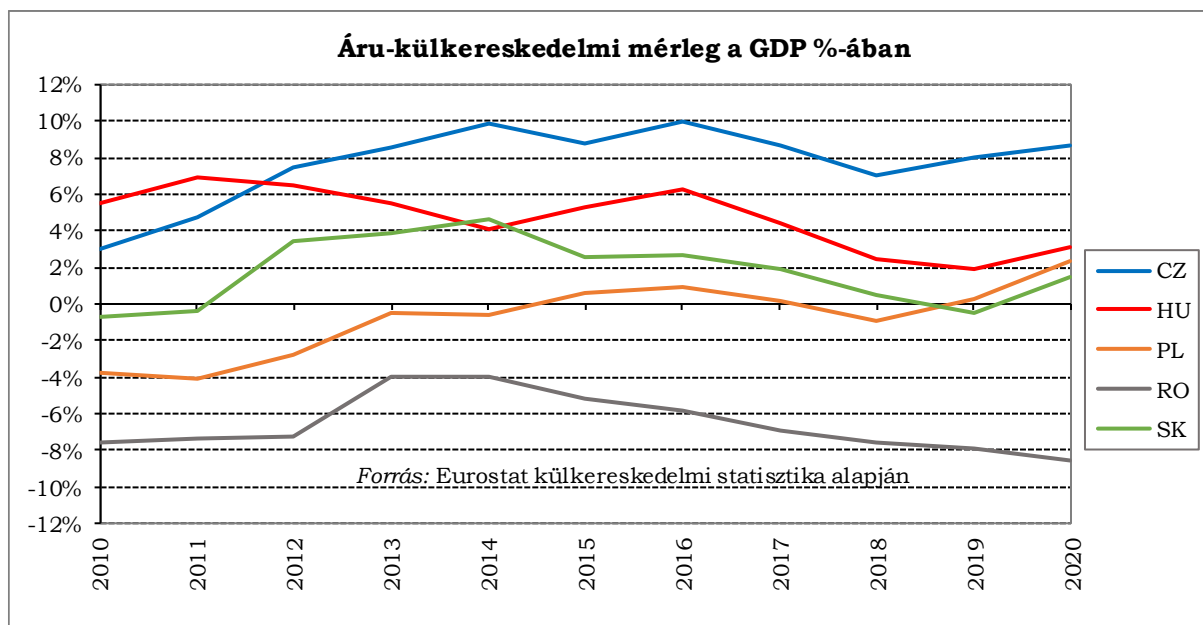
Az áru-külkereskedelmi forgalom a vártnál jóval gyorsabban helyreállt, és 2020 harmadik negyedévében az export 4% körüli ütemben, a negyedik negyedévben pedig látványosan, 9,2%-kal nőtt év/éves alapon. Az import is magához tért, de szerényebb dinamikával – a negyedik negyedévben 6,1%-kal haladta meg az egy évvel korábbi szintet. Így – miközben év közepén még az egész éves **külkereskedelmi többlet** súlyos visszaesésétől lehetett tartani – végül az egész éves többlet (közel 5,8 Mrd euró) *látványosan, 34%-kal meghaladta* a tavalyi éves többletet (4,3 Mrd euró).

A második negyedévben – vagyis az első hullám alatt – a gépek-járművek exportja zuhant a leginkább (közel 28%-kal), ennek megfelelően a harmadik negyedévben e termékcsoportban volt a legerőteljesebb a javulás, és az utolsó negyedévben a gép- és járműexport már kétszámjegyű ütemben bővült. Megjegyzendő, hogy a harmadik negyedévi felpattanásnál valamennyi termékcsoporthoz érzékelhetően javult az exportdinamika, addig az utolsó negyedévben a gyorsulás már a gép- és járműexportra koncentrált.

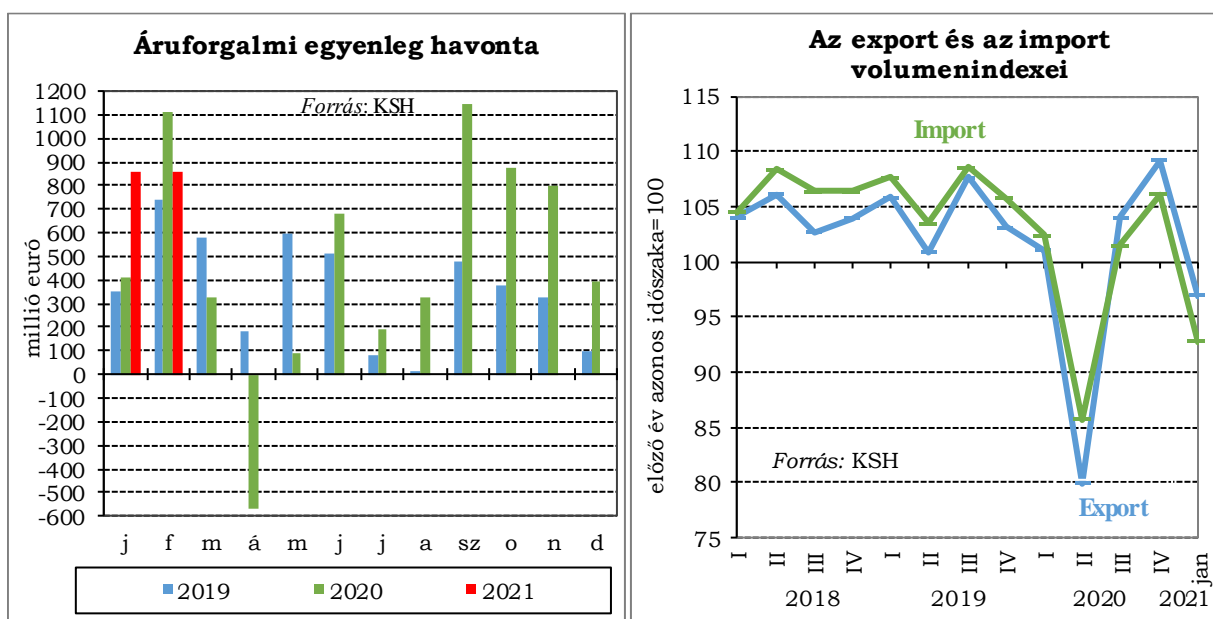
Az egész évi külkereskedelmi többlet jelentős emelkedése egyben a többlet *GDP-hez viszonyított aránya* érezhetően emelkedett: az Eurostat euróalapú számai alapján (amelyek egyébként a KSH számainál *kisebb* külkereskedelmi többletet jeleznek) a többlet a 2019. évi 2%-ról tavaly 3,1%-ra nőtt. Az EU-tagállamok döntő többségében nőtt tavaly az áru-külkereskedelmi GDP-hez viszonyított aránya. Figyelemre méltó módon ez alól kivételt képez az EU fő exportőre, Németország, de az EU-15-ön belül Dánia, Franciaország és Finnország is. Másfelől a sajátos helyzetű Írországra tovább emelkedett az eleve masszív nettó áruexport.



Magyarországhoz hasonlóan javult a mérleg a többi visegrádi országban is – Lengyelországban és Szlovákiában éppenséggel a magyarhoz képest jelentősebben nőtt a többlet GDP-aránya – Romániában ugyanakkor – a beruházások megugrásával párhuzamosan – az amúgy is jelentős külkereskedelmi hiány tavaly tovább nőtt.



Idén januárban az import és az export egyaránt visszaesett – mindkettőben szerepet játszhatott a globális szállítási láncok akadozása, valamint az autópárhazban átmeneti leállásokat is okozó chiphiány. *Februárban* viszont – az előzetes nominális adatok alapján ítélve – erőteljes bővülésre került sor. Míg januárban az import esése meghaladta az exportét, addig februárban a jelek szerint az import fellendülése volt lényegesen erőteljesebb. Így – miközben az export és import volumene egyaránt jó eséllyel minimálisan csökkent a két hónap átlagában, az exportvolumen dinamikája kismértékben elmaradhatott az importétól. Ezzel együtt a külkereskedelmi többlet euróértéke meglehetősen jól alakult, 12%-kal bővült az idei év első két hónapjában. Az év folyamán élénkülő belföldi kereslet és egyben erős ipari export együttes hatására a 2021-es év egészét tekintve az export- és importdinamika közötti rés hozzávetőleges összeczárulásával számolunk, a tavalyinál kissé magasabb külkereskedelmi többlettel.

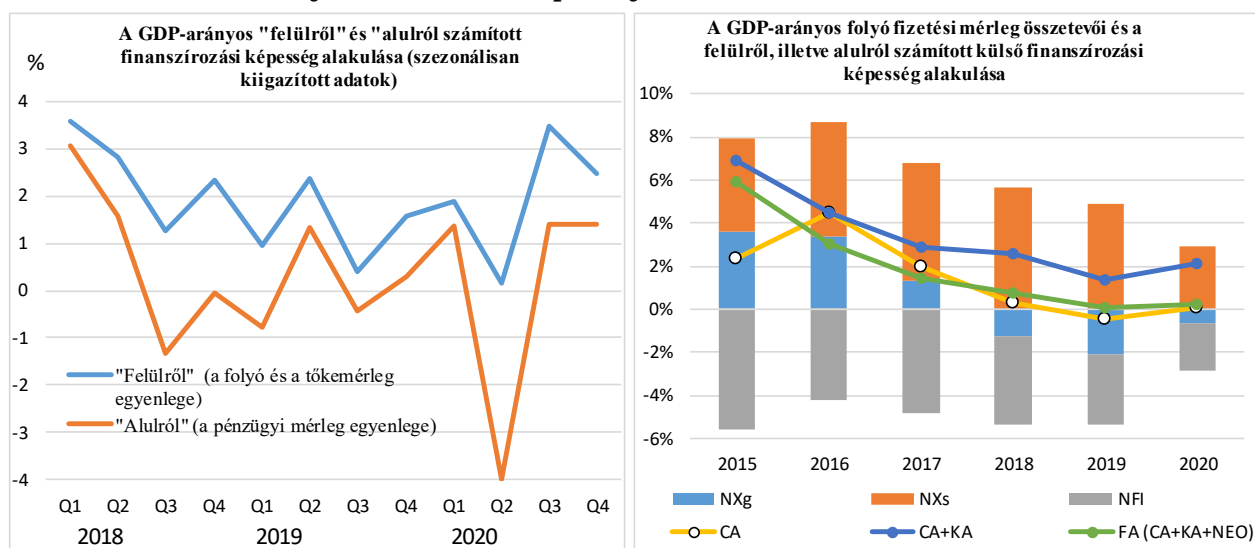


2.4. A fizetési mérleg és az ország nettó külföldi kötelezettség-állományának alakulása

Bár 2019-hez viszonyítva, 2020 egészét tekintve nem történtek jelentős elmozdulások a külső egyensúlyi pozíció alakulását jellemző két fontos mutatószámokban, a GDP-arányos „felülről”, illetve „alulról” számított külső finanszírozási képességben (a folyó és tőkemérleg összevont egyenlegében, illetve a pénzügyi mérleg egyenlegében)⁵, a finanszírozási képesség mutatóinak évközi alakulását szokatlanul erős kilengések jellemezték. Az alábbi ábra, amely az MNB által számított szezonálisan kiigazított GDP-arányos mutatószámokra támaszkodik, jól mutatja, hogy amíg 2020 első negyedét némi javulás, a második negyedét erőteljes romlás⁶, a harmadik negyedét pedig látványos javulás jellemezte, érzékeltetve, hogy a külső egyensúlyi folyamatok meglehetősen szorosan követték a gazdaság általános fejleményeit, amelyekre döntő hatást gyakorolt a COVID-járvány és annak kormányzati kezelése.

A 2020. év egészének „felülről számított” GDP-arányos finanszírozási képességének a megelőző évhez viszonyított viszonylagos stabilitása mögött azonban jelentős szerkezeti átrendeződés húzódik meg, amelyről a következő ábra tájékoztat.

Miközben a folyó fizetési mérleg a 2019. évi enyhe deficitből egyensúlyba került, mindhárom fő összetevője jelentősen megváltozott. A legfeltűnőbb a jövedelem-egyenleg hiányának számottevő csökkenése, amely elsősorban Magyarországon működő külföldi tulajdonú vállalatok profitjának csökkenéséhez köthető.



Forrás: MNB

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

Az áruforgalom hiánya is mérséklődött, mivel a belföldi felhasználás visszaesése okozta importcsökkenés hatása meghaladta nemzetközi kereslet visszaesése és a

⁵ A gazdaság külső finanszírozásának összetevőit tartalmazó pénzügyi mérleg a „tévedések és kihagyások” (statisztikai eltérés) egyenlegével különbözik a folyó és tőkemérleg együttes egyenlegétől.

⁶ A „javulás” és a „romlás” kifejezések nem tartalmaznak értékítéletet, azokat a szokásos leíró értelemben használjuk (a deficit csökkenése és a többlet emelkedése „javulás”, ezek ellenkezője pedig „romlás”).

