



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2021
DECEMBER

„... nagy bölcsesség az, ki célt tud tenni maga kívánságainak.”

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2021
DECEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1013 Budapest, Krisztina körút 55.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bank elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli meg. Az alacsony infláció hosszabb távon tartósan magasabb növekedést és kiszámíthatóbb gazdasági környezetet biztosít, mérsékli a lakosságot és vállalkozásokat egyaránt sújtó gazdasági ingadozások mértékét.

A jegybank az inflációs célkövetés rendszerében 2005 augusztusától a 3 százalékos középtávú cél körüli infláció biztosításával törekszik az árstabilitás megvalósítására. A Magyar Nemzeti Bank legfontosabb döntéshozó testülete, a Monetáris Tanács negyedévente tekinti át teljes körűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. Az Inflációs jelentés című kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóságain készült előrejelzést az infláció várható alakulásáról és az azt meghatározó makrogazdasági folyamatokról. Az előrejelzés endogén kamatpolitikai szabály alkalmazásán alapul; míg a monetáris politika által nem befolyásolható gazdasági változók esetében a korábban kialakított előrejelzési szabályokon alapul.

Az elemzés, a Közgazdasági elemzésekért és versenyképességért felelős ügyvezető igazgató általános irányítása alatt készült. A jelentés elkészítésében a Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések, a Pénzügyi rendszer elemzése, és a Nemzetközi monetáris politikai és gazdaságtudományi ismeretterjesztési igazgatóság munkatársai vettek részt. A publikációt Virág Barnabás, Monetáris politikáért és pénzügyi stabilitásért felelős alelnök hagyta jóvá.

A jelentés készítése során értékes tanácsokat kaptunk az MNB más szakterületeitől és a Monetáris Tanácstól.

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2021. december 11-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	11
1.1. Inflációs előrejelzésünk	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	16
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	24
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	30
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	34
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	34
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	40
3.3. Munkaerőpiac	46
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	48
3.5. Költségek és infláció	49
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	54
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	54
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	56
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	58
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	58
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra	60
5.3. Költségvetési folyamatok	62
6. Kiemelt témák	65
6.1. Mitől alakulhat ki infláció?	65
6.2. Az inflációs cél elérésének szerkezete	71
7. A 2021. és 2022 évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	74
Ábrák és táblázatok jegyzéke	75

Keretes írárok jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	14
1-2. keretes írás: Emelkedő energiaárak gazdasági hatásai	20
1-3. keretes írás: A 2022-es minimálbér-emelés makrogazdasági hatásai	26
3-1. keretes írás: Külső konjunktúra és az árukereskedelmi mérleg romlását meghatározó tényezők	44
3-2. keretes írás: Külső és belső hatások a hazai inflációban	52

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A jegybank elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi stabilitás fenntartását és a Kormány gazdaság-, illetve környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját.

2021 harmadik negyedévében lassult a világgazdaság kilábalása, miközben a koronavírus-járvány negyedik hulláma és az új vírusváltozat megjelenése a helyreállást övező kockázatok újbóli emelkedését okozta. Az infláció számos ország esetében több évtizedes csúcsra emelkedett, amelyet a nyersanyag- és energiaárak tartós növekedése mellett az egyre több piacon megfigyelhető ellátási nehézségek is súlyosbítottak.

2021 harmadik negyedévében az Egyesült Államok és Kína gazdasága egyaránt 4,9 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A világ két legnagyobb gazdaságával ellentétben az Európai Unió teljesítménye továbbra is elmarad a válság előtti szinttől. A harmadik negyedévben az Európai Unió gazdasága 4,1, míg az eurozóna 3,9 százalékkal növekedett éves alapon. A gazdasági teljesítmény a régiós országok közül Romániában és Lengyelországban már az előző negyedévben is meghaladta a válság előtti szintjét. A koronavírus-járvány negyedik hulláma és az új vírusváltozat megjelenése a gazdasági helyreállást övező kockázatok újbóli emelkedését okozza.

Az infláció az elmúlt hónapokban számos ország esetében több évtizedes csúcsra nőtt. Az infláció emelkedésének hátterében elsősorban a nyersanyag- és energiaárak tartós növekedése áll, amelyhez hozzájárulnak az egyre több piacon megfigyelhető ellátási nehézségek és a gazdaságok első félévi újranyitásából eredő hatások. A tartós emelkedés következtében számos országban a jegybanki cél felett alakul a fogyasztóiár-index. Az Egyesült Államokban novemberben 6,8 százalékra, míg az eurozóna esetében az előzetes novemberi inflációs mutató 4,9 százalékra nőtt. Régiókban a fogyasztóiár-index Csehország, Lengyelország és Románia esetében is meghaladja a jegybanki toleranciasáv felső szélét.

Az elmúlt időszakban a globálisan meghatározó jegybankok szigorúbb irányultság felé mozdultak el. A régiós jegybankok többsége szigorította a monetáris kondíciókat.

A Federal Reserve döntéshozói változatlanul hagyták az irányadó ráta célsávját, amely így továbbra is 0–0,25 százalékos szinten maradt. A jegybank a novemberi döntésével összhangban megindította az eszközvásárlási programjának kivezetését. Ennek értelmében az eszközvásárlások havi üteme az eddigi 120 milliárd dollárról novemberben 105 milliárd dollárra, decemberben pedig 90 milliárd dollárra csökken. A jegybank szerint az eszközvásárlási program lassítása nem szolgál információval az irányadó célsáv várható pályájára vonatkozóan, a kamatemelésről pedig nem tárgyalnak a döntéshozók, amíg a munkaerőpiac nem éri el a teljes foglalkoztatást. Azonban a jegybank november végi kommunikációja alapján az eszközvásárlások kivezetése a bejelentettnél gyorsabb ütemben is végbe mehet, amelyet várhatóan a decemberi kamatdöntő ülésen fognak tárgyalni. Az Európai Központi Bank Kormányzótanácsa változatlanul hagyta az irányadó rátákat és megerősítette, hogy a vészhelyzeti eszközvásárlási program (PEPP) keretében történő vásárlásokat továbbra is némileg alacsonyabb ütemben folytatja, mint az idei év második és harmadik negyedévében. A PEPP program a jelenlegi iránymutatás szerint 2022 márciusában érhet véget. A jegybank a kommunikációja alapján decemberben dönt az eszközvásárlások jövőbeli alkalmazásáról.

Régiókban a cseh jegybank szeptemberben 75, majd novemberben 125 bázisponttal emelte az alapkamatot. A jegybank emellett megerősítette korábbi jelzését, amely szerint a döntéshozók készen állnak az alapkamat további emelésére az őszi előrejelzéssel összhangban. A lengyel jegybank októberi kamatdöntő ülésén 40, novemberben 75, majd decemberben 50 bázisponttal emelte az irányadó rátáját. A román jegybank októberben és novemberben 25-25 bázisponttal 1,75 százalékra emelte az alapkamatot, emellett novemberben 100 bázispontból 150 bázispontszáma szélesítette a kamatfolyosót.

A fejlett piaci befektetői hangulat az elmúlt negyedévben lényegében nem változott, ugyanakkor az inflációs kockázatok erősödésével, valamint a fejlett országok jegybankjainak szigorító üzeneteivel párhuzamosan a feltörekvő kötvény- és devizapiacok volatilitása emelkedett.

Az elmúlt negyedévben a kockázatvállalási hajlandóságot az emelkedő inflációs folyamatok és az ehhez kapcsolódó monetáris politikai üzenetek, valamint a koronavírus delta és omikron variánsának terjedése határozta meg. A jelentősen megemelkedett nyersanyag- és energiaárak tovább fokozták az inflációs félelmeket a piacokon. Az amerikai és a német állampapírhozámok emelkedtek az időszak nagy részében, ugyanakkor az időszak végén az omikron variáns megjelenéséhez köthető bizonytalanság miatt a szeptember körüli szintjük közelébe korrigáltak. Az időszak nagy részére jellemző hozamemelkedés különösen a hosszabb futamidők esetében volt megfigyelhető. A dollár a fejlett és feltörekvő piaci devizákkal szemben is erősödött, amellyel párhuzamosan tőke kivonás indult meg a feltörekvő piacokról. A fejlett tőzsdeindexek vegyesen alakultak az elmúlt negyedévben.

Az infláció novemberben elérte a csúcsát, amelyet követően decembertől várhatóan fokozatosan csökken, és 2022 negyedik negyedévében visszatér a jegybanki toleranciasávba.

Az infláció novemberben elérte a csúcsát, amelyet követően decembertől várhatóan fokozatosan csökken. Az infláció rövid távú alakulását a bázis- és adóhatások kifutása, az üzemanyagárakra bevezetett árplafon és az év eleji átárzások mértékének eredője határozza meg. 2021-ben a fogyasztói árak összességében éves átlagban 5,1 százalékkal emelkednek. A maginfláció a következő hónapokban emelkedik és 2022 közepéig 6 százalék közelében alakul, aminek hátterében a nyersanyag- és energiaárak növekedésének, a szállítási költségek emelkedésének, valamint az egyre szélesebb körű ellátási nehézségek begyűrzése áll. Középtávon az árstabilitás elérésében meghatározó szerepe van az inflációs várakozások inflációs céllal összhangban lévő szinten történő horgonyzásának.

A proaktív jegybanki lépéseknek köszönhetően, valamint a járvány hatásainak kifutásával és a külső inflációs hatások fokozatos mérséklődésével az adószűrt maginfláció a jövő év második felétől csökkenő pályára áll. Az infláció 2022 negyedik negyedévében visszatér a jegybanki toleranciasávba, majd 2023 első félévében éri el a 3 százalékos jegybanki célt. A fogyasztóiár-index 2022-ben 4,7–5,1 százalékon, 2023-tól az inflációs céllal összhangban alakul.

A magyar gazdaság helyreállási képessége erős.

A gazdaság bővülése várhatóan a korábbinál lassabb ütemben folytatódik, miközben a növekedés szerkezetét kettősség jellemzi. A nemzetközi termelési láncok zavarai, valamint az emelkedő nyersanyag- és energiaárak lassítják a gazdaság helyreállítását, miközben a tovább erősödő belső kereslet tompítja a külső tényezők hatásait. A háztartások fogyasztásának emelkedése folytatódik, amit a jövő évi minimálbér-emelés és a lakossági jövedelmet bővítő kormányzati intézkedések is támogatnak. A minimálbér emelése mellett a feszes munkaerőpiac is az élénk bérdinamika fennmaradása irányába hat.

A magasabb nyersanyag- és energiaárak, valamint a mérsékeltebb külső kereslet 2022-ben visszafogják a vállalatok beruházási aktivitását, ugyanakkor a beruházási ráta – EU-s összevetésben is – magas szinten stabilizálódik. A külső tényezők hatására átmenetileg lassuló export és az élénkebb belső kereslet következtében a nettó export 2022-ben közel semleges hatást fejt ki a GDP-re. A külső piacok és az ellátási láncok helyreállításával párhuzamosan a jövő év második felében az export gyors visszapattanást mutat, amit a kiépült új exportkapacitások is támogatnak. A GDP 2021-ben 6,3–6,5 százalékkal bővül. 2022 első felében a korábbi negyedéveknél lassabb, az év második felében ismételten gyorsuló, az év átlagában 4,0–5,0 százalékos növekedés várható.

A magánszektor hitelbővülése dinamikus maradt a bankok bőséges hitelezési kapacitásai, illetve a támogatott hitelkonstrukciók révén.

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya 475 milliárd forinttal növekedett 2021 harmadik negyedévében, így az éves növekedési ütem 0,9 százalékponttal gyorsulva 9,4 százalékot ért el szeptemberben. A bankok által lejegyzett vállalati kötvényeket is figyelembe véve a hitelintézetek nem pénzügyi vállalati szektor felé fennálló hitel- és kötvényállománya 15 százalékkal növekedett éves alapon a harmadik negyedév végén. A kkv szegmens hitelállományában ugyanezen időszak alatt mintegy 20 százalékos éves növekedés volt megfigyelhető. Előzetes adatok alapján novembertől a fizetési moratóriumban a vállalati hitelállomány 2 százaléka vesz részt, amely alacsonyabb a korábbi 17 százalékos részvételi aránynál. A bankrendszer bőséges likviditása és erős tőkehelyzete a gazdaság újraindulását követően is lehetővé teszi a

bankok számára a magánszektor finanszírozási igényeinek piaci alapú kielégítését. A negyedév során az újonnan kibocsátott vállalati hitelek növekvő aránya – közel háromnegyede – valósult meg piaci alapon. A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme a következő negyedévben az NHP Hajrá keretének kimerülése és a koronavírus-járvány újabb hullámai miatt lassulhat, azonban 2022-től visszatérhet a 8 százalék körüli szintre.

2021 harmadik negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 395 milliárd forinttal bővült, így az éves növekedés 15,6 százalékos volt szeptember végén. A fizetési moratórium miatt lecsökkent tőkeamortizáció, valamint a lakáshitel-kihelyezések korábban nem látott mértéke segítette a háztartási hitelállomány bővülését. Az előzetes adatok alapján a korábbi 28 százalék helyett a lakossági hitelállomány 5 százaléka maradt a szűkített formában folytatódó moratóriumban. A lakáshitel-kihelyezések volumene historikus csúcsot ért el a harmadik negyedév során, míg a személyi hitelek kibocsátása 11 százalékkal maradt el a járvány előtti értéktől.

A bankok mind a lakáshitelek, mind a fogyasztási hitelek esetében további bővülésre számítanak. Ennek hátterében részben a 2021-ben elindult, a lakáspiacot érintő új állami programok, az otthonfelújítási támogatás előfinanszírozása iránt megnövekedett igény, valamint az MNB 2021 októberében elindított Zöld Otthon Programja iránti jelentős érdeklődés állnak. A babaváró hitelek harmadik negyedévi 139 milliárd forintos szerződéskötései szintén nagymértékben hozzájárultak a dinamikus növekedéshez, amely előretekintve támaszt nyújthat a háztartási hitelezésnek a program 2022-es lezárultáig. A támogató környezetnek köszönhetően a háztartási hiteldinamika a következő két évben is 12 százalékot meghaladó mértékben bővíthet.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2022-ben az idei szint körül alakul, majd az előrejelzési horizont végéig fokozatosan javul.

A folyó fizetési mérleg egyenlege a járvány átmeneti hatásai miatt romlik, azonban a külső piacok és az ellátási láncok helyreállításával párhuzamosan fokozatosan emelkedik, amelyet az elmúlt években kiépült új exportkapacitások is támogatnak. Emiatt a folyó fizetési mérleg egyenlege idén és jövőre is három százalékos hiányt mutat a GDP arányában, majd az előrejelzési horizont végéig fokozatosan javul. Ezzel párhuzamosan a gazdaság külső finanszírozási képessége – a 2021-22-es átmeneti csökkenést követően – emelkedik és a horizont végére a GDP 1 százaléka körül alakul.

A 2021-es költségvetési törvény módosítása és a 2022-es költségvetési törvény 2021-ben 7,5 százalékos, 2022-ben 5,9 százalékos GDP-arányos hiányt tervez. Az államadósság-ráta a tavalyi év végi 80,1 százalékos értékéről az idei évben várhatóan 79,8 százalékra, majd az előrejelzési horizont végére 75 százalék közelébe mérséklődik.

A hazai állampapírhozamok emelkedtek, miközben a forint gyengült az euróval szemben.

Az elmúlt negyedévben a hazai állampapírpiazi hozamgörbe a régiókhoz hasonlóan összességében felfelé tolódott. A legnagyobb mértékű emelkedés a görbe rövid és középső szakaszán volt megfigyelhető. A bankközi kamatok, valamint a swaphozamok az alapkamat emelkedésével párhuzamosan nőttek. A forint a régiós devizáknál nagyobb mértékben gyengült az euróval szemben az időszak során. A hazai fizetőeszköz a november végi és a decemberi jegybanki lépésekre erősödéssel reagált.

Az inflációt övező kockázatok továbbra is felfelé mutatnak.

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A tartósan magas külső inflációs környezetet feltételező alternatív forgatókönyv az alapelőrejelzésnél magasabb hazai inflációs és alacsonyabb növekedési pálya felé mutat. A globális ellátási zavarok gyorsabb oldódásával számoló forgatókönyv szerint az alappályánál alacsonyabb inflációs és magasabb növekedési pálya valósul meg. A másodkörös hatások és az inflációs várakozások emelkedésének kockázatát bemutató forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs és magasabb növekedési pályával áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív Szenárióként a visszafogottabb külső keresletet, a vártnál szigorúbb külső monetáris politikai környezetet és emelkedő kockázatkörülést, illetve a versenyképességi reformok megvalósulását feltételező pályákat tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2020	2021	2022	2023	2024
	Tény		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag) ¹					
Maginfláció	3,7	3,9	5,3 - 5,5	2,9 - 3,5	2,7 - 3,3
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,7	3,9	5,3 - 5,5	2,9 - 3,5	2,7 - 3,3
Infláció	3,3	5,1	4,7 - 5,1	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés					
Háztartások fogyasztási kiadása	-1,6	3,0 - 3,1	5,5 - 6,1	3,0 - 3,9	2,4 - 3,5
Közösségi végső fogyasztás ⁶	0,6	4,1 - 4,3	0,9 - 2,0	0,2 - 1,4	0,3 - 1,4
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-6,9	6,9 - 7,1	2,5 - 4,7	1,7 - 4,6	1,6 - 4,5
Belföldi felhasználás	-2,6	5,8 - 5,9	3,6 - 4,4	2,1 - 3,3	1,9 - 3,1
Export	-5,9	7,6 - 7,8	4,5 - 6,1	6,4 - 8,3	4,2 - 5,9
Import	-3,5	7,0 - 7,3	3,9 - 5,5	4,7 - 6,8	2,9 - 4,8
GDP	-4,7	6,3 - 6,5	4,0 - 5,0	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység ⁵	-3,7	3,6 - 3,8	2,8 - 3,8	2,9 - 4,3	2,5 - 3,9
Külső egyensúly ²					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-1,6	(-3,0)-(-3,4)	(-2,5)-(-3,4)	(-1,5)-(-2,4)	(-0,6)-(-1,5)
Külső finanszírozási képesség	0,4	(-0,7)-(-1,1)	(-0,2)-(-1,1)	0,0-0,9	0,2-1,1
Államháztartás					
ESA-egyenleg	-8,0	-7,5	-5,9	-3,9	-3,0
Munkaerőpiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	9,7	8,1 - 8,3	10,2 - 11,2	5,6 - 6,8	5,3 - 6,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	-0,9	0,8	0,6 - 1,0	0,0 - 0,8	(-0,1) - 0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	9,8	7,4 - 7,6	9,7 - 10,7	7,5 - 8,7	6,8 - 8,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	-0,5	0,6	0,8 - 1,2	0,1 - 0,6	(-0,1) - 0,5
Munkanélküliségi ráta	4,1	4,0	3,5 - 3,7	3,1 - 3,7	2,8 - 3,8
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	12,5	2,3 - 2,5	2,6 - 4,0	2,8 - 4,6	0,8 - 2,6
Lakossági reáljövedelem ⁴	0,7	3,0 - 3,2	5,0 - 6,0	2,8 - 4,0	2,2 - 3,4

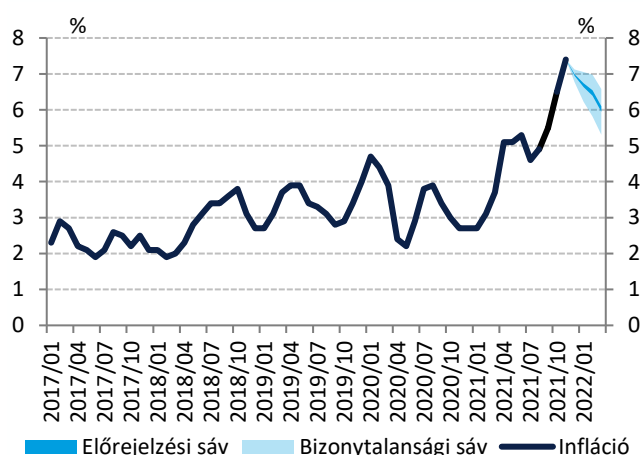
¹ Szezonálisan igazított adatok alapján.² Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.³ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.⁴ MNB-becslés.⁵ Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.⁶ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

A novemberi inflációs adatok beérkezésével túl vagyunk az inflációs csúcson. Aktuális feltevéseink érvényesülése mellett az infláció novembert követően fokozatosan mérséklődik. Az infláció rövid távú alakulását a bázis- és adóhatások kifutása, az üzemanyagárakra bevezetett árplafon és az év eleji átárak mértékének eredője határozza meg. A maginfláció a következő hónapokban emelkedik és 2022 közepéig 6 százalék közelében alakul, aminek hátterében a nyersanyag- és energiaárak növekedésének, a szállítási költségek emelkedésének, valamint az egyre szélesebb körű ellátási nehézségek begyűrűzése áll. Ezt követően a monetáris kondíciók szigorodása, illetve a globális ellátási zavarok jövő év közepétől várható oldódása miatt a maginfláció csökkenésére számítunk 2022 második felében. Várakozásunk szerint az infláció a járvány miatti szűk keresztmetszetek enyhülésével 2022 negyedik negyedében tér vissza a toleranciasávba, míg a célélérés 2023 első félévében valósul meg. Az idei évben éves átlagban a fogyasztói árak 5,1 százalékos emelkedése várható, 2022-ben 4,7–5,1, míg 2023-tól az infláció a jegybanki céllal összhangban alakul. Az adószűrt maginfláció idén 3,9, 2022-ben 5,3-5,5, 2023-ban 2,9–3,5, míg 2024-ben 2,7–3,3 százalék között alakul előrejelzésünk szerint.

1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



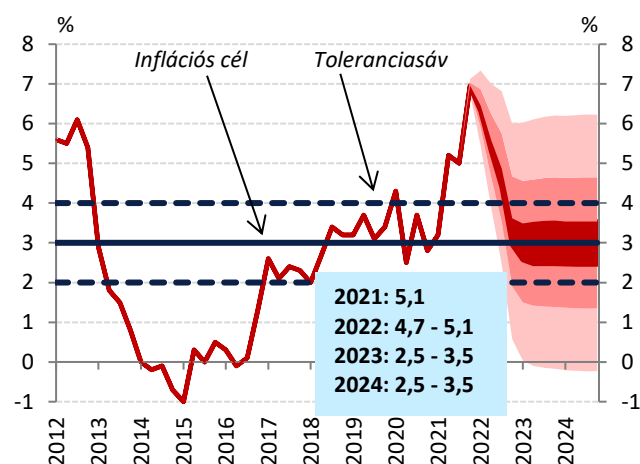
Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv az előrejelzési sáv körüli bizonytalanságot mutatja a korábbi évek előrejelzési hibájának szórásainak figyelembe vételével.

Forrás: KSH, MNB

A fogyasztói árak növekedési üteme novemberben 7,4 százalékon tetőzött, így túl vagyunk az inflációs csúcson. Aktuális feltevéseink érvényesülése mellett az infláció novembert követően fokozatosan mérséklődik, azonban 2022 első hónapjaiban még 6 százalék felett alakul. Az infláció rövid távú alakulását a bázis- és adóhatások kifutása, az üzemanyagárakra bevezetett árplafon és az év eleji átárak mértékének eredője határozza meg. Előrejelzésünk szerint az infláció 2022 negyedik negyedében csökken ismét a jegybanki toleranciasávba (1-1. ábra). Az infláció lassulását rövid távon több tényező segíti. Az egy évvel ezelőtti jelentős üzemanyagár-növekedés bázishatása, valamint az idei év eleji két lépéses (januári és áprilisi) dohány jövedéki adó emelés hatásának a bázisból való kifutása egyaránt csökkenti az inflációt. A magas nyersanyag- és energiaárak viszont fokozatosan a termékek széles körébe gyűrűznek be, így az élelmiszerek és az iparcikkek esetében arra számítunk, hogy az árak emelkedése a következő negyedévekben fennmarad. A jegybanki szigorító ciklus hatásai 2022-ben már egyértelműen érezhetővé válnak. Várakozásunk szerint az infláció a járvány miatti szűk keresztmetszetek enyhülésével 2022 negyedik negyedében térhet vissza a toleranciasávba, míg a célélérés a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzéséhez képest fél évvel később, 2023 első félévében valósulhat meg. Az idei évben a fogyasztói árak 5,1 százalékos átlagos emelkedése várható. Az infláció 2022-ben 4,7–5,1, míg 2023-ban és 2024-ben 2,5-3,5 százalék között alakul előrejelzésünk szerint (1-2. ábra).

A külső infláció emelkedett, és a régiós országok legfrissebb előrejelzései szerint rövid távon az árak további emelkedése várható, mielőtt az infláció mérséklődő pályára áll. Az eurózána inflációja az előzetes adatok alapján

1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

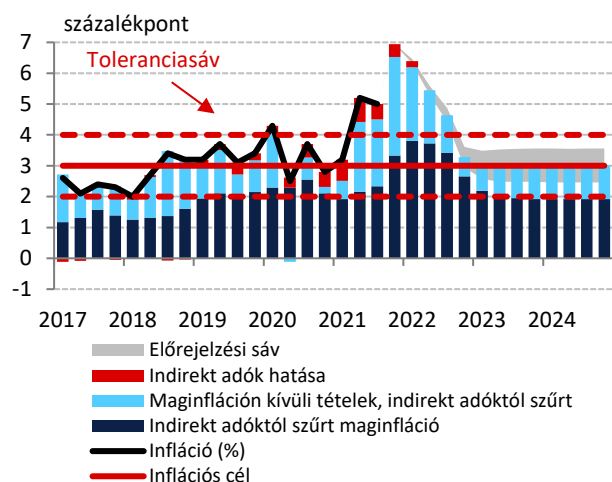
Forrás: KSH, MNB

novemberben – az elemzői várakozásokat is meghaladó mértékben – historikusan magas szintre, 4,9 százalékra nőtt, amit elsősorban az energia- és nyersanyagárak megugrása okozott. Az eurozóna inflációs alapfolyamatait megragadó maginfláció jelenleg 2,6 százalékon alakul, szeptemberhez képest a mutató 0,7 százalékpontot emelkedett.

A régiós országokban az infláció hasonló mintázatot követ, de hazánkban korábban indulhat meg a csökkenés. Magyarország mellett Lengyelországban érheti el a csúcst az infláció már idén év végén (Lengyelországban a lakossági gáz-, távhő és áram áfájának átmeneti csökkentése, illetve az üzemanyagok esetében a kiskereskedelmi adó és a környezetvédelmi díj elengedése miatt), míg a többi országban várhatóan még 2022 első negyedévében is emelkedik a mutató. Romániában az infláció tetőzését 2022 közepére várják, amikor a mutató 8,6 százalék lehet.

A maginfláció a következő hónapokban emelkedik és 2022 közepéig 6 százalék közelében alakul. A magas nyersanyag- és energiaárak, illetve a szállítási költségek fokozatosan gyűrűznek be a termékek széles körének áraiba, így ezen hatások az élelmiszerek és az iparcikkek árain keresztül járulnak hozzá a maginfláció emelkedéséhez. A feldolgozott élelmiszerek esetében arra számítottunk, hogy a globális folyamatok hatására az elmúlt időszakban tapasztalt jelentős áremelkedés a következő negyedévekben is fennmarad, majd várakozásunk szerint az előrejelzési horizont végére ezen rendkívüli árnövelő hatások fokozatosan megszűnnek. A következő időszakban az iparcikkeket az elmúlt hónapokban jellemző magas árdinamika fennmaradhat, majd a piaci várakozások alapján a globális ellátási anomáliái a jövő év második felétől oldódhatnak, amelyek következtében az ipari termékek árindexének fokozatos mérséklődésére számítottunk. A piaci szolgáltatások árindexe az őszi hónapokban 5,0 százalékra emelkedett. A vállalatokra jellemző korábbi árazási szokások alapján 2022 elején valósulhatnak meg jelentősebb átárzások. Az év eleji átárzások nagy jelentőségűek lesznek az infláció további alakulása szempontjából. Ezt követően az előrejelzési horizonton a piaci szolgáltatások árindexe a historikus átlagnak megfelelő mértékben emelkedhet. A maginfláció emelkedésének irányába mutat a belső fogyasztási kereslet várható emelkedése a dinamikus emelkedő bérek és a jövedelemnövelő kormányzati transzferek következtében. A minimálbér-emelés költségoldali inflációs hatásait a vállalati adóterhek csökkentése – a korábbi tapasztalatok alapján – ellensúlyozza. 2022-től a proaktív jegybanki lépések hatásai érvényesülnek, így az adószűrt maginfláció a jövő év felétől mérséklődő pályára áll. Aktuális előrejelzésünk szerint az

1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Megjegyzés: A dekompozíció az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2021	2022	2023	2024
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		3,9	5,3–5,5	2,9–3,5	2,7–3,3
Maginfláció		3,9	5,3–5,5	2,9–3,5	2,7–3,3
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	2,5	6,5	4,3	4,2
	Járműüzemanyag és piaci energia	20,3	5,8	2,2	3,6
	Szabályozott árú termékek	0,6	2,1	2,1	2,1
	Alkohol, dohány	10,9	4,5	3,0	3,0
	Összesen	7,2	4,2	2,7	3,0
Infláció		5,1	4,7–5,1	2,5–3,5	2,5–3,5

Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján. A táblázat az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: MNB

indirekt adóktól szűrt maginfláció idén 3,9, 2022-ben 5,3-5,5, 2023-ban 2,9-3,5, míg 2024-ben 2,7-3,3 százalékpont lehet.

Az indirektadó-változások bázisba kerülése rövid távon csökkenti az éves bázisú árindexet (1-5. ábra). Az EU-s jogharmonizációval összhangban idén két lépésben, januárban és áprilisban emelkedett a dohánytermékek jövedéki adója. Az infláció idei évi adótartalmát némiképp mérsékelte, hogy az olajárak emelkedése következtében a jövedéki adó szabályoknak megfelelően 2021. április 1-jétől az üzemanyagok jövedéki adója csökkent. Összességében az indirektadó-hatások az inflációt 2021-ben közel 0,6 százalékponttal emelték, míg 2022-ben és 2023-ban semleges hatásuk lesz.

A maginfláción kívüli tételek esetében az üzemanyagárak, illetve az alkohol, dohánytermékek jelentős mértékű emelkedése volt regisztrálható az idei évben, jövőre pedig a feldolgozatlan élelmiszerek áraiban várható számottevő emelkedés. Az üzemanyagárak inflációja a világpiaci olajárak emelkedése következtében 40 százalék közelébe emelkedett. A kormányzat 2021. november 15-től 3 hónapra az üzemanyagok literenkénti árait 480 forintban maximalizálta. Rövid távon ez az intézkedés tompítja a magas olajárak inflációnövelő hatását. Várakozásunk szerint az előrejelzési horizont végére a termékkör inflációja fokozatosan a historikus átlag közelébe mérséklődik. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja rövid távon a korábbi várakozásaink felett alakulhat. A globális élelmiszerek árának elmúlt időszakban növekedése, illetve az energia- és nyersanyagárak emelkedéséből fakadó közvetett hatások megjelentek a termékkör inflációjában (például a műtrágyagyártás költségeinek a gázárak miatti számottevő megugrása). Mindezek következtében a feldolgozatlan élelmiszerek inflációja novemberben meghaladta az 5 százalékpontot, és a következő időszakban is hasonló szinten alakul. A globális folyamatokból eredő árnövelő hatások kifizetésével 2023-tól a historikus átlag körüli árdinamikára számíthatunk a termékkör esetében. Az alkohol, dohánytermékek inflációja idén meghaladja a 10 százalékpontot, majd a jövő évtől az adóhatások kifizetésével párhuzamosan számottevően csökken. A szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, míg a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében a szeptemberi feltevéseinkhöz hasonló árdinamikára számíthatunk az idei és a jövő évben. Összességében a költségvetés kifizetésével a maginfláción kívüli tételek árdinamikája az előrejelzési horizont végén 3 százalékpont alakul (1-1. táblázat).

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

Magyarország egy kis nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseinket alapvetően befolyásolja a külső tényezők alakulása. Prognózisunk átláthatóbbá tételét segíti a külső feltevésekre vonatkozó változások rövid bemutatása (1-2. táblázat).

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2021		2022		2023		2024	Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális	2021	2022	2023
EUR/USD	1,19	1,18	1,18	1,13	1,18	1,13	1,13	-0,9%	-4,5%	-4,5%
Olajár (USD/hordó)	68,3	70,2	68,9	70,0	67,6	68,1	68,1	2,8%	1,5%	0,7%
Olajár (EUR/hordó)	57,3	59,5	58,3	61,9	57,1	60,2	60,2	3,8%	6,2%	5,4%
Eurozóna inflációja (%)	2,2	2,5	1,7	2,3	1,5	1,5	1,6	0,3 szp.	0,6 szp.	0 szp.
Eurozóna növekedése (%)	5,0	5,1	4,6	4,2	2,1	2,3	1,6	0,1 szp.	-0,4 szp.	0,2 szp.
Felvévőpiacaink növekedése* (%)	5,5	4,6	4,2	3,5	2,4	3,3	2,4	-0,9 szp.	-0,7 szp.	0,9 szp.

Megjegyzés: Olajárak esetén éves átlag. *21 legfontosabb exportpartnerünk növekedési üteme az exportból vett részaránnyal súlyozva.
Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

2021 harmadik negyedévében folytatódott a gazdasági kilábalás, a rendkívül alacsony tavalyi bázis kifutásával azonban az országok többségében lassult a gazdasági növekedés. 2021 harmadik negyedévében az Egyesült Államok gazdasága a várakozások alatt teljesített, elsősorban a lassuló lakossági fogyasztás és beruházás eredményeképpen. Az Egyesült Államok és Kína egyaránt 4,9 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. Az Európai Unió gazdasága 4,1 százalékkal emelkedett 2021 harmadik negyedévében, a GDP szintje továbbra is enyhén elmarad a válság előtti értékétől. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye elmaradt az elemzők által várttól. A német gazdaságra vonatkozó növekedési kilátások fokozatosan romlottak az elmúlt időszakban, amiben döntő szerepe van a globális felvezetőhiánynak.

Az eurozóna inflációja a szeptemberi előrejelzéshez képest magasabban alakul. A magasabb árdinamikát – az emelkedő energiaárakon túl – főként a gazdaságok újranyitásával jelentkező kereslet és kínálat oldali korlátok, valamint a tavalyi évi olajár-csökkenéshez és a német ÁFA csökkenéshez kapcsolódó bázishatások alakítják. Az EKB szerint a kínálati korlátok elhúzódása miatt fennáll annak a kockázata, hogy az infláció a korábbi várakozásokkal ellentétben nem fog olyan gyorsan és olyan mértékben csökkenni. Az EKB új inflációs előrejelzése az információs bázisunk zárása után jelenik majd meg, azonban piaci elemzői várakozások alapján az euroövezet inflációja 2021-ben 2,5, 2022-ben 2,3, 2023-ban 1,5, míg 2024-ben 1,6 százalék lehet. Az eurozóna GDP-növekedés a korábbi várakozásunknál visszafogottabban alakulhat 2022-ben.

A Brent nyersolaj világpiaci ára októberben 80 dollár/hordó szint fölé emelkedett, azonban december elejére a járvány negyedik hulláma és az új variáns megjelenésének hírére a 70 dollár/hordó szint közelébe süllyedt. A járvány miatti korlátozások feloldása következtében túlkereslet alakult ki az olajpiacon. Az OPEC+ országok – a sokéves csúcsra emelkedő olajárak ellenére – október és november eleji ülésükön is úgy döntöttek, hogy nem emelik a kitermelést. November második felében az Egyesült Államok energiaügyi minisztériuma bejelentette, hogy decemberben megkezdí a stratégiai nyersolajkészlete egy részének értékesítését az olajár-emelkedés megfékezésére. November végén a járvány negyedik hulláma és az új vírusváltozat megjelenése a helyreállást övező kockázatok újbóli emelkedését okozta, a Brent nyersolaj világpiaci ára hirtelen több mint 10 százalékkal csökkent. A Brent nyersolaj világpiaci ára – az októberi csúcsához képest – mintegy 20 százalékot esett a stratégiai tartalék-felszabadítás bejelentése és a megjelent új vírusváltozatnak köszönhetően. Az amerikai Energia Ügynökség (EIA) legfrissebb, novemberi előrejelzése szerint az idei év végén a globális olajkereslet még meghaladja a kínálatot, amellyel párhuzamosan 80 dollár/hordó szint felett maradhat a Brent nyersolaj világpiaci ára. 2022-ben azonban az EIA számításai szerint újra csökken az olaj világpiaci ára, köszönhetően annak, hogy az amerikai kibocsátás mellett az OPEC+ kitermelése is várhatóan emelkedik, ezáltal az olajpiaci kínálat felzárkózik a kereslethez. Az OPEC+ országok a decemberben tartott ülésükön a kitermelés növeléséről döntöttek, melynek megfelelően januártól napi 400 ezer hordóval emelik a kitermelést.

A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó euróban kifejezett olajárak a szeptemberi feltevéseinkhöz képest magasabban alakulnak a világpiaci folyamatok hatására. Az EUR/USD keresztárfolyamra vonatkozó feltevéseink a szeptemberi prognózishoz képest alacsonyabban alakul.

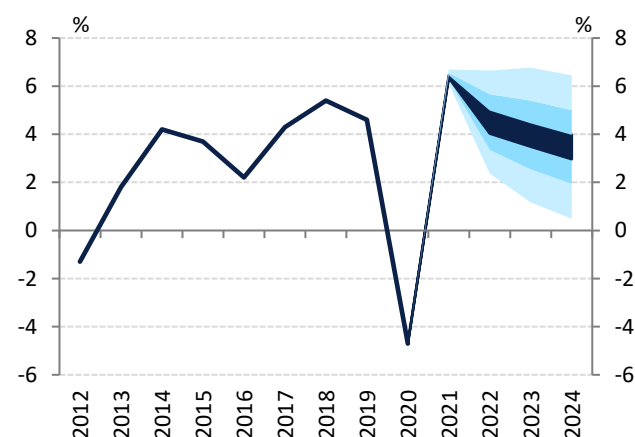
A költségvetési deficit 2021-ben előrejelzésünk szerint 7,5 százalék lehet, ami 2022-ben 5,9 százalékra, majd az előrejelzési horizont végére 3 százalékra mérséklődhet. A gazdaság idei teljesítménye kedvezőbben alakulhat a költségvetésben feltételezetttnél, így az adóknál és járulékoknál többletbevétel keletkezhet, amely előrejelzésünk szerint teljes mértékben felhasználásra kerül. 2021-ben a járványkezelés és a gazdaság újraindításának költségei mellett az egységesen megemelt nyugdíjprémium kifizetést, míg 2022-ben főként a teljes összegű 13. havi nyugdíjat, a gyermekesek személyi jövedelemadójának visszatérítését, a 25 év alattiak részleges adómentességét, valamint a jelentősen emelkedő minimálbér kompenzációjára hozott költségvetési adócsökkentéseket finanszírozzák a többletbevételek.

Az uniós források effektív felhasználása a költségvetési előirányzatot alapul vevő prognózisunk szerint 2022-ben emelkedhet. A kohéziós és a helyreállítási programokkal kapcsolatos forrásfelhasználás összegének évek közötti megoszlását ugyanakkor jelentős bizonytalanság övezi.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

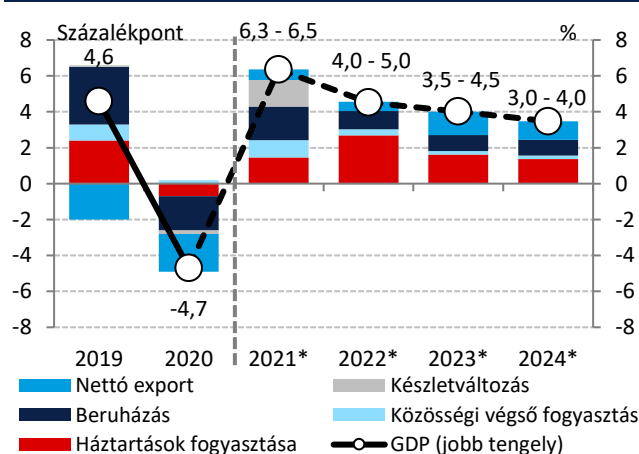
2021 harmadik negyedében a hazai GDP a várakozásoknál enyhébb mértékben, 6,1 százalékkal bővült éves bázison. A magyar gazdaság helyreállási képessége továbbra is erős, ugyanakkor a globális félvezetőhiány és a megugró energiaárak kedvezőtlen hatást gyakorolnak, így a szeptemberi prognózisunknál visszafogottabb gazdasági növekedésre számítunk. A hazai GDP idén 6,3 – 6,5 százalékkal, jövőre 4,0 – 5,0 százalékkal, 2023-ban 3,5 – 4,5 százalékkal, míg 2024-ben 3,0 – 4,0 százalékkal bővíthet. Rövid távon a növekedés szerkezete a belső kereslet felé tolódik el. A lakossági fogyasztás helyreállítását jövőre a minimálbér és garantált bérminimum jelentős emelése mellett a jövedelemnövelő kormányzati intézkedések is támogatják, ugyanakkor a koronavírus negyedik hulláma és az új vírusvariánsok megjelenése következtében megemelkedett a bizonytalanság. A magasabb nyersanyag- és energiaárak, valamint a mérsékelt külső kereslet 2022-ben visszafogja a vállalatok beruházási aktivitását, de a beruházási ráta így is magas szinten, 28 százalék felett stabilizálódik az előrejelzési horizonton. A vállalati hitelállomány növekedése élénk marad prognózisunk szerint. Előrejelzésünkben a hazai export a korábban feltételezettől visszafogottabb ütemben növekedhet, összhangban a globális félvezetőhiánnyal, a megugró energiaárakkal, valamint a járvánnyal kapcsolatos kilátások romlásával. Feltevéseink szerint a globális ellátási zavarok 2022 második felétől oldódhatnak, ezt követően az exportteljesítmény gyors növekedésére számítunk. Az átmenetileg gyengébb export és az élénkebb belső kereslet hatására a nettó export 2021-ben és 2022-ben csak mérsékelt, ezt követően azonban újra nagyobb mértékben támogathatja a növekedést.

1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján. Forrás: KSH, MNB

1-5. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése



Megjegyzés: *MNB-előrejelzés. Az értékek az előrejelzési sáv közepét jelölik. A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transzfereket. Forrás: KSH, MNB

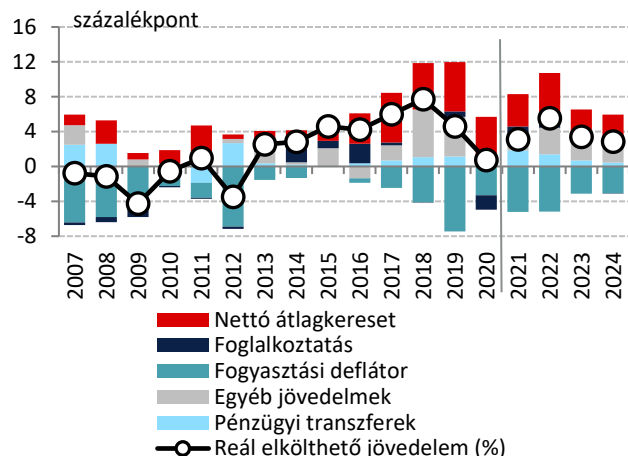
A sikeres újraindulást követően a magyar gazdaság növekedése lassuló ütemben folytatódik. 2021 harmadik negyedében a hazai GDP a várakozásoknál enyhébb mértékben, 6,1 százalékkal bővült éves bázison.

Idén 6,3 – 6,5 százalékos, jövőre pedig 4,0 – 5,0 százalékos GDP-növekedés valósulhat meg (1-4. és 1-5. ábra). A globális félvezetőhiány, a koronavírus járvány újabb hulláma és a megugró energiaárak hatására erősödtek a növekedést övező lefelé mutató hatások, így a szeptemberi prognózisunknál visszafogottabb gazdasági növekedésre számítunk. A hazai GDP 2023-ban 3,5 – 4,5 százalékkal, míg 2024-ben 3,0 – 4,0 százalékkal bővíthet.

A magyar gazdaság eurozónához történő felzárkózása a következő években folytatódik. A hazai gazdaság eurozónához viszonyított növekedési többlete pozitív marad, azonban csökken a válság előtti, 2013–2019 közötti időszak 2,2 százalékos többletéhez képest.

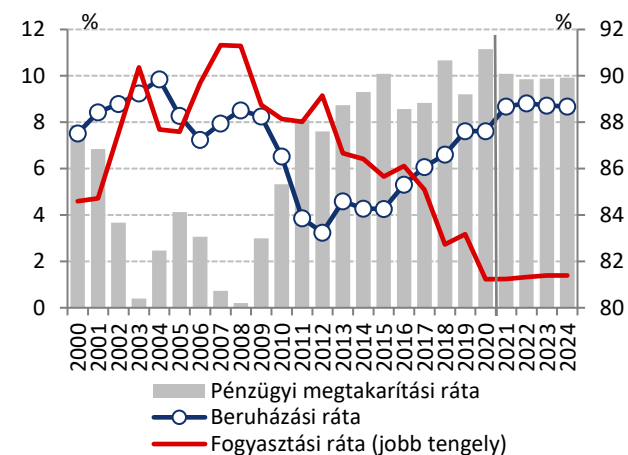
2021-ben a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét a történelmi csúcson lévő foglalkoztatás, valamint a kedvező jövedelmi alapfolyamatok mellett több kormányzati intézkedés is növeli (1-6. ábra) 2022-ben a minimálbér és a garantált bérminimum jelentős emelése következtében 325 milliárd forint nettó többletjövedelem keletkezik a lakoságnál. A minimálbér-emelés makrogazdasági hatásával az 1-3. keretes írás foglalkozik részletesebben. 2021. februárban megkezdődött a 13. havi nyugdíj fokozatos visszaépítése, ami a nyugdíjban és nyugdíjszerű ellátásban részesülő jogosultak számára az idei évre 86 milliárd forintnyi pluszjuttatást jelentett. 2022-ben a 13. havi nyugdíj teljes egyhavi összege folyósításra kerül (a korábbi ütemtervben szereplő kétheti összeg helyett), így a korábbi számításoknál 180 milliárd forinttal magasabb összeg, több, mint 360 milliárd forint kerül kifizetésre. Másrészt 2021

1-6. ábra: A lakossági reáljövedelem alakulása



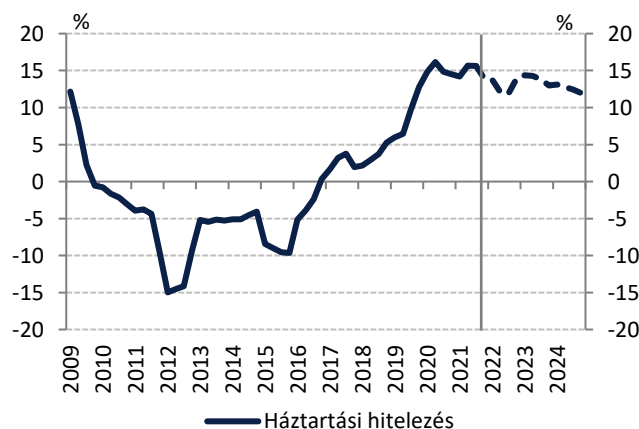
Megjegyzés: Az előrejelzési sávközép alapján. Forrás: KSH, MNB

1-7. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB

1-8. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, év/év százalék. 2019 harmadik negyedévében a lombardhitelek tranzakcióitól szűrt adat.

Forrás: MNB

novemberében korábban nem látott mértékű nyugdíjprémium került kifizetésre. A gyors gazdasági kilábalásnak köszönhető erős reálgazdasági növekedés következtében mintegy 200 milliárd forint összegű nyugdíjprémiumot kaptak idén a nyugdíjasok. Az idei évben valamennyi jogosult egységesen a maximális összegű, 80 ezer forintos juttatásban részesült.

A háztartások fogyasztásának kilábalása a jövő évben felgyorsul. 2021 harmadik negyedévében a háztartások fogyasztási kiadása tovább növekedett, azonban továbbra sem érte el a 2019. negyedik negyedévi szintjét. A fogyasztás bővüléséhez elsősorban a szolgáltatások (10,4 százalékos emelkedés a tavalyi alacsony bázishoz képest) járultak hozzá. A jövő évben a lakossági fogyasztás dinamikus bővülését a kedvező munkaerőpiaci alapfolyamatok mellett a minimálbéremelés és a kormányzati transzferek is támogatják. A fogyasztás helyreállítását hátráltathatja, amennyiben a járvánnyal kapcsolatos negatív várakozások felerősödnek. Ez megmutatkozik abban is, hogy a jellemzően kedvező vállalati bizalmi indexekkel szemben a lakossági bizalom továbbra is visszafogott, amiben az új vírusvariánsok és a járvány negyedik hulláma miatti növekvő bizonytalanság is tükröződik.

A megtakarítási ráta csökkenésével párhuzamosan a lakossági beruházási ráta emelkedik, miközben a fogyasztási ráta stabilan alakul az idei évben (1-7. ábra). Várakozásunk szerint idén a fogyasztás a jövedelmekkel arányosan emelkedik, így a fogyasztási ráta stabil marad. A korábban felhalmozott kényszermegtakarítások oldódása során felszabaduló jövedelmet elsősorban háztartási beruházásokra fordíthatják a lakossági szereplők. A lakossági beruházási ráta magas szinten stabilizálódik.

A háztartási hitelezés növekedési üteme kétszámjegyű marad. Az államilag támogatott hitelprogramok mellett az élénkülő kereslet és a lakásárak emelkedése is a háztartási hitelezés élénkülése irányába mutat (1-8. ábra). Az előrejelzési horizonton várt hitelezési folyamatok hozzájárulhatnak a lakossági fogyasztás erősödéséhez.

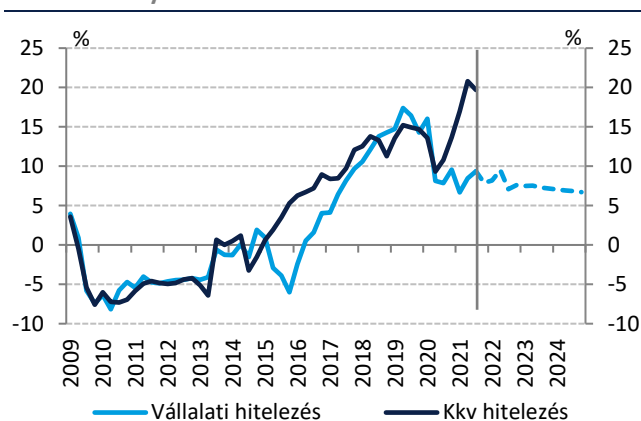
A beruházások bővülése folytatódik az előrejelzési horizonton (1-3. táblázat). A növekedési ütem azonban a válság előtt jellemző kétszámjegyű dinamikánál alacsonyabban alakulhat. A korábbi várakozásunknál mérsékeltebb ütemű beruházásbővülést elsősorban a megugró energiaárak és a gyengébb külső kereslet magyarázza, amelyek hatására a vállalati szektor beruházási aktivitása átmenetileg visszafogottabb lehet.

Finanszírozási oldalról a vállalatok nem ütköznek korlátokba a beruházásaik során, mivel a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme a korábbi várakozásunk felett alakulhat 2021-ben (1-9. ábra). A

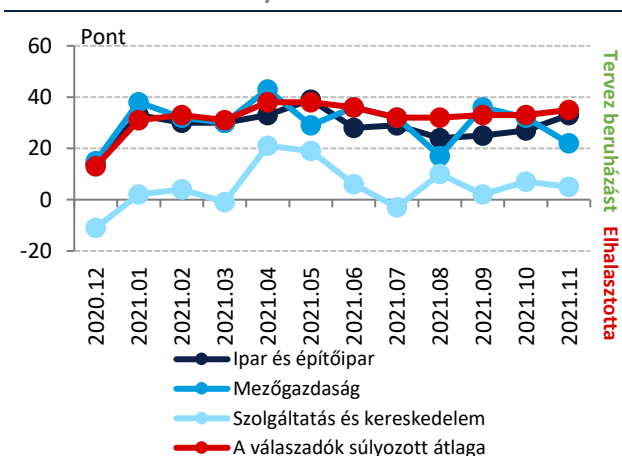
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása

	2021	2022	2023	2024
	Előrejelzés			
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	7,0	3,6	3,2	3,0
Állami beruházás	1,7	4,5	-6,4	-5,9
Privát beruházás	8,7	3,3	6,1	5,4
Beruházási ráta	28,2	28,6	28,6	28,6

Megjegyzés: Az értékek az előrejelzési sáv közepét jelölik. A bruttó állóeszköz-felhalmozás esetében éves változás szerepel, míg a beruházási ráta GDP arányos értéket mutat. Forrás: KSH, MNB

1-9. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves változása

Megjegyzés: Tranzakciós alapú éves változás. A kvv-szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza. A teljes vállalati növekedési ütem a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállomány alapján. Forrás: MNB

1-10. ábra: A következő három hónapban beruházást tervező vállalatok aránya

Megjegyzés: Az egyenlegmutató a pozitív és negatív válaszok arányainak különbsége. Forrás: MNB

harmadik negyedévben a támogatott programok szűkülése ellenére is kedvezően alakult a vállalati hitelkibocsátás a piaci hitelek mintegy 75 százalékos részesedésével, mely részarány megközelítette a koronavírus megelőző időszak piaci hitelezési értékét.

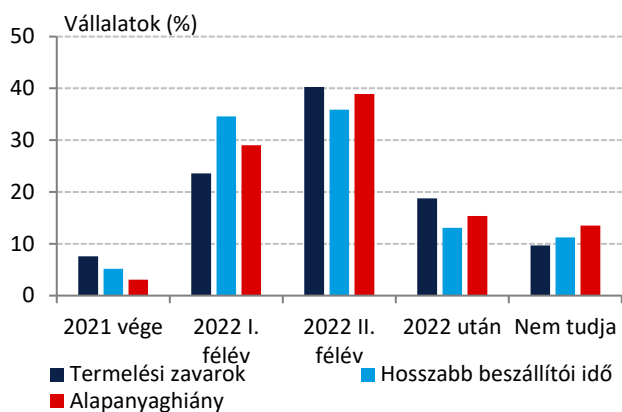
A vállalati beruházások 2022-ben a megugró energiaárak és a visszafogottabb külső kereslet hatására átmenetileg csak alacsony ütemben növekedhetnek. Előretekintve nem számítunk a válság előtt jellemző kétszámjegyű vállalati beruházási dinamika visszatérésére. Az MNB vállalati konjunktúra felmérése egyelőre rövid távon pozitív képet mutat: továbbra is magas szinten tartózkodik a következő negyedévben beruházást tervező vállalatok aránya. Novemberben az iparban és az építőiparban javultak, míg a mezőgazdaságban, valamint a szolgáltatás és kereskedelemben romlottak a kilátások (1-10. ábra). Számításaink szerint az energiahordozók drágulása elsősorban a beruházásokon és a visszafogottabb külső keresleten és így az exporton keresztül fejt ki negatív hatását a hazai GDP-re. 2023-tól azonban ismét élénk vállalati beruházási dinamikára számítunk.

Az állami beruházások volumene 2022 után mérséklődik. A kormányzati szektor által végrehajtott fejlesztések az idei és a jövő évben mérsékelt ütemben emelkednek. Előrejelzésünk szerint az állami beruházások 2022-ben tetőzhetnek, ezt követően azonban érdemi csökkenésre számítunk, elsősorban a saját forrásból megvalósuló beruházások visszaesésének következtében.

A háztartások beruházásai a kedvező jövedelmi folyamatoknak és a kormányzati otthonteremtési programoknak köszönhetően tovább emelkednek. 2020-ban a lakossági beruházások 13 százalékot meghaladó mértékben bővültek az új lakás átadások jelentős növekedésének következtében. Az idei évben az otthonteremtési programoknak köszönhetően további emelkedésre számítunk. 2021-ben elsősorban az otthonfelújítási program, míg 2022-ben a lakásépítések emelkedése is támogatja a lakossági beruházások bővülését. Ugyanakkor lefelé mutató kockázatok is azonosíthatók, mivel a gazdaságok újraindításának következtében fellépő keresleti-kínálati anomáliák és a szűkös építőipari kapacitások az árak nagymértékű emelkedéséhez vezettek. A lakásépítési költségek a korábbiaknál magasabb szinteken stabilizálódhatnak, ami a lakossági beruházás visszafogottabb ütemű növekedését eredményezheti. A beruházási ráta tovább emelkedik, és 28 százalék felett stabilizálódik az előrejelzési horizonton (1-3. táblázat).

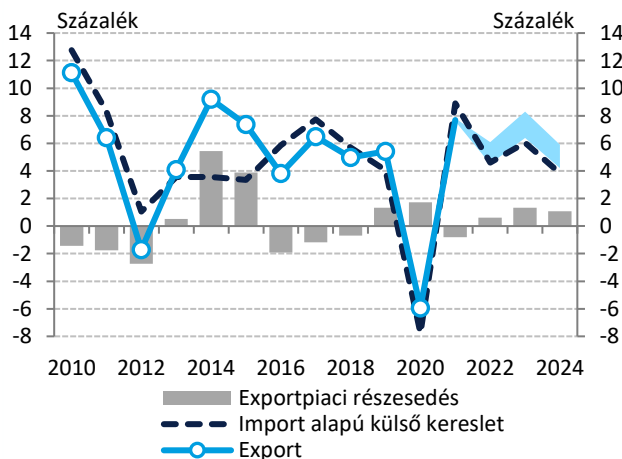
Külső keresletünk a globális felvezetőhiány és a megugró energiaáraknak köszönhetően a korábban vártnál mérsékeltebb ütemben növekedhet (1-11. ábra). A

1-11. ábra: Az ellátási zavarok végére vonatkozó amerikai vállalati várakozások



Forrás: Duke University, FRB Richmond and FRB Atlanta CFO Survey Q3 2021

1-12. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv átlaga alapján.

Forrás: KSH, MNB

növekedési kilátások és a hangulat jelentősen romlott a legutóbbi Inflációs jelentés publikálása óta. A szállítási költségek és energiaárak megugrása, a járvány okozta logisztikai nehézségek és egyes alapanyagok területén kialakult globális hiánynak köszönhetően a világkereskedelem növekedése a világ ipari termelésével egyetemben megakadt. Kínában és az Amerikai Egyesült Államokban is lassult a gazdasági növekedés. Az európai növekedési kilátások jellemzően javultak valamelyest, ugyanakkor a nagy súlyú járműiparral rendelkező exportpartnereink esetében romlottak. A hazai járműgyártás szempontjából meghatározó német kilátások fokozatosan romlottak. A koronavírus újabb variánsainak terjedésével a világ több részén ismét növekvő bizonytalanság érzékelhető.

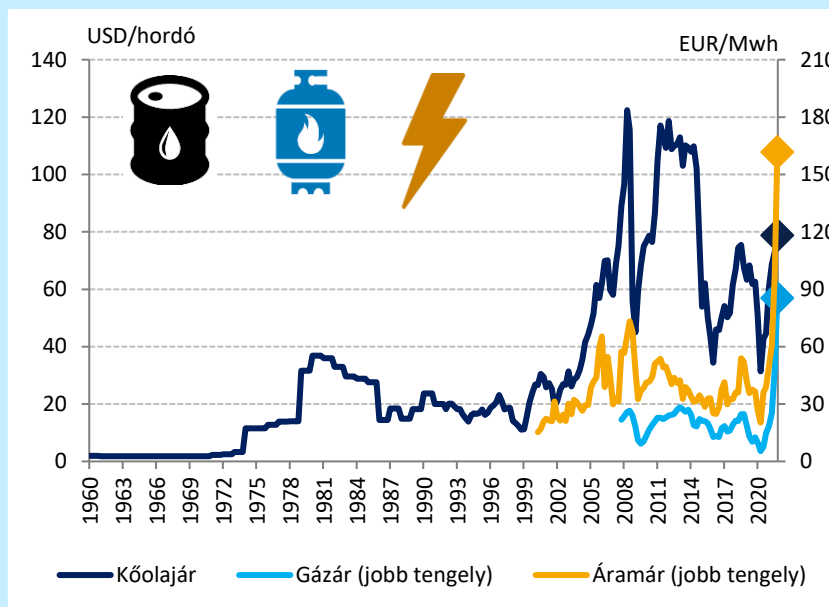
A korábban feltételezettnél érdemben alacsonyabb ütemben bővíthet a hazai export (1-12. ábra). Kivételünk szintje 2021 második és harmadik negyedévében főként a kedvezőtlen globális folyamatok begyűrűzése miatt újra csökkent. A korábbi gyors kilábalást a jól teljesítő árukivitel hajtotta, ugyanakkor 2021 harmadik negyedévében a globális félvezetőhiány hatására az áruexport visszaesett éves összevetésben is. A globális ellátási zavarok piaci várakozások alapján csak 2022 második felében oldódhatnak (1-11. ábra), így előrejelzésünkben a korábbiakkal ellentétben az exportteljesítmény érdemi javulását is csak ekkorra várjuk. Az ellátási problémák oldódását követően az elmaradt export egy részének pótlására számítunk. Az újabb vírusvariánsok feltűnése és a bizonytalan nemzetközi környezet miatt tartósan gyenge nemzetközi turizmus szolgáltatásexportunk kilábalását is hátráltatja. A szektor helyreállása lassú ütemben folytatódhat az elkövetkező időszakban.

Nettó exportunk növekedési hozzájárulása átmenetileg visszafogottan alakul. A gyenge külső kereslet hatására visszafogottabb export és az élénkülő belső kereslet eredőjeként a nettó export csak enyhén emeli a gazdasági növekedést 2021-ben és 2022-ben. A chiphány következtében akadozó feldolgozóipari termelés, a historikusan magas energiaárak miatt romló cserearány és az élénk belső kereslet miatt növekvő importigény az árukereskedelmi egyenleg csökkenését eredményezi, amelyet részletesebben a 3-1. keretes írásban mutatunk be. A mérsékelt export és az élénkebb belső kereslet hatására a nettó export 2021-ben és 2022-ben csak mérsékelt, ezt követően azonban újra nagyobb mértékben támogathatja a növekedést. Exportpiaci részesedésünk 2021-ben várhatóan csökken, ezt követően azonban a chiphány oldódásával és az energiaárak normalizálódásával párhuzamosan 2022 második felétől újra növekedhet.

1-2. keretes írás: Emelkedő energiaárak gazdasági hatásai

Az elmúlt évtizedek legnagyobb energiaár-emelkedése zajlik a világban. November folyamán a kőolaj ára közel 30, a földgáz és a villamos áram ára több, mint 350 százalékkal haladta meg a 2017-2019-es időszak átlagát. Az energiaárak emelkedésében gazdasági és geopolitikai okok egyaránt meghatározóak (1-13. ábra). Hasonló folyamatok bontakoztak ki a világ gazdaságában 50 évvel ezelőtt, amikor az olajválságok az energiaárak drasztikus emelkedését vonták maguk után. Érdekes ezért a 70-es évek folyamatait alapul venni, ugyanakkor figyelembe kell venni azt is, hogy a jelenlegi gazdaság jelentősen eltér az 50 évvel ezelőttől.

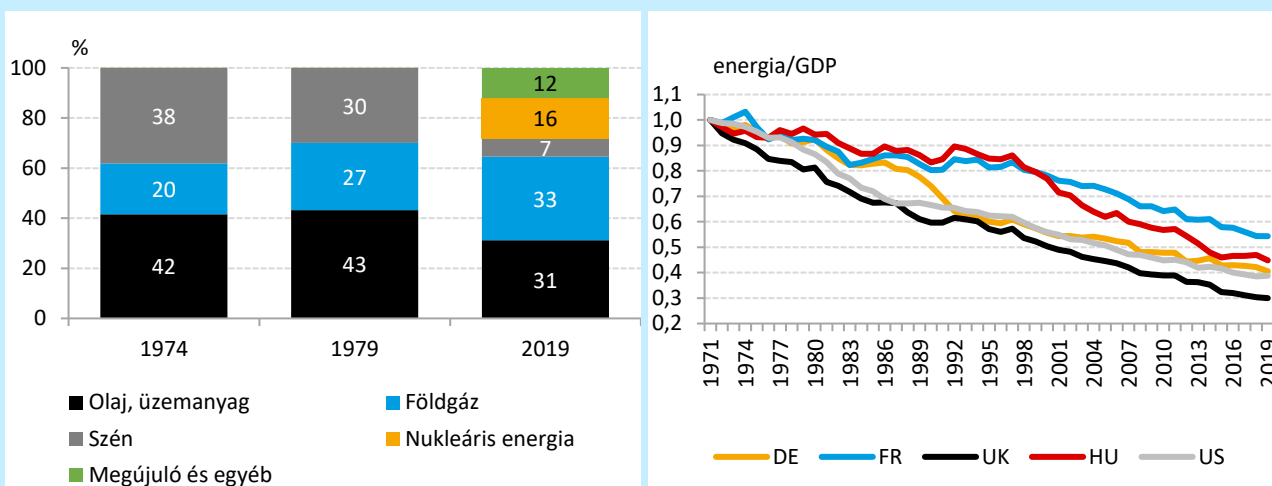
1-13. ábra: A világgazdasági energiaárak változása a legfontosabb tételek esetében



Forrás: Bloomberg, BP

Az energiaárak hirtelen emelkedése az 1970-es évek stagflációs időszakával vethető össze, de az eltérő gazdaságszerkezet miatt a 70-es évekhez képest enyhébb reálgazdasági következmények valószínűsíthetők. Egyrészt az energiaelőállítás már jóval kevésbé támaszkodik fosszilis tüzelőanyagokra, mint a 70-es években. Jellemzően az atomenergia és a megújuló energiaforrások szerepének köszönhetően csökkent a kőolaj és a szén szerepe a termelésben, ugyanakkor a földgáz energiamixen belüli jelentősége növekedett (1-14. ábra, bal panel). Másrészt a gazdaságok energiaszükséglete is csökkent. Az egységnyi hozzáadott érték termeléséhez szükséges energiahordozók mennyisége nagyságrendileg a fele a 70-es évekének (1-14. ábra, jobb panel). Ez nagyjában köszönhető a termelési szerkezetek átalakulásának (szolgáltatások előretörése), valamint az általános energiahatékonyság növekedésének.

1-14. ábra: Gazdaságszerkezeti változások: elsődleges energiamix (bal panel), valamint a reál energia-intenzitás alakulása Magyarországon és néhány fejlett ipari államban (jobb panel)



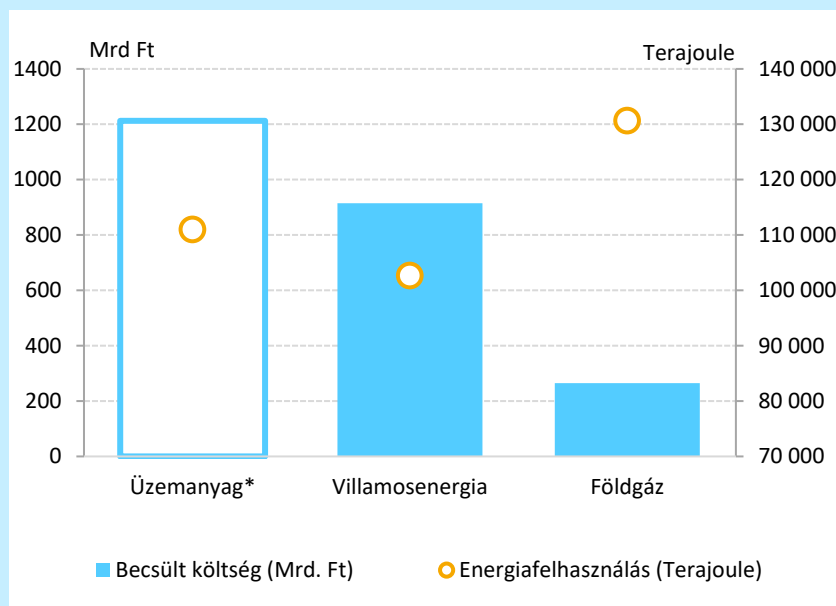
Forrás: BP, Eurostat és Penn World Table 10.0 alapján MNB-számítások

A földgáz különösen fontos szerepet tölt be a primer energiahordozók között azzal, hogy egyszerre számít energiatermelési inputnak és végső felhasználási terméknek. Magyarország 2019. évi földgáz felhasználása 354 ezer terajoule volt, ebből 94 ezer terajoule (27 százalék) egyéb energiakibocsátásként került felhasználásra, elsősorban elektromos áram termeléséhez. A fennmaradó 73 százaléknyi földgáz végső felhasználásra kerül, ami – átalakítási veszteség után – az ipar és a háztartások között nagyságrendileg fele-fele arányban oszlik meg. Ugyanakkor a földgáz nem ugyanazzal a költséggel jelenik meg a szabadpiacon beszerző vállalatok, valamint az egyetemes szolgáltatást választó vállalatok és háztartások mérlegében. A második félévben látott áremelkedések a 2021. évi szerződések lejáratától függően a szabadpiacon beszerző vállalatoknak érdemi többletköltséget jelentettek, míg az egyetemes szolgáltatásban lévő vállalatok, illetve lakosság rezsi-költségei nem emelkedtek a 2013 óta érvényben lévő hatósági áras fixálás következtében.