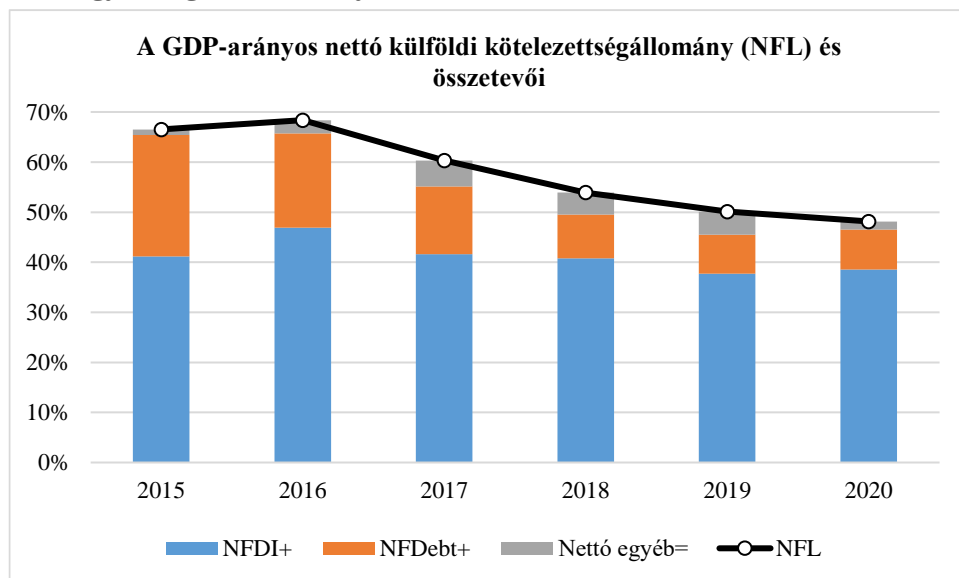
szállítóláncok megszakadása okozta exportcsökkenését. A jövedelmi és az áruforgalmi egyenleg együtt a GDP arányában 2,5 százalékponttal javult, és így meghaladta szolgáltatásforgalom többletének – az idegenforgalmi bevételek visszaeséséhez köthető – 2 százalékpontnyi csökkenését. E folyamatok eredője a GDP-arányos folyó fizetési mérleg egyenlegének 0,5 százalékpontnyi javulása.

Mivel 2020-ban a tőkemérleg többlete 2% körül maradt, a folyó és a tőkemérleg együttes többlete ugyancsak 0,5 százalékponttal, 1,5-ről 2%-ra emelkedett. A statisztikai eltérés negatív értékének 0,5 százalékpontnyi emelkedése miatt viszont a pénzügyi mérleg egyenlege 2020-ban nem változott, és – amint az ábrán jól látható – megegyezett a folyó fizetési mérleg nulla közeli egyenlegével.

A gazdaság GDP-arányos *nettó* külső kötelezettségállományát, csakúgy, mint annak fő összetevőit, viszonylagos stabilitás jellemezte 2020-ban: sem a nettó FDI, sem a nettó adósság állománya nem változott számottevően, egyedül az „egyéb nettó kötelezettségek” csökkentek (ez elsősorban a külföldi kézben tartott, FDI-nak nem minősülő – 10%-nál kisebb tulajdonhányaddal járó – részvényállomány csökkenését jelentette).

A nettó állományok 2020. évi relatív változatlanlansága mögött azonban jelentős átrendeződés történt a nettó külső adósság bruttó szárai között. Az ország bruttó külső adóssága (az FDI részét képező tulajdonosi hitelek nélkül számítva) a 2019 évi GDP-arányos 51,5-ről 58%-ra emelkedett, megszakítva a 2009 óta tartó (112%-ról történt) folyamatos csökkenés irányzatát. Az 2020 évi ugrás elsősorban az állam devizakötvény-kibocsátásaihoz köthető, az pedig, hogy a nettó eladósodás alig változott, annak köszönhető, hogy a devizatartalékok szintje csaknem ugyanolyan mértékben emelkedett, mint a bruttó adósságé.

2021-ben némi javulásra számíthatunk a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg összevont egyenlegében, amelynek többlete várhatóan a GDP 2,5%-át éri el.



Forrás: MNB

Jelmagyarázat: NFDI: nettó külföldi működőtőke, NFDebt: nettó külföldi adósság

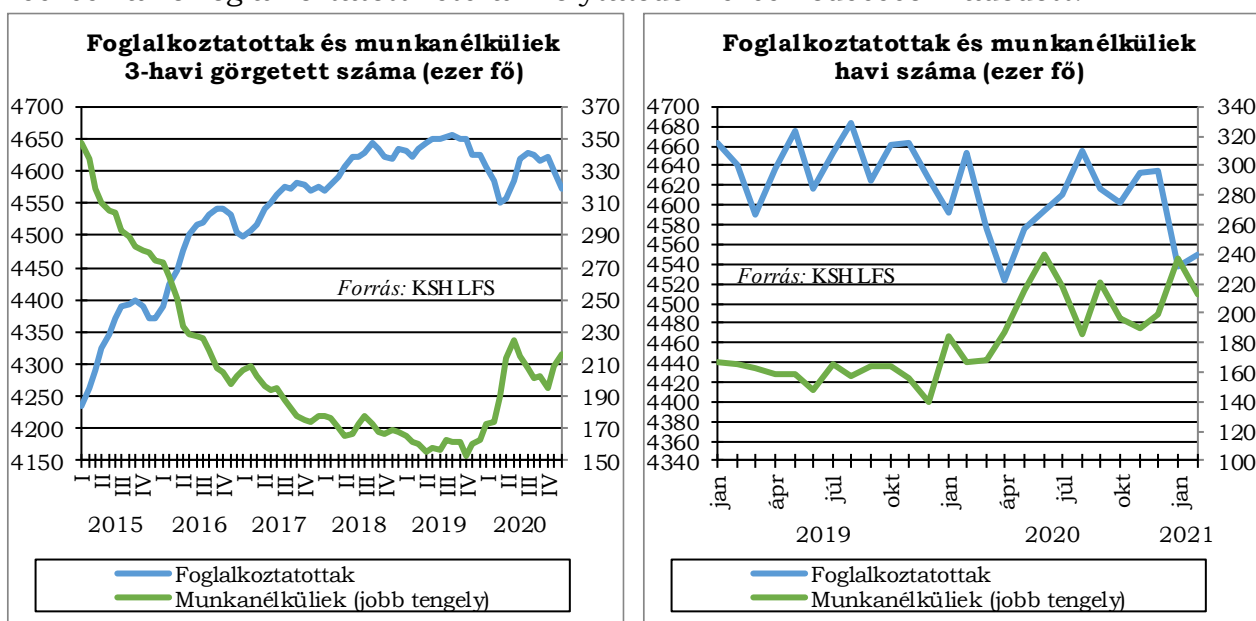
2.5. Foglalkoztatottság, munkanélküliség

A *munkaerő-felmérés* (KSH-LFS) adatai szerint a foglalkoztatottság helyreállási folyamata a tavalyi év vége felé leállt, majd az idei év elején – a járványellenes korlátozások novemberi bevezetését két hónapos késéssel lekövetve – újabb számottevő romlásra került sor. 2020 harmadik és negyedik negyedévében a foglalkoztatottak száma egyaránt 0,6%-kal volt csak alacsonyabb, mint egy évvel korábban. Februárra azonban a foglalkoztatottak számának *év/éves csökkenése újra számottevő, 2,2%-os* volt.

A háromhavi görgetett adatoknál a havi értékek látványosabban mutatják, hogy a foglalkoztatottak száma januárra meglehetősen közel került a tavalyi áprilisi mélyponthoz, valamint a munkanélküliek száma az áprilisi csúcspont közelébe emelkedett. Mármost tény, hogy ilyenkor a foglalkoztatási szint a szezonális hatás miatt is jellemzően alacsonyabb, a munkanélküliségi szint pedig magasabb, mint tavasszal. Vagyis önmagában a szintek alapján nem állítható, hogy a munkapiaci helyzet az év elején éppolyan rossz, mint az első hullám csúcspontján volt. Ám a tény, hogy a foglalkoztatottak számának év/éves csökkenése idén februárra a tavalyi április-májusban látott mértékekhez közelít, jelzi, hogy a második, majd a harmadik hullám munkapiaci hatása igenis számottevő.

A *munkanélküliségi ráta* az átmeneti augusztusi mélypont – 3,8% – után januárra 5%-osra emelkedett, majd februárban a szezonális hatásnak megfelelően 4,5%-osra mérséklődött.

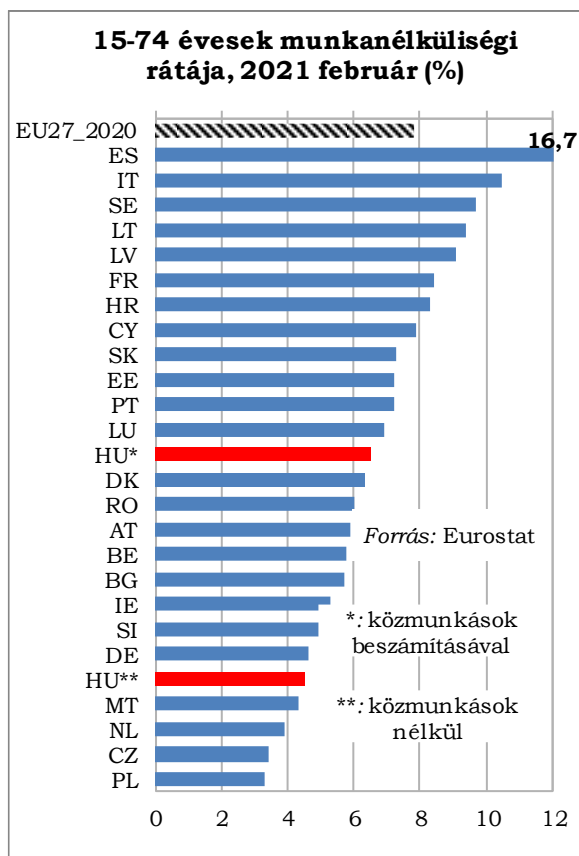
A negyedik negyedévre vonatkozó – még a korábbi módszertan alapján számított – adatok alapján a foglalkoztatás *szerkezetét* illetően látható, hogy az utolsó negyedévben a részmunkaidősök száma jórészt visszaállt az egy évvel korábbi szintre – a második negyedévben még több mint 20%-kal magasabb volt, mint 2019 azonos időszakában. A *belföldi telephelyen*, és azon belül is az elsődleges munkapiacon foglalkoztatottak száma a harmadik negyedévhez hasonlóan a negyedikben is gyakorlatilag stagnált, vagyis a mért nagyon enyhe (0,6%-os) foglalkoztatás-csökkenés a külföldön dolgozók számának meredek visszaeséséből – és kisebb részben a közfoglalkoztatotti létszám folytatódó mérséklődéséből – adódott.



Hogy a negyedik negyedévről december-februárra végbement romlás mekkora részben tulajdonítható a hazai elsődleges munkapiacnak, az a módszertani változás miatt jelenleg nem ismert. Ugyanakkor *év/éves alapon* a hazai elsődleges munkapiacra dolgozók száma nem csökkent, tehát a foglalkoztatotti létszámnak a korábban említett 2,2%-os csökkenése teljes egészében a külföldön dolgozók, illetőleg a közfoglalkoztatottak számának eséséből adódott. Természetesen ez sem jó hír, hiszen a külföldi munkahelyek elérhetősége a magyar munkavállalók számottevő köre számára egzisztenciális jelentőséggel bír.

Európai összevetésben a munkanélküliség tekintetében a magyar pozíció valamelyest *javult* 2020-ban. Amennyiben a nemzetközi módszertannak megfelelően a munkanélküliek körébe beleszámoljuk a közfoglalkoztatottakat – ez esetben a munkanélküliségi ráta 2019-ben 6%, 2020-ban 6,5% volt – akkor 2019-ben a magyarországi ráta a 15-ik legalacsonyabb, 2020-ban viszont a 13-ik legalacsonyabb volt az EU-n belül. Ehhez képest az idei februári sorrend nem jelent változást. Tehát összességében a magyar munkaerőpiaci helyzet romlása – amennyire ez a munkaerő-felmérés fő számain keresztül megragadható – nem rosszabb, mint az uniós mezőnyé, sőt esetleg kicsit jobb.

A járvány elhúzódása miatt a kedvezőtlen munkapiaci helyzet még hónapokig fennmaradhat, ugyanakkor a márciustól kezdve jelentősen romló bázis miatt a továbbiakban már év/éves romlás helyett inkább javulásra számítunk – az év második felében már nem csak a bázishatás miatt. A foglalkoztatottak számának bővülése ezzel együtt jó eséllyel nem haladja meg az 1%-ot az idén. Az egész éves munkanélküliségi ráta a tavalyi 4,1% után 2021-ben 4%-osra mérséklődhet.



3. Fiskális, monetáris és pénzügyi folyamatok

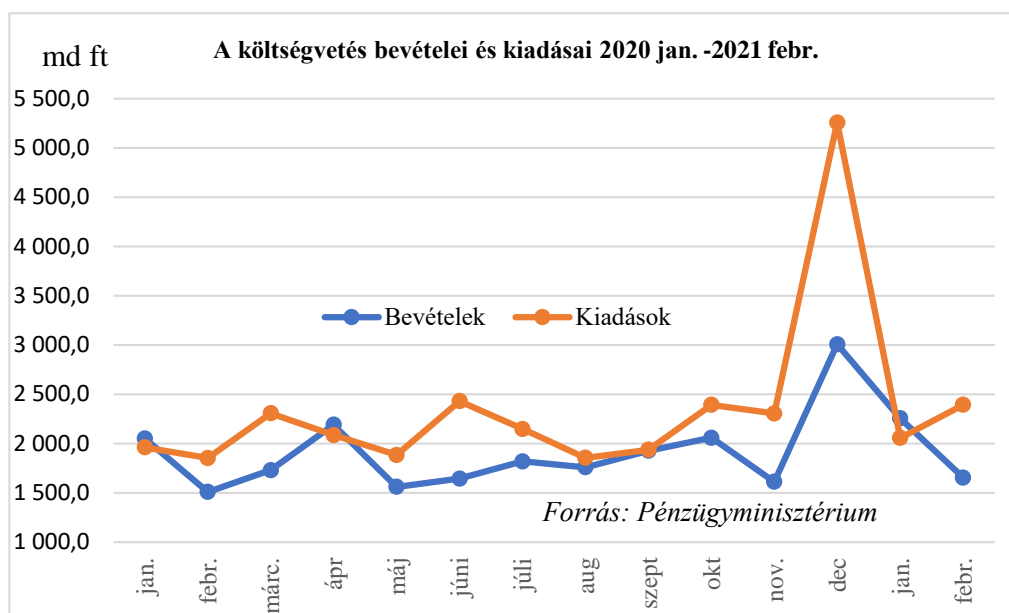
3.1. Államháztartási folyamatok

A 2020. évi költségvetés

A koronavírus-járvány megfékezése érdekében bevezetett korlátozások miatt Magyarország szezonálisan és naptári hatással kiigazított GDP-je 2020 harmadik negyedévében 4,8 százalékkal, negyedik negyedévében 4,1 százalékkal csökkent. A járványhelyzet tavaly nyári javulása után novemberben megjelent a második, 2021. március elején pedig a harmadik hullám. A járvány időbeli lefutásával és hatásaival kapcsolatos nagyfokú bizonytalanság a fiskális folyamatokra és politikára is rányomta, illetve rányomja a bélyegét. Az a nemzetközi tapasztalat, amely szerint a monetáris politika lehetőségeinek beszűkülése nyomán felértékelődött a fiskális politika a válságkezelésben, Magyarországra is érvényes.

A Magyar Államkincstár által közölt adatok alapján az államháztartás központi költségvetésének pénzforgalmi hiánya 2020. december végén az előző év végi 4,5-szeresére, 4594 milliárd forintra emelkedett. Az elkülönített állami pénzalapok 47 milliárd forint többletének és a társadalombiztosítási alapok 642 milliárd forint negatív egyenlegének a figyelembe vételével az államháztartás központi alrendszerének teljes pénzforgalmi deficitje 5549 milliárd forint volt 2020-ban, ami a kezdeti éves előirányzat 15-szöröse, az augusztusi 3600 milliárd forintos módosított előirányzat másfélszerese és a folyó áras GDP 11,7 százaléka.

Havi bontásban a központi alrendszer egyenlege jelentős különbségeket mutatott. Januárban és áprilisban többlet, szeptemberben egyensúlyhoz közeli minimális, augusztusban csekély mértékű hiány volt, ami összhangban van a korábbi évek folyamataival. A többi hónapban novemberig bezárólag 324 és 786 milliárd forint között mozgott a hiány. A decemberben példátlan méretűre, 2250 milliárd forintra megugrott deficitre jutott az éves hiány 40 százaléka. A Magyar Közlöny 2020. 290. száma szerint a kormány egyedül december 24-én több mint 860 milliárd forintot osztott ki a központi költségvetésből a legkülönbözőbb célokra.



Az egyenleg összetevőit tekintve 2020-ban a központi költségvetés bevételei folyó áron 7 százalékkal bővültek, miközben a reál GDP 5,1 százalékkal esett vissza (a folyó áras GDP pedig nagyjából változatlan maradt). A növekedés a gazdálkodó szervezetek befizetéseinek volumenhordozó területei közül a társasági adó és a pénzügyi szervezetek különadója esetében volt a legnagyobb mértékű, de megemlíthető még az energiaellátók jövedelemadójából, a játékadóból és a kisvállalati adóból (KIVA) származó bevételek emelkedése is. A fogyasztáshoz kapcsolt adók legnagyobb tételéből, az általános forgalmi adóból keletkezett bevétel 3 százalékkal gyarapodott. A lakosság befizetési közül a személyi jövedelemadóból eredő bevétel 4,3 százalékkal nőtt.

Mindezen túlmenően jelentős volt még az uniós programokból származó bevételek bővülése. Ezzel szemben válságenyhítő kormányzati intézkedésekre visszavezethetően csökkent az egyszerűsített vállalkozói adóból, a bányajáradékból és a turizmusfejlesztési hozzájárulásból eredő költségvetési bevétel. A bevételek havi bontású befolyása arra enged következtetni, hogy a gazdasági szereplők 2020 utolsó negyedévére nagymértékben alkalmazkodtak a válsághoz.

A folyó áras áfa-bevételek növekedésében szerepet játszhatott a meglepetésinfláció. A 2020. évi költségvetést 2,8 százalékos inflációs ráta mellett tervezték, a tényleges érték a KSH szerint 3,3 százalék lett. A személyijövedelemadó-bevételeket az öt főnél többet teljes munkaidőben foglalkoztató vállalkozásoknál végrehajtott 9,8 százalékos bérnövekedés emelte. A társasági adóból származó bevételek növekedése a 2019. évi jó vállalati teljesítményekre vezethető vissza. A havi bevételek ingadozása és az ezekkel kapcsolatos szabályok változása nehezíti a tisztánlátást. Az EU-ból származó bevételek nagyságát növelte a forint euróval szembeni leértékelődése. A Magyarország 2020. évi központi költségvetéséről szóló 2019. évi LXXI. törvényben a forint euróval szembeni árfolyama 320,9 forint, ezzel szemben az éves átlagárfolyam az MNB adatai szerint ennél 9,4 százalékkal gyengébb, 351,17 forint volt. Mindez arra enged következtetni, hogy nem a bevételi oldal a felelős az államháztartás központi alrendszerének deficitjéért.

A központi költségvetés kiadásai 31,7 százalékkal növekedtek és 41 százalékkal haladták meg a kezdeti előirányzatot. A kormány 2020 áprilisában 923 milliárd forintos keretösszeggel hívta életre a gazdaságvédelmi alapot, amelynek forrásait később 3628 milliárd forintra emelte, nagysága pedig december végén 3944 milliárd forintra rúgott. Ennek nagy része azonban nem új forrás volt, hanem a költségvetésben meglévő fejezeti kiadások más megnevezéssel történt átvétele. Közvetlen válságkezelésre nagyvállalati beruházási támogatások, garanciaprogram, munkahelymegőrző közfeladatok, az élelmiszer gazdaságot érintő negatív gazdasági hatások enyhítése formájában 409 milliárd forint, a koronavírus-járvány miatti többletkiadásra (szociális és egészségügy céllal) pedig 466 milliárd forint jutott. A sportberuházások (stadionok, tornacsarnokok építése és egyéb) 240-250 milliárd forintja, a turisztikai fejlesztések 176 milliárd forintja és a Budapest-Belgrád vasútvonal 82 milliárd forintja allokálásának és időzítésének hatékonysága viszont kétséges.

Ami a 2021. évi kilátásokat illeti, a Pénzügyminisztérium tájékoztatása szerint az első negyedévet a központi költségvetés 943,0 milliárd forint, a társadalombiztosítás pénzügyi alapjai 182,7 milliárd forint, az elkülönített állami pénzalapok pedig 18,4

milliárd forint hiánnyal zárták. Ennek alapján az államháztartás központi alrendszerének hiánya 1144,1 milliárd forint volt. A bevételekre a koronavírus-járvánnyal összefüggésben bevezetett munkaadói kedvezmények, a szociális hozzájárulási adó 17,5-ről 15,5 százalékra történt mérséklése és a magasabb bérkiáramlás. A bevételeket növelte a beérkezett 150,6 milliárd forint uniós forrás., csökkentette viszont a 615,6 milliárd forint uniós költségvetési kiadás az uniós projektek előfinanszírozására. Járványügyi védekezésre 342,8 milliárd forintot fordítottak. A húsvéti munkaszüneti napok miatt egyes családi támogatások áprilisi összegéből 32,1 milliárd forintot március végén folyósítottak az ellátottaknak.

Az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) 2020 decemberi éves finanszírozási kiadványa az államháztartás központi alrendszerének 2021.évi pénzforgalmi hiányát 3332 milliárd forintban határozta meg, ami a várt GDP 6,8 százalékának felel meg.

A pénzforgalmi egyenleggel szemben az uniós módszertan szerint (ESA2010) számolt eredményszemléletű államháztartási hiány a mérvadó. A KSH adatai alapján a kormányzati szektor 2020. évi eredményszemléletű deficitje 3870 milliárd forint volt, a GDP 8,1 százaléka a 2019. évi 2,1 százalékkal szemben. A 2020. évi értékkel lényegében megegyezik az Európai Bizottság tavaly októberben közzétett, előzetes adatokon alapuló száma (8,4 százalék).

Az európai uniós összehasonlításból kitűnik, hogy a koronavírus-járvány szinte mindegyik tagállamban véget vetett az államháztartási egyenlegek javulásában is kifejezésre jutó konszolidációjának. A válságra való tekintettel az uniós intézmények határozatlan időre felfüggesztették azt a maastrichti szerződés konvergencia-kritériumai között rögzített szabályt, amely szerint az államháztartási hiány legfeljebb a GDP 3 százaléka lehet. 2020-ban mindegyik, korábban deficitese európai uniós tagállam GDP-arányos államháztartási hiánya nagymértékben megnőtt, a szufficites országok államháztartási egyenlege pedig deficitbe fordult. Az első elemzések szerint ebben a fő szerepet a GDP visszaesése játszhatta, a fiskális politikáé kisebb volt. Ennek nyomán 2020-ban csak Dánia és lényegében Svédország tett eleget a vonatkozó maastrichti államháztartási kritériumnak (a tényadatok alapján 1,2 százalékos deficit az előbbi, illetve a referenciaértéket hajszállal meghaladva 3,1 százalékos hiány az utóbbi esetben). Figyelmet érdemel, hogy 2019-ben a helyzet ennek az ellenkezője volt, mivel akkor csak két ország: Románia és lényegében Franciaország nem teljesítette a referenciaértéket (4,4 százalékos, illetve 3,1 százalékos relatív hiány). Ez is arra utal, hogy a válság indokoltá tette az uniós államháztartási egyenleg-szabály felfüggesztését.

A koronavírus-járvány által kiváltott keresleti és kínálati sokk az eltérő kiinduló államháztartási pozíció mellett az idegenforgalomra és a járműgyártásra leginkább ráutalt tagállamokban járt a legsúlyosabb következményekkel. A kiinduló állapot jelentősége elsősorban Dánia, Svédország és Bulgária esetében domborodik ki. E három ország államháztartási egyenlege többletet mutatott az utóbbi években, így e puffer révén a 2020-ban kialakult deficit is lényegesen alacsonyabb volt az uniós átlagnál. Ehhez természetesen az is hozzátartozik, hogy többek között Dánia és Svédország gazdasági szerkezete nagymértékben diverzifikált, kevésbé volt kitéve a pandémia által kiváltott keresleti és kínálati sokkoknak. Bulgária esetében a magyarázat nagymértékben kapcsolódhat a valutatanács működéséhez, amely korlátot állít a fiskális expanzió elé.

Az államháztartási egyenleg a GDP százalékában az EU-tagállamokban

Tagországok	2016	2017	2018	2019	2020
EU-27 (2020-tól)	-1,4	-0,8	-0,4	-0,5	-6,9
Belgium	-2,4	-0,7	-0,8	-1,9	-9,4
Bulgária	0,2	1,2	2,0	2,1	-3,4
Csehország	0,7	1,5	0,9	0,3	-6,2
Dánia	0,1	1,8	0,7	3,8	-1,1
Németország	1,2	1,4	1,8	1,5	-4,2
Észtország	-0,4	-0,7	-0,6	0,1	-4,9
Írország	-0,7	-0,3	0,1	0,5	-5,0
Görögország	0,2	0,6	0,9	1,1	-9,7
Spanyolország	-4,3	-3,0	-2,5	-2,9	-11,0
Franciaország	-3,6	-3,0	-2,3	-3,1	-9,2
Horvátország	-0,9	0,8	0,2	0,3	-7,4
Olaszország	-2,4	-2,4	-2,2	-1,6	-9,5
Ciprus	0,3	1,9	-3,5	1,5	-5,7
Lettország	0,2	-0,8	-0,8	-0,6	-4,5
Litvánia	0,2	0,5	0,6	0,5	-7,4
Luxemburg	1,9	1,3	3,0	2,4	-4,1
Magyarország	-1,8	-2,4	-2,1	-2,1	-8,1
Málta	0,9	3,2	1,9	0,4	-10,1
Hollandia	0,0	1,3	1,4	1,8	-4,3
Ausztria	-1,5	-0,8	0,2	0,6	-8,9
Lengyelország	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7	-7,0
Portugália	-1,9	-3,0	-0,3	0,1	-5,7
Románia	-2,6	-2,6	-2,9	-4,4	-9,2
Szlovénia	-1,9	-0,1	0,7	0,4	-8,4
Szlovákia	-2,6	-1,0	-1,0	-1,3	-6,2
Finnország	-1,7	-0,7	-0,9	-0,9	-5,4
Svédország	1,0	1,4	0,8	0,6	-3,1

Forrás: Eurostat

A kiemelkedő mértékű GDP-arányos államháztartási hiány a turizmusnak nagymértékben kitett Spanyolországban, Görögországban, Olaszországban, Máltán, Horvátországban és Szlovéniában döntően a nemzetközi idegenforgalom visszaesésére volt visszavezethető, ami természetesen a GDP-t is lefelé húzta. Az idegenforgalom mellett a számottevő járműipari kitettség is fontos szerepet játszott több EU-tagország GDP-arányos államháztartási hiányának emelkedésében (például Franciaország és Románia esetében). Végül a válságot kezelő állami fiskális csomagok eltérő mérete is kifejezésre jutott az egyes EU-tagállamok értékeinek az eltéréseiben.