A villamosenergia legalább háromszor nagyobb tétel a vállalatok rezsi-költségeiben, mint a földgáz. A nem háztartási, végfelhasználási célú villamosenergia fogyasztás 103 ezer terajoule volt 2019-ben, ami nagyságrendileg 80 százaléka a földgáz végső termelési célú felhasználásának. Ugyanakkor, mivel egy (egyenértékes) egységnyi villamosenergia nagyságrendileg 4-5-ször többbe kerül, mint a földgáz egy egységnyi energiája, ezért a vállalatok rezsi számlájában a reláció megfordul és nagyobb tételt tesz ki az elektromos áram. Becslésünk alapján 2020-ban a vállalatok nagyságrendileg 264 milliárd forintot költöttek földgázra és 915 milliárd forintot villamosenergiára (1-15. ábra).

Az üzemanyagköltségek is meghatározóak a vállalatok költségeiben. A közlekedésre fordított energia a teljes gazdaság energiafelhasználásának 23,4 százalékát adta 2019-ben. Az Ágazati Kapcsolatok Mérlegét felhasználva becslésünk alapján az üzemanyag-felhasználás 57 százaléka nem háztartásokhoz köthető, ebből adódóan 111 ezer terajoule energiának megfelelő forintot könyvelhettek el a vállalatok 2019-ben, ami literre átváltva és 2020. évi átlagos üzemanyagköltségekkel számolva mintegy 1210 milliárd forint költséget jelentett a vállalkozásoknak. Ez nagyságrendileg akkora összeg, mint a vállalatok gáz, illetve villamosenergia-fogyasztása együttesen. A kormány novemberben átmeneti árplafont vezetett be az üzemanyagok árára, így a vállalatok teljes energiaköltségének felét jelentő üzemanyagköltségek tekintetében minden vállalat átmenetileg védett a világpiacon áremelkedésektől.

1-15. ábra: A vállalati szektor energia számlája 2020-ban



Megjegyzés: * A NAV statisztikái alapján az éves fogyasztás némileg alacsonyabban, 1140 milliárd forint környékén alakulhatott.

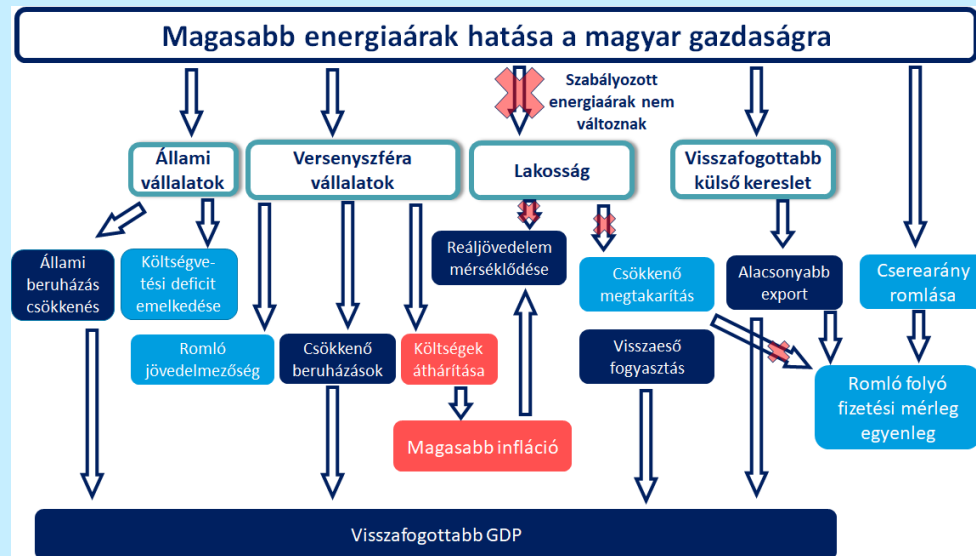
Forrás: Eurostat energiamérlegek, KSH forrás-felhasználás táblái, energiatársaságok díjszabásai, illetve NAV alapján MNB-számítások.

Előretekintve kérdéses, hogy milyen mértékben érinti a vállalatok rezi számláját a világpiaci árak emelkedése. Bár az ipari áramfogyasztás csaknem egésze, míg a gázfogyasztás 95 százaléka a szabadpiaci árakhoz igazodott 2020-ban, a kormány 2021. november 18-i bejelentése értelmében a jövőben fixált árakat választhatnak a kkv vállalatok is bizonyos feltételeknek való megfelelés esetén. Nem ismert ugyanakkor az, hogy a vállalatok mekkora hányada rendelkezik az új évre érvényes energiaszerződésekkel, és ezek a szerződések milyen árakon kötöttek.

Az energiaárak jelentős emelkedése számos csatornán keresztül hathat a magyar gazdaságra (1-16. ábra).

- **A magasabb energiaárak hazánkban közvetlenül nem érintik a háztartásokat a hatóságilag rögzített rezsiköltségeknek köszönhetően.**
- **A magasabb energiaárak a vállalati költségeken keresztül emelik az inflációt és csökkentik a lakossági jövedelmek vásárlóértékét.** A vállalati költségnövekedés várhatóan megjelenik a fogyasztói árakban, mivel a magasabb költségek egy részét a vállalatok átháríthatják a fogyasztók felé, ami az infláció emelkedésével jár. Ez a folyamat mérsékli a családok rendelkezésre álló reáljövedelmét és ennek következtében a fogyasztását. A fogyasztáscsökkenést ugyanakkor mérsékelheti a járvány korábbi hullámai alatt a háztartásoknál felhalmozott kényszer-megtakarítások leépítése.
- **Amennyiben a vállalatok a költségeket nem, vagy csak részben képesek áthárítani, akkor a magasabb költségek a beruházások, illetve a vállalati jövedelmek csökkenését eredményezik.** A folyamat reálgazdasági hatása annak a függvénye, hogy a jövedelmezőség csökkenését milyen mértékben kompenzálják vállalatok a beruházásaik visszafogásával.
- **Az érdeemben megnövekvő energiaárak az államháztartásra is hatnak.** Az egyetemes szolgáltatók veszteségei, illetve az egyes költségvetési szervek, önkormányzatok energia költségei többlet terhet rónak az államháztartás egyenlegére.
- **A világpiaci energiaárak-emelkedése exportpiacaink növekedését is visszafogja, emellett a cserearány romlása a folyó fizetési mérleg deficitjének emelkedését okozza.** Mivel a hazai külkereskedelem alapvetően energiainportőr gazdaságokkal folyik, így az exportáló vállalatok értékesítési lehetőségei az energiaárak emelkedése következtében mérséklődnek.

1-16. ábra: Hatások makrogazdasági csatornái



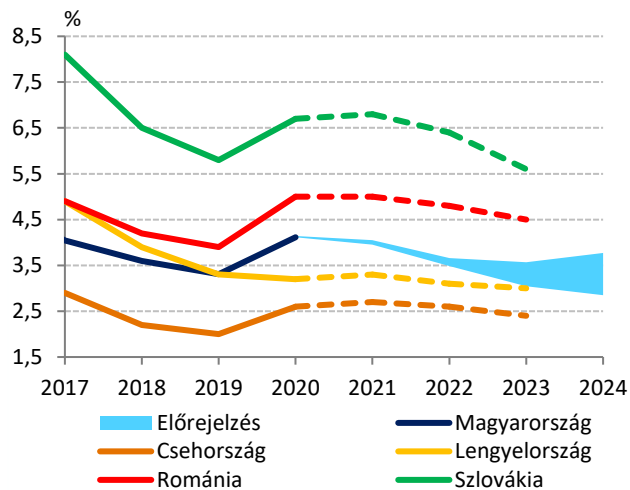
Megjegyzés: Kék háttérrel jelöltük a reálgazdasági csatornát, világosabb kék színnel a finanszírozásra, piros színnel az inflációra közvetlenül ható tényezőket.

Forrás: MNB-készítés

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

A munkaerőpiac visszarendeződése tovább folytatódik, a teljes foglalkoztatás újbóli megközelítésével a munkanélküliségi ráta tartósan 4 százalék alatt marad. A versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan 0,6 százalékkal nő 2021-ben, majd további 0,8 – 1,2 százalékkal emelkedhet 2022-ben. A jövő évi bérdinamika alakulását az év eleji minimálbér-emelés határozza meg, és az erős bérdinamikát a feszes munkaerőpiac is támogatja. Előrejelzésünk szerint a versenyszféra bérdinamika 7,4 – 7,6 százalékon alakul 2021-ben, majd 9,7 – 10,7 százalékkal emelkedhet 2022-ben.

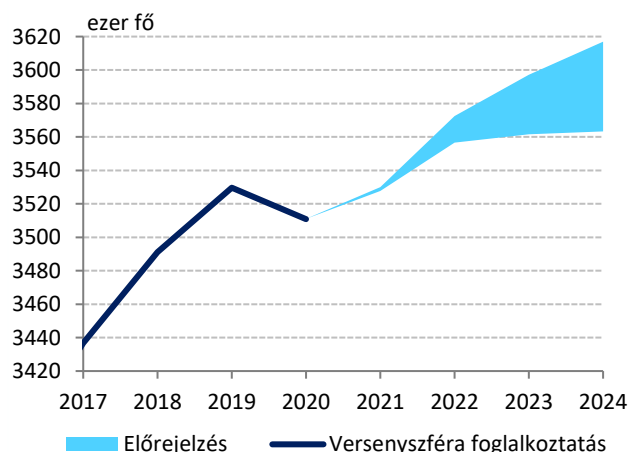
1-17. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Megjegyzés: A szaggatott vonalak az Európai Bizottság előrejelzését jelölik.

Forrás: KSH, MNB, Európai Bizottság

1-18. ábra: A foglalkoztatás alakulása a versenyszférában



Forrás: KSH, MNB

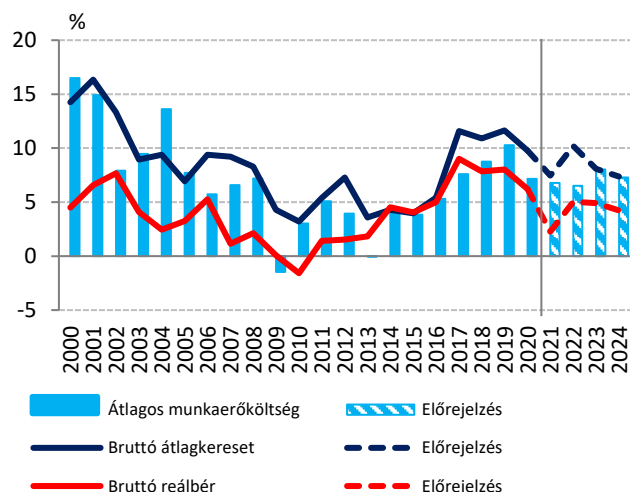
A vállalatok munkaerőkereslete tovább bővül, azonban a lefelé mutató kockázatok felerősödtek. Az ESI – foglalkoztatási kilátásokat monitorozó – felmérése alapján a vállalatok minden kiemelt ágazatban létszámbővítést terveznek az elkövetkező hónapokban. Ugyanakkor a magas energiaárak vállalati költségeket növelő hatása és a visszafogottabb külső kereslet a vállalatok termelésének lassulását vonhatja maga után, ami a munkaerő-keresletre is hatással lehet. A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók (lakosság munkanélküliségtől való félelme az ESI-felmérés alapján, Google trendsben a munkanélküliségi segélyre vonatkozó keresések száma) az elmúlt hónapokban kismértékű kockázatot jeleztek (ld 3.3. fejezet).

Előrejelzésünk szerint a munkanélküliségi ráta tartósan 4 százalék alatt marad (1-17. ábra). Az aktívak számában a nemzetközi turizmus hosszú távú kilábalása miatt külföldről hazatérő munkavállalók, valamint a 2022-től életbe lépő szja mentesség következtében kismértékű növekedésre számíthatunk.

A versenyszféra foglalkoztatás előrejelzésünk szerint 0,6 százalékkal emelkedik 2021-ben, majd további 0,8 – 1,2 százalékkal bővül 2022-ben (1-18. ábra). A munkaerőkereslet növekedése mellett figyelembe vettük, hogy a járvány hatására külföldről végleg hazatérő munkavállalók 15-20 ezer fővel növelhetik a versenyszférában dolgozók létszámát. A munkaerőpiac helyreállása a létszámbővülés mellett a munkaórák visszarendeződésével is jár, a teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám 2,1 – 2,3 százalékkal nőhet 2021-ben.

A jövő évi bérdinamika alakulását az év eleji nagymértékű minimálbér-emelés határozza meg. 2022-ben 19,5 százalékkal emelkedik a minimálbér és 18,7 százalékkal lesz magasabb a garantált bérminimum. Az adminisztratív béremelések becslésünk szerint a bértorlódás következtében az átlagbérig hatnak a keresetek alakulására, amelyet részletesebben az 1-3. keretes írásban mutatunk be. Előrejelzésünk szerint 2022-ben 9,7 – 10,7 százalék között alakulhat az éves bérnövekedés a versenyszférában. A magas, 7-8 százalék közötti bérdinamika várhatóan az

1-19. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



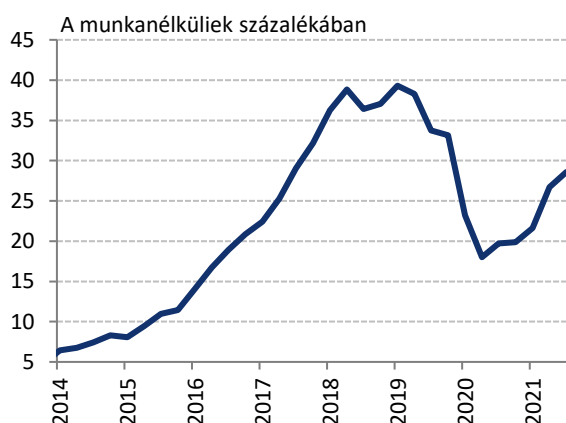
Megjegyzés: Az éves kereset és munkaerőköltség változók az előrejelzésünk sávközepével konzisztensek.

Forrás: KSH, MNB

előrejelzési horizont végéig fennmarad. A munkaerőpiac feszesedése a reálbérek tartós emelkedését vonja maga után (1-19. ábra).

A feszesedő munkaerőpiac és az egyes ágazatokban jelentkező munkaerőhiány következtében tartósan élénk maradhat a bérdinamika. A munkaerőpiac az elmúlt hónapokban feszesebbé vált, jelenleg a 2017 év közepi szintet éri el (1-20. ábra). A bruttó átlagkeresetben lévő létszámváltozás és részmunkaidős foglalkoztatás visszarendeződéséből eredő statisztikai hatások átmeneti lassulást okoztak a bérindexben az idei évben, azonban ezek a hatások várhatóan év végére kifutnak. 2021-ben 7,4 – 7,6 százalék között alakulhat az éves bérdinamika a versenyszférában.

1-20. ábra: A munkaerőpiaci feszestség alakulása



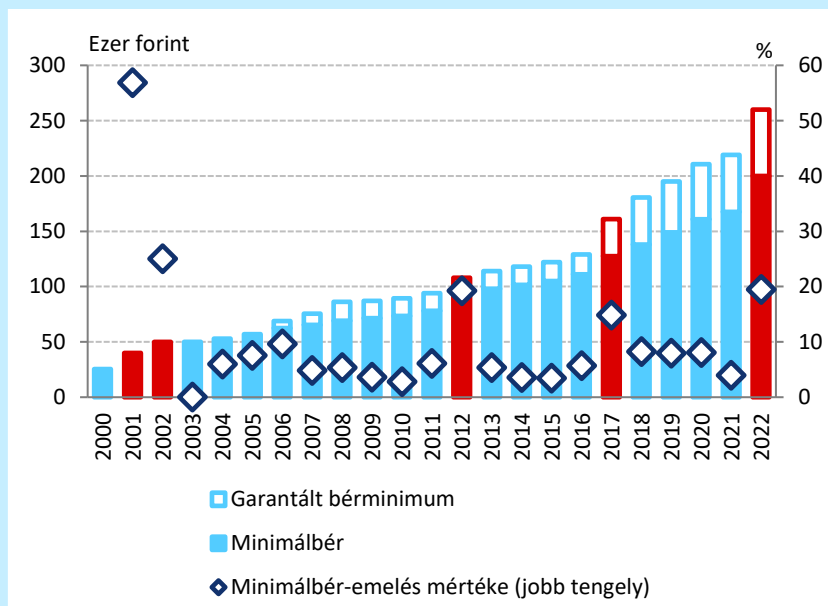
Megjegyzés: Szezonálisan igazított, negyedéves adatok

Forrás: KSH, MNB

1-3. keretes írás: A 2022-es minimálbér-emelés makrogazdasági hatásai

2022 januárjától a minimálbér 19,5 százalékkal 200 ezer forintra, a garantált bérminimum 18,7 százalékkal 260 ezer forintra emelkedik hazánkban. Az adminisztratív bérek nagymértékű növekedésére korábban a 2001-2002-es időszakban, valamint 2012-ben és 2017-ben volt példa (1-21. ábra).

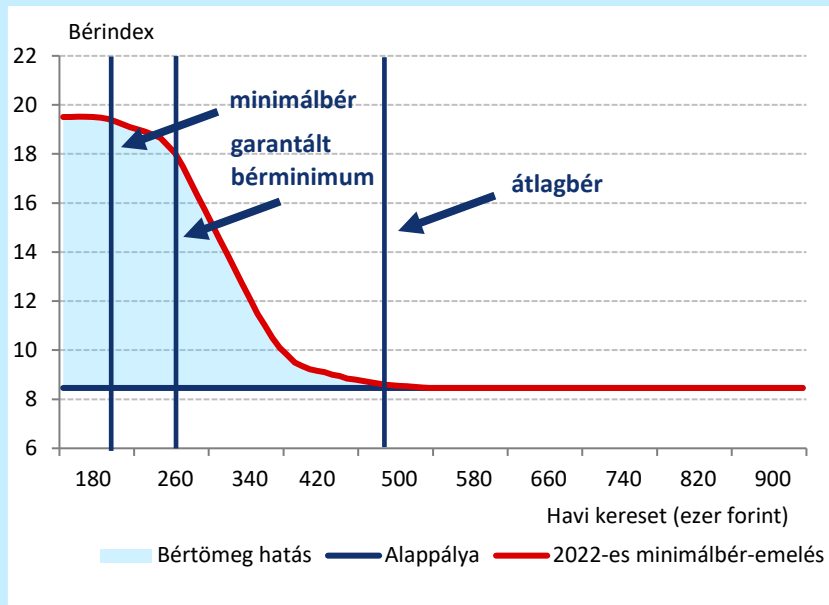
1-21. ábra: A minimálbér és garantált bérminimum alakulása



Forrás: KSH, MNB

A béremelés több mint 1 millió foglalkoztatottat érint közvetlenül, míg a bértorlódáson keresztül egészen a bruttó átlagkereset szintjéig fejtheti ki hatását, ezzel összesen 2,5 millió munkavállaló bérét befolyásolva. Hazánkban a foglalkoztatottak 8 százaléka keres minimálbért, további 13 százalék pedig garantált bérminimumot. A 2022-es minimálbér- és bérminimum-emelés jelentősen meghaladja a versenyszféra alapfolyamatait képző 7-8 százalékos bérdinamikát. Az adminisztratív bérek érdemi emelése a magasabb kereseti kategóriákban is érezteti hatását, hiszen a munkáltatók csak így tudják fenntartani az eltérő szaktudást és tapasztalatot igénylő munkakörök között a bérezési különbségeket. Számításaink szerint az intézkedés a bértorlódás hatásain keresztül további 1-1,5 millió foglalkoztatott bérét emeli és az alappályánkhöz képest több, mint 2 százalékponttal magasabb versenyszféra bérdinamikát okoz 2022-ben (1-22. ábra).

1-22. ábra: A minimálbér-emelés hatása a havi keresetek emelkedésére

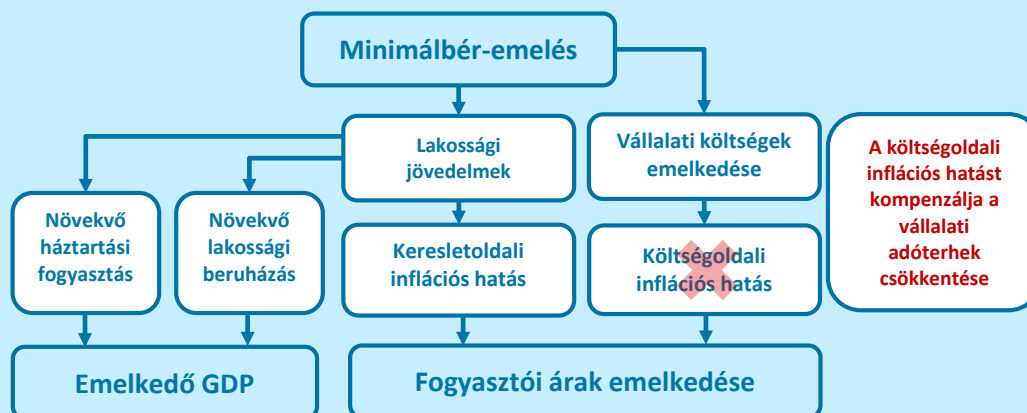


Forrás: KSH, MNB

A jelentős béremelés következtében bővül a lakosság elkölthető jövedelme (1-23. ábra). A keresetek jelentős növekedése számításaink alapján nettó 325 milliárd forint többlet jövedelmet jelent a háztartásoknak 2022-ben. Mivel a minimálbér és a garantált bérminimum emelése elsősorban az alacsony keresetű, magasabb fogyasztási határhajlandóságú foglalkoztatottakat érinti, ezért a jövedelemtöbblet nagy részét várhatóan a lakosság fogyasztásra fogja elkölteni. Számításaink szerint az intézkedés hatására jövőre 1,1 százalékponttal lesz magasabb a háztartások fogyasztása. A magasabb fogyasztás és lakossági beruházás következtében a gazdasági növekedés közel 0,3 százalékponttal lesz gyorsabb.

Az adminisztratív béremelések költségoldali inflációs hatását ellensúlyozza a vállalati adóterhek mérséklése. A minimálbér és a garantált bérminimum emelése növeli a vállalatok bérköltségét, ami beépülhet az általuk előállított termékek, szolgáltatások árába. Azonban a jövő évtől 4 százalékponttal csökkennek a munkáltatói járulékok (2,5 százalékponttal a szociális hozzájárulási adó, és 1,5 százalékponttal a szakképzési hozzájárulás), 10 százalékra csökken a kisvállalati adó, valamint kiterjesztették a helyi iparüzési adó kedvezményét 2022-re. Ezen intézkedések ellensúlyozzák a minimálbér-emelés 540 milliárdos bérköltség-növekményét, így a jövő évben nem várható szignifikáns inflációs hatás a költségoldali csatornán keresztül.

1-23. ábra: A minimálbér-emelés makrogazdasági hatásai



Forrás: MNB

1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

	2020	2021		2022		2023		2024
	Tény	Előrejelzés						
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális
Infláció (éves átlag) ¹								
Maginfláció	3,7	3,5 - 3,6	3,9	3,4 - 3,6	5,3 - 5,5	2,9 - 3,2	2,9 - 3,5	2,7 - 3,3
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,7	3,5 - 3,6	3,9	3,4 - 3,6	5,3 - 5,5	2,9 - 3,2	2,9 - 3,5	2,7 - 3,3
Infláció	3,3	4,6 - 4,7	5,1	3,4 - 3,8	4,7 - 5,1	2,8 - 3,2	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Gazdasági növekedés								
Háztartások fogyasztási kiadása	-1,6	4,6 - 5,2	3,0 - 3,1	5,0 - 6,3	5,5 - 6,1	2,4 - 3,6	3,0 - 3,9	2,4 - 3,5
Közösségi végső fogyasztás ⁶	0,6	3,5 - 4,1	4,1 - 4,3	0,9 - 2,1	0,9 - 2,0	0,3 - 1,5	0,2 - 1,4	0,3 - 1,4
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-6,9	4,3 - 5,3	6,9 - 7,1	6,2 - 8,2	2,5 - 4,7	2,2 - 4,2	1,7 - 4,6	1,6 - 4,5
Belföldi felhasználás	-2,6	4,2 - 5,1	5,8 - 5,9	4,3 - 5,8	3,6 - 4,4	1,9 - 3,2	2,1 - 3,3	1,9 - 3,1
Export	-5,9	11,0 - 12,0	7,6 - 7,8	6,6 - 8,7	4,5 - 6,1	3,7 - 5,8	6,4 - 8,3	4,2 - 5,9
Import	-3,5	8,4 - 9,5	7,0 - 7,3	5,9 - 8,1	3,9 - 5,5	2,7 - 4,9	4,7 - 6,8	2,9 - 4,8
GDP	-4,7	6,5 - 7,0	6,3 - 6,5	5,0 - 6,0	4,0 - 5,0	3,0 - 4,0	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Munkatermelékenység ⁵	-3,7	3,7 - 4,1	3,6 - 3,8	3,9 - 4,7	2,8 - 3,8	2,8 - 3,6	2,9 - 4,3	2,5 - 3,9
Külső egyensúly ²								
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-1,6	(-0,9)-(-0,4)	(-3,0)-(-3,4)	(-0,1) - 0,8	(-2,5)-(-3,4)	0,0 - 0,9	(-1,5)-(-2,4)	(-0,6)-(-1,5)
Külső finanszírozási képesség	0,4	1,4 - 1,8	(-0,7)-(-1,1)	2,4 - 3,3	(-0,2)-(-1,1)	2,5 - 3,4	0,0-0,9	0,2-1,1
Államháztartás								
ESA-egyenleg	-8,0	(-7,3)-(-7,5)	-7,5	(-5,6)-(-5,9)	-5,9	(-3,6)-(-3,9)	-3,9	-3,0
Munkaerőpiac								
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	9,7	7,7 - 8,4	8,1 - 8,3	7,7 - 9,2	10,2 - 11,2	6,0 - 7,5	5,6 - 6,8	5,3 - 6,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	-0,9	0,6 - 0,7	0,8	0,8 - 1,0	0,6 - 1,0	0,2 - 0,4	0,0 - 0,8	(-0,1) - 0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	9,8	7,2 - 8,0	7,4 - 7,6	7,1 - 8,7	9,7 - 10,7	7,1 - 8,6	7,5 - 8,7	6,8 - 8,0
Versenyszféra foglalkoztatottság	-0,5	0,6 - 0,7	0,6	1,0 - 1,2	0,8 - 1,2	0,2 - 0,4	0,1 - 0,6	(-0,1) - 0,5
Munkanélküliségi ráta	4,1	3,9 - 4,0	4,0	3,4 - 3,7	3,5 - 3,7	3,2 - 3,6	3,1 - 3,7	2,8 - 3,8
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	12,5	3,2 - 3,5	2,3 - 2,5	2,8 - 3,4	2,6 - 4,0	1,7 - 2,4	2,8 - 4,6	0,8 - 2,6
Lakossági reáljövedelem ⁴	0,7	4,1 - 4,8	3,0 - 3,2	4,4 - 5,8	5,0 - 6,0	2,2 - 3,6	2,8 - 4,0	2,2 - 3,4

¹ Szezonálisan igazított adatok alapján.² Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.³ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.⁴ MNB-becslés.⁵ Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.⁶ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2021	2022	2023	2024
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)				
MNB (2021. december)	5,1	4,7 - 5,1	2,5 - 3,5	2,5 - 3,5
Consensus Economics (2021. november) ²	4,5 - 4,9 - 5,2	3,4 - 4,6 - 5,9		
Európai Bizottság (2021. november)	5,1	4,8	3,4	
IMF (2021. október)	4,5	3,6	3,3	3,0
OECD (2021. december)	5,0	6,0	4,0	
Reuters-felmérés (2021. december) ¹	4,9 - 5,0 - 5,1	4,0 - 4,8 - 5,4	2,6 - 3,4 - 4,0	2,9 - 3,2 - 3,5
GDP (éves növekedés, %)				
MNB (2021. december)	6,3 - 6,5	4,0 - 5,0	3,5 - 4,5	3,0 - 4,0
Consensus Economics (2021. november) ²	6,2 - 7,1 - 8,0	3,8 - 5,1 - 7,0		
Európai Bizottság (2021. november)	7,4	5,4	3,2	
IMF (2021. október)	7,6	5,1	3,8	3,2
OECD (2021. december)	6,9	5,0	3,0	
Reuters-felmérés (2021. december) ¹	6,1 - 6,8 - 7,3	4,4 - 5,1 - 6,3	2,9 - 3,9 - 4,7	2,8 - 3,5 - 4,0
Folyó fizetési mérleg egyenlege³				
MNB (2021. december)	(-3,0)-(-3,4)	(-2,5)-(-3,4)	(-1,5)-(-2,4)	(-0,6)-(-1,5)
Európai Bizottság (2021. november)	-1,1	-2,4	-1,9	
IMF (2021. október)	0,6	0,9	1,5	1,1
OECD (2021. december)	-0,5	-0,7	-1,5	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)³				
MNB (2021. december)	-7,5	-5,9	-3,9	-3,0
Consensus Economics (2021. november) ²	(-8,5) - (-7,1) - (-5,3)	(-6,8) - (-5,6) - (-3,5)		
Európai Bizottság (2021. november)	-7,5	-5,7	-3,8	
IMF (2021. október)	-6,6	-5,9	-2,9	-2,2
OECD (2021. december)	-7,5	-5,8	-3,9	
Reuters-felmérés (2021. december) ¹	(-7,5) - (-7,2) - (-6,0)	(-5,9) - (-5,5) - (-4,1)	(-4,5) - (-3,8) - (-3,4)	(-3,5) - (-3,2) - (-2,7)
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2021. december)	4,6	3,5	3,3	2,4
EKB (2021. szeptember)	4,1 - 5,0 - 5,8	2,2 - 4,6 - 5,7	1,9 - 2,1 - 2,3	
Consensus Economics (2021. november) ²	4,3	4,1		
Európai Bizottság (2021. november) ²	4,5	4,5	2,7	
IMF (2021. október) ²	4,4	4,3	2,4	2,1
OECD (2021. december) ²	4,2	4,2	2,8	

¹ A Reuters és a Consensus Economics felméréseknél az elemzői válaszok átlaga mellett azok legkisebb és legnagyobb értékét is jelezzük, az eloszlás érzékeltetése érdekében.

² MNB által számított értékek, a nevezett intézmények egyedi országokra vonatkozó előrejelzéseit az MNB saját külső keresleti mutatóinak származtatásához használt súlyrendszerrel vesszük figyelembe. Bizonyos intézmények nem minden partnerországra készítenek előrejelzést.

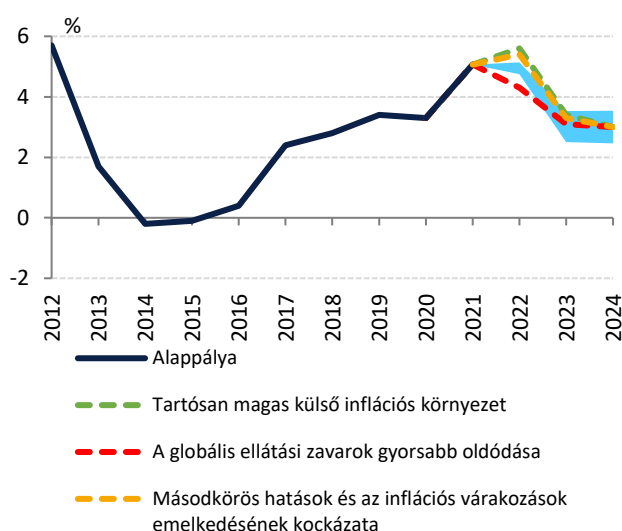
³ A GDP arányában.

Forrás: Consensus Economics, Európai Bizottság, IMF, OECD, Reuters-felmérés, MNB

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A tartósan magas külső inflációs környezetet feltételező alternatív forgatókönyv az alapelőrejelzésnél magasabb hazai inflációs és alacsonyabb növekedési pálya felé mutat. A globális ellátási zavarok gyorsabb oldódásával számoló forgatókönyv szerint az alappályánál alacsonyabb inflációs és magasabb növekedési pálya valósul meg. A másodkörös hatások és az inflációs várakozások emelkedésének kockázatát bemutató forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs és magasabb növekedési pályával áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scénárióként a visszafogottabb külső keresletet, a vártnál szigorúbb külső monetáris politikai környezetet és emelkedő kockázatkörülést, illetve a versenyképességi reformok megvalósulását feltételező pályákat tárgyalta.

2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre



Forrás: MNB

Tartósan magas külső inflációs környezet

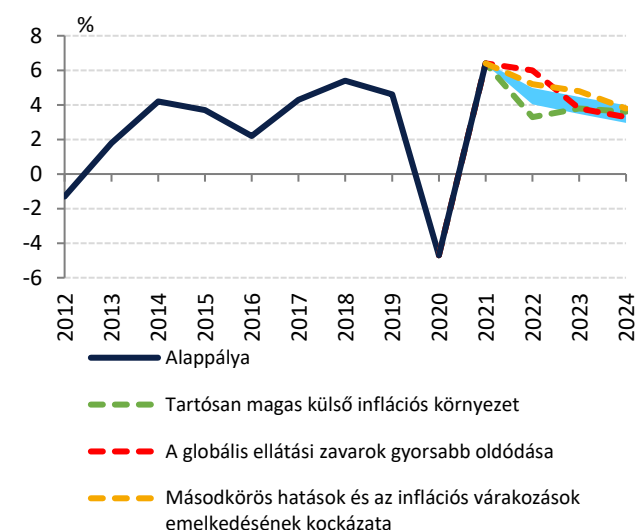
Az elmúlt hónapokban az infláció számos ország esetében évtizedes csúcsra emelkedett, amelyet a nyersanyag- és energiaárak tartós növekedése mellett az egyre több piacon megfigyelhető ellátási nehézségek is súlyosbítanak. Az infláció emelkedése a magasabb nyersanyagárak és szállítási költségek mellett azzal is magyarázható, hogy a válság másfajta jellegéből és az eltérő válságkezelésből adódóan a globális gazdasági aktivitás és a munkaerőpiac helyreállása gyorsabb a 2008/2009-es válságban tapasztaltnál. A gyors gazdasági helyreállítás mellett a laza fiskális és monetáris politikai irányultság, a magas államadósság-ráták és a bővülő hitelezés, valamint a deglobalizáció és az értékláncok rövidülése egyaránt az emelkedő infláció felé mutatnak.