A jelentős idegenforgalmú és járműipari kitettségű Magyarország 2020-ban 8,1 százalékos GDP-arányos deficitje valamivel nagyobb volt a brexit után 27 tagúra csökkent Európai Unió 6,9 százalékos átlagánál. Ugyanakkor a magyar érték nem volt nagyon kirívó közép- és kelet-európai összehasonlításban, amennyiben közel

állt a román, a szlovén, a lengyel, a litván és az említett szlovén és horvát értékhez, de magasabb volt az észt, a lett, a cseh és a korábban szintén hivatkozott bolgár mutatónál.

Ami a rövid távú kilátásokat illeti, a Pénzügyminisztérium 2021-re 6,5 százalékos, később 7,5 százalékos GDP-arányos államháztartási hiányt jelzett előre. (Az önkormányzatok GDP-arányos hiánya marginális.) Az MNB 2021. márciusi inflációs jelentésében 6,5-7 százalékos ideai hiányprognózis szerepelt. míg 2021-re az Európai Bizottság az addig rendelkezésére álló hivatalos dokumentumok alapján ennél kisebb, 5,4 százalékos deficitet vetített előre.

A bevételek kisebb mértékű, a kiadások radikálisabb mérséklése mellett várhatóan a GDP-arányos hiány csökkenésében a fő szerepet a bruttó belföldi termék dinamikájának élénkülése fogja játszani, míg kisebb lesz a forintban kifejezett hiány visszafogásának a jelentősége. Az államháztartásra vonatkozó, különböző időpontokban készített prognózisok a magyar kormány által addig elfogadott intézkedéseken alapulnak. Későbbi fiskális politikai lépések természetesen módosíthatják a költségvetési folyamatokat.

A deficit felfelé irányuló, pozitív kockázata a GDP előrejelzetnél dinamikusabb bővülése. Ezt azonban a koronavírus-járvány harmadik hulláma miatt foganatosított leállások bizonytalanná teszik. Lényeges további bizonytalansági tényező az, hogy a járványügyi korlátozások április végén megkezdett enyhítése nem vezet-e a járvány negyedik hullámát. Mindezeknek jelentős a lefelé irányuló, negatív kockázata.

Pozitív kockázat az európai uniós források beáramlása. Egyelőre nem ismert, hogy Magyarország mekkora összegekhez jut 2021-ben időarányosan az EU 2021 és 2027 közötti közös költségvetéséből. A válság következményeinek a helyreállítását célzó Next Generation EU alapból a Miniszterelnökség számításai szerint Magyarország összesen 5894 milliárd forintra számíthat (2511 milliárd forint vissza nem térítendő támogatás és 3383 milliárd forint hitelkeret). Ezen belül elsősorban a helyreállítási és ellenállóképesség (HET) eszköz forrásairól van szó. Kedvező esetben mind a közös költségvetésből, mind a Next Generation EU-ból a folyósítás 2021 második felében, azonban azon belül is inkább a negyedik negyedévben indulhat meg, amit némileg ellensúlyozhat, hogy az év közepén az utóbbiból lehetséges valamennyi előleg lehívása. Ezért ezeknek a pénzügyi forrásoknak az ideai fiskális folyamatokra gyakorolt hatásuk összességében korlátozott lesz. A források lehívása meghatározott feltételekhez kötött. Az egyik legfőbb negatív kockázat az, hogy az uniós intézmények a kormány által előterjesztett programokat nem fogadják el, átdolgozásra visszaküldhetik, emiatt a források a Magyarországnak allokálnál kisebb összegben és/vagy késve állnak rendelkezésre. A másik kockázat az, hogy az uniós intézmények – nem várva meg az Európai Unió Bíróságának a döntését -, már az idén is alkalmazták az uniós költségvetés védelmét szolgáló általános feltételrendszerről szóló (EU) 2020/2092 európai parlamenti és tanácsi rendelet (2020. december 16.) jogállamisággal és korrupcióval kapcsolatos rendelkezéseit, ami késleltetheti, illetve adott esetben gátolhatja az uniós források beérkezését.

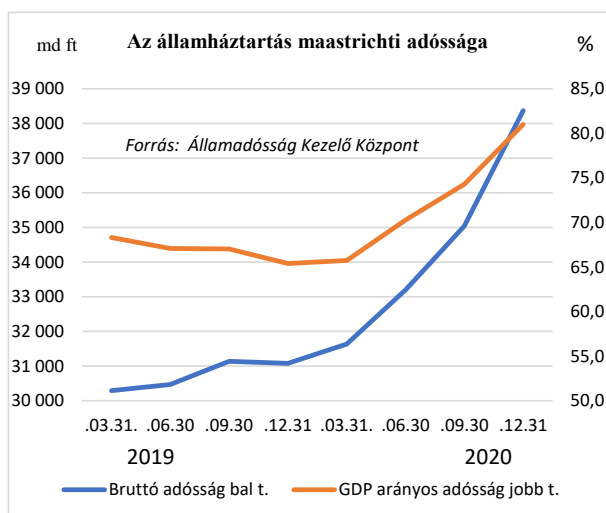
Az államadósság alakulása

A koronavírus-járvány következményei megakasztották az államadósság 2010-2011 óta visszaeső trendjét. A maastrichti szemléletű bruttó államadósság 2020 végén az előző évinél 15 százalékponttal magasabb, a GDP 80,4 százaléka volt (10 százalékponttal alacsonyabb az uniós átlagnál), 2021 végén 81 százalék körüli érték prognosztizálható. Az Államadósság Kezelő Központ az idén továbbra is a forintkibocsátásokra, azokon belül a lakossági állampapírokra kíván támaszkodni. Ennek hátránya az államadósság finanszírozásának a devizahiteleknél magasabb költsége, előnye az árfolyamkockázat hiánya.

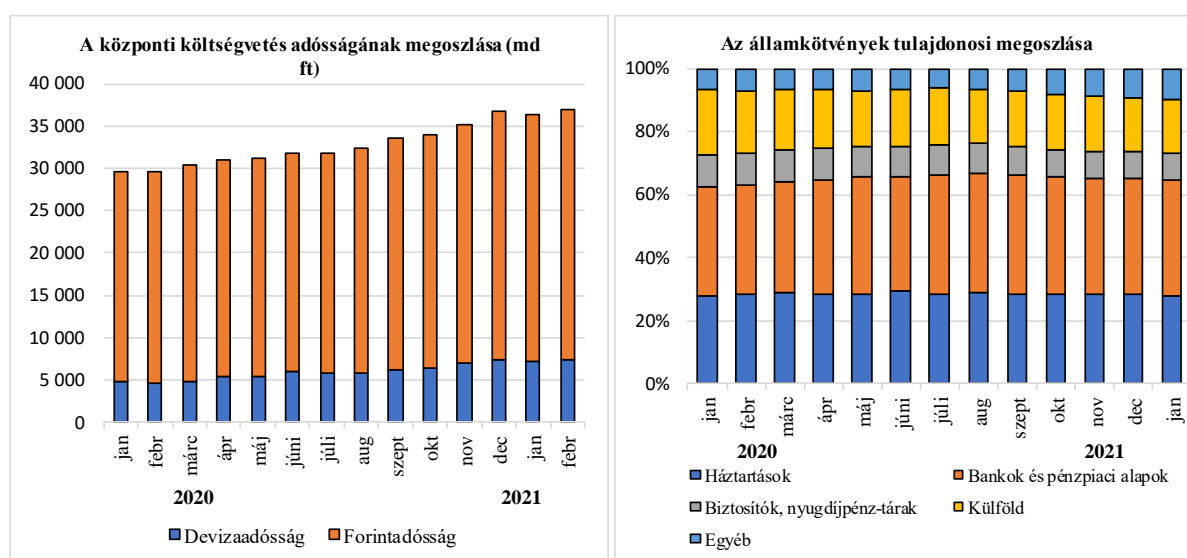
A Magyar Nemzeti Bank adatai szerint az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számított adóssága 2020. december 31-i állapot szerint 37.421 milliárd forint volt. Az Eximbank adósságát is figyelembe véve az államadósság 38.408 milliárd forintra, a GDP 80,4 százalékára rúgott, ami 2019 végéhez képest a válság hatására 7291 milliárd forintos, illetve 15 százalékpontos növekedés (65,4 százalékról). Ez a növekmény, amelyben a nagy költségvetési hiány és a nominális GDP alakulása mellett szerepet játszott az államháztartás likvid tartalékainak a növelése és az adósság átértékelődése, a Nemzetközi Valutaalap adatai alapján a fejlett és a fejlődő országok átlaga között helyezkedik el.

Magyarország hitelminősítése 2020. szeptember 25. óta mind a deviza, mind a forint adósság tekintetében az alsó-középkategóriába tartozik a Standard & Poor's, a FitchRatings és a Moody's esetében, stabil kilátásokkal az előbbi kettőnél, illetve pozitívakkal a Moody's-nál a forintadósságot illetően. Február 12-én közzétett prognózisában az S&P 4,6 százalékos, a Fitch 4,9 százalékos GDP-dinamikát valószínűsített 2021-ben, de sem az adósságminősítésen, sem a kilátásokon nem módosított. Bár a hitelminősítők folyamatosan értékelik az egyes országok adósságát, rövid távon sem leminősítés, sem felminősítés nem várható. Az idén a Fitch július 30-án, az S&P augusztus 13-án vizsgálja felül a magyar adósságbesorolást.

A tulajdonosi szerkezetet tekintve megfordult a kormány által a legstabilabb vásárlóknak/befektetőknek tekintett háztartások növekvő szerepvállalásának a trendje, miután részesedésük a 2020. január végi 31,1-ről december végére 25,7 százalékra mérséklődött a központi költségvetés adósságállományában. Ebben nem csekély szerepe volt az egyéb intézményi befektetők tulajdonában lévő lakossági állampapírok lejáratának. A lakossági állampapírvásárlások döntő hányada jutott a Magyar Állampapír Pluszra.



A devizaadósság részesedésének csökkenő trendje 2020 február végén állt meg 15,3 százalékon, majd aránya december végén közel 20 százalékra emelkedett, 2021. március végén 18,5 százalék volt. Az év folyamán a devizaadósságot gyarapították az áprilisban kibocsátott 353,6 milliárd forint összegű, 6 éves futamidejű eurókötvények, a júniusban piacra bevezetett első magyar zöldkötvény 518,4 milliárd forint összegben, a szeptemberben értékesített, japán jenben denominált Szamuráj-kötvény 180,3 milliárd forintért, a novemberben eladott, előfinanszírozást szolgáló 10 és 30 éves futamidejű kötvény egyenként 1,25 milliárd euróért, összesen 895,2 milliárd forint nagyságrendben. A devizaadósság növekedéséhez járult még hozzá egy 50,2 milliárd forintos belföldi devizakötvény kibocsátása és 456,4 milliárd forintnyi devizahitel lehívása. A forint euróval, illetve a főbb devizákkal szembeni árfolyamának gyengülése miatt 547 milliárd forinttal nőtt hazai törvényes fizetőeszközben kifejezve a devizaadósság. Ugyanakkor a devizaadósságot csökkentette az év során összesen 1158 milliárd forintnyi devizahitel törlesztése.



Az államháztartási egyenlegek alakulásához hasonlóan, attól elválaszthatatlanul a koronavírus-járvány következményei a GDP-arányos bruttó államadósság 2011 óta tapasztalt csökkenő trendjét is megállították az Európai Unióban, ugyanis 2020-ban mindegyik tagállam államadósságrátája megugrott. Ez érthető és logikus következmény annak a fényében, hogy a monetáris politika korlátainak, illetve lehetőségeinek a beszűkülése nyomán a válságkezelés súlypontja a fiskális politikára helyeződött át.