A lakosság és a vállalati szektor várhatóan dinamikus emelkedő fogyasztási és beruházási aktivitása mellett számos ország fenntartja a járványhelyzet során bevezetett gazdaságösztönző programjait. A költségvetési politika az Európai Unióban, az Egyesült Királyságban és az Egyesült Államokban is keresletélénkítő maradhat. 2022-ben a költségvetések hiánya a jelenlegi várakozások szerint azonban jelentősen csökken a főbb gazdaságokban.

A globális értékláncok szakadozása és a félvezetőhiány fokozódó költségnyomáshoz vezet a szállítmányozásban és az ipari termelésben. A Kínából Európába irányuló szállítmányok költsége egy év alatt közel hétszeresére növekedett. Az ebből fakadó pluszköltségek egy részét a kereskedők vélhetően a fogyasztókra hárítják át, ami így begyűrűzhet a hazai fogyasztói árakba is.

A fontosabb nyersanyagok árai számottevően meghaladják a koronavírus-járvány előtti szinteket. A nyersanyagárak globálisan jelentősen nőttek az év első felében, majd a nyár közepén megfigyelhető korrekciót követően ismét emelkedtek. A mezőgazdasági termékek ára – részben a

2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre



Forrás: MNB

globális értékláncokban jelentkező fennakadások következtében – tartósan magasan alakulhat.

A nyersanyagár-emelkedés hátterében a kilábalás hatására élenkülő kereslet mellett nagy szerepe van a piaci várakozásoknak is. A várakozások ráerősítenek a kereslet okozta áremelkedésre. A gazdaságok újranyitása számos árupiacon felfelé hajtotta az árakat az egyes termékek iránti növekvő keresleten keresztül. A piaci spekuláció számottevően hozzájárulhat a nyersanyagárak további emelkedéséhez. Amennyiben az inflációs várakozások globális emelkedését további spekulatív nyersanyagár-emelkedés kíséri, az hosszabb távon akadályozza a globális gazdasági növekedést.

Az **alappálya** mentén arra számítunk, hogy a nyersanyagárak fokozatosan mérséklődnek a jelenlegi magas szintjükről.

Alternatív pályánkban a globális nyersanyagárak tartósan tovább emelkednek, amiben a globális kínálati problémák mellett szerepet játszanak a piaci várakozások is. Az alternatív pálya megvalósulása esetén a külső infláció a vártnál magasabban alakul, ami begyűrűzik a hazai árakba. Amennyiben a hazai infláció emelkedése tartósnak bizonyul, az alappályához képest szigorúbb monetáris kondíciók válhatnak indokolttá.

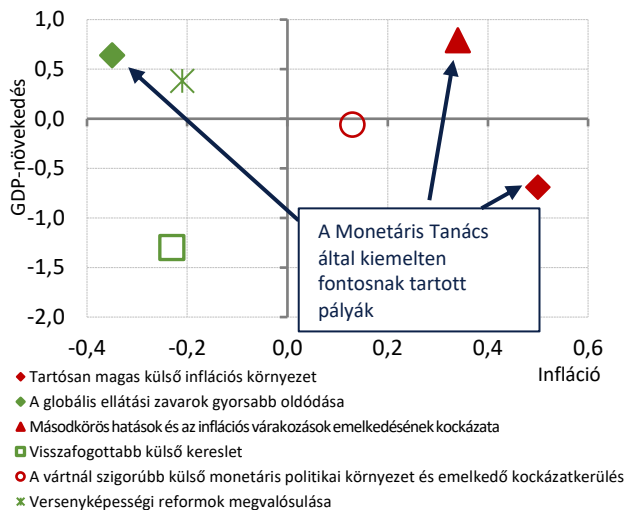
A globális ellátási zavarok gyorsabb oldódása

A koronavírus-járvány következtében globális hiány alakult ki az elektronikai eszközök alapvető részét képező félvezetőkben. A chippek megnövekedett szállítási ideje miatt a cégek nem képesek a gyártási kapacitások kihasználására, gyárbezárásokra és csökkentett műszakban történő termelésre kényszerültek. A félvezetőhiány közvetlenül elsősorban a járműgyártást és az elektronikai termékek gyártását hátráltatja, amelyek a hazai és a visegrádi országok kivételében is jelentős súllyal bírnak.

Az ellátási zavarok oldódása 2022 második felétől valósulhat meg. A globális félvezetőhiány 2022 első felében is kedvezőtlen hatással lesz a termelésre, iparági szereplők várakozása szerint a piac normalizálódása 2022 közepétől indulhat meg, míg a teljes visszarendeződés csak 2023-2024-re mehet végbe. Azonban mutatkoznak az ellátási zavarok oldódására utaló jelek is. Az elmúlt időszakban az ellátási zavarok nem romlottak tovább, ami arra utalhat, hogy a félvezetőhiány elérte a csúcát.

A globális félvezetőhiány és a szállítási láncok töredezettségének gyorsabb oldódása a globális infláció mérséklődésének irányába mutat. Amennyiben a kínálat szűkössége oldódik és a magas szállítási költségek is

2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre



Megjegyzés: A kockázati térkép azt mutatja meg, hogy az alternatív forgatókönyvek inflációs és növekedési pályája a monetáris politikai horizont egészében átlagosan mennyiben különbözik az alappályától. A piros színnel jelzett pálya az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

mérséklődnek, az infláció emelkedésének üteme visszafogottabbá válik világszerte.

Alappályánkban a globális kínálati problémák oldódása csak 2022 közepétől várható. Ezzel párhuzamosan az exportteljesítményünk visszafogott pályán alakul, míg a globális infláció magas marad.

Alternatív pályánkban a kínálati oldal az alappályában feltételezetténél gyorsabban áll helyre. Az alkatrész- és alapanyaghiány gyorsabb enyhülésével a termelés újraindulása is hamarabb valósul meg. Mindez élénkíti az exportteljesítményünket és a GDP növekedési ütemét, miközben a kínálati problémák oldódása mérsékli a globális inflációt.

Másodkörös hatások és az inflációs várakozások emelkedésének kockázata

Hazánkban az infláció az őszi hónapokban kilépett a toleranciasávból. A magas inflációt alapvetően külső tényezők okozták. A globális nyersanyag- és energiaárak emelkedése fokozatosan egyre szélesebb termékkörben jelenik meg a fogyasztói árakban. A magas infláció lakossági várakozásokba való beépülése tartósan magasabb árdinamikát eredményezhet. Az utóbbi hónapokban a hazai inflációra vonatkozó lakossági várakozások megemelkedtek.

A tartósan magasabb hazai várakozások a bérezési folyamatokon és a fogyasztási-megtakarítási döntéseken keresztül másodkörös inflációs hatások kialakulásához vezethetnek. A másodkörös inflációs hatások kialakulása szempontjából a feszes munkaerőpiac, a tartósan magas bérdinamika és a lakossági fogyasztást élénkítő kormányzati intézkedések következtében növekvő jövedelmek jelentik a legnagyobb kockázatot. A válság idején felhalmozott kényszermegtakarítások alappályánkban feltételezetténél gyorsabb leépülése további árfelhajtó hatást jelenteen. A belső inflációs kockázatokat a külső környezet is felerősíti. A gazdaságok újraindulásával és a globális kínálati problémák kialakulásával mind a nyersanyagárak, mind az élelmiszerárak megemelkedtek nemzetközileg, amelyek a hazai fogyasztói árakba is begyűrűznek.

A minimálbér-emelés, valamint a munkaerőpiac feszesebbé válása következtében erős marad a bérdinamika. A minimálbér-emelés és a kormányzat által a lakosságnak nyújtott egyéb juttatások a háztartások jövedelmének bővülésén keresztül élénkíti a lakossági fogyasztást, így a kereslet oldaláról emeli az inflációt. Ugyanakkor a vállalatok megnövekedett bérköltségét ellensúlyozza a különböző vállalati adók és járulékok csökkentése, így a minimálbér-emelés költségoldali inflációs hatásával nem számolunk. A munkaerőpiac az elmúlt félévben feszesebbé vált és a 2017.

év közepi szintet éri el. Egyre több ágazatban – főként a piaci szolgáltatásoknál – jelentett szűk keresztmetszetet a munkaerő.

Alappályánkban a másodkörös inflációs hatások mérsékeltek maradnak. A magas infláció az év végén és 2022 elején fennmarad, majd fokozatosan csökken és az átmeneti hatások kifutását követően mérséklődik.

Az alternatív forgatókönyv szerint a másodkörös inflációs hatások kialakulásának kockázata megemelkedik: a jelenlegi magasabb dinamika beépül a gazdasági szereplők várakozásaiba, a magas infláció az alappályában vártnál tartósabban marad fenn. Emellett a magas inflációs várakozások a megtakarítási ráta nagymértékű csökkenését eredményezik, ami további árfelhajtó hatással bír.

További kockázatok

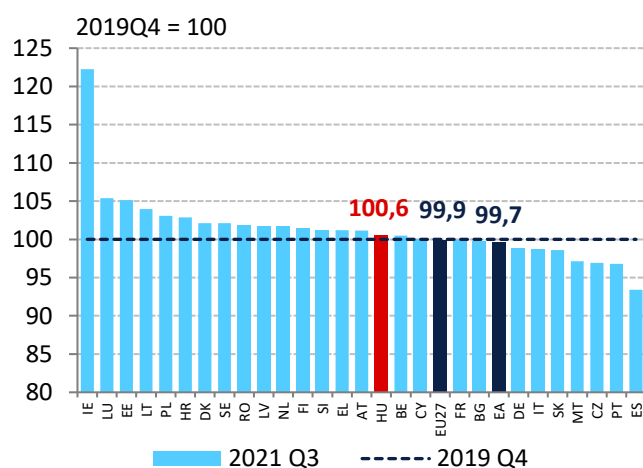
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács három további alternatív pályát mérlegelt. A visszafogottabb külső keresletet feltételező alternatív forgatókönyvben az alappályánál alacsonyabb exportdinamikát és nyersanyagárakat feltételezünk. A külkereskedelmi partnereink visszafogottabb növekedése negatívan érinti az ipar és az exportszektor teljesítményét, ezáltal a gazdasági növekedés alacsonyabb az alappályához képest és lefelé mutató inflációs kockázatot jelent. A vártnál szigorúbb külső monetáris politikai környezet és emelkedő kockázatkerülés forgatókönyv megvalósulása esetén az EKB és a Federal Reserve a jelenleg vártnál korábban szigorítja a monetáris kondíciókat, a régiós jegybankok a hazainál gyorsabb ütemben emelik az irányadó rátájukat, miközben a koronavírus-járvány újabb hulláma miatt a globális befektetői hangulat jelentősen romlik. A hazai monetáris kondíciók relatíve lazábbá válnak, ami a megnövekedett globális befektetői kockázatkerülés következtében a hazai kockázati prémiumok és eszközárak emelkedését eredményezheti. A versenyképességi reformok megvalósulását feltételező alternatív forgatókönyvben a versenyképesség javulása elsősorban kínálati oldalról élénkíti tovább a hazai gazdaságot. Az alappályában feltételezetttnél nagyobb mértékben javulhat a versenyképesség, amennyiben a Magyar Nemzeti Bank által bemutatott, a versenyképesség javítását célzó 330 lépés közül további javaslatok valósulnak meg. A célzott intézkedések megvalósulása jelentős mértékben javítja a termelékenységet, ami alacsonyabb ciklikus pozíciót eredményez a hazai gazdaságban. Ez alacsonyabb inflációs pályával és magasabb gazdasági kibocsátással konzisztens.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2021 harmadik negyedében folytatódott a gazdasági kilábalás, az Európai Unió országainak több mint a fele már meghaladta a válság előtti gazdasági teljesítményét. Ugyanakkor az új járványhullám felfutása, az energiaárak markáns növekedése és a globális beszállítói láncokban továbbra is jelen lévő problémák hatására a GDP-növekedést övező kilátások romlottak. A globális félvezetőhiány leginkább a járműipari és elektronikai termékek gyártását érinti, amely a hazai és régiós exportban is jelentős súllyal bír. A koronavírus okozta bizonytalanság újra nő, a negyedik hullám erősödésével több országban újra korlátozásokat vezettek be, elsősorban az oltatlanok számára. Az energiaimportőr országok számára a nyersanyagok és az energiahordozók drasztikus emelkedése szintén rontja a növekedési kilátásokat. Az elmúlt időszakban a vizsgált jegybankok többsége az emelkedő inflációra reagálva megkezdte, illetve folytatta a monetáris kondíciók szigorítását. A globálisan meghatározó jegybankok közül a Fed változatlanul, nulla közeli szinten hagyta az irányadó rátáját és megkezdte az eszközvásárlások ütemének mérséklését. Az Európai Központi Bank szintén változatlanul hagyta az irányadó rátákat és megerősítette a PEPP programja keretében történő eszközvásárlások némileg lassabb ütemben történő folytatását. Jelentősen szigorodtak a monetáris kondíciók a szűkebb régiókban, mivel a cseh, a lengyel és a román jegybank is az alapkamat emeléséről döntött.

3-1. ábra: A GDP szintjének alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján.

Forrás: Eurostat, Trading Economics

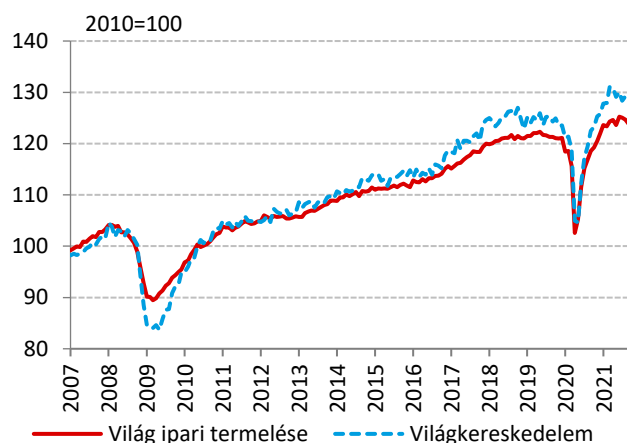
3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

2021 harmadik negyedében a rendkívül alacsony tavalyi bázis kifutásával az országok többségében lassult a gazdasági növekedés. A harmadik negyedévben az Egyesült Államok és Kína egyaránt 4,9 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A harmadik negyedévben 2020 azonos időszakához képest az EU 4,1, az eurozóna 3,9 százalékkal növekedett. Ezzel az Európai Unióban a GDP minimálisan továbbra is elmarad a válság előtti szinttől. Az európai országok kilábalása eltérő ütemben folytatódott, hazánk a középmezőnyben helyezkedik el (3-1. ábra).

A világgereszkedelem gyors kilábalása megakadt az elmúlt hónapokban a termelési láncok szakadozása, illetve a szállítási problémák miatt. A globális ipari termelés már 2020 szeptembere óta a járvány előtti szintje fölött alakul, ugyanakkor az utóbbi hónapokban megállt a növekedése (3-2. ábra). Hasonló tendencia látható a világgereszkedelem esetében is, melynek bővülése a beszállítói láncok zavarai miatt akadhatott meg.

A nemzetközi konjunktúra alakulásában a koronavírus mellett a beszállítói láncokban jelentkező szakadások, valamint a megugró energiaárak játszanak vezető szerepet. A globális félvezetőhiány gazdasági következményeit szembetűnően jelzi, hogy a mikrochipek kézbesítési ideje az év eleje óta érdemben megemelkedett (3-3. ábra). A félvezetőhiány és a beszállítói láncok akadozása elsősorban a fejlett gazdaságok termelőegységeinél csapódik le. Európában a chipek megnövekedett szállítási ideje miatt a cégek nem képesek a gyártási kapacitások kihasználására, ezért gyárbezárásokra és csökkentett műszakban történő termelésre

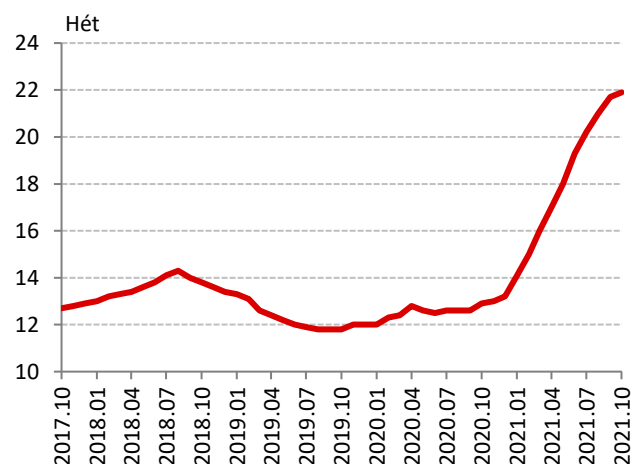
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világereszkedeleme az alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: CPB

3-3. ábra: A megrendelés és kézbesítés közötti átlagos várakozási idő a mikrochipek esetében



Forrás: Bloomberg, Susquehanna Financial Group

kényszerültek. A félvezetőhiány közvetlenül leginkább a járműgyártást és az elektronikai termékek gyártását hátráltatja, így szűk keresztmetszetként jelentkezik a hazai exportteljesítményben meghatározó német ipar számára. Emellett a beszállítói láncokban történő szakadások akadályozzák egyes faanyagok, a réz, az alumínium, műanyagok, a kobalt, a lítium, a nikkel és a grafit rendelkezésre állását.

Az elmúlt évtizedek legnagyobb energiaár-emelkedése zajlik a világban, ami a vállalati költségek emelkedésén keresztül mérsékelheti a gazdasági növekedést. Október folyamán a kőolaj ára több mint 30, a villamos áram ára 260, a földgáz ára közel 400 százalékkal haladta meg a 2017-2019-es időszak átlagát. A magasabb energiaárak a nettó energiaimportőr országok esetében (mint hazánk és a régiós országok többsége) számottevően rontják a cserearányt és a folyó fizetési mérleg egyenlegét is.

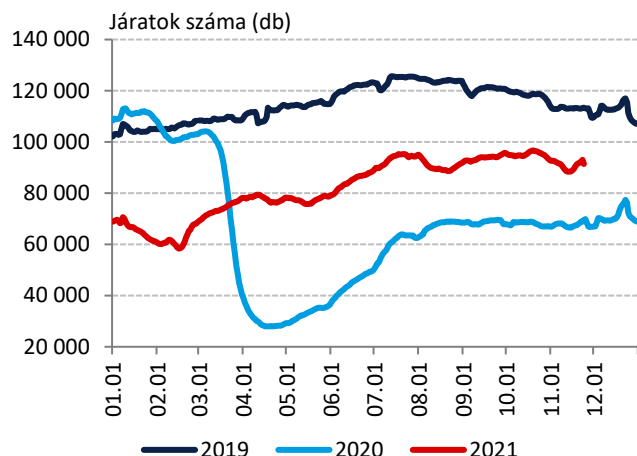
A szolgáltatások kilábalása folytatódott a harmadik negyedévben, azonban a folyamatra a járvány negyedik hullámának felerősödése jelentős kockázatot jelent. Továbbra is a turizmus az egyik leginkább érintett szektor, melynek kilátásai a járvány hullámaival összhangban folyamatosan változnak. Az átoltottság gyors emelkedése még bizakodásra adott okot, azonban a nyájimmunitás elérése előtt lelassult az oltottak számának bővülése és a negyedik hullám hatására a bizonytalanság újra nő. Több országban újra korlátozásokat vezettek be elsősorban az oltatlanok számára, a szektorban továbbra is lassú helyreállítás várható. A napi kereskedelmi célú repülőjáratok száma 95 ezer környékén stabilizálódott, ami azonban továbbra is jelentősen elmarad a 2019-es adatoktól (3-4. ábra).

A globális félvezetőhiány által leginkább érintett járműipari termékek gyártására szakosodott országok (Németország, Csehország, Szlovákia) esetében a növekedési kilátások romlottak. A régiós országok közül Romániában és Lengyelországban hazánkhoz hasonlóan már meghaladta a válság előtti szintjét a gazdasági teljesítmény, míg Szlovákiában és Csehországban jobban elhúzódik a kilábalás. Legfőbb kereskedelmi partnerünk, Németország kilábalása lassan halad. Az európai kilábalási rangsorban jelenleg is az alsó harmadban helyezkedik el a német gazdaság és 2021-re vonatkozó növekedési kilátásai a leggyengébbek az egész EU-ban.

3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

A globális infláció az elmúlt hónapokban tovább emelkedett. A fejlett gazdaságokban a harmadik negyedévben az inflációs ráta több esetben már meghaladta

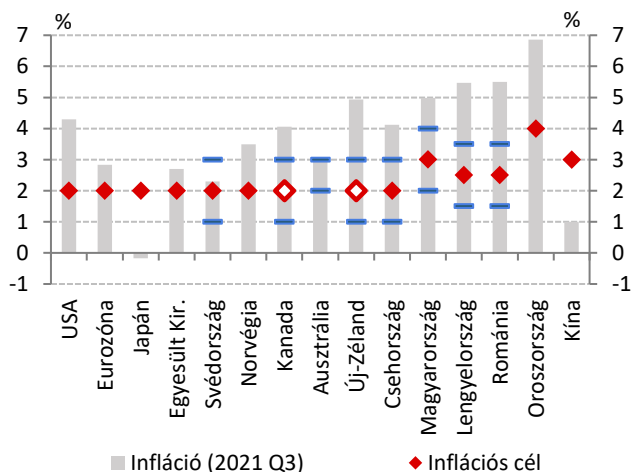
3-4. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása



Megjegyzés: Index 7 napos mozgóátlag alapján

Forrás: Flightradar24

3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



Megjegyzés: A kék vonalak Ausztrália, Kanada és Új-Zéland esetében az inflációs célsávot jelölik, míg a többi ország esetében a cél körüli toleranciasávot. Kanada és Új-Zéland esetében hangsúlyos a sávközép, amit üres rombuszal jelöltünk.

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

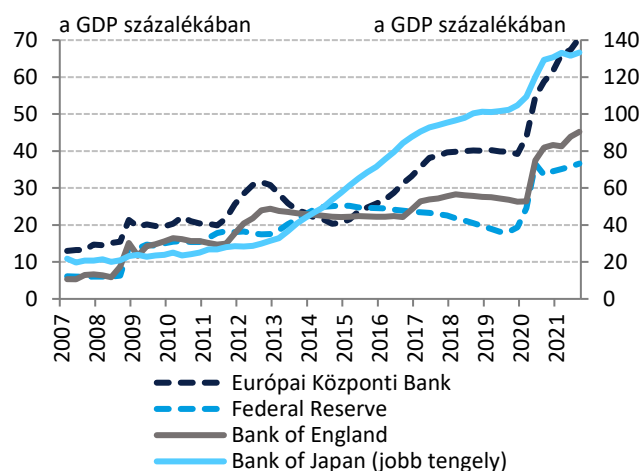
a jegybanki célértéket (3-5. ábra). A régiós országok, illetve egyéb feltörekvő országok esetében is jellemzően cél fölött volt az infláció. Ebben az energiatételek mellett az iparcikkek áremelkedése is kiemelt szerepet játszott. Ennek nyomán egyre több jegybank kezdte meg, illetve folytatta a monetáris kondíciók szigorítását.

Az euroövezetben az előzetes adatok alapján novemberben 4,9 százalékra emelkedett az infláció. A tavalyi év végi negatív tartományból januártól kezdve fokozatosan közelített a 2 százalékos célértékhez az infláció, majd júliusban már meghaladta azt és az elmúlt hónapokban tovább emelkedett. A maginfláció júliusban 0,7 százalékra mérséklődött, majd az elmúlt időszakban fokozatosan 2,0 százalékra, majd afölé emelkedett.

Az EKB Kormányzótanácsa októberben változatlanul hagyta az irányadó rátákat és megerősítette, hogy a vészhelyzeti eszközvásárlási program (PEPP) keretében történő vásárlásokat továbbra is némileg alacsonyabb („moderately lower”) ütemben folytatja, mint az idei év második és harmadik negyedében. A PEPP program a jelenlegi iránymutatás szerint 2022 márciusában érhet véget. Az APP keretében történő vásárlások nem módosulnak, valamint az EKB továbbra is biztosítja a szükséges likviditást a TLTRO III programján keresztül. Az eurozónában a vártnál magasabb inflációt az EKB döntéshozói jellemzően továbbra is átmeneti jelenségnek tartják. A jegybank mérlegfőösszege decemberben 8469 milliárd euróra (a GDP 72,0 százalékára) emelkedett (3-6. ábra). A jegybank előretekintő iránymutatása nem változott, az EKB az irányadó rátákat a jelenlegi vagy annál alacsonyabb szinten tartja mindaddig, amíg az infláció jóval az előrejelzési horizont vége előtt el nem éri az inflációs célt és az előrejelzési horizont végéig tartósan a cél közelében marad, valamint az inflációs alapfolyamatok összhangba nem kerülnek az infláció 2 százalékán történő, középtávú stabilizálódásával. Ennek érdekében előfordulhat, hogy az infláció átmenetileg és kismértékben meghaladja az inflációs célt.

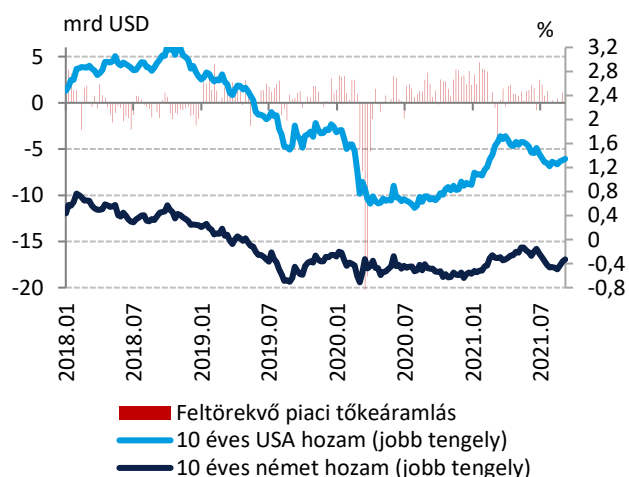
A Federal Reserve döntéshozói novemberi kamatlétszámításán változatlanul hagyták az irányadó ráta célsávját, amely így továbbra is 0–0,25 százalékos szinten maradt, ugyanakkor az eszközvásárlások havi ütemét az eddigi 120 milliárd dollárról novemberben 105 milliárd dollárra, decemberben pedig 90 milliárd dollárra csökkentik. Jerome Powell jegybankelnök elmondta, hogy a döntéshozók a jelentős gazdasági előrelépés miatt döntöttek úgy, hogy csökkentik az eszközvásárlások ütemét. A jegybankelnök kiemelte, hogy az eszközvásárlások ütemének mérséklése (tapering) nem szolgál információval

3-6. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

3-7. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása



Forrás: EPFR, Bloomberg

az irányadó célsáv várható pályájára vonatkozóan, a kamatemelésről pedig nem tárgyalnak a döntéshozók, amíg a munkaerőpiac nem éri el a teljes foglalkoztatást. Jerome Powell november végi nyilatkozata szerint előzetekintve gyorsíthatják a tapering-et a korábban vártnál tartósabban magas infláció miatt. A jegybank mérlegfőösszege decemberben 8699 milliárd dollárra (a GDP 37,5 százalékára) emelkedett. A fogyasztóiár-index novemberben 6,8 százalékkal emelkedett éves alapon, a jegybank által kiemelten figyelt PCE inflációs mutató pedig 5,0 százalék volt októberben.

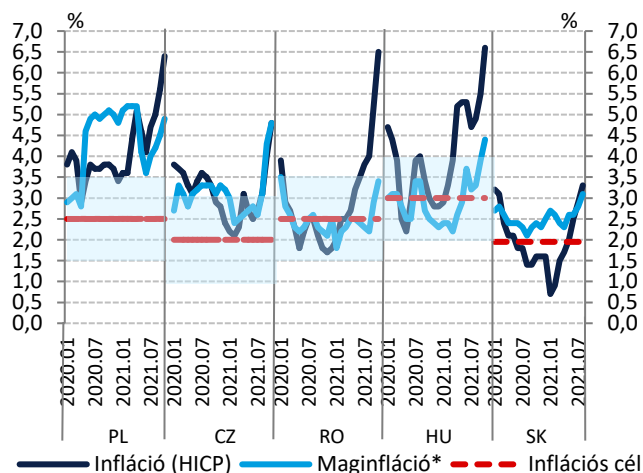
A japán jegybank döntéshozói októberi kamatdöntő ülésükön nem módosították a kamatkondíciókat. A 2020. áprilisban indított hitelsztöngző program változatlan paraméterek mellett, előreláthatólag 2022. márciusig folytatódik. A jegybank mérlegfőösszege novemberben a GDP 133,5 százalékán alakult. Az előretekintő iránymutatás nem változott, a jegybank szorosan nyomon követi a koronavírus-járvány hatását, és a már meghozott lépéseken túl kész újabb lazító lépéseket eszközölni, ha szükséges.

A Bank of England döntéshozói novemberi kamatdöntő ülésükön változatlanul hagyták az irányadó rátát és nem módosították az állampapír- és vállalati kötvényvásárlási programok paramétereit sem. Az infláció az augusztusi 3,2 százalékról szeptemberben 3,1 százalékra csökkent, majd októberben 4,2 százalékra emelkedett. A jegybank előrejelzése alapján az infláció előreláthatólag 2022 áprilisában 5 százalékon tetőzik és 2022 második felében indul csökkenésnek, két éven belül pedig eléri a 2 százalékos célértéket. A jegybank szerint az előrejelzési horizonton a monetáris kondíciók enyhe szigorítása válhat szükségessé, az inflációs cél középtávú teljesülése érdekében.

A kínai jegybank nem változtatott a banki hitelek árazásában irányadó benchmark hitelkamatláb (loan prime rate, LPR) szintjén. Az egyéves LPR így 3,85 százalék, az öt éves LPR pedig 4,65 százalék maradt. Az infláció egyelőre mérsékelt Kínában, a termelői árak azonban tovább emelkedtek. A termelői árindex éves növekedési üteme a szeptemberi 10,7 százalékról októberben 13,5 százalékra, míg az infláció 0,7 százalékról 1,5 százalékra emelkedett.

A fejlett piaci befektetői hangulat az elmúlt negyedévben alapvetően nem romlott, ugyanakkor a fejlett jegybankok szigorító üzeneteivel, valamint az inflációs kockázatok erősödésével párhuzamosan a feltörekvő kötvény- és devizapiacok volatilitása is emelkedett. A nyersanyagok és az energiaárak jelentős növekedése inkább az időszak első felében volt jellemző, ugyanakkor a beárazott kamatpálya meredekebbé válása a fejlett és a feltörekvő piacokon is

3-8. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban



Megjegyzés: Éves változás, százalék. *A maginfláció esetében az Eurostat szerinti definíció (energia, élelmiszer, alkohol és dohánytermékek nélküli infláció). A kék terület az inflációs célok körüli toleranciasávot jelöli.

Forrás: Eurostat

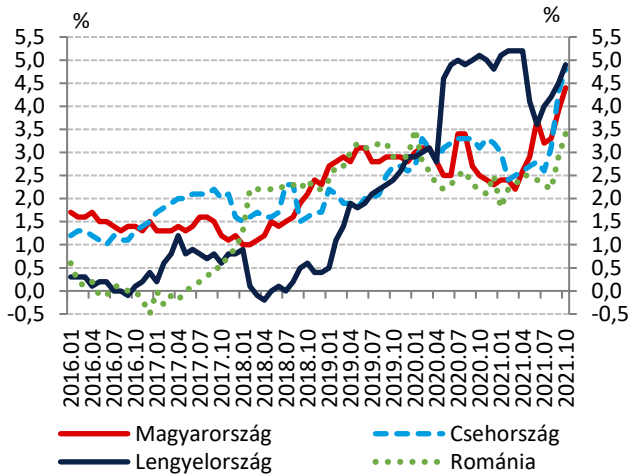
megfigyelhető volt. Az elmúlt időszakban megjelent gazdasági előrejelzések és a beérkező tényadatok, illetve leading indikátorok továbbra is a gazdasági kilábalás folytatódását vetítik előre, azonban a gazdasági növekedést övező lefelé mutató kockázatok erősödtek. Az infláció emelkedésével ugyanakkor a jegybanki élénkítő programok kivezetésével és kamatemelésekkel kapcsolatos várakozások is erősödtek.

A fejlett részvényindexek többségében emelkedtek, a vezető amerikai és európai tőzszeindexek mintegy 3-5 százalékkal, ugyanakkor a feltörekvő országok tőzsdéi vegyesen teljesítettek. A dollár a fejlett és a feltörekvő devizákkal, köztük a szűk régió devizaival szemben többnyire erősödött, így az euróhoz, japán yenhez és a fonthoz képest rendre 4,1, 4,5 és 3 százalékkal értékelődött fel. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok jellemzően emelkedtek, különösen az amerikai tízéves állampapír esetében, ami 30 bázisponttal emelkedett (3-7. ábra). A feltörekvő piaci kötvényhozamok, így a régiós hozamok is emelkedtek, melyet egy részről a monetáris politikai lépések, más részről a fejlett piaci hozamemelkedések támogattak.

Bár a koronavírushoz kötődő jegybanki programok lassításáról és leállításáról több kommunikáció is megjelent az időszak során, a piaci árazások csak óvatos kamatemelést jeleznek előre a fejlett jegybankok esetén. A piaci árazások alapján a Fed 2022 közepén kezdheti emelni kamatszintjét, ami a szeptemberi várakozásoknál korábbi időpont, valamint a hosszabb lejáratú forward ügyletek is a korábbinál meredekebb kamatpályát vetítenek előre. Az EKB jelenlegi kamatkondíciói a piaci árazások alapján 2023 februárjában szigorodhatnak, így a piaci szereplők korábbra árazzák a kamatemelés lehetőségét a szeptember közepi várakozáshoz képest, valamint 2022-ben az eszközvásárlási program átalakításával szigoríthatják a monetáris kondíciókat.