Az államháztartási kritériummal megegyezően a válságra való tekintettel az uniós intézmények az államadósságra vonatkozó feltételeket (a konszolidált bruttó államadósság felső korlátja a GDP 60 százaléka lehet, az ennél magasabb rátájú országoknak meghatározott algoritmus és időzítés szerint kell mérsékelniük az adósságrátájukat) is határozatlan időre felfüggesztették.

Összességében a maastrichti kritériumnak való megfelelés tekintetében az államadósság-ráta megugrása nem eredményezett nagyon sok minőségi változást az uniós tagállamok sorrendjében. 2019-ben 16, 2020-ban 13 uniós tagállam államadósságrátája volt a GDP 60 százalékos referencia-értékénél kisebb. A pandémia következtében mindegyik tagállam államadósság-rátája emelkedett, de a korábban kedvező

teljesítményt felmutatott, kedvező kiinduló helyzetű országok közül csak Németország, Finnország és Szlovákia lépte át a kritikus 60 százalékos küszöböt, bár az utóbbi mindössze 0,6 százalékponttal, Írország pedig megközelítette azt. Figyelmet érdemel, hogy amíg 2019-ben csak három ország: Görögország, Olaszország és Portugália államadóssága haladta meg a GDP 100 százalékát, addig 2020-ban már 7 országé: az előbbieket mellett Belgiumé, Spanyolországé, Franciaországé és Ciprusé is.

2. táblázat

A konszolidált bruttó államadósság a GDP százalékában az Európai Unió tagállamaiban

EU-tagországok	2016	2017	2018	2019	2020
EU-27 2020-ban	84,0	81,5	79,5	77,5	90,7
Belgium	105,0	102,0	99,8	98,1	114,1
Bulgária	29,3	25,3	22,3	20,2	25,0
Csehország	36,6	34,2	32,1	30,3	38,1
Dánia	37,2	35,9	34,0	33,3	42,2
Németország	69,3	65,1	61,8	59,7	69,8
Észtország	9,9	9,1	8,2	8,4	18,2
Írország	74,1	67,0	63,0	57,4	59,5
Görögország	180,8	179,2	186,2	180,5	205,6
Spanyolország	99,2	98,6	97,4	95,5	120,0
Franciaország	98,0	98,3	98,0	97,6	115,7
Horvátország	80,8	77,6	74,3	72,8	88,7
Olaszország	134,8	134,1	134,4	134,6	155,8
Ciprus	103,1	93,5	99,2	94,0	118,2
Lettország	40,4	39,0	37,1	37,0	43,5
Litvánia	39,7	39,1	33,7	35,9	47,3
Luxemburg	20,1	22,3	21,0	22,0	24,9
Magyarország	74,9	72,2	69,1	65,5	80,4
Málta	54,2	48,5	44,8	42,0	54,3
Hollandia	61,9	56,9	52,4	48,7	54,5
Ausztria	82,8	78,5	74,0	70,5	83,9
Lengyelország	54,2	50,6	48,8	45,6	57,5
Portugália	131,5	126,1	121,5	116,8	133,6
Románia	37,3	35,1	34,7	35,3	47,3
Szlovénia	78,5	74,1	70,3	65,6	80,8
Szlovákia	52,4	51,5	49,6	48,2	60,6
Finnország	63,2	61,2	59,7	59,5	69,2
Svédország	42,3	40,7	38,9	35,0	39,9

Forrás: Eurostat

A tagállamok államadósság-rátájának az alakulását nagymértékben, de természetesen nem kizárólagos módon befolyásolta a relatív államháztartási egyenlegek változása: az egyenlegromlás, a GDP-arányos deficit növekedése együtt járt az államadósság-ráta emelkedésével. A kérdés az, hogy milyen feltételek mellett tudják finanszírozni a tagállamok a megnövekedett államadósságot. Ez különösen a GDP 100 százalékát meghaladó államadóssággal rendelkező tagállamokat érinti súlyosan. Nemzetközi tapasztalatok alapján a 90 százalék feletti államadósságráta hátrányosan

befolyásolhatja a gazdasági növekedést, különösen akkor, ha ez a magánszektor nagyarányú eladósodásával párosul.

Az államadósság-terheken enyhíthetnek a Next Generation EU keretében nyújtott vissza nem térítendő támogatások, amelyek rövid távon nem növelik a kedvezményezett tagállamokban az államadósságot. (A hosszú távú hatások és hatásmechanizmusok bonyolultabbak.) A pénzügyi források nagy részét a koronavírus-járvány által legnagyobb mértékben érintett tagországok (Olaszország, Spanyolország, Franciaország) fogják kapni. Jelenleg még – részben érthető okokból – nem ismertek az európai uniós intézmények konzisztens elképzelései az államadósságok hosszabb távú konszolidációjáról. A jelek szerint a mostani alacsony globális és uniós hozamkörnyezetben a megnövekedett államadósságok – legalábbis rövid távon – tolerálható kondíciók mellett finanszírozhatók.

Az EU tagállamaival való összehasonlításban a magyar államadósság-ráta nem kiemelkedően magas. Bár az uniós átlagnál nagyobb mértékben nőtt, a 80,4 százalékos 2020.évi érték 10 százalékponttal alacsonyabb a brexit után 27 tagúra olvadt Európai Unió átlagánál. Ehhez azonban figyelembe kell venni, hogy az uniós átlagot nagymértékben felhúzza néhány kiemelkedő mértékben eladósodott nagy ország mutatójának igen magas értéke.

Sokkal kedvezőtlenebb viszont a magyar államadósság-ráta közép- és kelet-európai összehasonlításban. A magyart csak Horvátország 88 százalékos rátája haladja meg, Szlovéniáé megegyezik a magyaréval, a többi országé lényegesen alacsonyabb a magyarénál. Az államháztartási egyenleg alakulása terén Magyarország a közép- és kelet-európai tagországok többségéhez hasonló teljesítményt nyújtott, az államadósság-ráta esetében a kedvezőtlen mutatót és megítélést a magasabb kiinduló érték magyarázza.

Ami a rövid távú kilátásokat illeti, becslésünk szerint a magyar GDP-arányos államadósság 2021-ben is 81 százalék körül lesz. Az államadósság kamatterhe 2020-ban a GDP 2,6 százalékát tette ki, ami viszonylag alacsony költségű finanszírozást tett lehetővé. A jelenlegi alacsony nemzetközi inflációs és hozamkörnyezet fennmaradása esetén (ezt prognosztizáljuk 2021-re a hozamok tekintetében) az államadósság viszonylag elfogadható költséggel finanszírozható, így az erőteljesebb államháztartási konszolidáció kezdete kitolható. Minden esetre a hazai állampapírpiazi hozamok emelkedése az államadósság finanszírozásának negatív kockázata.

Az adósságlejratok, a törlesztések és az előfinanszírozás figyelembe vételével az Államadósság Kezelő Központ 2020. decemberi éves finanszírozási kiadványa 2021-ben 8965 milliárd forint bruttó állampapírkibocsátással számolt, ami a GDP 17,2 százalékának felel meg. Ennek döntő hányada, 94 százaléka forintkibocsátás lesz, a fennmaradó 6 százalék devizára jut. A terv szerint a lakossági állampapírok aránya a bruttó kibocsátásban megközelíti a 40 százalékot. Az ÁKK tehát az államadósságot belső forrásokból, azokon belül is elsősorban a háztartások megtakarításaiból kívánja finanszírozni. Az ÁKK az állampapírok futamidejének a meghosszabbítására is törekszik, ennek jegyében is tervezi forintban denominált zöld kötvény kibocsátását. Nemzetközi devizakötvény-kibocsátásról nincs szó, a deviza-finanszírozás 1 milliárd eurós devizahitel-lehívást és 0,5 milliárd euró egyéb

forrásbevonást (lakossági állampapír euróban) jelent, az előbbi 36 százalékban teljesült 2021 első negyedévében.

Az ÁKK 2021. április 1-jei tájékoztatása szerint a központi költségvetés idei nettó finanszírozási igénye 3332 milliárd forint. Az ÁKK a korábbi kormányzati szándékokkal és törekvésekkel összhangban legalább 1000 milliárd forint összegű nettó lakossági állampapír-kibocsátással nagymértékben támaszkodik a háztartásokra. Továbbra is érvényes az a korábbi cél, amely szerint a lakossági állampapírok állományát 2023-ig 11 ezer milliárd forintra kívánják emelni. 2021. február végén ez 9355 milliárd forint volt. A finanszírozás további eleme az 1500 milliárd forintra emelt államkötvény csereaukciós program az államadósság hátralévő futamidejének a kitolására és egy új 30 éves zöld kötvény kibocsátása 2021 második negyedévtől. Az ÁKK stratégiai célja az adósság portfólió futamidejének fokozatos növelése és a lejárat szerkezet simítása. A 2021-re vonatkozó elsődleges kibocsátási terv 37 százalékban teljesült. Az állam szabad likviditási tartalékai március 31-i állapot szerint a GDP mintegy 5,5 százalékára rúgtak.

Az államadósság forintban történő finanszírozásának hátulütője lehet a devizafinanszírozáshoz képest nagyobb költség. A jelenlegi kedvező nemzetközi hozamkörnyezetben adott esetben alacsonyabb kamatláb mellett lehetne finanszírozni a magyar államadósságot devizakötvény-kibocsátással, mint forintkötvénnyel. Ennek a feltétele azonban a forint euróval szembeni stabil árfolyama vagy felértékelődése. A leértékelődés több mint ellensúlyozhatja a kamatmegtakarítást. A magasabb kamatköltség a világgazdasági kitettség mérséklésének az ára.

Hasonló a helyzet az államadósság lakossági állampapírok révén történő finanszírozása esetén. A háztartásoknak kínált magasabb hozam egyrészt költségesebbé teszi ezt a megoldást, másrészt fragmentálttá teszi a pénzügyi piacot, a nagy kamat-, illetve hozamkülönbségek miatt rontja a bankrendszer működési hatékonyságát.

Végül kockázati tényező lehet megtakarítások alakulása. A válságból való kilábalással összefüggésben növekvő fogyasztás nyomán ugyanis mérséklődhet a háztartások megtakarítása.

3.2. Infláció

Európai kitekintés

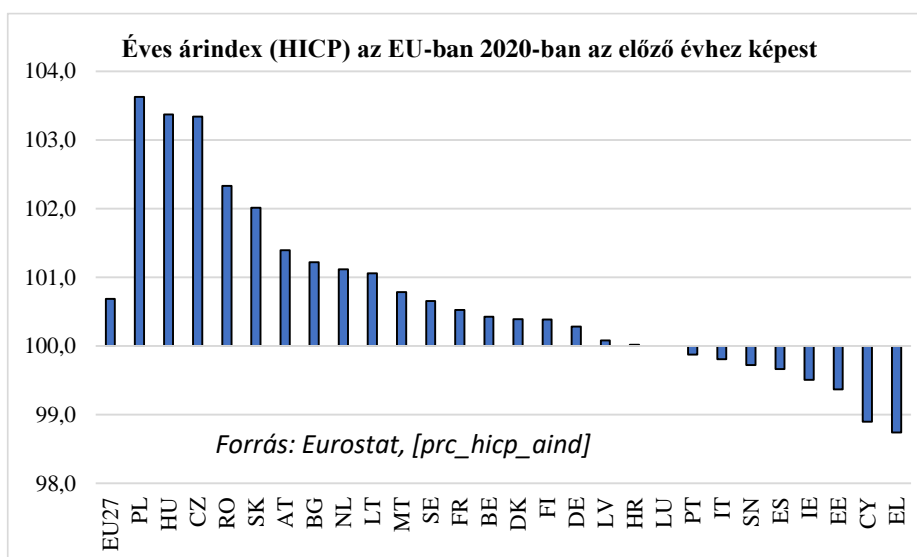
A tavalyi év kivételes körülményei, a járvány és az ezzel járó globális válság, kijárási és utazási megszorítások minden országot sújtottak ugyan, de nem azonos következményekkel jártak a fogyasztói árak alakulására. Egyes országokban az utazási korlátozások drámai következményekkel jártak, ami a fogyasztói árak alakulásában is lecsapódott. Elsősorban azok az országok szenvedték meg a válság következményeit, amelyek óriási turisztikai iparral rendelkeznek, s ezeknek a korlátozását az érintett országok az árak csökkentésével próbálták meg – csekély sikerrel – mérsékelni.

A járvány másik kiemelkedő következménye, a globális termelési láncok és szállítási csatornák megszakadása, vagy legalábbis akadozása az érintett termelőket másként érintette. Esetükben ugyanis nem az árak csökkentése vezethetett (volna) a problémák megoldásához, hanem elsősorban a termelési és ellátási láncok helyreállítása és a termelési akadályok kiküszöbölése. Mindazonáltal, a válság a globális termelési láncok által előállított termékek iránti keresletet is csökkentette, főként a vásárlóerő mérséklődése miatt, de ez más formában – és szelektíven – jelentkezett.

Az Európai Unióban az európai standardnak megfelelő HICP szerkezetben 2020-ban a fogyasztói árak Lengyelországban emelkedtek a legnagyobb mértékben (3,63%-kal). Őt szorosán követte Magyarország (3,36%) és Csehország (3,34%).

Figyelemre méltó, hogy 2020-ban az inflációs rangsor első 5 helyén a V4 országok és Románia állt. Negatív inflációval, a sorrend végén pedig túlnyomórészt dél-európai országok találhatók, vélhetőleg azért, mert a pandémia és a lockdown ezeknek az országoknak a turisztikai és a vendéglátóiparát tépázta meg legnagyobb mértékben. Az észak-nyugat-európai és a balti országokban pedig kifejezetten mérsékelt infláció volt tapasztalható, nulla és 1,2%-os éves árindex-szel, sőt Észtország is a deflációs országok közé tartozott 2020-ban.

Az Európai Unió összesített HICP árindexe 2020-ban 0,69% volt, ami alacsonyabb, mint a 2019. évi 1,4%.

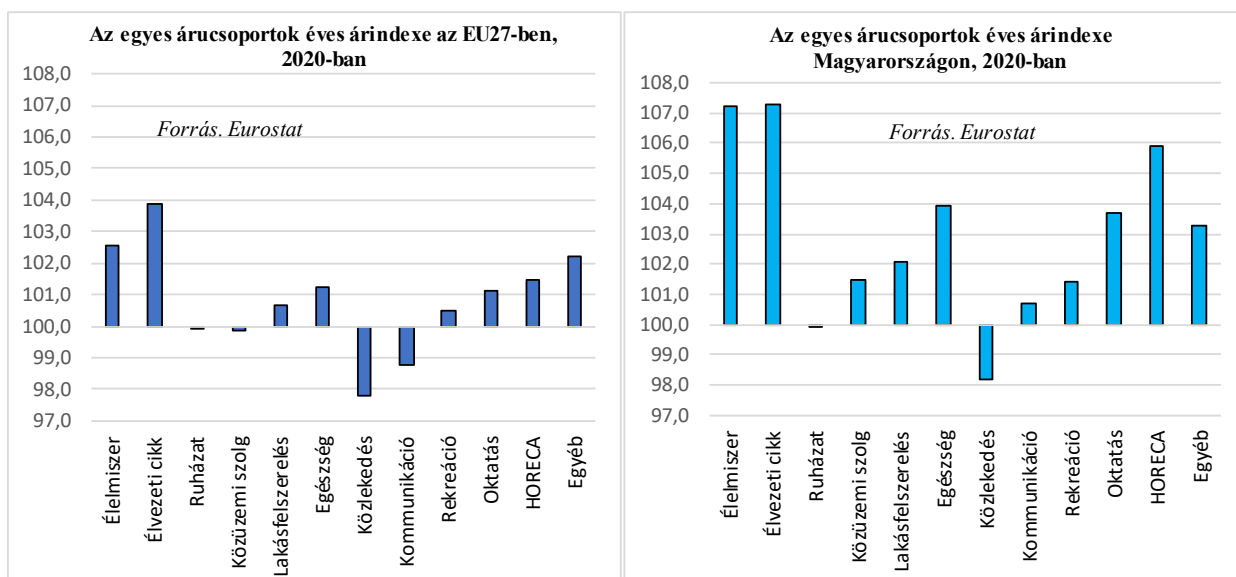


Ami a fogyasztói árindex egyes komponenseit illeti, megállapítható, hogy 2020-ban az EU összességében az élvezeti cikkek és az élelmiszerek áremelkedése volt a legmagasabb az összes áru- és szolgáltatás-csoport közül (3,9, illetve 2,5%). Az áremelkedés tekintetében a harmadik helyen álló csoportba, az ún. „egyéb termékek és szolgáltatások” csoportjába elsősorban lakossági szolgáltatások (többek között gondozási szolgáltatások), pénzügyi és biztosítási szolgáltatások tartoznak.

Csökkenést viszont a közlekedési és a kommunikációs szolgáltatások árszintje: az utóbbi tartós trendnek tekinthető, az előbbi inkább a válsággal összefüggő jelenség. Az egészségügyi, a rekreációs és oktatási szolgáltatások árszintje szintén emelkedő tendenciát mutat az EU-ban, a szálláshely-vendéglátási szolgáltatások (HORECA) árszintje pedig az egyes országokban eltérő mintázatot mutat, de összességében 1,4%-kal emelkedett.

A HICP szerkezetű magyar árindex (amely eltér a magyar árindexszámítás csoportosításától) többé-kevésbé hasonló tendenciákat mutat az áremelkedés szerkezetét tekintve, mértéke azonban számottevően eltér az EU-átlagtól: a magas áremelkedésű termékek és szolgáltatások ára Magyarországon az EU-átlagnál lényegesen jobban emelkedett, a csökkenés pedig jóval szerényebb mértékű volt. Míg az EU-ban az élvezeti cikkek ára 4%-kal nőtt, Magyarországon 7%-ot meghaladó ütemben emelkedett, és az élelmiszerek terén is jócskán meghaladta a magyar áremelkedés mértéke az EU-ban mértet (7,3, illetve 2,6%). Ez arra mutat, hogy a magyar élelmiszer-áremelkedés nem kizárólag egy globális tendencia része, hanem magyar jelenség, ami piaci szerkezeti zavarokra (is) utal, amellet, hogy az alapvetően hazai termékekre támaszkodó zöldség- és gyümölcsárak elszabadulása részben valóban az időjárás anomáliákkal magyarázhatóak.

Számos termékcsoporthoz az EU-átlagnál magasabb árindexe arra hívja fel a figyelmet, hogy a magyar árszínvonal alakulására számottevő hatással volt a forint árfolyamának a gyengülése 2020 folyamán. Emellett az oktatási és egészségügyi szolgáltatásoknak az EU-átlagnál magasabb áremelkedése az állami szolgáltatások és állami támogatások hiányaira mutat rá, ami a járvány idején különösen nagy terhet ró a fogyasztókra, akik gyakran ezeket a szolgáltatásokat a piacról kénytelenek megvásárolni.



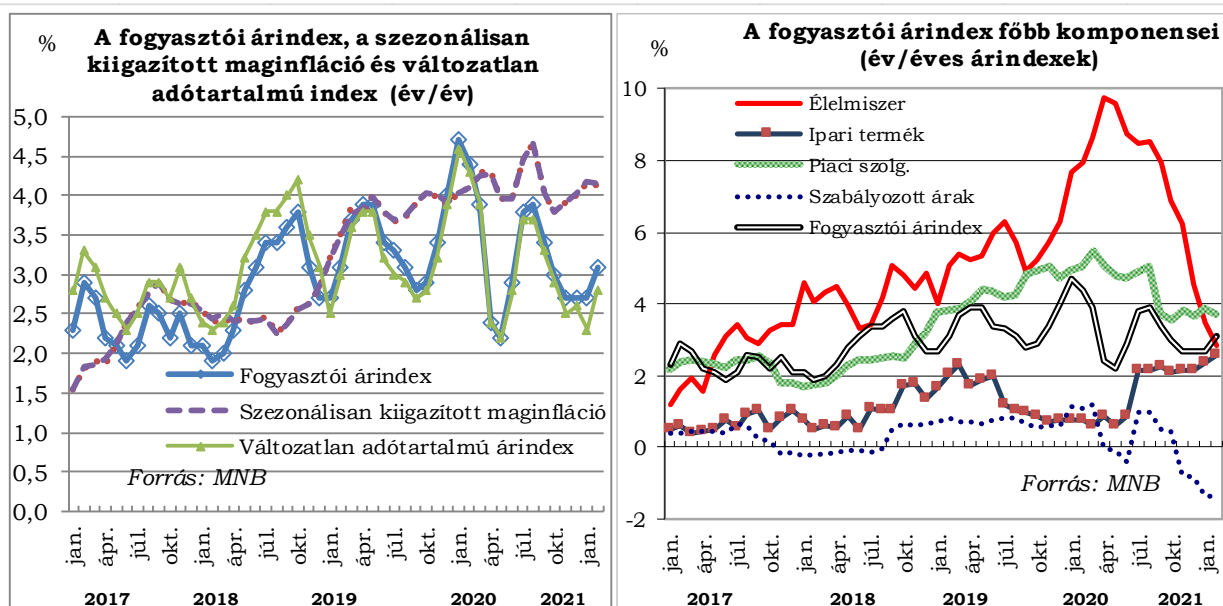
A magyar árindex alakulásának tényezői 2020-ban

2020-ban a KSH által közölt fogyasztói árindex 3,3% volt, ami nagyjából megfelelt a 2019. évi 3,4%-os árindexnek. A legmagasabb áremelkedést az élelmiszerek terén lehetett tapasztalni (7,2%), ezen belül elsősorban a friss hazai és déligyümölcs árak szabadultak el, amely árak 2020-ban 32,6%-kal (!) voltak magasabbak, mint 1 évvel korábban. De jelentős mértékben emelkedtek a húсарak is, a sertés hús pl. 15,3%-kal volt drágább, mint 1 évvel korábban.

Az élelmiszer-árindex 2020 áprilisában tetőzött, 9,8%-os év/éves indexszel, ezt követően lassú mérséklődés történt. A 2020 tavasz végi – nyár eleji kimagasló élelmiszer-árindex részben a különösen rossz időjárási viszonyok és gyümölcs-termés következménye volt, de feltehetőleg szerepet játszott az is, hogy a kijárási korlátozások első hónapjaiban a lakosság árérzékenysége – az élelmiszer-beszerzések bizonytalanná válásától való félelmek következtében – jelentősen csökkent.

A második legmagasabb áremelkedés az élvezeti cikkek csoportjában következett be (6,9%), amit az adótartalom rendszeres emelése okozott, elsősorban a dohányárak esetében (10,9%-os árindex). A szolgáltatások terén enyhébb áremelkedés következett be (3%), ami nagyjából azonos volt az előző évvel. A többi termékcsoporthoz képest a tartós fogyasztási cikkek árának a korábbi éveketől jóval nagyobb mértékű emelkedése (1,4%) az árfolyam gyengülése miatt. Az egyéb cikkek-üzemanyagok ára pedig csökkent 2020-ban (1,9%-kal), ezen belül az üzemanyagé 5,6%-kal.

A fenti felsorolás felveti azt a dilemmát, hogy olyan időszakban, amikor a lakosság fogyasztási szerkezete a kijárási tilalom miatt alapvetően megváltozik, a fogyasztói kosár 2 évvel korábbi súlyai – amelyeket a statisztika a standard eljárás mellett alkalmaz – nem tükrözik a fogyasztás tényleges szerkezetét, ezért a hagyományos módon képzett súlyozott éves átlagos fogyasztói árindex torzít. S mivel 2020-ban éppen azoknak a termékeknek és szolgáltatásoknak az ára csökkent, vagy stagnált, amelyeket a háztartások a szokásosnál kisebb mértékben vásároltak, vagy vettek igénybe, és fordítva: azoké emelkedett, amelyek súlya a fogyasztói kosárban éppenséggel nőtt, a hagyományos standard alapján számított éves fogyasztói

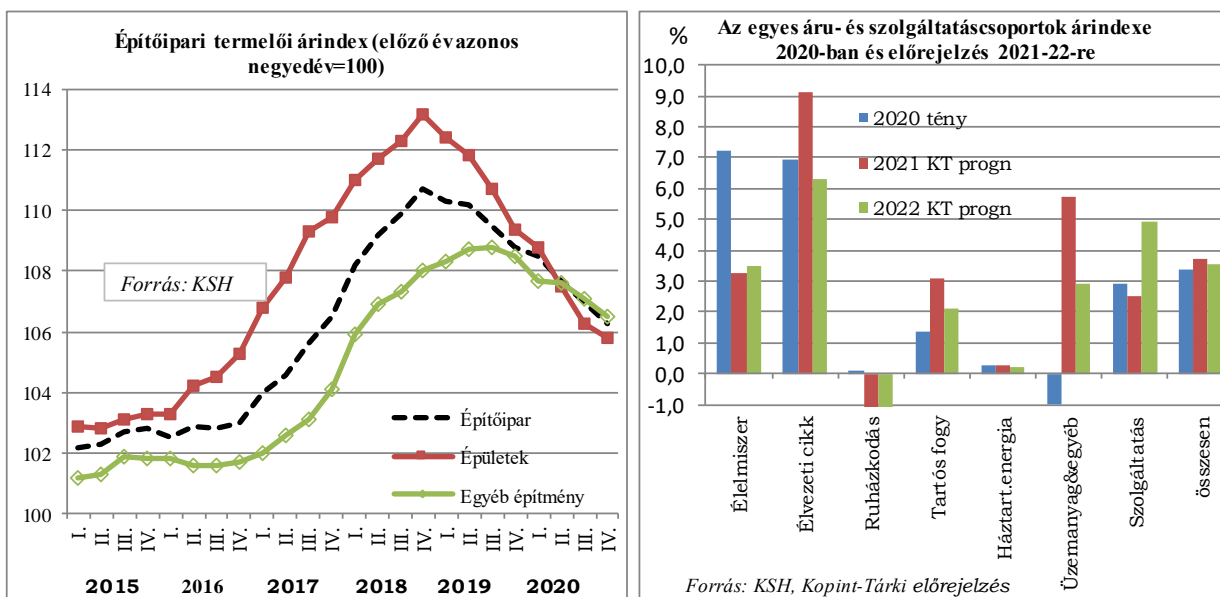


árindex lefelé torzít. Hiába csökkent az üzemanyagok ára, ha a háztartások alig vásároltak üzemanyagot, s alig vásároltak ruházati cikket sem, amelynek az ára stagnált. Másrészt viszont a háztartások fogyasztói kosarában jelentősen megnőtt az élelmiszerek súlya, amelynek az ára kimagasló mértékben emelkedett. Átlagon felüli mértékben nőtt a magán-egészségügyi szolgáltatások ára is (5,3%), amelyeket feltehetőleg szintén nagyobb mértékben vettek igénybe a háztartások a pandémia idején.