Az elmúlt negyedév során valamennyi régiós országban tovább emelkedett az infláció. Lengyelországban a HICP mutató a szeptemberi 5,6 százalékról októberben 6,4 százalékra emelkedett. Csehországban a harmonizált fogyasztóiár-index alapján számított infláció a szeptemberi 4,0 százalékról 4,8 százalékra, míg Romániában 5,2 százalékról 6,5 százalékra emelkedett októberben (3-8. ábra). A harmonizált fogyasztóiár-indexek mellett az egyes jegybankok által figyelt inflációs mutatók is érdemben emelkedtek: októberben Romániában 7,9 százalékra, míg novemberben Csehországban 6,0 százalékra, Lengyelországban 7,7 százalékra emelkedett az infláció. Az

3-9. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban



Forrás: Eurostat

elmúlt három hónap során a maginfláció is jellemzően emelkedett a régiós országokban (3-9. ábra).

A cseh jegybank szeptemberben 75, majd novemberben 125 bázisponttal emelte az alapkamatot. A jegybank emellett megerősítette korábbi jelzését, amely szerint a döntéshozók készen állnak az alapkamat további emelésére, az őszi előrejelzéssel összhangban.

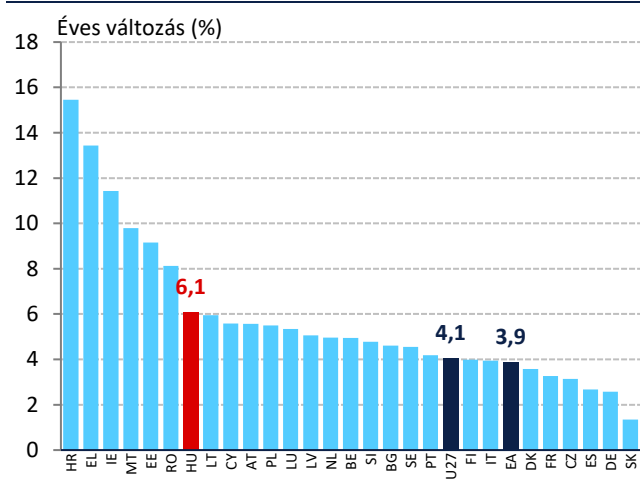
A lengyel jegybank októberi kamatdöntő ülésén 40, majd novemberi ülésén 75, decemberi ülésén pedig 50 bázisponttal emelte az irányadó rátáját. A kötelező tartalékráta októberben 0,5 százalékról 2 százalékra emelkedett. A jegybank jelezte, hogy amennyiben szükséges, továbbra is interveniálhat a devizapiacra és egyéb eszközöket is alkalmazhat, amelyek a monetáris politikai eszköztár részét képezik. A jegybank az októberi ülést követően lezárta az állampapír-vásárlásokat. A jegybankelnök ugyanakkor jelezte, hogy a jegybank fenntartja annak lehetőségét, hogy szükség esetén ismét aktív legyen az állampapír-piacon.

A román jegybank októberben és novemberben 25-25 bázisponttal 1,75 százalékra emelte az alapkamatot. A jegybank novemberben 50 bázisponttal 75 bázisponttal szűkítette a szimmetrikus kamatfolyosót, így a kamatfolyosó felső szélét jelentő hiteleszköz kamata 2 százalékról 2,5 százalékra emelkedett, az alsó szélét jelentő betéti eszköz kamata pedig változatlanul 1 százalékon maradt.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A sikeres újraindulást követően a magyar gazdaság növekedése lassuló ütemben folytatódott, a bruttó hazai termék 6,1 százalékkal emelkedett éves bázison 2021 harmadik negyedévében. A hazai gazdaság teljesítménye 0,6 százalékkal haladta meg a járvány előtti szintjét. A belső kereslet kilábalása folytatódott, a lakossági fogyasztás és a beruházások is bővültek. A beruházások elsősorban a vállalati szektor fejlesztéseinek hatására növekedtek a harmadik negyedévben, miközben a költségvetési szervek beruházásainak volumene mérséklődött. Az élénkülő belső kereslettel ellentétben a hazai ipari export a globális félvezetőhiány, illetve az exportpiacok lassulásának következtében fokozatosan romlott. Az árukereskedelmi egyenleg fokozatosan romlott az elmúlt hónapokban, amiben az export lassulása, a dinamikus belső kereslet miatti importemelkedés és a romló cserearány egyaránt szerepet játszott.

3-10. ábra: A GDP éves változása 2021 harmadik negyedévében az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.
Forrás: Eurostat

A sikeres újraindulást követően a magyar gazdaság növekedése lassuló ütemben folytatódott. 2021 harmadik negyedévében a bruttó hazai termék 6,1 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Az eurozóna 3,9 százalékkal, az EU-27 országának gazdasága pedig 4,1 százalékkal bővült éves bázison (3-10. ábra). Az eurozónához viszonyított növekedési többletünk 2,2 százalékpont volt 2021 harmadik negyedévében.

Felhasználási oldalról az éves bázisú növekedéshez a belső felhasználási tételek pozitívan, a nettó export negatívan járult hozzá.

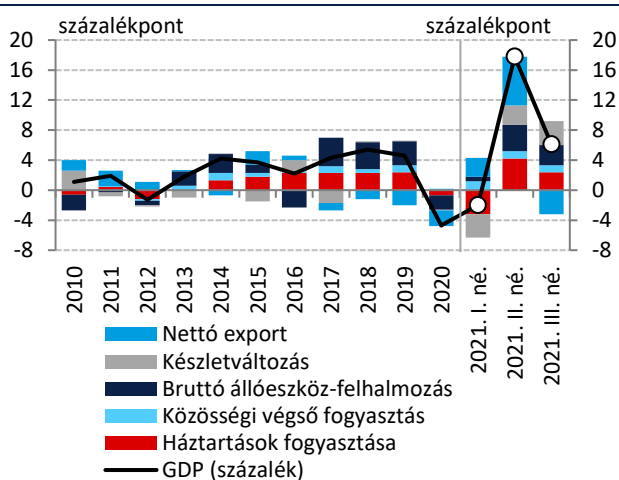
A háztartások fogyasztási kiadásai 5,2 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. A fogyasztás bővüléséhez elsősorban a szolgáltatások fogyasztásának helyreállása járult hozzá.

A bruttó állóeszköz-felhalmozás hozzáadott értéke 9,6 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Az építési beruházások volumene nagyobb mértékben bővült, mint a gép- és berendezés beruházásoké. A készletváltozás növekedési hozzájárulása a második negyedévhez hasonlóan érdemben pozitív volt a harmadik negyedévben is (3-11. ábra). Az export volumene (+1,4 százalék) kisebb mértékben nőtt, mint az importé (+5,6 százalék).

Termelési oldalon a legtöbb nemzetgazdasági ág teljesítménye bővült mind az előző év azonos időszakához, mind az előző negyedévhez viszonyítva (3-12. ábra). Az ipar teljesítménye 2,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben a villamos berendezések, illetve a fémfeldolgozási termékek gyártásának növekedése járult hozzá az ipar bővüléséhez. Az építőipar hozzáadott értéke 20,1 százalékkal bővült, a mezőgazdaságé 3,8 százalékkal csökkent éves összevetésben. A szolgáltatások 6,8 százalékkal emelkedtek, melyhez leginkább a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágak járultak hozzá.

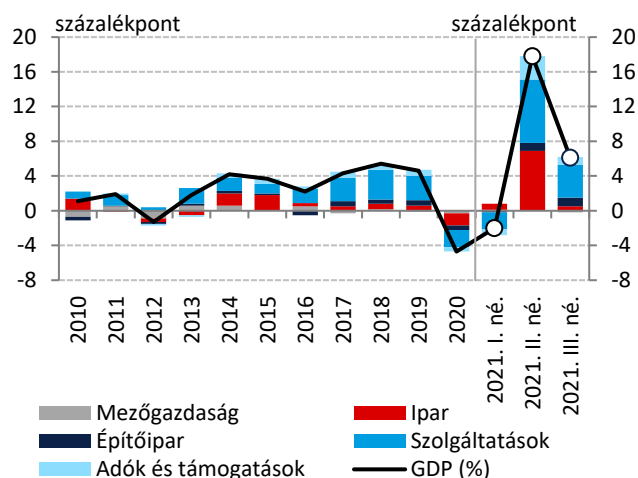
A kiskereskedelmi értékesítések 2021 harmadik negyedévében már a válság előtti szint közelében

3-11. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



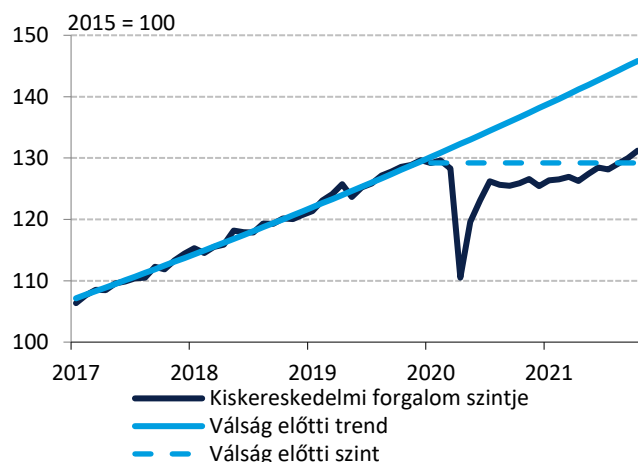
Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokat.
Forrás: KSH

3-12. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása



Forrás: KSH

3-13. ábra A kiskereskedelmi értékesítések és a válság előtti trend alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. A válság előtti szint 2019. IV. negyedév átlaga, a válság előtti trend a 2015. január és 2020. január közötti lineáris trend meghosszabbítása.

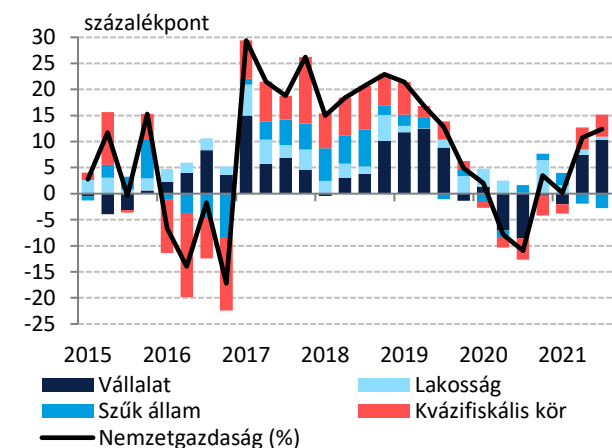
Forrás: KSH, MNB

alakultak, azonban továbbra is elmaradtak az elmúlt évek növekedési trendjétől (3-13. ábra). 2021. októberben a kiskereskedelmi üzletek forgalmának volumene a nyers és a naptárhatástól megtisztított adatok szerint egyaránt 5,7 százalékkal emelkedett éves összevetésben. A szolgáltatások kilábalása fokozatosan zajlik. Erre utal, hogy a bizonyos szolgáltatásokat is tartalmazó online pénztárgép adatok alapján már a vendéglátás nominális forgalma is meghaladta a válság előtti szintet.

A háztartások fogyasztását és beruházását a hitelpiac is jelentősen támogatta. A lakáshitelek kibocsátása újra historikus csúcsot ért el a negyedév során. 2021 harmadik negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 395 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredményeként, így a háztartási hitelállomány 2020 októbere és 2021 szeptembere között mintegy 15,6 százalékkal növekedett. Az állomány bővülését a fizetési moratórium miatt lecsökkent tőkeamortizáció, a lakáshitel-kihelyezések rekord volumene, valamint a babaváró hitelkibocsátás továbbra is magas szintje érdemben segítette. 2021. novembertől a moratórium már nem fogja érdemben támogatni az állomány bővülését, ugyanis előzetes adatok alapján a korábbi 28 százalék helyett a lakossági hitelállomány 5 százaléka maradt a szűkített formában folytatódó moratóriumban. A lakáshitel-kihelyezések volumene historikus csúcsot ért el a harmadik negyedév során, 2019 azonos időszakának értékét 69 százalékkal meghaladva, míg a személyi hitelek kibocsátása kismértékben, 11 százalékkal marad el a járvány előtti értéktől. A kimagasló lakáshitel-kihelyezést a 2021-től elérhető új otthonteremtési támogatások érdemben segítették, emellett hatással lehetett még a volumenre a lakásárak emelkedése, valamint a lakásár- és kamatemelkedési várakozások kapcsán a hitelpiacon megjelenő előrehozott kereslet is. A negyedév során 139 milliárd forint értékben kötöttek a fiatal házaspárok babaváró hitelszerződéseket.

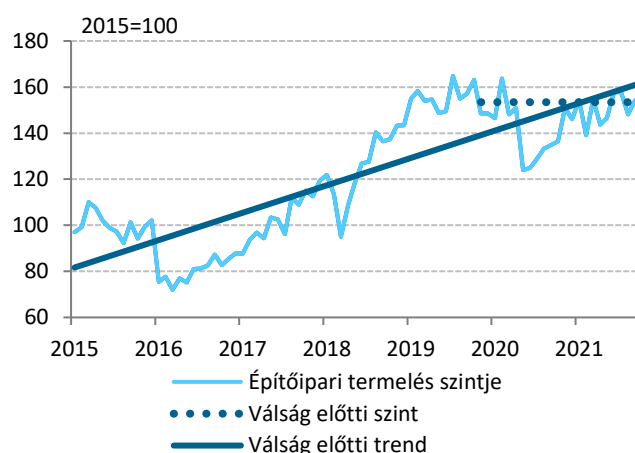
2021 harmadik negyedévében a nemzetgazdasági beruházások volumene 12,4 százalékkal növekedett a beruházási szakstatisztika alapján az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-14. ábra). A gépberuházások és az épületjellegű beruházások egyaránt emelkedtek. A költségvetési szervek beruházási volumene 11,7 százalékkal csökkent, amihez a központi szervek és a helyi önkormányzatok egyaránt hozzájárultak. A legalább 50 főt foglalkoztató, közepes- és nagyvállalkozások körében a beruházások volumene 21,8 százalékkal emelkedett, amit támogattak a járvány tavalyi mélypontja után indult új vállalati fejlesztések is. A legnagyobb súlyt képviselő

3-14. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



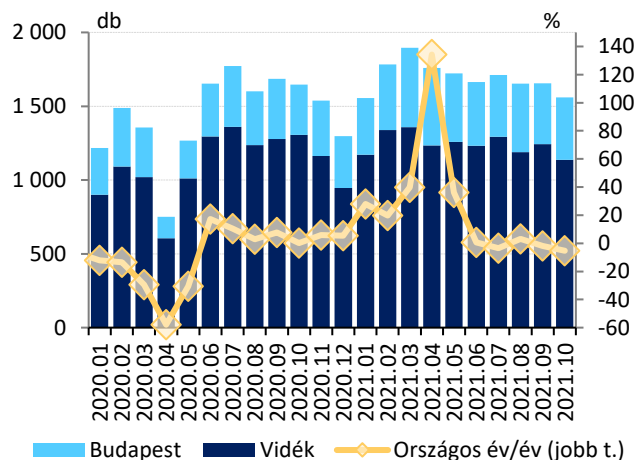
Forrás: KSH

3-15. ábra: Az építőipari termelés és a válság előtti trend alakulása



Forrás: KSH, MNB

3-16. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban



Megjegyzés: Előző év azonos időszakához képest.

Forrás: Lakáspiaci közvetítői adatok

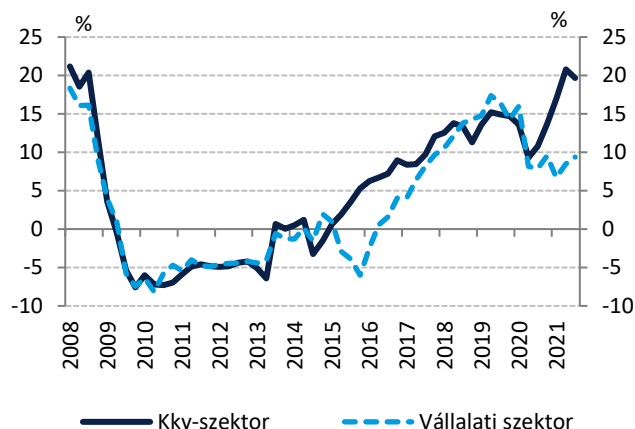
feldolgozóipar beruházásai 24,9 százalékkal növekedtek. A harmadik negyedévben a lakásépítések csökkentek éves összevetésben.

Az építőipari kibocsátás 2021 harmadik negyedévében 15,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Az épületek építése 21,2 százalékkal, míg az egyéb építmények építése 6,7 százalékkal emelkedett éves bázison. Július és szeptember között az építőipar kibocsátásának volumene a válság előtti termelési szint közelében ingadozott (3-15. ábra).

Lakáspiaci közvetítők adatai alapján a tranzakciók száma 2021 harmadik negyedévében országos szinten enyhén mérséklődött. Éves alapon a tranzakciók száma Budapesten 9,5 százalékkal emelkedett, vidéken ezzel szemben 3,9 százalékkal, országos szinten pedig 0,8 százalékkal csökkent (3-16. ábra). 2021. októberben a fővárosban tovább emelkedett az adásvételek száma, 25,1 százalékkal meghaladva a tavalyi értéket, míg vidéken 13,1 százalékos mérséklődés volt tapasztalható. Az MNB lakásárindex alapján 2021 második negyedévében országosan 3,1 százalékkal, Budapesten 3,2 százalékkal, a vidéki városokban 3,5 százalékkal, a községekben pedig 2,2 százalékkal drágultak a lakások nominális értelemben. Előzetes adatok alapján 2021 harmadik negyedévében országos átlagban és a fővárosban is folytatódott a lakásárak emelkedése, országosan 4,7 százalékkal, Budapesten pedig 2,4 százalékkal nőttek az ingatlanárak.

A vállalati hitelállomány dinamikusán növekedett a harmadik negyedévben (3-17. ábra). A vállalati hitelállomány a teljes pénzügyi közvetítőrendszer mérlegében 475 milliárd forinttal növekedett 2021 harmadik negyedévében, az éves növekedési ütem 9,4 százalék volt. A bankok által lejegyzett vállalati kötvényeket is figyelembe véve a hitelintézetek nem pénzügyi vállalati szektor felé fennálló hitel- és kötvényállománya 15 százalékkal növekedett éves alapon szeptember végén, amely mutatja az NKP növekvő jelentőségét a vállalati forrásbevonásban. A vállalati hitelezésen belül a kkv hitelállomány éves növekedési üteme mintegy 20 százalék volt szeptemberben, melyet az NHP Hajrá keretében a negyedév során megkötött 84 milliárd forint értékű szerződés is támogatott. A negyedév során az újonnan kibocsátott vállalati hitelek növekvő aránya (közel háromnegyede) valósult meg piaci alapon. Előzetes adatok alapján a novembertől csak a jelentős árbevétel-csökkenést elszenvedő vállalatok számára elérhető fizetési moratóriumban a vállalati hitelállomány 2 százaléka vesz részt, mely érdemben alacsonyabb a korábbi 17 százalékos részvételi aránynál. 2021 harmadik negyedévében az ágazatok többségében az állomány bővülése volt

3-17. ábra A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



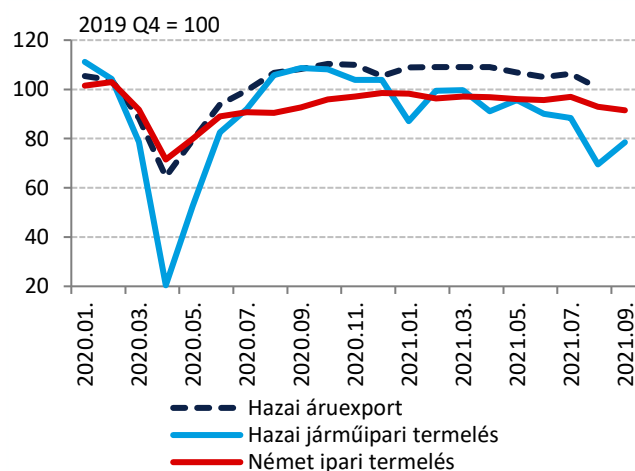
Megjegyzés: A vállalati szektor növekedési üteme tranzakció alapú, a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelek alapján. A kkv szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza.

Forrás: MNB

megfigyelhető: legjelentősebb növekedés az elsősorban holdingvállalatokat tömörítő pénzügyi-biztosítási tevékenység ágazatban és a feldolgozóipar ágazatban volt megfigyelhető, mely ágazatokban az állomány 100 milliárd forintot meghaladó értékben nőtt. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 15 százaléka a kereslet élénküléséről számolt be a negyedév során és előretekintve – az NHP Hajrá keretének kimerülését követően – is bővülő keresletre számítanak.

A globális chiphiány a hazai járműgyártásban is fennakadásokat okozott. A hazai ipari termelés az előző negyedévhez képest 1,9 százalékkal csökkent a harmadik negyedévben, összefüggésben azzal, hogy augusztusban és szeptemberben a hazai autógyárak vagy csökkentett műszakban voltak kénytelenek működni (Audi), vagy néhány hetes nem tervezett leállásra kényszerültek (Mercedes, Suzuki). A gyengélkedő járműipari termeléssel összhangban hazánk termékforgalmi egyenlege is fokozatosan mérséklődött (3-18. ábra), amivel a 3-1. keretes írásban foglalkozunk részletesebben.

3-18. ábra: A járműipari termelés alakulása



Forrás: Destatis, KSH

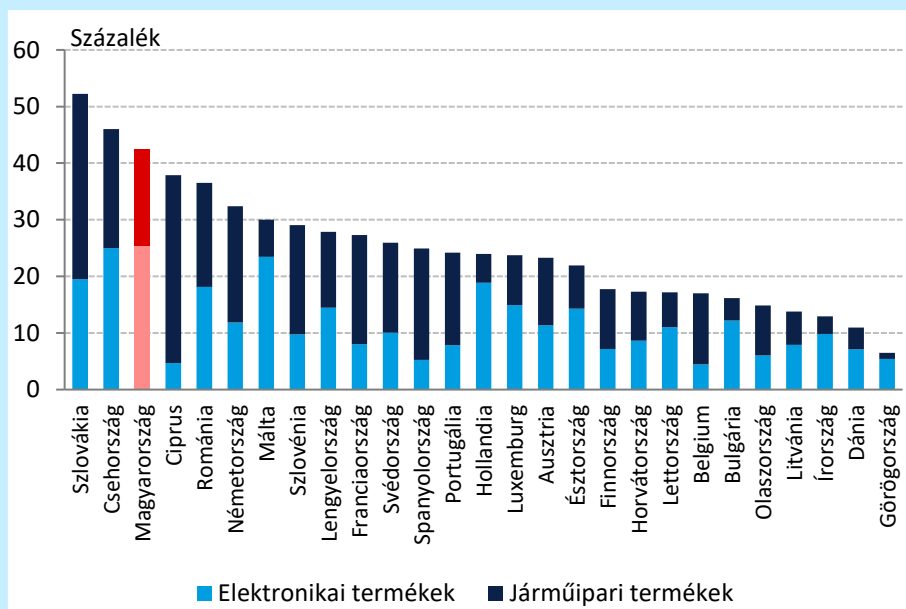
3-1. keretes írás: Külső konjunktúra és az árukereskedelmi mérleg romlását meghatározó tényezők

Az elmúlt hónapokban a hazai árukereskedelmi mérleg egyenlege romlott. A globális chiphiány következtében a világ ipari termelésének növekedése az elmúlt hónapokban megállt, ami a hazai ipari termelési adatokban is tetten érhető volt. A csökkenő exportteljesítmény mellett ugyanakkor a behozatalunk bővült, összhangban a belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás és beruházások) gyors növekedésével. A historikusan magas energiaárak a cserearányon keresztül éreztették hatásukat, így a fenti három tényező együttesen okozta hazánkban az árukereskedelmi egyenleg hirtelen és érdemi romlását.

A hazai export növekedését akadályozza, hogy legfőbb kereskedelmi partnerünk, Németország kilábalása lassan halad.

Az európai kilábalási rangsorban jelenleg is az alsó harmadban helyezkedik el a német gazdaság, de a gazdasági növekedést övező lefelé mutató kockázatok az elmúlt időszakban tovább erősödtek. A globális félvezetőhiány által érzékenyen érintett német ipar továbbra is elmarad a válság előtti termelésétől, a német üzleti hangulat tovább romlott novemberben. Németország gazdaságának gerincét, teljes áruexportjának egyharmadát teszi ki a félvezetőhiányban leginkább érintett járműipari és elektronikai termékek kivitele, amelyek súlya hazánkban és a visegrádi országok körében is jelentős. A gyenge ipari teljesítmény a német külkereskedelem mellett a beruházásokat is visszafogja.

3-19. ábra: A járműipari és elektronikai termékek aránya az áruexporton belül (2019)

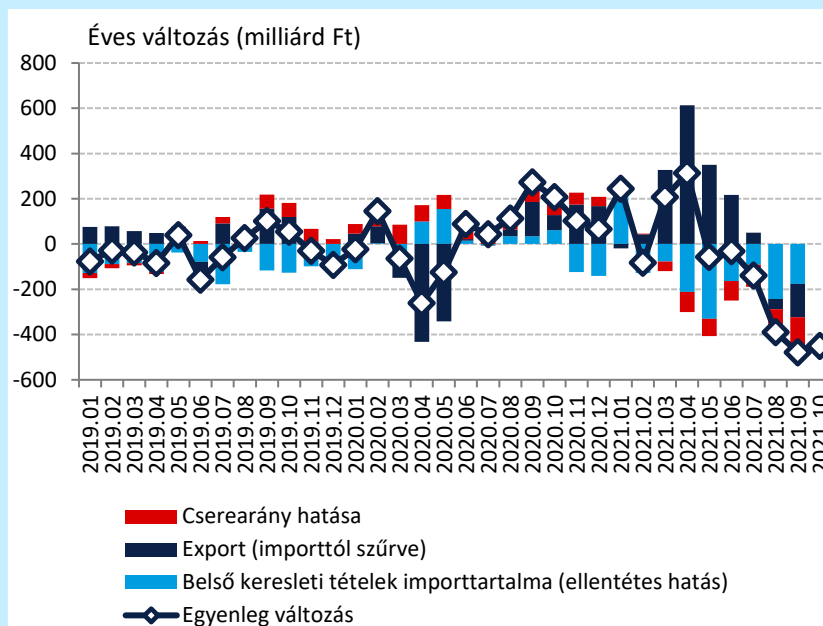


Megjegyzés: Az elektronikai termékek közé az SITC osztályozás szerinti 75-77 termékcsoportokat.

Forrás: Eurostat

Az alulteljesítő német ipar kihat régióink országainak gazdaságára is, hiszen számos közülük mélyen beágyazódott a német beszállítói láncokba. Exportpartnereinkhez hasonlóan a hazai járműipari teljesítmény az elmúlt hónapokban fokozatosan gyengült, amivel összhangban a hazai exportteljesítmény is gyengült. Az áruexport hozzájárulása az áru egyenleg előző év azonos időszakával szembeni változásához tavasszal még jelentősen pozitív volt, amit a tavalyi alacsony bázisok is támogattak. A romló ipari konjunktúra hatására az áruexport hozzájárulása szeptemberben már negatívba fordult. Az iparági szakértők korábban úgy becsülték, hogy a chiphiánnyal kapcsolatos év eleji termelés kiesést még az idei év során be tudják pótolni, azonban ez a jelenlegi kilátások alapján nem valószínű. Szakértők szerint a félvezetőhiány 2022 jórészen is fennállhat és optimális esetben a jövő év második felében, rosszabb esetben 2023 folyamán oldódhat csak meg.

3-20. ábra: Az árukereskedelmi egyenleg alakulása 2021-ben



Forrás: KSH, MNB-számítás

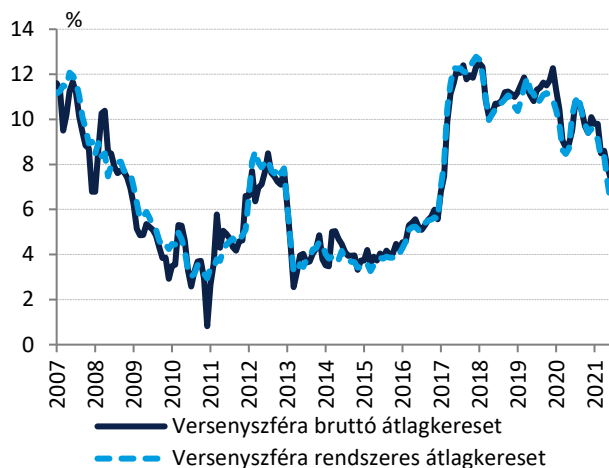
A gazdaság újraindulásával fokozatosan bővülni kezdtek a belső keresleti tételek, köztük a lakossági fogyasztás is. A hazai lakossági fogyasztásnak, valamint a beruházásoknak az importtartalma magas, ezért a többletfogyasztás és az addicionális beruházások szükségképpen az árubehozatait is emelik. A lakossági fogyasztás 2021 harmadik negyedévére 0,5 százalékra megközelítette a válságot megelőző szintjét, míg a beruházások volumene már a második negyedév óta afelett alakul. A fokozatos kilábalást mutató belső keresleti tételek hatására a bővülő áruimport egész évben negatív hatást gyakorol az egyenlegre, amit a tavaszi hónapokban még ellensúlyozni tudott a rendkívül alacsony bázissal rendelkező export, azonban a bázis kifutásával, valamint a chiptárhányal kapcsolatos gyárleállások következtében a negatív hatás lett erősebb.

A reálgazdasági hatásokon kívül a historikusan magas nyersanyagárak a cserearányon keresztül rontják az egyenleget. Az áru egyenleg csökkenését a megugró nyersanyagárak két meghatározó csatornán keresztül befolyásolják. Egyrészt a magasabb energiaköltségek egész Európában a vállalati költségek megemelkedéséhez vezetnek, ami hazánk számára visszafogottabb külső keresletet jelent és mérsékli a hazai vállalatok exportját. Másrészt a nyersanyagok emelkedő importárai a cserearány romlását eredményezik. A nyersanyagok behozatalának drágulása ugyanis közvetlenül is emeli az importárakat, továbbá a külföldi vállalatok növekvő költségei miatt gyengébb külső kereslet hatására az exportárak nem tudnak érdemben alkalmazkodni így a két árhatás eredőjeként a cserearány jelentősen romlik.

3.3. Munkaerőpiac

2021 harmadik negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 7,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A bérimindexben lévő statisztikai torzító hatások jelentősen mérséklődtek az előző negyedévhez viszonyítva és várhatóan év végére kifutnak. Az elmúlt hónapokban folytatódott a munkaerőpiac visszarendeződése, továbbra is historikus csúcson van a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma. A foglalkoztatás emelkedésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta is tovább mérséklődött. A vállalatok munkaerő-kereslete főként a feldolgozóiparban és az építőiparban emelkedik.

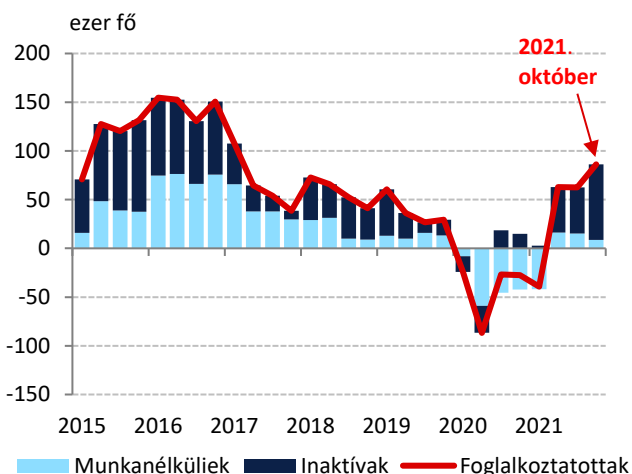
3-21. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-22. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



Megjegyzés: 2021. IV. negyedéve helyett október havi adatok állnak rendelkezésre. A munkanélküliek és az inaktívak számának változása ellentétes előjellel szerepel.

Forrás: KSH

3.3.1. Bérek

2021 harmadik negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 7,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest (3-21. ábra). A rendszeres átlagkereset 6,5 százalékkal nőtt éves alapon, a prémiumkifizetések nem tértek el érdemben az előző évben regisztrált mértéktől. A legtöbb ágazatban 5-10 százalékos volt a bérnövekedés éves alapon, a járvány által leginkább érintett szolgáltató ágazatokban (szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás; egyéb szolgáltatás) jelentősen emelkedett az éves bérdinamika az előző negyedévhez viszonyítva.

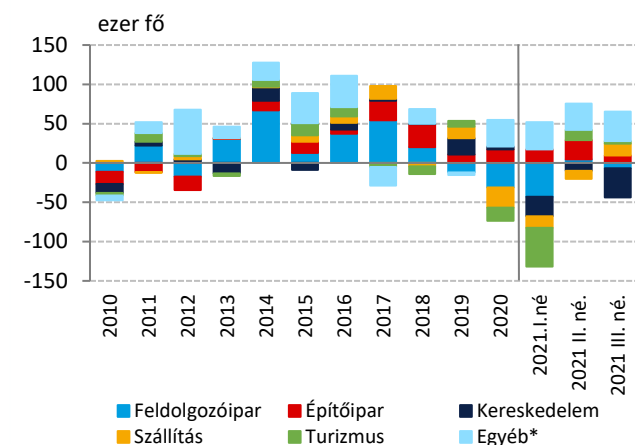
A bérezési folyamatokban továbbra is lefelé torzító statisztikai hatások figyelhetők meg. A járvány első hulláma alatt megemelkedett a részmunkaidős foglalkoztatás az alacsony keresetűek körében. A KSH bérimindexe azonban csak a teljes munkaidős foglalkoztatottakat veszi figyelembe, így ez felfelé torzította a bruttó átlagkeresetet a tavalyi évben. A részmunkaidősek aránya 2020 év végén már a válság előtti szintre esett vissza, így a tavalyi magas bázishatás miatt a statisztikai hatások a bérimindex alulbecslését okozzák az idei évre vonatkozóan. Ezen hatások év végére várhatóan kifutnak.

3.3.2. Foglalkoztatás és munkanélküliség

Az elmúlt hónapokban folytatódott a munkaerőpiac visszarendeződése. Ehhez a már részben lezárult jegybanki és kormányzati intézkedések (hitelmoratórium, bértámogatások) is hozzájárultak. A Munkahelyvédelmi bértámogatással 207 ezer fő, az Ágazati bértámogatással 181 ezer fő munkahelyét tudták a vállalatok megőrizni, míg a Munkahelyteremtő bértámogatással 49 ezer új munkahely létesült.

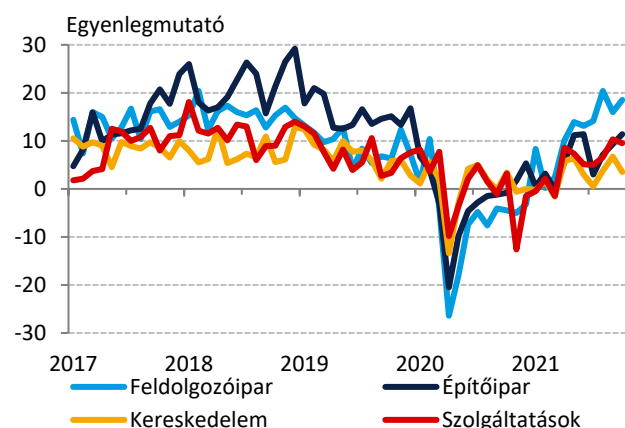
A Munkaerő-felmérés szerint 2021 harmadik negyedében 63 ezer fővel bővült a foglalkoztatás az előző év azonos időszakához képest (3-22. ábra). A közfoglalkoztatottak száma 3 ezer fővel, míg a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 19 ezer fővel mérséklődött éves alapon. A versenyszféra foglalkoztatás az előző év azonos időszakához képest 1,5 százalékkal, negyedéves összevetésben pedig 0,7 százalékkal bővült. A ledolgozott munkaórákban ugyanakkor nem történt

3-23. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása



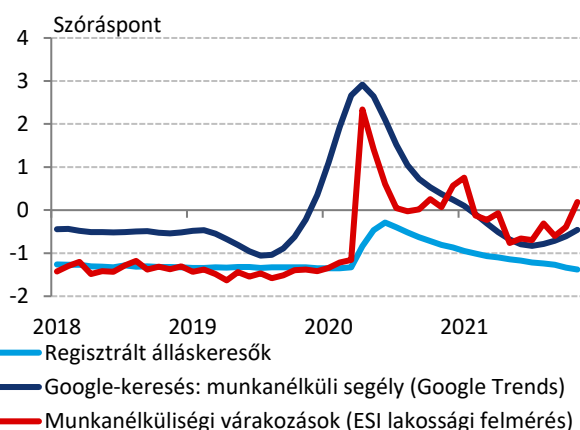
Megjegyzés: *mezőgazdaság, egyéb ipari és piaci szolgáltató ágazatok. Forrás: KSH

3-24. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében



Megjegyzés: Az egyenlegmutató értéke pozitív (negatív), ha a vállalatok többsége létszámbővítést (létszámcsökkentést) tervez. Szezonálisan igazított adatok. Forrás: Európai Bizottság

3-25. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók



Megjegyzés: Standardizált értékek. Forrás: NFSZ, ESI, Google

további alkalmazkodás, a teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám érdemben nem változott az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférán belül az építőiparban, a szállításban és a turizmusban, valamint egyes piaci szolgáltató szektorokban (pénzügy, információ, kommunikáció) nőtt, a feldolgozóiparban és a kereskedelem területén csökkent a foglalkoztatottak száma éves alapon (3-23. ábra). Az állami szférában az egészségügyben dolgozók számának éves alapú csökkenését a közigazgatásban és az oktatásban lévő foglalkoztatottak számának növekedése ellensúlyozta 2021 harmadik negyedévében.

2021 októberében 4 millió 688 ezer fő volt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma, ami 86 ezer fővel haladta meg az egy évvel korábbi értéket. A szezonálisan igazított adatok alapján a foglalkoztatottak száma 7 ezer fővel magasabb volt az előző hónaphoz képest. A foglalkoztatás a szezonálisan igazított adatok alapján a piacgazdasági időszak csúcsán van. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,9 százalékra mérséklődött októberben. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsonynak tekinthető a hazai munkanélküliség.

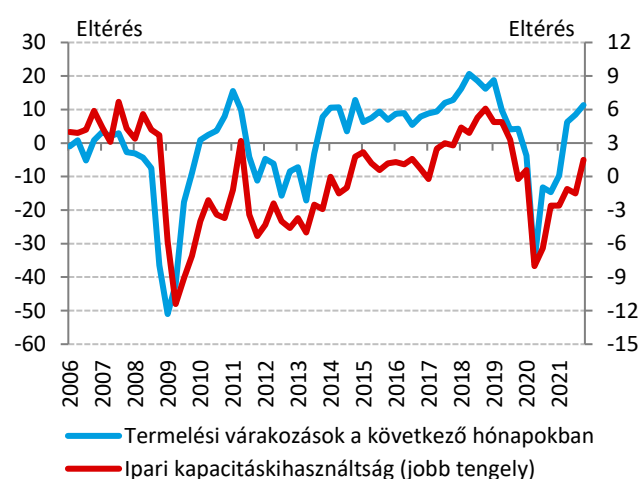
Az ESI – konjunktúra hangulatot monitorozó – vállalati felmérése alapján az őszi hónapokban a vállalatok foglalkoztatásra vonatkozó várakozásai pozitívak és minden kiemelt ágazatban létszámbővítést terveznek. A feldolgozóiparban és a szolgáltató szektorokban a munkaerő iránti kereslet magasabb, mint a járvány előtt, míg az építőiparban megközelítette azt (3-24. ábra).

A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók kismértékű kockázatot jeleznek (3-25. ábra). A regisztrált munkanélküliek száma a tavaly júniusi csúcspontot követően folyamatosan mérséklődött, idén novemberben 242 ezer fő volt, ami a szezonálisan igazított adatok alapján érdemben nem tér el a járvány előtti, 2019-es éves szinttől. A munkanélküli segélyre vonatkozó Google Trends indikátor historikus összevetésben alacsony, azonban novemberben enyhén a válság előtti szint fölé emelkedett. Az ESI lakossági felmérése alapján a lakosság munkanélküliségtől való féltelme októberben és novemberben nőtt a harmadik negyedévhez képest.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A hazai gazdaság helyreállása lassuló ütemben tovább folytatódott 2021 harmadik negyedévében. A gazdaság ciklikus pozíciója javult az elmúlt negyedévekben, amivel a kibocsátás ismét megközelítette a potenciális szintjét. A ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi, a keresleti és kínálati hatások számszerűsítése és szétválasztása nehézkes a jelenlegi helyzetben. Rövid távon a globális ellátási láncok szakadozása, valamint a szállítási nehézségek az infláció emelkedésének irányába hatnak. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága a kérdőíves megkeresések alapján javul, de továbbra is alacsony szinten alakul.

3-26. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

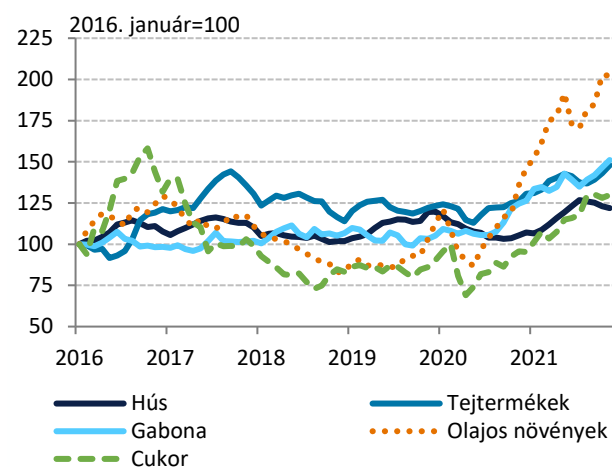
Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója javult az elmúlt negyedévekben, amivel a kibocsátás ismét megközelítette a potenciális szintjét. A ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi, a keresleti és kínálati hatások számszerűsítése és szétválasztása nehézkes a jelenlegi helyzetben. Rövid távon a globális ellátási láncok szakadozása, valamint a szállítási nehézségek az infláció emelkedésének irányába hatnak.

Ezzel szemben a kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága bár javul, de továbbra is alacsony szinten alakul (3-26. ábra). A járvány negyedik hullámának erősödése, a megugró energiaárak és a globális félvezetőhiány következményeként a világgazdaság teljesítményére vonatkozó kilátások romlottak és az ezt övező bizonytalanság továbbra is jelentős maradt. Várakozásunk szerint a gazdaság helyreállása lassuló ütemben folytatódik 2021 negyedik negyedévében.

3.5. Költségek és infláció

A fogyasztói árak növekedési üteme novemberben 7,4 százalékon alakult. Az infláció elmúlt hónapokban megfigyelt számottevő növekedésének hátterében a termékek és szolgáltatások széles körének áremelkedése állt. A globális nyersanyagárak, illetve szállítási költségek emelkedése fokozatosan egyre szélesebb termékkörben jelenik meg a fogyasztói árakban, az elmúlt évtized adataihoz viszonyítva magas, az elemzői várakozásokat is meghaladó inflációt eredményezve világszerte. Az adószűrt maginfláció az elmúlt hónapokban 5,0 százalék fölé emelkedett hazánkban. A maginfláció növekedéséhez valamennyi maginflációs tétel hozzájárult. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek, illetve a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – augusztus óta fokozatosan emelkedtek. A lakossági inflációs várakozások minden régiós országban emelkedtek az elmúlt hónapokban.

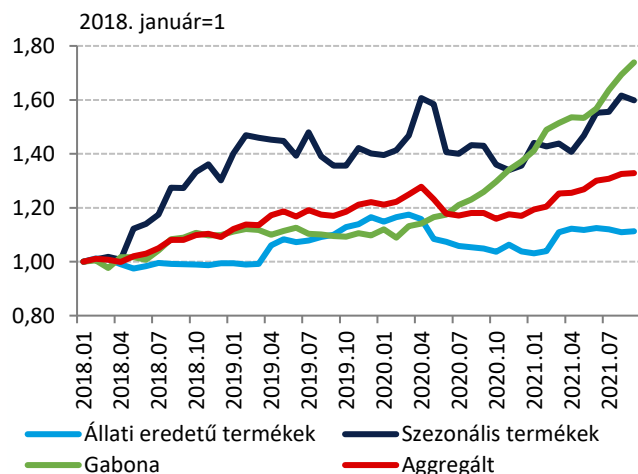
3-27. ábra: A világgazdasági élelmiszerárak alakulása



Megjegyzés: Reálértékben vett árindexek.

Forrás: FAO

3-28. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

3.5.1. Termelői árak

A világgazdasági élelmiszerárak az elmúlt időszakban tovább emelkedtek. A legnagyobb mértékű árnövekedést az olajos növények, illetve a gabonafélék mutatták. A gabonafélék közül elsősorban a búza jegyzésai mutattak jelentősebb mértékű emelkedést a megnövekedett kereslet és a főbb búzaexportőr országok gyengébb terméseredménye következtében. Az olajos növények áremelkedését a globális kínálat szűkössege és a világgazdasági kőolajárak emelkedése okozta (3-27. ábra).

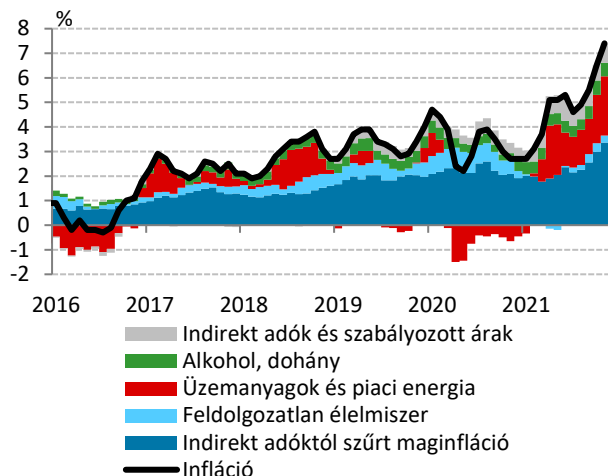
A hazai mezőgazdasági termelői árak az előző negyedévhez képest jelentősen emelkedtek, így 2021 harmadik negyedévében éves összehasonlításban 10 százalékot meghaladó növekedést mutattak. A gyümölcsök termelői árai éves összehasonlításban a második negyedévet átlagosan jellemző 1,5 százalék alatti emelkedést követően a harmadik negyedévben már 10 százalék feletti mértékben növekedtek. A burgonya termelői árai esetében szeptemberben éves összehasonlításban közel 25 százalékos növekedés volt megfigyelhető. Az állati eredetű termékek közül a sertéshús termelői ára az idei év harmadik negyedévében továbbra is csökkent, míg a baromfihús termelői árai átlagosan 15 százalékkal növekedtek. A gabonafélék árai 2021 harmadik negyedévében az előző évhez képest több mint 30 százalékkal emelkedtek (3-28. ábra).

A fogyasztási cikkek esetében a hazai termelő árak a historikus átlagot meghaladó mértékben emelkedtek 2021 októberéig. A teljes ipar belföldi értékesítési árai az elmúlt hónapokban éves összehasonlításban a historikus átlagot többszörösen meghaladó, összességében 20 százalék fölötti növekedést mutattak, melyhez főként az energiatermelő ágazatok járultak hozzá, összhangban a globális energiaárak emelkedésével.

3.5.2. Fogyasztói árak

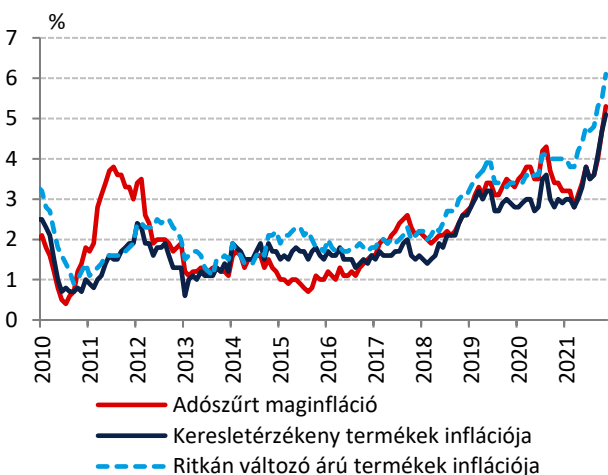
A fogyasztói árak növekedési üteme novemberben 7,4 százalékon alakult. Az infláció elmúlt hónapokban

3-29. ábra: Az infláció dekompozíciója



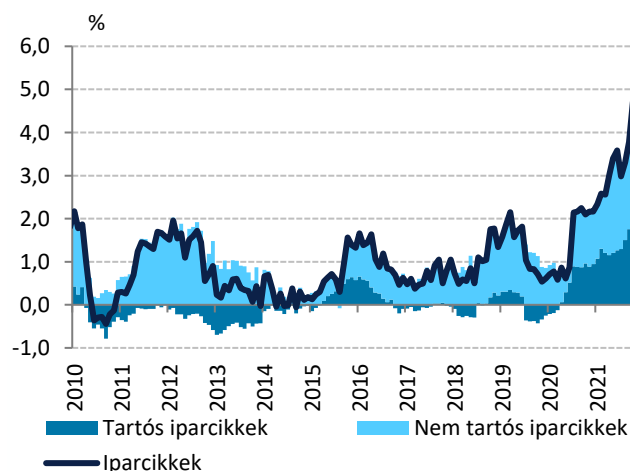
Forrás: MNB-számítás

3-30. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-31. ábra: Az iparcikkek árváltozása



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

megfigyelt számottevő növekedésének hátterében a termékek és szolgáltatások széles körének áremelkedése állt (3-29. ábra). A hazai áremelkedés jelentős részét külső tényezők magyarázzák, amivel részletesebben a 3-5. keretes írás foglalkozik. A globális nyersanyagár, illetve szállítási költségek emelkedése ugyanis fokozatosan egyre szélesebb termékkörben jelenik meg a fogyasztói árakban, az elmúlt évtized folyamataihoz képest magas, az elemzői várakozásokat is meghaladó inflációt eredményezve világszerte.

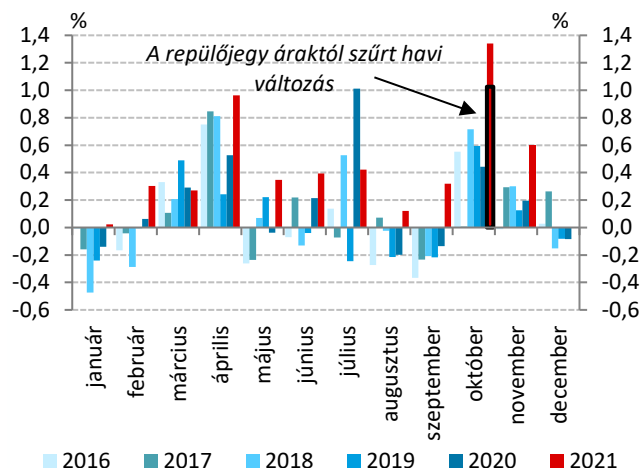
Az adószűrt maginfláció az elmúlt hónapokban 5 százalékponttal emelkedett. A maginfláció növekedéséhez valamennyi maginflációs tétel hozzájárult. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek, illetve a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – augusztus óta fokozatosan emelkedtek (3-30. ábra).

Az iparcikkek inflációja az elmúlt hónapokban átlagosan 4,5 százalékponttal alakult. Az iparcikkek éves áremelkedése számottevően magasabb a korábbi évek átlagánál – novemberben pedig meghaladta az 5 százalékpontot is –, amihez hozzájárulhatott, hogy a globális nyersanyagár-emelkedés fokozatosan egyre szélesebb körben jelenik meg a termékkör fogyasztói áraiban. A műszaki cikkek ár-növekedésében emellett szerepet játszhat a globális félvezetőhiány hatása is. A termékkörön belül a tartós iparcikkek inflációja 6 százalékponttal emelkedett. A nem tartós iparcikkek inflációja meghaladja a 4 százalékpontot, ugyanakkor a termékkör áremelkedéséhez nagyban hozzájárult, hogy a légi közlekedés a korábbi évek árcsökkenésével szemben több mint 25 százalékkal nőtt októberben (3-31. ábra és 3-32. ábra).

A piaci szolgáltatások inflációja szeptember óta 4,5 százalékpont körül alakult, míg novemberben 5,0 százalékponttal emelkedett. Szeptemberben a negatív havi árdinamikát a mobiltelefon, internet, illetve a belföldi üdülési szolgáltatások árának csökkenése okozta, míg novemberben a korábbi évek átlagát meghaladó árdinamika a szolgáltatások széles körét jellemezte (3-33. ábra).

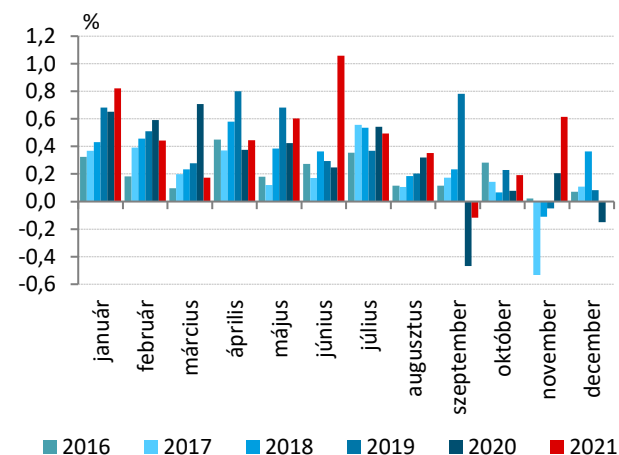
Az alkohol- és a dohánytermékek ára az elmúlt időszakban továbbra is több mint 10 százalékponttal emelkedett éves összehasonlításban. A termékkör áralakulásában a 2020. decemberében a korábbi években megfigyeltnél jelentősebb mértékű piaci áremelés áthúzó hatása mellett az idén januártól és áprilistól életbe lépett jövedékiadó-emelések játszanak szerepet. Ugyanakkor ezen hatások fokozatos kikutásával a termékkör árdinamikája mérséklődik.

3-32. ábra: Az iparcikkek havi árváltozása



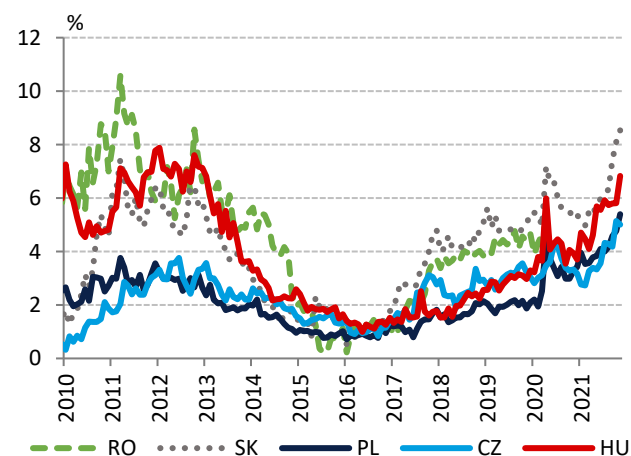
Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.
Forrás: KSH, MNB

3-33. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.
Forrás: KSH, MNB

3-34. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Megjegyzés: Romániára vonatkozóan 2020. május óta nem áll rendelkezésre adat.
Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

Az élelmiszerek inflációja novemberre 5,9 százalékra emelkedett, ami meghaladja a temékkör historikus átlagát.

A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja átlagosan 5 százalék körül alakult az elmúlt időszakban, míg a feldolgozott élelmiszerek árindexe 6 százalék fölé emelkedett. Ehhez előbbi esetében főként a liszt, a sertéshús, továbbá a szezonális termékek (friss gyümölcs, burgonya), utóbbi esetében pedig főként a tejtermékek és a malomipari termékek (kenyér, péksütemény) árváltozása járult hozzá.

Az üzemanyagok árait az elmúlt időszakban a világpiaci olajárak mellett bázishatás és kormányzati intézkedés is alakította. A Brent kőolaj világpiaci ára októberben hároméves csúcsra, 85 dollár/hordó fölé emelkedett, emellett a tavalyi évi árcsökkenés bázishatása is hozzájárult ahhoz, hogy az üzemanyagok inflációja 40 százalék közelébe emelkedjen. Ugyanakkor 2021. november 15-től árplafon került bevezetésre, melynek értelmében 3 hónapra az üzemanyagok árait 480 forintban maximalizálják. Az árplafon tompítja a világpiaci kőolajár-emelkedés inflációs hatását, mely kisebb mértékben már a novemberi adatokban is tükröződött.

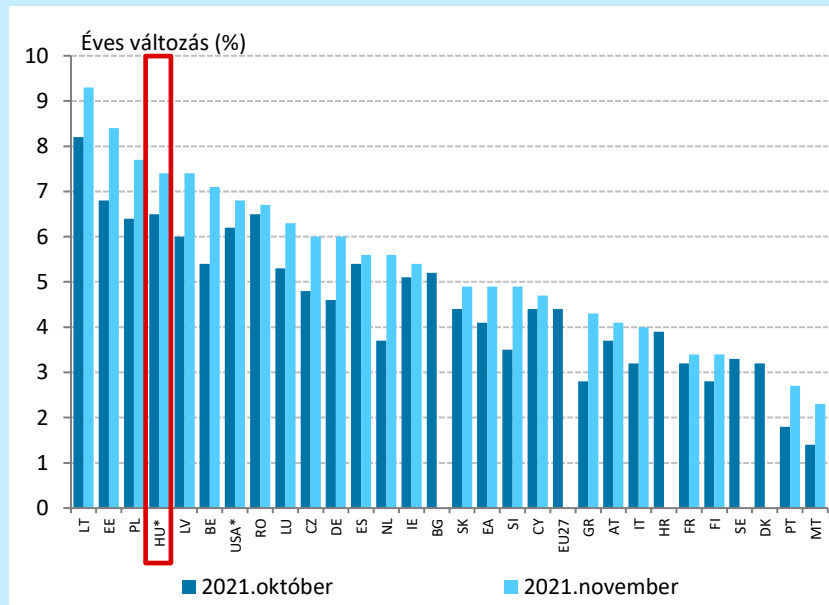
3.5.3. Inflációs várakozások

A lakosság inflációs várakozásai az elmúlt időszakban összességében emelkedtek. Az őszi hónapokban a régiós országok mindegyikében növekedett a mutató értéke, Lengyelországban, Szlovákiában és Csehországban évtizedes magasságokba emelkedve (3-34. ábra). Hazánkban a mutató értéke a 2013 év eleji szintje közelében alakul, ugyanakkor a lakosság inflációs várakozásainak alakulását bizonytalanság övezi.

3-2. keretes írás: Külső és belső hatások a hazai inflációban

Az elmúlt hónapokban a jegybankok inflációs célját meghaladó áremelkedés globális jelenség. Az elmúlt időszakban a világ meghatározó gazdaságaiban és a régiós országokban is általános volt a korábbi évtizedhez képest magasabb árdinamika (3-35. ábra). A gazdasági helyreállítás, illetve a nyersanyagárak jelentős mértékű növekedése az infláció emelkedését eredményezte. A globális energia- és nyersanyagárak, illetve a szállítási költségek emelkedése fokozatosan egyre szélesebb termékkörben jelenik meg a fogyasztói árakban, historikusan magas inflációt eredményezve.

3-35. ábra: Az októberi és az előzetes novemberi infláció alakulása az EU27 országokban és az USA-ban



Megjegyzés: A hazai és az USA infláció esetében a KSH, illetve a BLS által közzétett inflációs adatokat mutatjuk be, míg a többi ország esetében az összehasonlíthatóság érdekében a harmonizált fogyasztóiár-index (HICP) adatok szerepelnek az ábrán. Novemberre Lengyelország esetében előzetes adat, Csehország és Románia esetében pedig a nemzeti statisztikai hivatalok által közzétett adatok.

Forrás: BLS, CZSO, Eurostat, GUS, INSSE, KSH

A külső tényezők szerepe felerősödött az infláció alakulásában (3-1. táblázat). Becslésünkben a magyar inflációs rátát belső és külső tényezőkre bontottuk fel. A viszonyítási alapot a külső tényezők meghatározása során a régiós országok és Németország képezték, mivel ők hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnerei. A külső tényezők hazai inflációs hozzájárulása az elmúlt hónapokban elsősorban az üzemanyagok és az iparcikkek áremelkedése miatt nőtt. A külső hatások felerősödésében szerepet játszott továbbá az alkohol és dohánytermékek adóemeléssel összefüggő drágulása és a szolgáltatások járványügyi korlátozások megszűnését követő gazdasági nyitás okozta áremelkedése is.

Az árstabilitás időszakához, azaz 2017 és 2019 közötti időszakhoz viszonyítva az infláció emelkedését 80 százalékkal külső tényezők okozták (3-1. táblázat). A 2017-2019-es időszakban a HICP infláció átlagosan 2,9 százalék volt, ami lényegében megfelel a jegybank 3 százalékos inflációs céljának, így ebben az időszakban megvalósult hazánkban az árstabilitás. Októberben a HICP infláció 6,6 százalék volt, ami 3,7 százalékponttal haladja meg 2017-2019 átlagát. Az infláció változásához a belső tényezők hozzájárulása 1,1, míg a külső tényezők hozzájárulása 2,6 százalékpont volt. A külső tényezők magas arányának hátterében az elmúlt időszakban tapasztalt globális energia- és nyersanyagár-emelkedés inflációs hatásai húzódnak meg. A nyersanyagárakra vonatkozó aktuális piaci előrejelzések szerint ugyanakkor 2022 során korrekció mehet végbe, így várhatóan a külső tényezők szerepe középtávon mérséklődik.

3-1. táblázat: A külső és belső hatások szerepe az infláció alakulásában

	Külső hatás	Belső hatás	Teljes infláció (HICP)
2017-2019 átlaga	1,6	1,3	2,9
2021. január-október	2,8	2,0	4,8
2021. október	4,5	2,1	6,6
Inflációs gyorsulás (2021. október vs. 2017-2019, szp.)	2,9	0,7	3,7
Inflációs gyorsulás (2021. október vs. 2017-2019, százalék)	79,8	20,2	100,0

Forrás: Eurostat-adatok alapján MNB-számítás

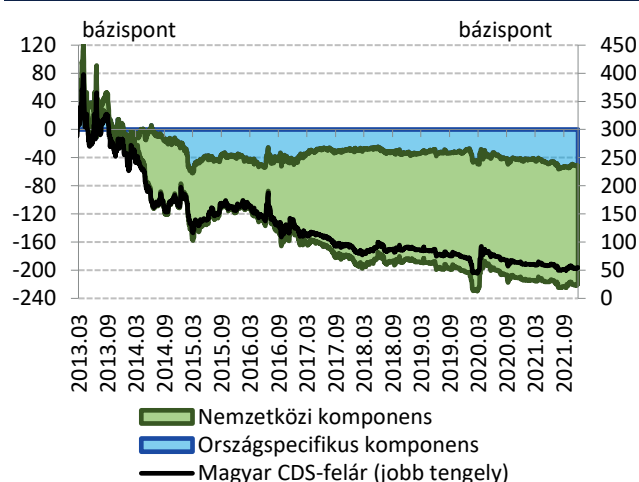
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A pénz- és tőkepiaci hangulat az időszak egészében nem romlott, ugyanakkor az időszak végén, a koronavírus omikron variánsának megjelenésével kapcsolatos hírek negatívan befolyásolták a piaci mutatókat. A szeptember óta eltelt időszakban a koronavírus járvánnyal kapcsolatos fejlemények mellett leginkább az erősödő inflációs várakozások, valamint a régiós jegybankok monetáris politikai lépései határozták meg a pénzpiaci folyamatokat. A szigorodó monetáris kondíciókkal párhuzamosan a régióban hozamemelkedés volt megfigyelhető.

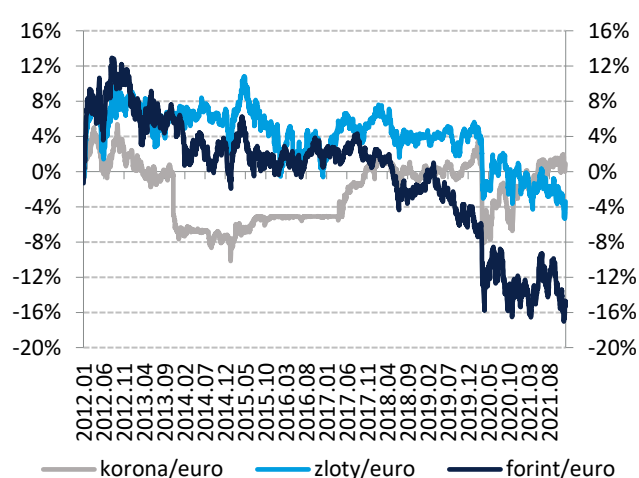
Hazánk hitelkockázati felára bár kismértékben emelkedett, ugyanakkor továbbra is alacsony szinten van. Az emelkedő globális hozamok, növekvő infláció és jegybanki kamatemelések hatására a régiós és így a magyar állampapír hozamok is emelkedtek. A bankközi hozamgörbe is felfelé tolódott. A forint a régiós devizáknál nagyobb mértékben, közel három százalékkal értékelődött le az euróval szemben. A régióban a lengyel zloty és a cseh korona többnyire együtt mozogtak és az időszak során minimálisan gyengültek.

4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



Megjegyzés: Az alkalmazott dekompozíciós módszer leírása megtalálható a Kocsis–Nagy (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója c. MNB Szemle cikkben. Forrás: Bloomberg

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



Megjegyzés: 2012. év elejéhez viszonyított változás. A pozitív értékek a régiós deviza felértékelődését jelölik.

Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára az időszak elején kismértékben nőtt, majd korrigált, így jelenleg is relatíve alacsony szinten tartózkodik. (4-1. ábra). Az időszak során a nemzetközi tényező nagyobb, míg a hazai kisebb mértékben növelte a CDS felarat, amely így jelenleg 54 bázisponton tartózkodik.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

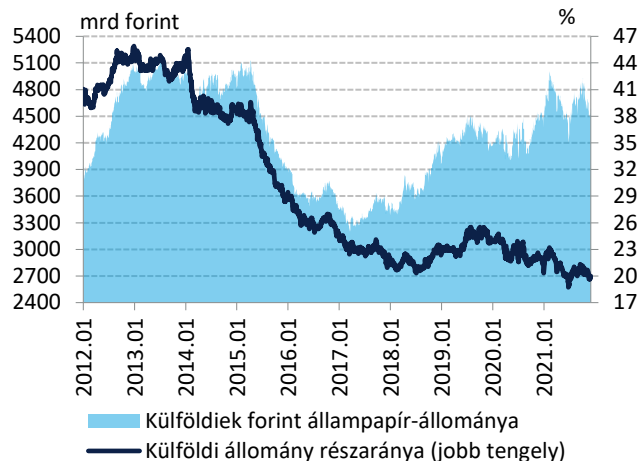
A forint a régiós devizáknál nagyobb mértékben, közel három százalékkal értékelődött le az euróval szemben. A régióban a lengyel zloty és a cseh korona árfolyama érdemben nem változott az időszak végére. (4-2. ábra). A régiós devizák a kamatdöntések, valamint az inflációs adatok környezetében jellemzően erősödtek, míg az időnként erősödő kockázatkörülés gyengülés irányába hatott. A forint a dollárral szemben 7 százalékkal értékelődött le, míg a régiós devizák közül a zloty és a cseh korona 4 százalékos mértékben gyengült az amerikai fizetőeszközzel szemben.

4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Csökkent a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya az idei év első felében számottevően csökkent, majd a harmadik negyedévben emelkedett. Az elmúlt három hónap során ugyanakkor közel 300 milliárd forinttal csökkent az állomány. A forint állampapírokon belüli tulajdoni részarány szintén csökkent, így 20 százalékon alakult.