A fentiek következtében becslésünk szerint a ténylegesen megvalósult átlagos áremelkedés a statisztikailag – módszertanilag helyesen – kimutatott árindex-nél jóval magasabb, akár a 4%-ot is meghaladó lehetett. Az már egy másik kérdés, hogy mit lehet kezdeni a fogyasztói kosár szerkezetének 2020. évi eltolódásával majd 2022-ben, amikor a 2020. évi – remélhetőleg már nem aktuális – súlyokat kell majd alkalmazni.

2020-ban a maginfláció (4,1%) jelentősen meghaladta a mért inflációt, ami az idei évre kitekintve is viszonylag erős inflációs nyomást jelez.

2021 első negyedében az átlagos fogyasztói árindex valamivel alacsonyabb volt (3,1%), mint 2020 átlagában. Ezen belül azonban emelkedő tendenciát mutat: a januári 2,7%-os árindex februárra, 3,1, majd márciusra már 3,4%-ra ugrott. Ez a tendencia a következő hónapokban is fennmarad úgy, hogy a korányári hónapokban mindenképpen 4% feletti árindex várható (márcsak a bázishatás miatt is). Ez az év további hónapjaiban valamelyest mérséklődhet, de nincs arra esély, hogy a havi árindex ismét 3% alá csökkenne, sőt 2021 utolsó hónapjaiban ismét 4% fölé emelkedhet az infláció üteme. Ezen megfontolások és várakozások alapján **2021-re 3,8%-os árindexet jelzünk előre**, felfelé mutató kockázatokkal. Ez a prognózis nagyjából megegyezik az MNB 3,8-3,9%-os inflációs előrejelzésével, de több piaci előrejelző már 4% feletti árindexet prognosztizál 2021-re, sőt vannak ennél magasabb becslések is. Ez természetesen megtörténhet, mivel a mai, a pandémia által meghatározott turbulens világban meglepő fejlemények állhatnak elő. Ezért tanulmányunk sem zárja ki a 4% feletti inflációs rátát 2021-ben, de nem ezt tartja a legvalószínűbbnek.



Ez az előrejelzés azon a várakozáson alapul, hogy 2021-ben nem ismétlődik meg az *élelmiszerárak* tavalyihoz hasonló emelkedése. Az időjárási feltételeket természetesen nem látjuk előre, de a keresleti nyomás minden bizonnyal enyhül, a beszerzési források felszabadítása miatt pedig a lakosság árérzékenysége erősödik. Akárhogyan is alakuljon a járványhelyzet, a háztartások már kiépítették az alternatív beszerzési forrásaikat és szokásaikat, és a házhozszállítási kínálat is jelentősen bővült, ami fékezi az élelmiszerárak elszabadulását.

2021-ben ugyanakkor az *élvezeti cikkek* vehetik át az áremelkedés motorját. Ez a termékcsoport ugyan jóval kisebb súllyal rendelkezik a fogyasztói kosárban, mint az élelmiszerek, azonban az adótartalom folyamatos emelése gondoskodik az árak számottevő emelkedéséről (előrejelzésünk szerint éves szinten megközelíti a 10%-ot).

Az áremelkedést hajtó másik tényező az *üzemanyagárak* alakulása lehet, bár e téren több a bizonytalanság. Az év első három hónapjában a viszonylag magas árindex kialakulásában kiemelkedő szerepet játszott az üzemanyagárak emelkedése, amit a világpiaci olajár-emelkedés okozott. Mivel idén nem várunk további jelentős olajár-emelkedést, ez a tényező feltehetőleg a továbbiakban már nem fog számottevő árfelhajtó hatást gyakorolni.

Nem csak 2021 első három hónapjában, hanem már 2020 ősztől emelkedni kezdett a *tartós fogyasztási cikkek* ára, amit elsősorban a forint gyengülése magyaráz. Az elmúlt évek folyamatos árfolyamgyengülése – érdekes módon - viszonylag hosszú időn keresztül kevésbé érvényesült a tartós fogyasztási cikkek áraiban, 2020 ősztől azonban egyre magasabb árindexet eredményezett. 2021 első három hónapjában ennek a termékcsoporthoz az átlagos árindexe már igen magas volt (3,5 év/év). Árindex-előrejelzésünk azon alapul, hogy ez a tendencia az év folyamán visszafogott marad. Amennyiben viszont a forint gyengülése folytatódik 2021 további hónapjaiban, akkor a tartós fogyasztási cikkek áremelkedése akár erősödhet is. Ez felfelé mutató kockázatot jelent.

Jelentős bizonytalanságot rejt magában a *piaci szolgáltatások* árának az előrejelzése. Kérdés, hogy a korlátozások feloldása milyen keresletet vált ki a fogyasztói szolgáltatások iránt, és ez milyen méretű áremelkedéshez vezethet. Egyfelől lehetséges, hogy a szolgáltatók az elmúlt évben elszenvedett veszteségeiket áremeléssel igyekeznek kompenzálni. Másfelől, bizonytalan még, hogy a háztartások hogyan reagálnak a korlátozások feloldása következtében megnyíló új fogyasztási lehetőségekre. Minden bizonnyal jelen lesz az elhalasztott kereslet hirtelen felszínre törése, ugyanakkor nem zárható ki a válság által megrendült pénzügyi helyzetű háztartások óvatos fogyasztási motívuma sem. Kérdés az is, hogy a kormány még idén visszavezeti-e a 2020 áprilisában megszüntetett parkolási díjat. Előrejelzésünk szerint erre 2021-ben nem fog sor kerülni, de amennyiben mégis megtörténik, az pár tized százalékponttal feljebb viheti az éves árindexet.

2022-ben az ideinél valamivel alacsonyabb, 3,5% körüli fogyasztói árindexet jelzünk előre.

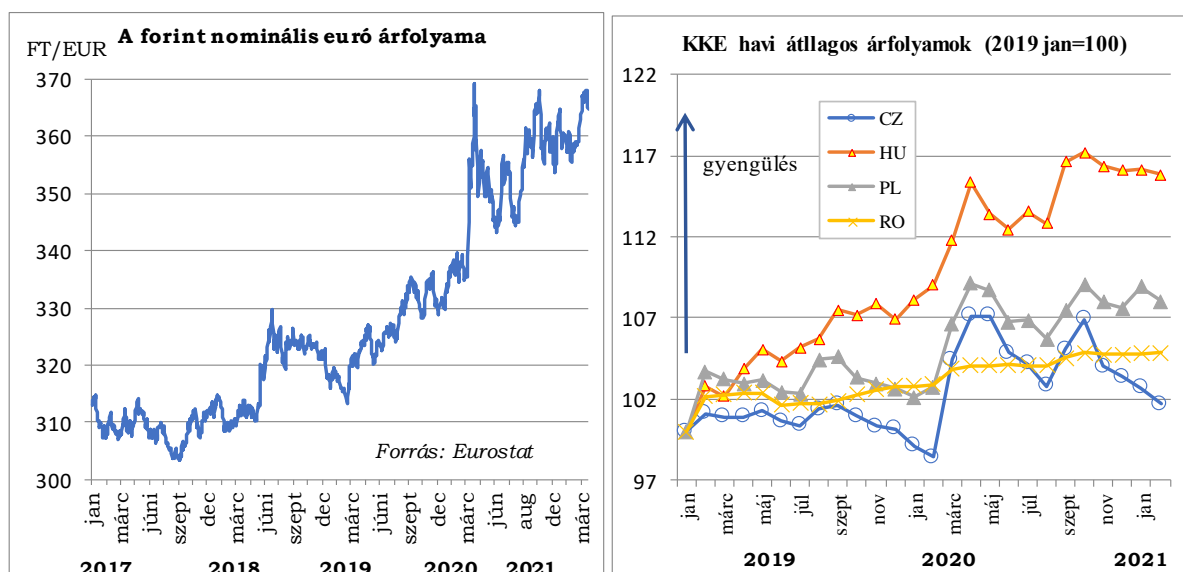
3.3. Pénz- és tőkepiaci folyamatok

Árfolyam

A forint euróval szembeni éves átlagárfolyama a 2019. évi 325,35-ről 2020-ban 8 százalékkal, 351,17 forintra értékelődött le. Az árfolyam hosszabb ideje gyengülő pályán van, amit időszakonként eltérő intenzitással külső és belső tényezők alakítanak. A főbb külső tényezők közül a koronavírus-járvánnyal és gazdasági következményeivel kapcsolatos aggodalmak, a dollár euróval szembeni árfolyamalakulása, a globális inflációs, jegybanki kamatláb- és pénz- és tőkepiaci hozamvárakozások és a kockázati „étvágyban” bekövetkező változások, a belsők közül a nemzetközi összehasonlításban laza monetáris politika és magas infláció említhető.

Az éven belüli folyamatokat tekintve a forint euróval szembeni havi átlagárfolyama 2021 márciusában 2020 januárjához viszonyítva 9,3 százalékkal értékelődött le. Ezzel szemben a közép-és kelet-európai devizák esetében ennél kisebb mértékű volt a gyengülés az euróval szemben: például a román lei és a cseh korona mindössze 2,3, illetve 3,8 százalékkal, a lengyel zloty ennél nagyobb mértékben, de a forinttal sok tekintetben együtt mozogva 8,2 százalékkal gyengült. Miközben az árfolyammozgások iránya hasonló volt, a különbség nem csekély mértékben tükrözheti a hazai belső tényezők hatásait. Idén márciusban a hazai deviza árfolyama hektikus mozgások közepette megközelítette a 2020. április 1-jei 369,58 forintos maximumot, majd összességében valamelyest erősödött. A forint dollárral szembeni éves átlagárfolyama kedvezőbb volt, az euró/dollár árfolyam magyar szempontól kedvezőbb alakulásának hatására a 2019. évi 301,19 forintról 2020-ban mindössze 2 százalékkal, 308,22 forintra gyengült.

Az árfolyamot stabilizáló, illetve erősítő tényező lehet 2021-ben a külső környezet oldaláról a világgazdasági feltételrendszer normalizálódása (bár számottevő negatív kockázatok mellett). Ezt ellensúlyozhatja viszont a globális inflációs félelmekkel is összefüggésben a dollárban denominált eszközök hozamának az emelkedése, aminek nyomán erősödhet a dollár a főbb devizákkal, így az euróval szemben is. A dollár erősödése a mögötte meghúzódó hozamemelkedéssel hátrányosan érinti a



felzárkózó országok devizáinak, köztük a forintnak az árfolyamát, különösen ez utóbbiak kamatlábszintjének változatlansága esetén.

Az árfolyamot alakító hazai gazdasági-pénzügyi fundamentumok szempontjából lényeges negatív tényező az államháztartási hiány és az államadósság megnövekedése 2020-ban és 2021-ben, a folyó fizetési mérleg többletének várható apadása és az inflációs nyomás erősödése az idén, különösen abban az esetben, ha a reálkamatlábszint nemzetközi összehasonlításban alacsony marad. Mindezt azonban ellensúlyozhatják a tőkemérlegben megjelenő jelentős nagyságrendű európai uniós transzferek, bár ezekhez is kapcsolódnak bizonyos kockázatok. A beáramló uniós források a devizatartalék emelkedésén (2021. március végén 32 milliárd euró) keresztül hozzájárulnak a külső finanszírozási képesség javulásához, ennek révén a forint elleni esetleges spekulációval szembeni védekezéshez. Ezek a tényezők az árfolyam stabilizálódásának az irányába hatnak.

Rövid távon az MNB változatos közvetett eszköztárral rendelkezik a forint árfolyamának stabilizálására, illetve erősítésére (az egyhetes betéti kamatláb emelése, swapeszközök stb.). Az MNB-nek ugyan nincs deklarált árfolyamcélja, de figyelemmel kíséri az árfolyamalakulást. Bár ezt nem lehet prognosztizálni, szerintünk nem valószínű, hogy az MNB az idén engedje gyengülni az árfolyamot a pszichológiai határnak tekinthető 370 forint fölé, abban az eddig ismeretlen tartományban ugyanis nagy a bizonytalanság a hazai és a külföldi gazdasági szereplő magatartását illetően. Az MNB olyan túlzottan gyenge árfolyamot sem tolerálhat, amely mellett tömegesen váltják át a gazdasági szereplők forintjukat euróra, azaz megindul a forinttól való szabadulás. A túlzottan gyenge forint egyébként az MNB inflációs céljainak az elérését is nehezíti. Kérdés, hogy hol van az a jegybanki kamatlábszint, amely mind az árfolyam, mind pedig az infláció szempontjából megfelelő, miközben nem gátolja a gazdasági fellendülést. Mindezek alapján 2021-ben a forint euróval szembeni árfolyamának kismértékű gyengülése várható, viszonylag jelentős rövid távú volatilitás mellett.