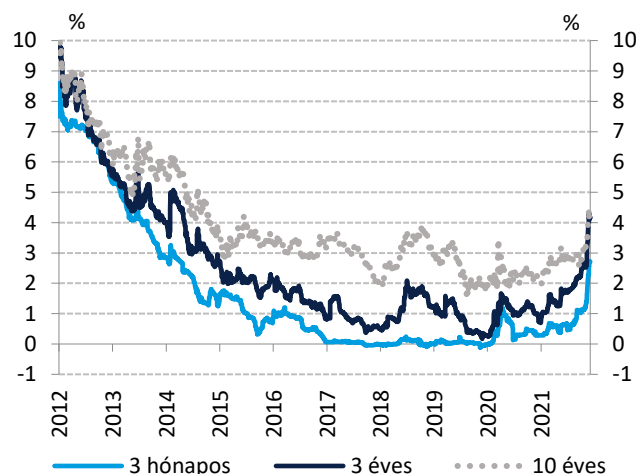
Az időszak nagyrésztében az államkötvény aukciókon a meghirdetettnél nagyobb mennyiségekben fogadott el ajánlatokat az ÁKK, ugyanakkor a rövidebb papírok esetében előfordult a meghirdetettnél kisebb kibocsátás is. Az aukciós átlaghozamok a másodpiaci hozamszint

4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



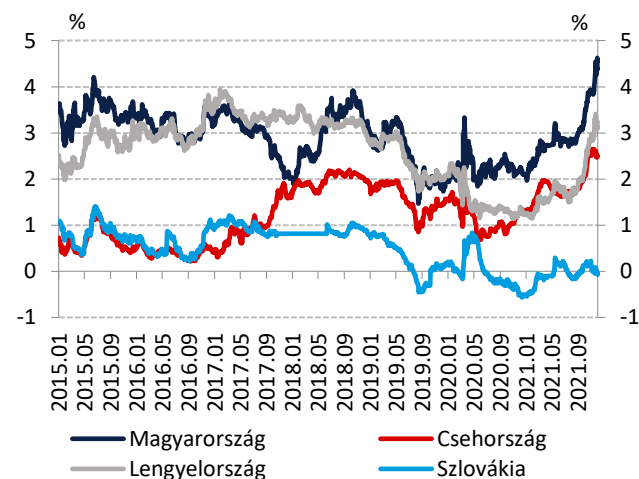
Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja. Forrás: MNB

4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

növekedésével összhangban minden futamidőn emelkedtek az elmúlt negyedévben. A 3 hónapos DKJ aukción 170 bázisponttal, míg a tízéves aukción 95 bázisponttal emelkedett, így az időszak végén előbbi esetében 2,81, utóbbinál 3,02 százalékon alakult az aukciós átlaghozam.

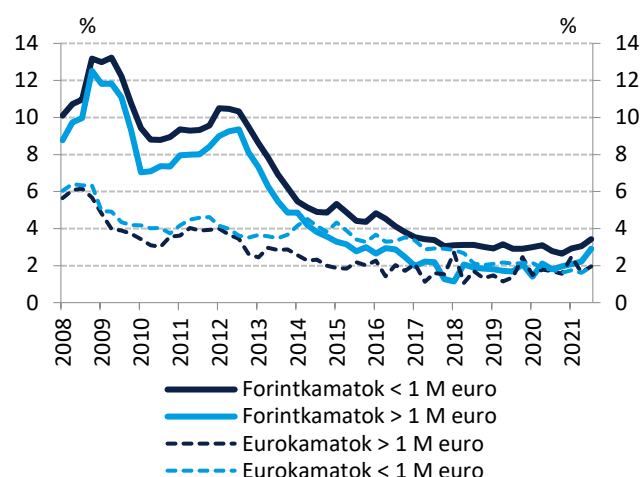
Az állampapír-piaci hozamgörbe teljes szakaszán emelkedtek a hozamok. A hozamemelkedés az időszak egészére jellemző volt, ugyanakkor az időszak végén a hosszabb futamidőkön nagyobb volt az emelkedés. (4-4. ábra). Összességében a 3 éves hozam 192, míg a 10 éves hozam 162 bázisponttal emelkedett a negyedév során, melyhez a globális tényezőkhöz túl, a régiós kamatemelések is hozzájárultak. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR 162 bázisponttal 3,19 százalékra emelkedett.

A régiós hosszú referenciahozamok többségében emelkedtek az időszak során (4-5. ábra). A tízéves lengyel hozam 120 bázisponttal nőtt, míg a cseh 52 bázisponttal magasabb, mint az előző negyedév végén. A szlovák (euro) hozamok 10 bázisponttal csökkentek.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2021 harmadik negyedévében egyetlen vállalatméret kategóriában és az üzleti célú ingatlanhitelek tekintetében sem változtak a vállalati hitelezési feltételek, és előretekintve sem várható a sztenderdek érdemi változása. A lakossági hitelek sztenderdjei jelentős részben szintén változatlanok maradtak 2021 harmadik negyedévében, azonban előretekintve a fogyasztási célú hitelek szigorítása várható. A vállalati forint- és eurohitelek átlagos finanszírozási költsége, valamint a hosszú távon fix kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége is növekedett a vizsgált időszakban. A negyedév során megkötött lakáshitel-szerződések közel 70 százaléka Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel (MFL) minősítéssel rendelkezett, biztosítva a hosszabb távon kiszámítható törlesztőrészeket. A negyedév folyamán a reálkamatszint növekedett, melyet alapvetően a benchmarkhozamok növekedése magyaráz.

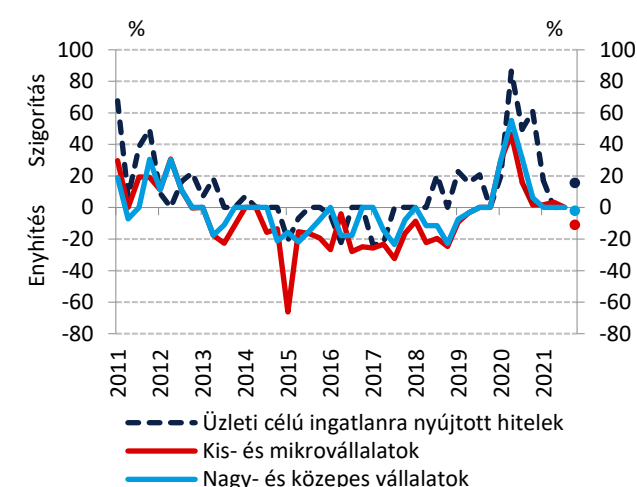
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



Megjegyzés: Változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással rendelkező hitelek. 2015-től az 1 millió euro feletti money market hitelektől szűrt adatok alapján.

Forrás: MNB

4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegegensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2021 negyedik és 2022 első negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

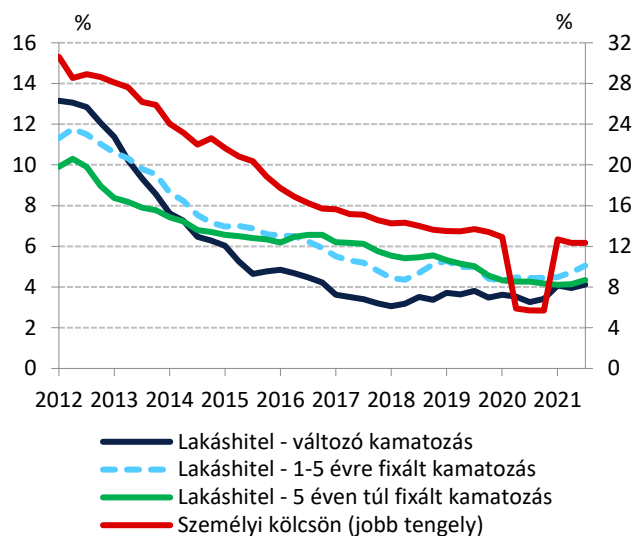
2021 harmadik negyedévében a forint- és eurohitelek átlagos kamatlába is jelentősen növekedett. Az újonnan szerződött, éven belül változó kamatozású, jelentős részben piaci alapon kötött vállalati forinthitel-szerződések simított átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 38 bázisponttal, míg a nagyösszegű hitelek esetében 70 bázisponttal emelkedett az előző negyedévhez képest (4-6. ábra). Ezzel az átlagos forinthitel-kamat 3,1 százalékot tett ki szeptemberben az éven belül változó kamatozású hitelekben belül. A kis- és nagyösszegű euróhitelek kamatszintje pedig rendre 31, valamint 33 bázisponttal növekedett a negyedév során, ezzel szeptember végén az eurohitelek átlagos finanszírozási költsége 2 százalékon állt. A kamatok emelkedése nagyrészt a forrásköltség növekedésére vezethető vissza.

A negyedév során a vállalati hitelezési feltételek nem változtak, és előretekintve sem várható érdemi elmozdulás a sztenderdekben. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nem változtattak a hitelhez jutás feltételein a harmadik negyedév során. Továbbá 2021 negyedik és 2022 első negyedévére előretekintve sem várható a vállalati hitelfeltételek érdemi változása: az üzleti célú ingatlanhitelezés kapcsán a válaszadó hitelintézetek nettó értelemben vett 15 százaléka tervez szigorítani, míg a kis- és mikrovállalatok, illetve a nagy- és közepes vállalatok esetében 11, illetve 2 százalékkal tervez enyhítést (4-7. ábra).

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A forrásköltségek emelkedését csak részben érvényesítették a bankok az árazásukban a negyedév során. A 2021 harmadik negyedéve során létrejött lakáshitelszerződések átlagos kamatfelára valamennyi kamatfixálási kategóriában csökkent. A negyedév során megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 1–5 évre és az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált hitelek esetében rendre 34 és 21 bázispontos növekedés után 5,1 és 4,3 százalékon állt a negyedév végén (4-8. ábra). A személyi kölcsönök átlagos THM-szintje enyhén emelkedve 12,4 százalékra nőtt a vizsgált időszak végére. A

4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



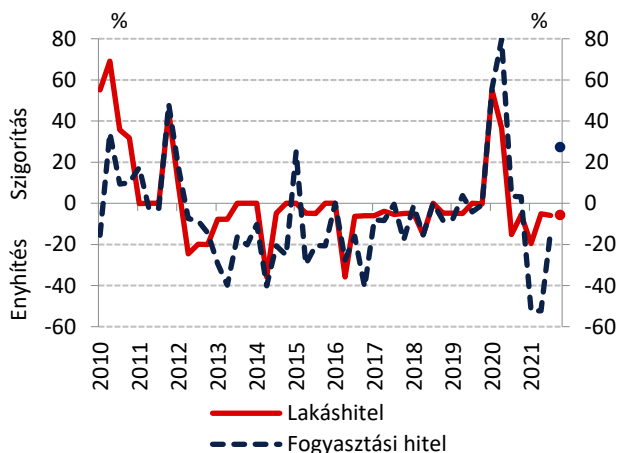
Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

Forrás: MNB

Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek felára 9 bázisponttal csökkenve 1,2 százalékpontot tett ki 2021 szeptember végén, mely termék a negyedéves lakáshitel-kibocsátás 69 százalékát adta.

A bankok nem változtattak érdemben a lakossági hitelek sztenderdjein, azonban előretekintve a fogyasztási hiteleknel szigorítást terveznek. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2021 harmadik negyedévében a bankok érdemben nem változtattak a lakáshitelek sztenderdjein, a részfeltételek tekintetében ugyanakkor a válaszadó intézmények fele a felárak mérséklését jelezte, mely mögött az élénkülő banki verseny és a piaci részesedési célok álltak. 2021 negyedik és 2022 első negyedévére előretekintve sem terveznek változtatni a lakáshitelek feltételein, azonban a bankok nettó értelemben vett 22 százaléka a hitelkamat és a forrásköltségek közötti spread szigorítását helyezte kilátásba (4-9. ábra). A fogyasztási hitelek tekintetében a hitelintézetek nettó értelemben vett 14 százaléka enyhített a hitelhez jutás feltételein a harmadik negyedév során. A következő fél évre előretekintve azonban a bankok 27 százaléka már a sztenderdek szigorítását tervezi a fogyasztási hitelek piacán, elsősorban a felárak növelésén keresztül.

4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2021 negyedik és 2022 első negyedévére.

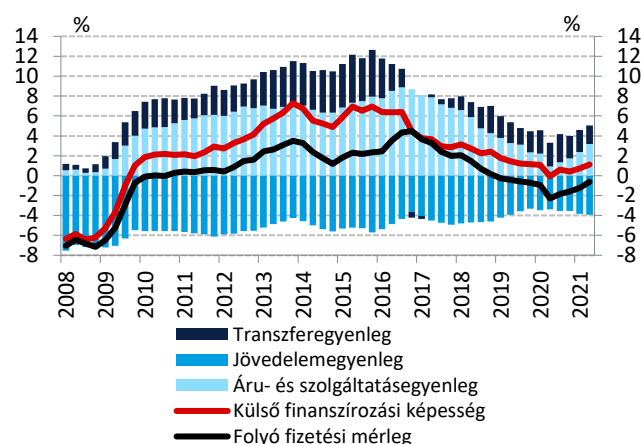
Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2021 második negyedévében javult a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciója. A folyó fizetési mérleg egyenlegének és a külső finanszírozási képesség bővülése a külkereskedelmi többlet növekedéséhez kötődött, amiben az élénkülő export és turizmus játszott meghatározó szerepet. Az EU-transzferek csökkenő mértékben, de továbbra is számottevően javították a külső egyensúlyi pozíciót. Az előzetes havi adatok szerint a harmadik negyedévben a külkereskedelmi egyenleg és ezzel párhuzamosan a folyó mérleg egyenlege is csökkenésnek indult, összefüggésben a chiphíány miatt visszafogottabb exportteljesítménnyel, az erős belső kereslettel és a romló cserearányal. A finanszírozási adatok szerint az első félévben a hazai vállalatok kifizetéseknek köszönhetően mérséklődött, majd a harmadik negyedévben emelkedett a nettó FDI állomány, miközben a nettó külső adósság emelkedett.

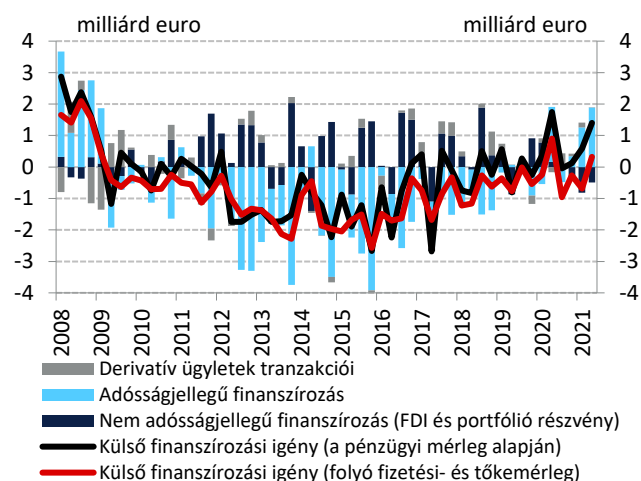
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei



Megjegyzés: Négy negyedéves, GDP-arányos értékek.

Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



Megjegyzés: A pénzügyi mérleg finanszírozási képessége a folyó fizetési- és tőkemérleg, illetve a tévedések és kihagyások egyenlegének összege. Közgazdasági szempontból az adósság fundamentális alakulását nem befolyásolja a számla és tömbarany követelések közötti átváltás, ezért ezt a technikai hatást kiszűrtük az idősből. Forrás: MNB

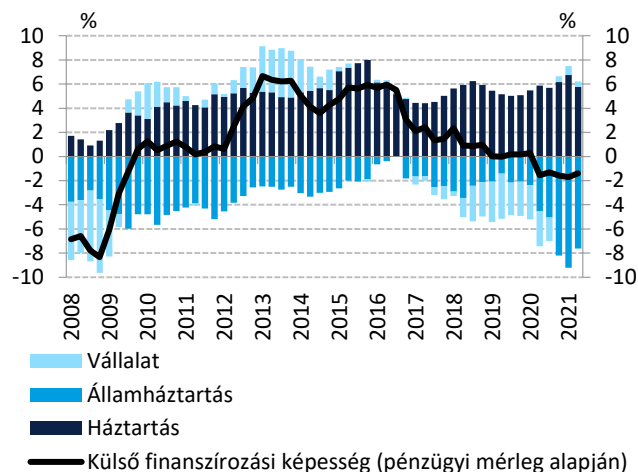
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciónk alakulása

2021 közepén a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 0,6 százaléka csökkent, míg a külső finanszírozási képesség a GDP 1,1 százaléka bővült (5-1. ábra). Az év első felében javuló külső egyensúlyi mutatók hátterében elsősorban a nettó áruexport – az élénkülő ipari termeléssel párhuzamosan – gyors bővülése, illetve a járvány enyhülésével emelkedő szolgáltatás egyenleg állt. Az ellenkező irányba hatottak – a járvány hatásaihoz kötődően – a külföldi munkavállalók csökkenő jövedelmei. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben jelentősen csökkent a nettó export, egyrészt a globális alapanyaghiány hatásaival, valamint az energiahordozók árrobbanása miatt romló cserearányal összefüggésben. A transzferegyenleg csökkenő mértékben ugyan, de továbbra is javította a külső egyensúlyi pozíciót.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A nettó közvetlentőke befektetések 2021 június végéig a bővülő kifizetésekkel összefüggésben kismértékben csökkentek, miközben nőtt a gazdaság nettó külső adóssága (5-2. ábra). A hazai vállalatok külföldi befektetései számottevő emelkedést mutattak, miközben az alacsonyabb újrabefektetések következtében a külföldi vállalatok hazai befektetései ettől elmaradó mértékben nőttek. A nettó portfóliórészvény befektetések tovább csökkentek a lakosság külföldi befektetési jegy és részvény vásárlásainak hatására. Az ország adósságjellegű forrásai az év első felében érdemben emelkedtek, ami nagyobb részben bankokhoz, kisebb részben a konszolidált államháztartáshoz kötődött. Az államháztartás nettó adósságának az emelkedése mögött a járvánnyal kapcsolatos eszközbeszerzés, és az eurolikviditást nyújtó swapok devizatartalékokat csökkentő hatása húzódtott meg. Az előzetes adatok alapján a harmadik negyedévben ismét nettó FDI beáramlás alakult ki, elsősorban a növekvő külföldi újrabefektetésnek köszönhetően, miközben a

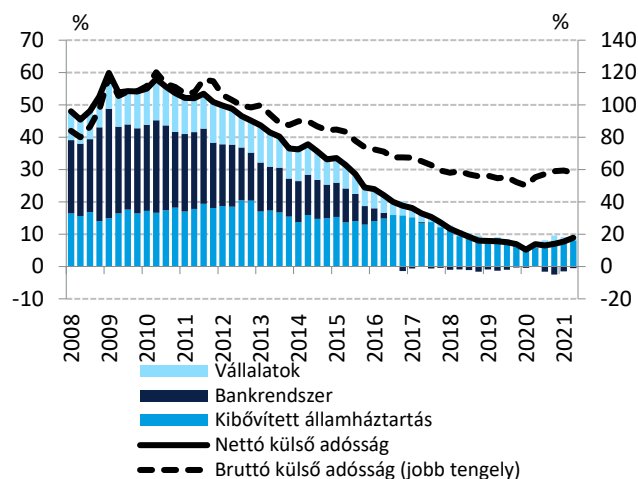
5-3. ábra: Az egyes szektorok finanszírozási képessége



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-4. ábra: GDP-arányos külső adósságmutatók



Megjegyzés: Közgazdasági szempontból az adósság fundamentális alakulását nem befolyásolja a számla és tömbarany követelések közötti átváltás, ezért ezt a technikai hatást, illetve a tulajdonosi hiteleket kiszűrtük az idősből.

Forrás: MNB

konszolidált államháztartáshoz kötődően folytatódott a nettó külső adósság emelkedése.

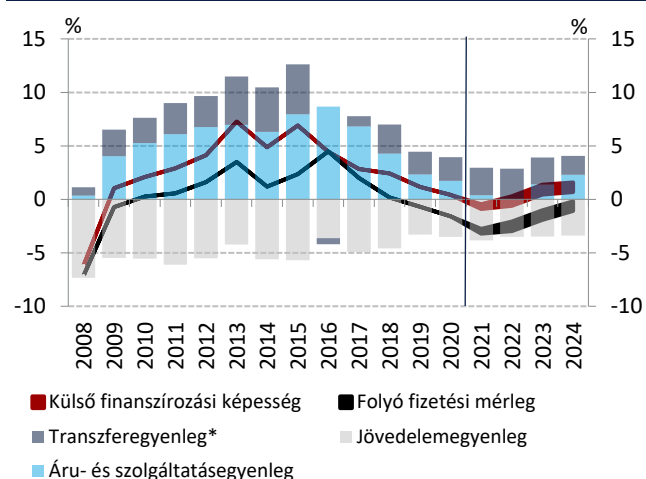
2021 első két negyedévében az állam magas finanszírozási igényét jórészt ellensúlyozta a magánszektor nettó pénzügyi megtakarítása (5-3. ábra). Míg az első negyedévet a járványhelyzettel összefüggésben visszafogott fogyasztás, beruházás és ezzel párhuzamosan a magánszektor magas nettó megtakarítása jellemezte, addig a második negyedévben csökkent a háztartások nettó pozíciója. Az előzetes adatok szerint a harmadik negyedévben a felfutó belső felhasználás tovább mérsékelte a lakosság és a vállalatok nettó pozícióját, ami az államháztartás magas hiánya mellett a gazdasági szektorok megtakarítása szerinti külső finanszírozási igényének az emelkedését eredményezte.

2021 június végére a gazdaság nettó külső adóssága a GDP 8,9 százalékára emelkedett (5-4. ábra). Mindeközben a bruttó külső adósság a GDP 58 százalékának közelébe mérséklődött, ami a nominális GDP jelentős bővüléséhez kötődött, ellensúlyozva a tartozások tranzakciókból eredő emelkedését. A magánszektor külföldi tartozásai a gazdaság újraindulásával érdemben növekedtek, amit a külföldiek csökkenő forint állampapír-állománya némileg ellensúlyozott.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg egyenlege átmeneti mérséklődés után az előrejelzési horizont második felében fokozatosan javul, amivel párhuzamosan a gazdaság finanszírozási képessége – átmeneti csökkenés után – ismét emelkedik. A folyó fizetési mérleg egyenlegének ideai csökkenése a globális félvezető hiány következtében visszafogott exportra, az erős belső kereslet által fűtött importra, valamint az emelkedő energiaárak folytán romló cserearányokra vezethető vissza. 2022-ben a külkereskedelemre negatívan ható tényezők fennmaradhatnak, amit azonban részben ellensúlyozhat a helyreálló turizmus, míg az előrejelzési horizont második felében a kiépülő új exportkapacitások és az élénkülő külső kereslet már a külkereskedelmi egyenleg emelkedésében is tükröződhet. Az EU-transzfer felhasználás a költségvetési ciklus végéhez közeledve csökkenő mértékben növeli a gazdaság finanszírozási képességét. A szektorok megtakarítási folyamatai alapján az államháztartás hiánya az emelkedő adó- és járulékbévételek hatására fokozatosan csökken, amit 2022-ben érdemben lassítanak a lakossági jövedelmek emelésével járó intézkedések. A lakosság élénkülő fogyasztása és beruházási aktivitása 2021-ben a nettó pénzügyi megtakarítás csökkenésében is tükröződik, majd 2022-től a jövedelmek – részben az adóvisszatérítésből fakadó – bővülésével magas szinten stabilizálódik. A vállalatok finanszírozási igénye a beruházási aktivitás növekedésével fokozatosan emelkedik.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



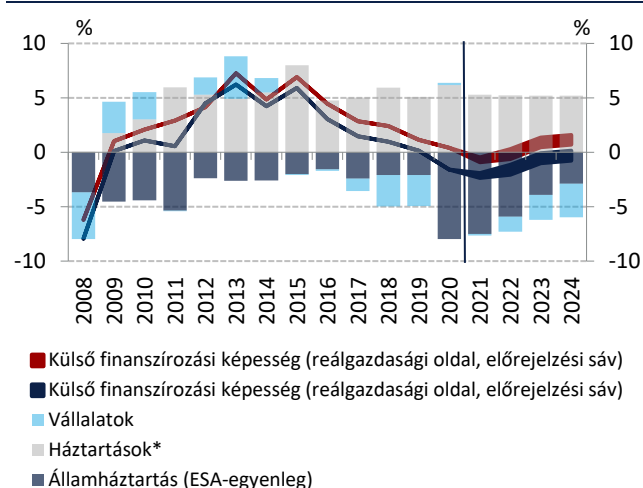
Megjegyzés: A GDP százalékában. * A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

Előretekintve a folyó fizetési mérleg egyenlege –átmeneti mérséklődés után – a külkereskedelmi többlet bővülésével fokozatosan javul (5-5. ábra). 2021-ben a külkereskedelmi egyenleg a globális félvezető hiány következtében visszafogott export, az erős belső kereslet és a romló cserearányok miatt érdemben visszaesik. A külkereskedelmi egyenleget rontó hatások 2022 második felében fokozatosan gyengülnek, de az év egészében még csökkenő nettó exportra számítunk. Az élénkülő külső kereslet, valamint a jelentős FDI-beáramlás által is kiépülő új kapacitások mellett bővülő ipari termelés és az helyreálló turizmus az előrejelzési horizont második felében a külkereskedelmi egyenleg fokozatos javulását eredményezi. A transzferegyenleg előretekintve számottevően javítja a gazdaság egyensúlyi pozícióját, bár ennek mértéke 2023-24-ben az EU-s költségvetési ciklus végén átmentileg csökken. A jövedelemegyenleg hiánya 2021-ben a csökkenő külföldi munkajövedelmek és a külföldi vállalatok növekvő profitjának következtében számottevően emelkedik, ezt követően azonban ellentétes hatások eredményeként fokozatosan csökken. A külföldi vállalatok emelkedő profitja és a hozamemelkedés következtében növekvő kamatkidást ugyanis ellensúlyozhatja a járványhelyzet javulásával a külföldön dolgozók emelkedő munkajövedelme, valamint a dinamikus GDP bővülés. Összességében a folyó fizetési mérleg egyenlege átmeneti csökkenés után 2023-tól fokozatosan javul, amivel párhuzamosan a gazdaság finanszírozási képessége szintén bővül.

A szektorok megtakarítási folyamatait tekintve – átmeneti csökkenés után – a gazdaság külső finanszírozási képessége az államháztartás csökkenő hiányával párhuzamosan fokozatosan emelkedik (5-6. ábra). Előretekintve a javuló gazdasági helyzet következtében jelentősen emelkednek az adó- és járulékbévételek, ami a költségvetés fokozatosan mérséklődő hiányát eredményezi – amit azonban részben

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában. *A háztartások nettó finanszírozási képessége, nem tartalmazza az átlépők nyugdíj-megtakarításait. A pénzügyi számlában szereplő érték eltér az ábrán jelzettől. **A NEO esetében azt feltételezzük, hogy fokozatosan visszatér a historikus szintjéhez.

Forrás: MNB

ellensúlyoz a járvány elleni védekezéssel és a gazdaság újraindításával kapcsolatos kiadások, valamint a lakossági jövedelmek emelésével járó intézkedések (adóvisszatérítés, teljes 13. havi nyugdíj, munkáltatói adóteher-csökkentés) költségvetési hatása. A 2022 elején tervezett adóvisszatérítés átmenetileg lassítja a költségvetési hiány mérséklődését. A háztartások helyreálló fogyasztása és beruházási aktivitása 2021-ben a szektor nettó pénzügyi megtakarításának a csökkenését eredményezik. 2022-ben az adóvisszatérítés és az emelkedő jövedelmek eredményeként a lakosság pénzügyi megtakarítása enyhén bővül, majd az előrejelzési horizont második felében stabilizálódik. A vállalatok nettó pozíciója 2021-ben a beáramló uniós forrásoknak és a gazdaság újraindításához kapcsolódó állami kiadásoknak köszönhetően a vállalatok pozíciója egyensúlyi szint közelében marad, majd a beruházások fokozatos növekedésével fokozatosan csökken.

5.3. Költségvetési folyamatok

A költségvetési törvények 2021-re 7,5 százalékos, 2022-re pedig 5,9 százalékos GDP-arányos hiányt terveznek. A hazai gazdaság gyors kilábalásának köszönhetően a költségvetésben feltételezetttnél előrejelzésünk szerint számottevően magasabban alakulhatnak az adó- és járulékbévételek, ugyanakkor az ennek következtében kialakuló mozgásteret a költségvetés teljes mértékben kihasználja, ezért összességében a kormányzati hiánycéllal összhangban lévő költségvetési pályával számolunk. Az idei évben és 2022-ben a költségvetési intézkedések hatására érdemben emelkedik a háztartások jövedeleme: a nyugdíjasok az egységesen megemelt nyugdíjprémium mellett a jövő év elején teljes 13. havi juttatásban részesülnek, a gyermeket nevelők (felső határ mellett) visszakapják az idei évben befizetett személyi jövedelemadójukat, valamint a minimálbér bruttó 200 ezer forintra emelkedésének bérköltség-növekedési hatását ellentételezve több adónem is mérséklődik. Előrejelzésünk 2023-ban és 2024-ben csökkenő GDP-arányos hiánypályával számol, ami a horizont végére érheti el a 3 százalékos küszöbértéket. Az államadósság-ráta a 2020-as átmeneti emelkedést követően, a dinamikus gazdasági növekedésnek köszönhetően 2021-ben ismét csökkenő pályára áll.

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

Előrejelzésünk szerint a kormányzati szektor GDP-arányos hiánya a céllal összhangban 2021-ben elérheti a 7,5 százalékot, míg 2022-ben az 5,9 százalékot (5-1. táblázat). A 2020. évi 8 százalékhöz képest 2021-ben várhatóan csökken a deficit. A gyors makrogazdasági kilábalás miatt dinamikus emelkedő adóbevételek által kialakított mozgásteret azonban a költségvetés teljes mértékben kihasználja.

2022-ben várakozásunk szerint a költségvetési törvényben tervezett 5,9 százalékos cél közelében alakulhat a hiány (5-7. ábra). Előrejelzésünkben a költségvetési törvényben feltételezetttnél érdemben gyorsabb adóalap-növekedéssel számolunk, így az előirányzatoknál magasabban alakulhatnak az adó- és járulékbévételek, amit azonban teljes mértékben ellensúlyoznak a jövő évi költségvetés elfogadása óta bejelentett intézkedések. A 2022. évi hiány éven belüli alakulása várhatóan eltér a korábbiaktól, és jelentősebb lesz az első negyedévben kialakuló deficit. Az előrejelzési horizonton tovább csökken az államháztartás hiánya, ami 2024-ben érheti el újra a 3 százalékos kritériumot.

Az európai uniós fiskális szabályokat 2020-tól részlegesen és átmenetileg felfüggesztő általános mentesítési záradék alkalmazása várhatóan 2022 végéig fennmaradhat, így az uniós szabályoknak előreláthatólag még a jövő évben sem lesz szükséges megfelelni. Ezzel párhuzamosan a Stabilitási törvényben szereplő 3 százalékos kritérium és középtávú költségvetési célra vonatkozó szabály is felfüggesztésre került 2023 végéig.

5.3.2. A 2021. évi egyenleg

Várakozásunk szerint teljesülhet a 2021. évi költségvetés módosítása szerint várható 7,5 százalékos GDP-arányos hiánycél. A gazdaság gyors újraindulásának következtében az első három negyedévben kedvezően alakultak a költségvetési folyamatok. A harmadik negyedéves eredményszámla deficit az MNB által közölt előzetes

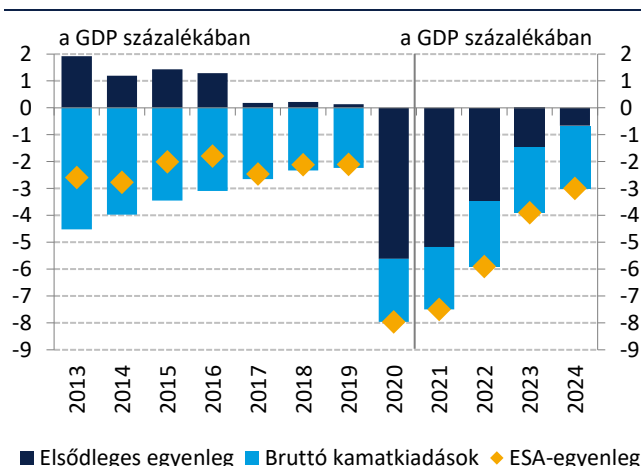
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2020	2021	2022	2023	2024
ESA-egyenleg	-8,0	-7,5	-5,9	-3,9	-3,0
Elsődleges ESA-egyenleg	-5,6	-5,2	-3,5	-1,5	-0,7
Fiskális keresleti hatás*	5,4	-0,6	0,2	-3,4	-0,9

Megjegyzés: A GDP százalékában. *A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

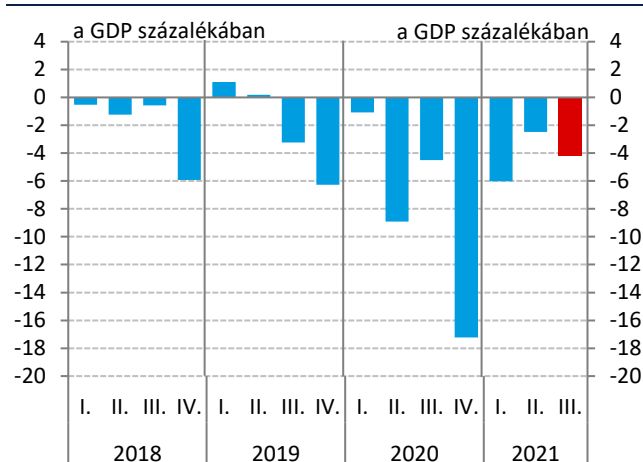
Forrás: KSH, MNB

5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása



Forrás: KSH, MNB

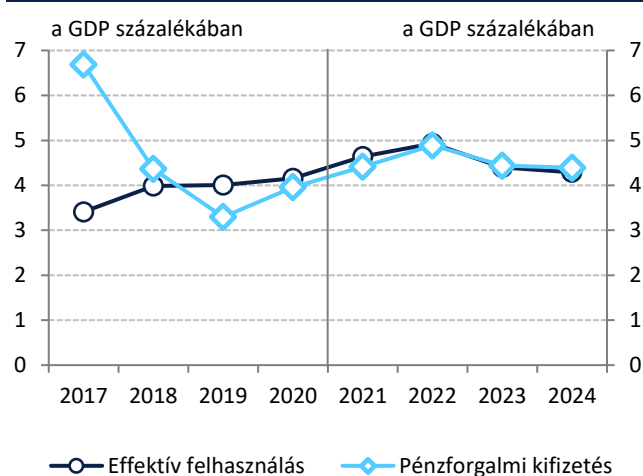
5-8. ábra: A kormányzati szektor eredményzsemléletű egyenlege



Megjegyzés: A 2021. III. negyedéves adat az MNB által publikált előzetes pénzügyi számlákban szereplő államháztartás nettó finanszírozási képességét mutatja.