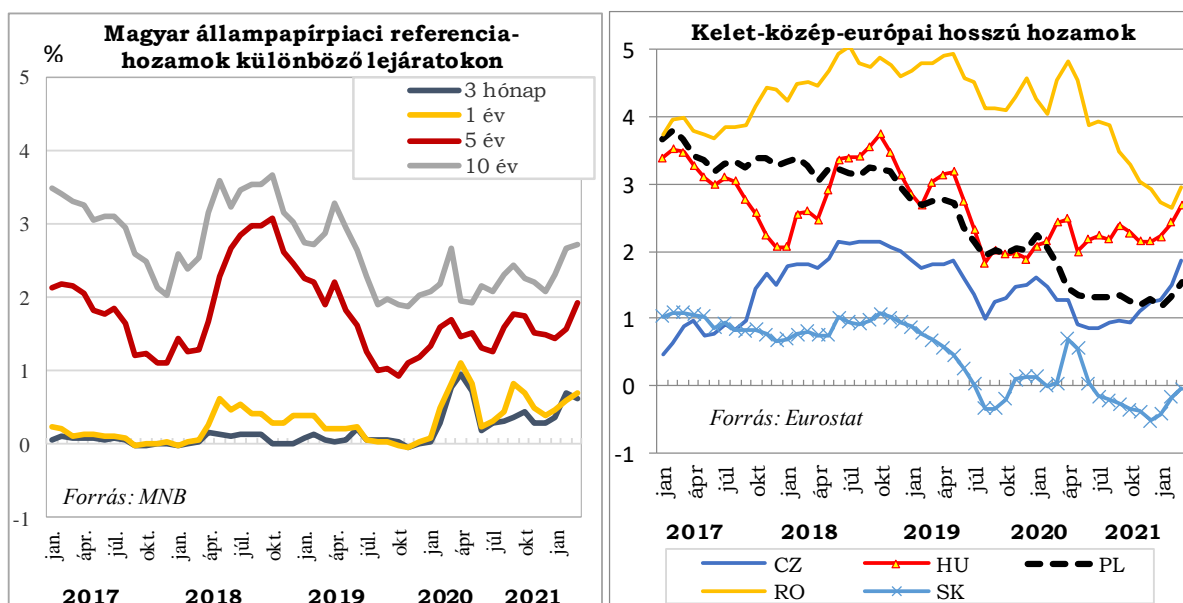
Lefelé irányuló, negatív kockázat a koronavírus-járvány elhúzódása vagy újabb hulláma (például a vírus mutációja, a nem megfelelő védekezési stratégiák stb. következtében), aminek nyomán újabb feszültségek és turbulenciák keletkezhetnek a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon. Az utóbbi időszak tapasztalatai alapján a forint euróval szembeni árfolyama igen erőteljesen reagált a koronavírus-járvány fejleményeire. A járványhelyzet romlásakor a forint gyengült az euróval szemben, mert a piaci szereplők kerülik a kockázatokat, míg a pozitív hírek hatására az árfolyam stabilizálódott vagy erősödött.

Állampapír-piaci hozamok

Az állampapírpiaci hozamokat 2020-ban is nagymértékben befolyásolták külső, globális hatások, azok közül is elsősorban a gazdasági szereplők „kockázati étvágyának” a változásai és a világ vezető jegybankjainak a koronavírus-járvány gazdasági következményeire adott reakciói, illetve belső tényezők, beleértve a hazai monetáris politika reagálásait. Összességében 2020 januárja és decembere között a referenciahozamok havi átlaga a három hónapos, az 1, az 5 és a 10 éves lejáraton egyaránt emelkedett, de számottevő havi ingadozások mellett. Különösen a hozamgörbe rövid oldalán voltak hektikus mozgások. Az MNB adatai alapján a 3 hónapos diszkont kincstárjegyek referenciahozama a januári 0,03-ról 0,32 százalékra nőtt, de ezen belül áprilisban 0,95, júniusban 0,18 százalék volt.

2021 első három hónapjában folytatódott az emelkedés, a referenciahozam a tavaly decemberi 0,28-ról idén márciusban 0,61 százalékra növekedett a 3 hónapos lejáraton, az ötéves hozam pedig 1,47%-ról 1,91%-ra. Még jelentősebb volt a hozamemelkedés a 10 éves lejáraton: 2020. decembere és 2021 márciusa között 2,08%-ról 2,71%-ra. Kommunikációja szerint az MNB addig folytatja az állampapírvásárlási programját, ameddig az a koronavírusjárvány miatti gazdasági és pénzügyi fejlemények miatt indokolt. A monetáris transzmisszió javítása révén a program egyfajta védőháló szerepet tölt be az állampapírpiaccon.

Közép- és kelet-európai összehasonlításban az Eurostat adatai szerint a maastrichti konvergenciakritériumok között szereplő hosszú állampapírok átlaghozama 2020 ősze óta – Románia kivételével – minden országban emelkedett. A hozam 2021. márciusában lényegesen kisebb volt a magyarnál Szlovákia (-2,73 százalékpont), valamint 1,15, illetve 0,81 százalékponttal kisebb Lengyelország és Csehország esetében. A román hozamok 2020 áprilisa és 2021 februárja között meredeken zuhantak, a noha márciusban ismét emelkedtek, már csak 0,28 százalékponttal haladják meg a magyart.



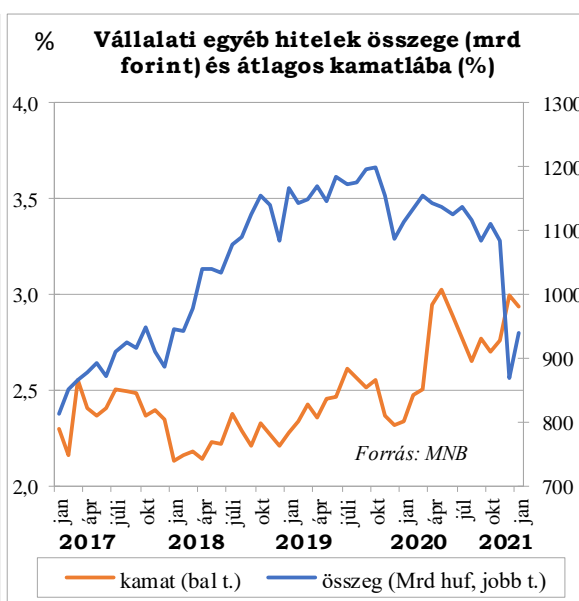
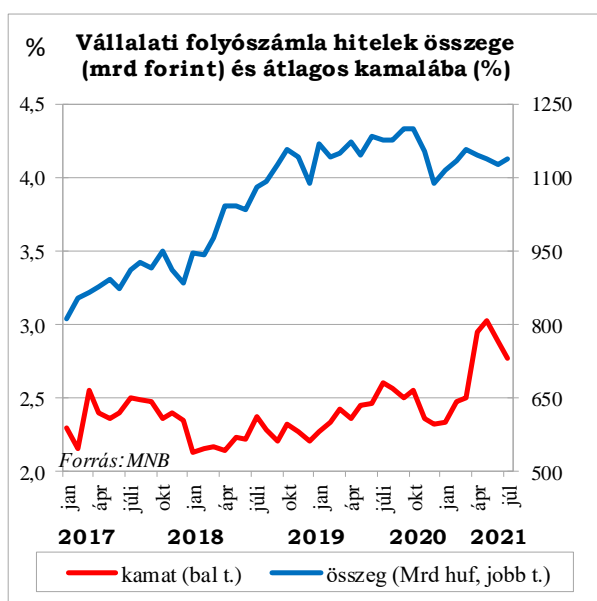
3.4. Vállalati és lakossági hitelek és kamatok

Vállalati hitelek

A koronavírus járvány elleni védekezés érdekében meghozott korlátozások, illetve a gazdaság várható alakulásához kapcsolódó bizonytalanságok jelentősen befolyásolják a 2020. évi hitelezési folyamatokat. Az MNB statisztikái szerint a második negyedévben a nem pénzügyi vállalatok hitelállománya a folyósítások és törlesztések eredőjeként 166,5 milliárd forinttal zsugorodott az első negyedévhez képest. Ez a devizahitelek állományának 184,8 milliárd forintos visszaesésére vezethető vissza, amit nem ellensúlyozott a forinthitelek csekély mértékű növekedése. A teljes hitelállomány a forinthitelek előretörése nyomán a harmadik negyedévben 329,2 milliárd, a negyedikben 157,9 milliárd forinttal nőtt, a devizahitelek állománya mindkét negyedévben visszaesett.

A negyedéves adatok tükrözik a koronavírus-járvány éven belüli lefutását: a második negyedévi sokk után a jelek szerint a vállalati szféra a harmadik és a negyedik negyedévben jobban alkalmazkodott a megváltozott körülményekhez, mint a másodikban. Összességében a vállalati hitelállomány decemberi állapot szerint 2020-ban 12,8 százalékkal emelkedett 2019-hez képest, ami árnyalattal kedvezőbb az előző évi 11,3 százalékos bővüléssel szemben. Ugyanakkor módosult a szerkezet, a deviza aránya 45-ről 38 százalékra mérséklődött, amiben nagy valószínűséggel a forint euróval szembeni árfolyamának a gyengülése is lényeges szerepet játszhatott.

A koronavírus-járvány következményei által kiváltott éven belüli ciklus rányomta a bélyegét az új hitelfelvétel alakulására is. A forint alapú egyéb hitelek korábban tapasztalt 180-200 milliárd forintos havi összege áprilisban és májusban alig haladta meg a 100 milliárd forintot, és noha júniusban és júliusban látványos korrekció történt, a második negyedévben összességében 17 százalékkal csökkent az új szerződések értéke az egy évvel korábbi időszakhoz képest. A második félév átlagában közel 290 milliárd forint körül stabilizálódott a havi új hitelfelvétel.



A folyószámlahitelek havi összege a 2020. márciusi 1154 milliárd forintos éven belüli csúcs óta csökkenő tendenciát mutatott. Ebben szerepet játszhatott a folyószámla-hitelek egyéb hiteleknel valamivel magasabb költsége is. 2020-ban az előző évhez képest 5,3 százalékkal kevesebb folyószámla-hitelt vettek fel a nem pénzügyi vállalkozások.

A hitelezési aktivitás fenntartásában szerepe volt az MNB által indított NHP Hajrá programnak is, amelynek keretében eddig 28 ezer vállalkozás több mint 1800 milliárd forint összegben jutott forráshoz. Az MNB inflációs jelentése szerint az új kibocsátások több mint fele, míg a kkv-hitelek mintegy 90 százaléka április óta a program keretein belül valósult meg.

Összességében az MNB arra számít, hogy a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2022 elejére 6 százalékra lassulhat, majd fokozatosan emelkedve visszatérhet a 10 százalék körüli szintre.

A tavaszi megugrást követően az egyéb hitelek kamatlába terén némi korrekció történt. Többhavi emelkedés után a júniusi 2,83-ról 2021 januárjában 2,57 százalékra mérséklődött a mutató. Ebben nem csekély szerepe lehetett annak, hogy az NHP Hajrá hitelt 2,5 százalékot alig meghaladó kamatláb mellett nyújtják a kereskedelmi bankok.

Háztartási hitelezés

A koronavírus-járvány érzékenyen érintette ugyan a háztartási hitelezést, ám a finanszírozás iránti kereslet visszaesését mérsékelte a babaváró hitel 2019. évi bevezetésének 2020-ra átnyúló hatása. E két ellentétes hatás eredményeként az MNB tájékoztatás szerint a hitelállomány a második negyedévben 232 milliárd forinttal bővült. A június végi 7567 milliárd forintos háztartási hitelállomány 19,6 milliárd forintos növekedést jelent az egy évvel korábbi szinthez képest. A mutató növekedéséhez az is hozzájárult, hogy a törlesztési moratórium bevezetése óta lassabb az állomány amortizációja. A második negyedéves bővülés 60 százaléka, nagyjából 140 milliárd forint vezethető vissza a babaváró hitelek folyósítására, a lakáscélú hitelek állománya 88 milliárd forinttal, a fogyasztási hitelek pedig 6 milliárd forinttal bővültek.

Az új szerződések alakulása esetében már erőteljesebben kirajzolódik a koronavírus-járvány hatása. Az előző évhez képest 2020-ban az új lakás- és fogyasztási hitelek 9 százalékkal estek vissza. Ezen belül azonban a lakáshitelek 1,8 százalékkal nőttek, miközben a fogyasztási hitelek 15,6 százalékkal csökkentek. Havi lefutásban a fogyasztási hitelek összegnek alakulása követte a koronavírus-járvány hullámait, a lakáshiteleké egyenletesebb volt. Ez utóbbiban a romló makrogazdasági környezet ellenére jelentős szerepe lehetett a babaváró hitel folyósításának. Ennek ellenére az új lakáshitelekben belül a támogatott hitelek aránya a 2019 januári 21-ről 2021 januárjában 10,6 százalékra zsugorodott.

A lakossági ingatlanhitelezés legfőbb ideai kockázati tényezője a fizetési moratórium 2021. június 30-i befejeződése.