Forrás: KSH, MNB

5-9. ábra: Az uniós támogatásokhoz kapcsolódó effektív felhasználás és a pénzforgalmi kifizetés alakulása



Megjegyzés: A GDP prognózis sávközepe alapján készült.

Forrás: MNB, Költségvetési törvények

pénzügyi számla adatok alapján a negyedéves GDP 4,2 százalékát tette ki (5-8. ábra), így az első kilen chavi kumulált hiány 4,6 százalék volt, vagyis az éves deficit jelentős része a korábbi évekhez hasonlóan ismét az utolsó negyedévre koncentrálódhat.

A többlet adó- és járulékbévételek várakozásunk szerint teljes mértékben elköltésre kerülnek, elsősorban a Járvány Elleni Védekezés Központi Tartalékán és a Gazdaság-újraindítási programok előirányzatán keresztül. A dinamikus 2021-es gazdasági növekedés következtében jelentős, a GDP 0,4 százalékát elérő nyugdíjprémium kifizetésére került sor, amely keretében minden érintett a maximális 80 ezer forintos összeget kaphatta meg. Az utolsó negyedévben várhatóan jelentős, a 2020. év azonos időszakához hasonló hiány alakul ki.

5.3.3. A 2022 és 2024 évek közötti egyenleg

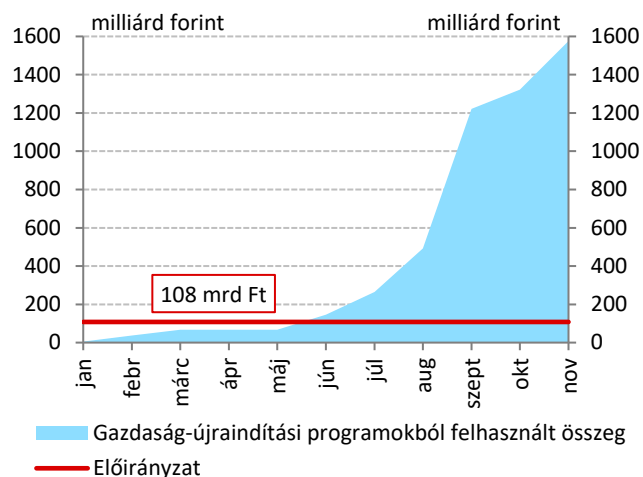
2022-ben várakozásunk szerint teljesülhet a költségvetési törvényben tervezett 5,9 százalékos hiánycél. Prognózisunk alapján a költségvetés makrogazdasági pályájánál kedvezőbb adóalap-bővülés jelentős többletbevételeket generál, amelyeket felhasználnak az év első felében megvalósuló költségvetési intézkedésekre. A gyermekes családok jövőre (felső határ mellett) visszakapják a 2021-ben befizetett személyi jövedelemadójukat, amelynek költségvetési hatása prognózisunk szerint a GDP mintegy 1 százalékát teszi ki. A korábban bejelentett lépcsőzetes, heti bevezetés helyett már 2022-ben teljes 13. havi nyugdíjat kapnak a kedvezményezettek, ami a GDP 0,3 százalékával emeli a költségvetési kiadásokat a törvényben tervezetthez képest. A rendvédelmi és honvédelmi dolgozók havi juttatása (fegyverpénz) ugyancsak az előzetesen tervezettnél korábban, már 2022 első negyedévében kifizetésre kerül, aminek költségvetési hatása a GDP 0,4 százaléka. A 2022-ben bruttó 200 ezer forintra emelkedő minimálbér által okozott jelentős vállalati bérköltség-emelkedést a költségvetés átvállalja, így több adó nem mérséklődik (munkáltatói adóterhek, kisvállalati adó, helyi iparüzési adó), ami a GDP 1 százalékával mérsékelné az adó- és járulékbévételeket, azonban ezt részben ellensúlyozza a magasabb bérkiáramlásból befolyó többletbefizetés.

Rendelkezésre álló költségvetési törvény hiányában 2023-ra és 2024-re technikai előrejelzést készítünk, amely szerint a hiány tovább csökken a megelőző évekhez képest, és a horizont végére elérheti a 3 százalékos maastrichti küszöbértéket.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

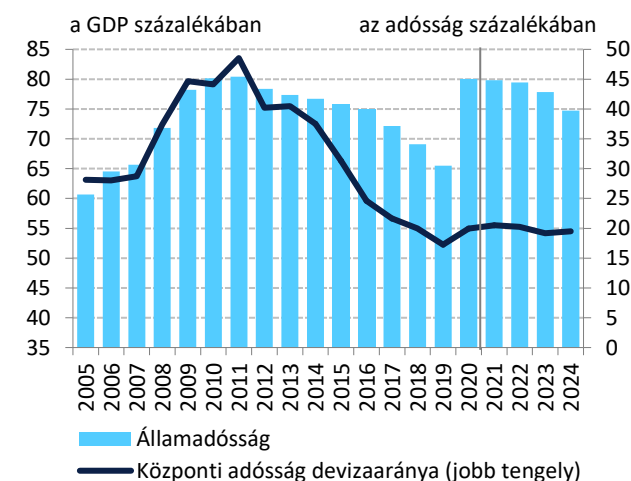
Előrejelzésünk szempontjából kockázatot jelent a járvány elleni védekezésre, illetve a gazdaság újraindítására fordított kiadások időbeli alakulása (5-10. ábra). A gazdaság-újraindítási programok idei 108 milliárd forintos

5-10. ábra: A Gazdaság-újraindítási programokból felhasznált összeg alakulása



Forrás: Kormányhatározatok

5-11. ábra: Az államadósság várható alakulása



Megjegyzés: A GDP prognózis sávközepe alapján készült.

Forrás: MNB, ÁKK

előirányzatát már az év közepén, júniusban meghaladták a kiadási tervek, november végére pedig megközelítették az 1600 milliárd forintot. A tavalyi évben és 2021-ben is jelentős kifizetésre került sor a kormányzati szektorba sorolt szervezeteknek, amely az eredményszemléletű hiányt a felhasználáskor növeli, ennek időzítése ugyanakkor meglehetősen bizonytalan.

A bejelentett intézkedések és a beruházások teljeskörű megvalósítása a magasabb államháztartási hiány irányába mutató kockázat. A döntésekreallokált források teljeskörű megvalósulása esetén a költségvetési deficit meghaladhatja a kormányzati várakozást. Másfelől, a jövő évi költségvetési beruházások esetleges halasztása az alacsonyabb költségvetési hiány irányába mutatna 2022-ben.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2021. harmadik negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 80,5 százalék volt. Az adósságráta így a 2020. év végi értékhez képest közel 0,4 százalékponttal emelkedett. A várhatóan alacsonyabb negyedik negyedéves adósságkibocsátás következtében az államadósság idén év végére kismértékben alacsonyabb lehet a 2020. év végi szintnél.

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság a tavalyi átmeneti emelkedést követően 2021. év végére 79,8 százalékra csökken (5-11. ábra). Az előrejelzési horizonton az adósságráta folyamatos mérséklődésével számolunk. Prognózisunk szerint a tavalyi átmeneti emelkedést követően a 2023-ban felgyorsuló mérséklődés következtében évente átlagosan 1,3 százalékponttal csökkenhet az államadósság-ráta értéke, ami így 2024 végére 75 százalék alá mérséklődhet. Az EU-források beérkezésének csúszása az adósságráta időbeli lefutásának változását eredményezheti, azaz idén a vártnál lassabban mérséklődő adósságszintet okoz, majd a pénzek tényleges beérkezésekor csökkenti az adósságot. Az EU-s bevételek várható csúszására reagálva az adósságkezelő 2021 szeptemberében megemelte a forint- és a devizakibocsátásokra vonatkozó tervét.

A forint-euro árfolyam változása a devizaadósság ártértéklődésén keresztül hatást gyakorol az adósságrátára, így a forint-euro árfolyam 1 százalékos változása mintegy 0,2 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot. A központi államadósság devizaaránya 2021. harmadik negyedévében a szeptemberi devizakibocsátás következtében 20,8 százalékra emelkedett a tavalyi év végi 19,9 százalékról.

6. Kiemelt témák

6.1. Mitől alakulhat ki infláció?

Az infláció, vagyis a termékek és szolgáltatások árszintjének emelkedése a piacgazdaságok egyik kiemelten figyelt makrogazdasági mutatója. Az árszínvonal-növekedés mögött meghúzódó okok azonosítása fontos információt szolgáltat az infláció tartósságáról, és ezzel a megfelelő gazdaságpolitikai keretrendszer kialakításáról.

Az infláció az elmúlt negyedévekben regisztrált gyorsulása globális jelenség. Az euroövezetben (az előzetes adatok alapján 2021. november: 4,9 százalék) és az Egyesült Államokban (2021. november: 6,8 százalék) is évtizedes csúcsokon van a pénzromlás üteme. Különösen időszerű tehát áttekinteni, hogy általánosságban véve milyen okok vezethetnek az árszínvonal megemelkedéséhez. Az elmúlt évszázad globális gazdasági eseményei példát szolgáltatnak az inflációt előidéző tényezők áttekintéséhez.

Mivel az infláció jellemzően a kereslet és a kínálat egymáshoz viszonyított elmozdulásától függ, ezért ezeket a tényezőket vizsgáljuk meg először, ezt követően rátérünk a gazdaságpolitika szerepére az infláció alakulásában. Végül az inflációs folyamatok gazdaságpszichológiai aspektusával, a várakozásokkal foglalkozunk.

Kínálati hatások

A kínálat szűkülése, illetve a termelési költségek emelkedése a fogyasztói árak gyorsulását vonják maguk után. A termelési lehetőségek erős, sokszerű csökkenése az árszínvonal növekedéséhez vezethet, amelyet kínálatoldali inflációnak nevez a szakirodalom. Ilyen változást idézhet elő például egy rendkívüli szárazság, amely a mezőgazdasági terméshozamok visszaesésével járhat, csökkentve az élelmiszerkínálatot. Ez történt a 2011-2012-es időszakban, amikor a rendkívüli időjárási körülmények (USA-ban bekövetkezett aszály) globálisan jelentős élelmiszerár-emelkedéshez vezettek. A klímaváltozás hatásai miatt a természeti katasztrófák és extrém időjárási körülmények bekövetkezése egyre gyakoribbá válhat, hozzájárulva ezzel a kínálati oldalt érő hatások felerősödéséhez. Ezek a kínálati hatások az eddigi tapasztalatok alapján kevésbé tartósak, a piacgazdasági rendszerek rugalmas alkalmazkodása, a kereskedelem térnyerése révén jellemzően viszonylag gyorsan enyhülnek, ugyanakkor rövid távon jelentős változékonyságot idézhetnek elő a fogyasztói árak alakulásában.

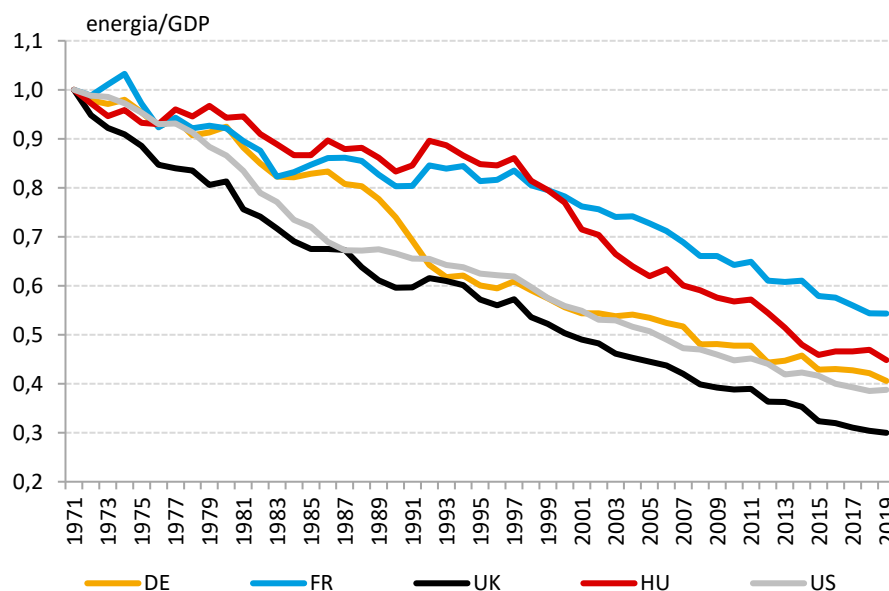
A kínálat visszaesésén keresztül az árak növekedését okozhatják a nemzetközi ellátási láncokban bekövetkező zavarok is. Ennek hatásait a koronavírus-járvány 2020-as megjelenését követően napjainkban is tapasztaljuk. A járványügyi korlátozások bevezetését követően a nemzetközi szállítmányozásban jelentős problémák léptek fel, és egy ún. konténerválság alakult ki világszerte. A hirtelen megugró kereslet eredményeként a tengeri szállítmányozás költségei a Kínából Európába, illetve Amerikába irányuló útvonalakon rövid idő alatt a többszörösükre növekedtek. A szállítási költség beépül a fogyasztói árakba, így a drágább szállítmányozás drágább termékekhez, azaz klasszikus értelemben vett inflációhoz vezetett. Ez a hatás azonban általában nem tartós, jelenleg a piaci szereplők arra számítanak, hogy a kínálati anomáliák a jövő év második felében megoldódnak és a kínálati szűkösség árfelhajtó hatása mérséklődik.

A termelési inputtényezők költségének az emelkedésére (pl.: a kőolaj, földgáz árának emelkedésére) kínálati inflációs hatásként hivatkozunk. A mikroökonómiából jól ismert a vállalati kínálati görbe és a vállalati határköltségek (azaz egy további termék legyártásának, vagy szolgáltatás nyújtásának a marginális költsége) közötti szoros kapcsolat. Az inputtényezők drágulása miatt a termékeket és szolgáltatásokat csak magasabb költségszinttel képesek előállítani a vállalatok. Amennyiben termékeiket ennek ellenére is változatlan áron kínálják, akkor a profitjuk lecsökken. Ha a piaci verseny lehetővé teszi, akkor a vállalatok igyekeznek a költségnövekedés egy részét vagy egészét áthárítani a fogyasztókra. A nyersanyagpiacon kialakuló ciklusok jellemzően tartósabbak (a közgazdasági irodalomból ismerhetünk nyersanyagpiaci szuperciklusokat), így a tartós áremelkedés hatására sokszor a termelés szerkezetében és technológiájában is változások indulhatnak meg.

A legjellemzőbb kínálatoldali nyersanyag-válság az 1973-as és 1979-es olajár-robbanáshoz kapcsolódik. A hordónkénti ár az OPEC által az Egyesült Államok, Nyugat-Európa és Japán ellen bevezetett olajembargó következtében 1974-ben 3-ról majdnem 12, míg 1979-ben az iráni forradalom miatti OPEC-olajáremelés hatására 13-ról 31 dollárra nőtt. Mindezek

hatására ezekben az években ugrásszerűen megnőtt az infláció mértéke a világ szinte valamennyi országában, köztük az Egyesült Államokban is. Az OECD országok alapján számított globális infláció 8,9 százalék volt 1973-ban (6-2. ábra). A sokkhatás eredményeként a piacgazdasági rendszerek modellváltáson mentek át, az energia és költségtakarékos technológiák egyre inkább elterjedtek, így egységnyi GDP előállításának jelentősen csökkent az energiaigénye az elmúlt 50 évben (6-1. ábra).

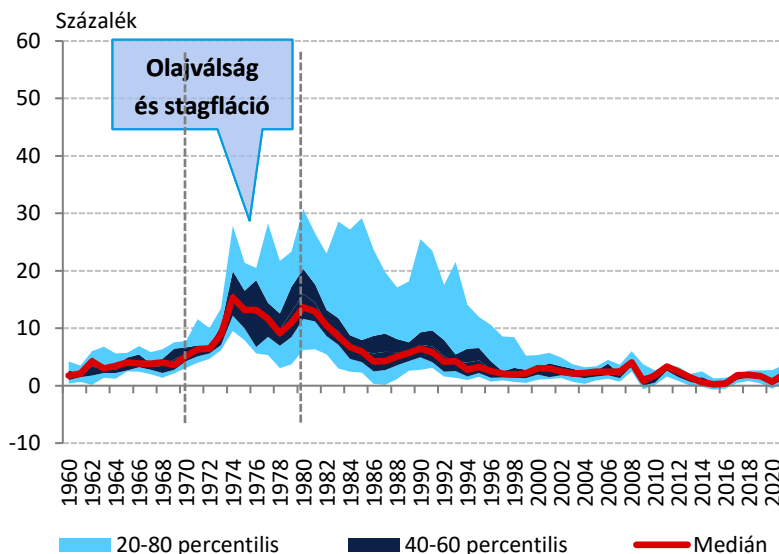
6-1. ábra: Reál energia-intenzitás alakulása



Forrás: BP, Penn, World Table 10.0 alapján MNB-számítások

Az elmúlt hónapokban szintén érdemi nyersanyagár-emelkedésnek a tanúi vagyunk, ennek tartósságát azonban bizonytalanság övezi. A fontosabb nyersanyagok és energiahordozók árai közül a gáz, a szén és az áram ára az elmúlt időszakban historikus csúcsra nőtt. Emellett a viszonylag magas olajárak is hozzájárulnak a globálisan tapasztalható megnövekedett inflációhoz. Jelenleg a piaci árazások alapján az tekinthető alappályának, hogy a nyersanyagok emelkedése ideiglenes és konszolidációra számíthatunk a jövő évben. Ezzel szemben, ha egy új, nyersanyagpiaci superciklus kezdetén vagyunk, akkor az árak tartós emelkedésére kell felkészülnünk. Ez utóbbi interpretációt erősíti az az elmélet, hogy az árak emelkedésében jelentős szerepe volt a szabályozások változásának, vagyis szigorúbb környezetvédelmi előírások bevezetésének. Ilyen esetben a vállalatok a szigorúbb előírások miatt tartósan magasabb termelési költségekkel szembesülnek, amelyek egy részét áthárítják a fogyasztókra, így az infláció is növekszik. Ezek az inflációs hatások csak a termelési kapacitások környezetbarát átállását követően szűnhetnek meg, ami sokkal időigényesebb folyamat, mintha csak rövid távú, kínálati anomáliák okoznák az árak emelkedését.

6-2. ábra: Olajválságok és a globális infláció alakulása



Forrás: FED, MNB

Keresleti hatások

Keresletoldali inflációról akkor beszélünk, ha a relatív stabil kínálathoz képest megnövekedett kereslet okozza az árszínvonal emelkedését. Egy gazdaság kínálati kapacitásai által az adott gazdaságra jellemző „normál” kapacitáskihasználtság mellett előállított termék és szolgáltatásvolumen a potenciális kibocsátás, amely esetén az adott időszakban a makrogazdasági folyamatokat egyensúly jellemzi. Nem növekszenek túlzottan az árak, nem bomlik meg a belső és külső egyensúly. A keresleti ciklusok azonban eltéríthetik a GDP-t az egyensúlyi szinttől. Ilyen esetekben a kereslet aktuális volumene meghaladja a normál kapacitáskihasználtság mellett előállított volumenét, azaz a potenciális GDP-t.

Az aktuális kibocsátás és a potenciális szint közötti különbséget a kibocsátási rés, illetve a gazdaság ciklikus pozíciója ragadja meg. Ez az a keresleti ciklus, ami alapvetően a monetáris politika horizontján befolyásolja az inflációs folyamatokat. Amennyiben a gazdaságban a kereslet magasabb, mint amit a kínálati kapacitások normál kapacitáskihasználtság mellett elő tudnak állítani, az emeli a vállalati költségeket, emellett a magasabb árazási mozgástér miatt az árak is emelkedhetnek. A ciklikus pozíció és az infláció közötti kapcsolatot az úgynevezett Phillips-görbe reprezentálja, aminek a története egészen az 50-es évek végéig nyúlik vissza. Az újabb kutatások szerint a Phillips-görbe bár sokat veszített a relevanciájából, de középtávon továbbra is fontos meghatározója az inflációs folyamatoknak. A kereslet fogyasztási részének változását előidézhetheti a háztartások fogyasztási döntésének hirtelen megváltozása, például vírushelyzettel összefüggő lezárások után jelentkezett egy elhalasztott fogyasztási motívum, átmenetileg magasabb inflációt okozva. Emellett a kereslet nőhet tartósan gyorsabban, mint a kínálati oldal (például tartós jövedelembővülés, folyamatosan laza fiskális politika), ekkor az infláció hosszabb ideig magas maradhat.

A fogyasztási kereslet jellemzően a fogyasztó jövedelmével, illetve a makrogazdasági környezettel kapcsolatos vélekedésével van összefüggésben. A háztartások a rendelkezésre álló jövedelmüket fogyasztásra, beruházásra és megtakarításra fordíthatják. Amennyiben a rendelkezésre álló jövedelemen belül magasabb arányt fogyasztanak el (fogyasztási ráta megemelkedik), az addicionális keresletoldali inflációt generálhat. A fogyasztás élénkülése elsősorban a piaci szolgáltatások áraiban jelenik meg. A kereslet tényezőinek visszaesése a kínálathoz képest ellenkező hatással jár, vagyis csökkentheti az inflációt. A 1930-as évek nagy gazdasági világválsága a keresletoldal visszaesésének tulajdonítható.

A gazdaságpolitika hatása az inflációra

A költségvetési politika képes közvetlenül és közvetve is hatni az árak alakulására. A háztartások, családok mellett a másik jelentős belföldi fogyasztó a költségvetés, amely közvetlenül, saját keresletének növelésével, vagy közvetve, a többi gazdasági szereplő részére átadott transzferekkel is képes növelni a fogyasztást (vagy beruházást). A költségvetés a kiadások mérséklésével vagy az adók emelésével ezzel ellentétesen, az aggregált kereslet csökkenése irányába is képes hatni. Ezek az intézkedések megváltoztatják rendelkezésre álló jövedelmet, és a fenti bekezdésben vázolt fogyasztási kiadásokon

keresztül okozhatnak keresletoldali inflációt. Az árszínvonal egyszeri, közvetlenebb megváltozását idézheti elő a gazdaságpolitika a szabályozott árak és a közvetett adók (mint például az áfa) szintjének megváltoztatásával. Az expansionista költségvetési politika magasabb inflációs várakozásokhoz is vezethet a fogyasztók részéről, amely szintén az árszínvonal emelkedéséhez járulhat hozzá (az inflációs várakozások szerepe az utolsó fejezetben kerül kifejtésre).

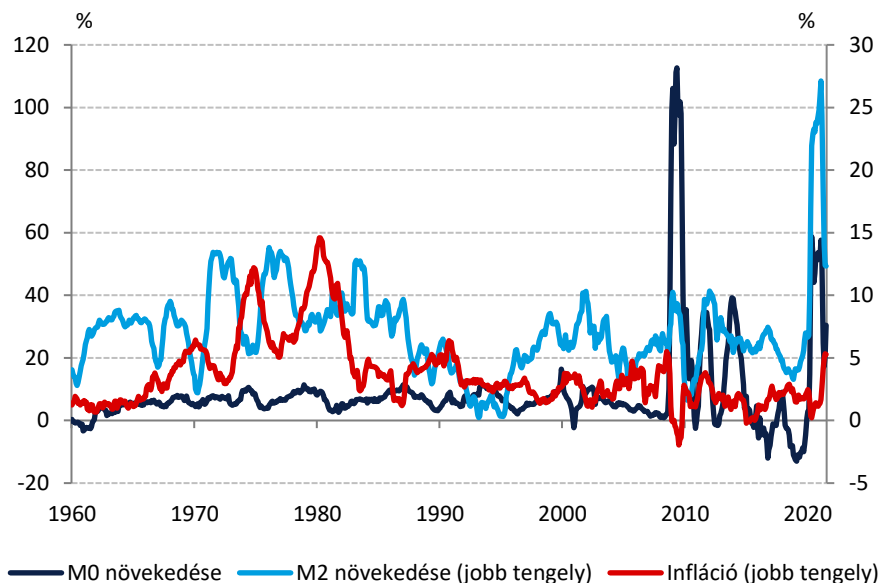
A monetáris politika fő feladata a stabil árszínvonal elérése és fenntartása, azaz az infláció befolyásolása. A monetáris politika hatását sokáig egyszerű mennyiségi pénzelméletből vezették le a közgazdászok, amely szerint a pénzmennyiség és az árszínvonal között egyenes arányosság van. Az elmélet különféle változatai a XVI. századig nyúlnak vissza, amikor az Amerikából Európába történő nemesfém-áramlás hatására megfigyelték az árak korábbinál gyorsabb emelkedését. Ezen elmélet modern változata az 1960-as években uralkodó monetarizmus, amelynek egyik központi tétele, hogy az infláció mindig és mindenhol monetáris jelenség. A forgalomban lévő pénzmennyiség növekedése rövid távon lehetséges, hogy emelkedő kibocsátáshoz vezet, hosszabb távon azonban semleges a reálkibocsátásra, így állandó forgási sebességet feltételezve inflációt, áremelkedést eredményez. A monetarista elmélet egyik feltevése, hogy a pénz forgási sebessége közel állandó, azaz a gazdasági szereplők a gazdaságban lévő pénzt minden időszakban hasonló mértékben költik el árukra és szolgáltatásokra. A 60-as években ezt a nézőpontot számos, hosszabb időszoron vizsgált statisztikai elemzés is erősítette, azonban a későbbiekben e kapcsolat gyengült.

A 90-es években a jegybankok áttértek az inflációs célkövetésre, amelynek keretében az alapkamaton és az inflációs várakozások befolyásolásán keresztül érik el a végső céljukat, azaz az árstabilitás elérését és fenntartását. A jegybanki lépések a transzmissziós mechanizmuson keresztül fejtik ki hatásukat a gazdaságra. A jegybank monetáris politikai eszközökről hozott döntései először a pénzpiacokon fejtik ki hatásukat; a piaci kamatok, az eszközárak és az árfolyam reagál leggyorsabban. Ezután az árupiac alkalmazkodik: a vállalatok és a fogyasztók alkalmazkodnak a pénzpiaci változásokhoz, ami megváltoztatja a termékek iránti aggregált keresletüket. A megváltozó keresletre a vállalatok egyrészt az előállított termékek mennyiségével, illetve áraik változtatásával reagálnak, így a monetáris kondíciók végső soron hatással vannak a kibocsátásra és az árakra is. Ebben a rendszerben a kommunikációnak és a rövidoldali kamatoknak kiemelt jelentősége van.

Mivel a klasszikus jegybanki (kamat)eszközök hamar kifogytak a tüzeréből az elmúlt két jelentős válságidőszakban (a 2008-2009-ben kitörő globális pénzügyi válságban, majd 2020-ban a koronavírus-járványban), ezért a jegybankok az általuk kibocsátott pénz jelentős növekedésével igyekeztek támogatni a gazdaságok kilábalását. 2008-as válság után az M0 monetáris bázis nagymértékű növekedése ellenére az M2 pénzaggregátum nem emelkedett kimagaslóan, mivel a kereskedelmi banki hitelezési nehézségek ezt meggátolták. Ennek megfelelően nem minden jegybanki pénzteremtés jár az M2 bővülésével, mivel ebben nagy szerepe van a bankrendszer autonóm pénzteremtésének, vagy éppen annak hiányának. Az elmúlt évtized historikus összevetésben szerény mértékű M2 bővülése elsősorban eszközárakban (részvények, ingatlanok) csapódott le a 2010-es évtizedben. Ehhez képest markáns változást hozott a koronavírus-járvány és az arra adott hitelezési és gazdaságpolitikai reakció.

2020-ban a monetáris bázis emelkedése az egészséges bankrendszer segítségével és a költségvetési hiányok egyidejű emelkedésével az M2 pénzaggregátum jelentős növekedését is okozta (6-3. ábra). Jelenleg a jegybankok és a kereskedelmi bankok által kibocsátott magasabb pénzmennyiség a jelek szerint a fogyasztói árakra is nagyobb hatással van, mint a korábbi évtizedekben. Ennek oka az lehet, hogy a költségvetési hiányok emelkedésén keresztül a többlet likviditás nagyobb része jutott el a fogyasztókhoz (a pénzügyi piacok helyett).

6-3. ábra: Pénzmennyiség növekedési üteme és az infláció kapcsolata (USA)



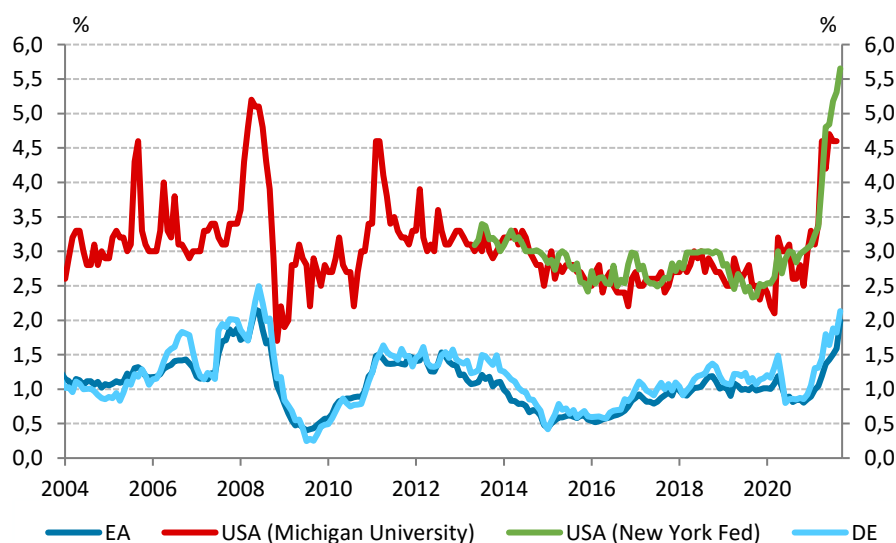
Forrás: FED

Az inflációs várakozások szerepe

Az inflációs várakozások az áremelkedési folyamatok gravitációs középpontját alkotják. Az inflációs várakozások jelentős hatást gyakorolnak a bértárgyalásokra, és az inflációs megugrások tartósságára. A jövőben várt magas infláció miatt a gazdasági szereplők magasabb nominális bért próbálnak elérni annak érdekében, hogy a jövedelmük reálértéke ne változzon. Ez a magasabb bér növeli a vállalatok költségét, amely végül az árak emelkedésében jelentkezik. Így ez a folyamat öngerjesztővé válik, kialakul az ún. ár-bér spirál. Emellett magas inflációs várakozások esetén fennállhat az a helyzet, hogy növekszik az egyes szereplők toleranciája, így a vállalatok nagyobb áremelést tudnak érvényesíteni. Az infláció tehát annál tartósabb, minél inkább megjelenik a folyamat a jövőre vonatkozó várakozásokban. Az inflációs várakozások horgonyzása ezért a gazdaságpolitika egyik kulcsfeladata.

Az elmúlt időszakban az inflációs megugrások a várakozásokban is egyre inkább megjelentek (6-4. ábra). Ennek megfelelően világszerte növekedett a kockázata a másodkörös hatások megjelenésének és az inflációs megugrás tartósságának. Ehhez az is hozzájárul, hogy azon termékek és szolgáltatások árai emelkedtek a koronavírus válságot követő kilábalás során, amelyeket általában a háztartások felülsúlyoznak a várakozásaik kialakítása során (élelmiszer, üzemanyag).

6-4. ábra: A lakosság inflációs várakozásai



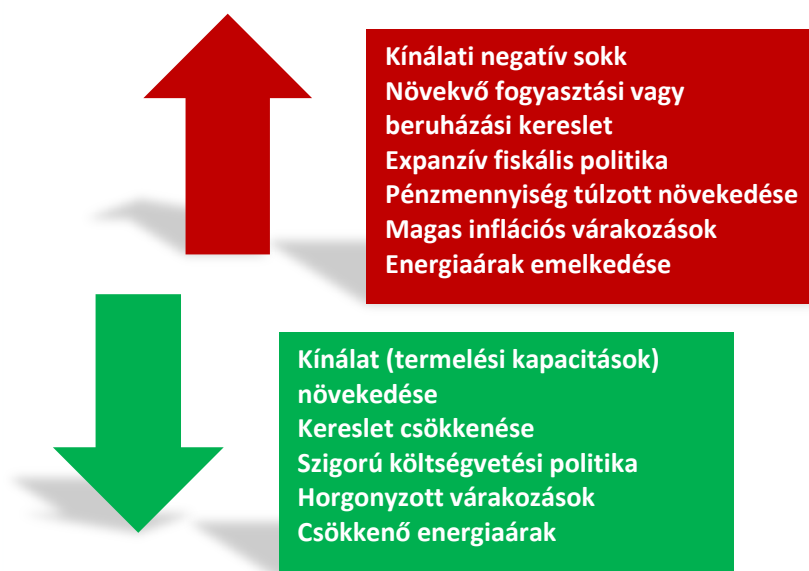
Forrás: Európai Bizottság, Michigan University, New York Fed

Összegzés

Ahogy a fenti történelmi példákon keresztül bemutatásra került, az inflációt több összetevő is okozhatja, amelyek egy része gazdaságon kívüli, exogén változásnak tekinthető (6-5. ábra). A különböző hatásokat minden más változatlanságát feltételezve a legegyszerűbb megragadni a közgazdasági modellekben, ugyanakkor a gyakorlatban a különböző tényezők sok esetben egyszerre változnak meg. Elképzelhető, hogy egy negatív kínálati oldali sokkot keresleti oldali visszaesés is követ. A koronavírus okozta reálgazdasági és inflációs hatások is a kínálati és keresleti hatások kombinációjaként mentek végbe.

A jelenlegi, globális inflációs ciklus erőssége abból fakad, hogy a fent tárgyalt tényezők szinte mindegyike szerepet kapott benne, és tartóssága attól függ, hogy milyen mértékben sikerül megelőzni azt, hogy beszivároghjon a várakozásokba is. Kínálati oldalról egyszerre emeli az árakat a nyersanyagok és az energiaárak emelkedése, valamint az ellátási láncok akadozásai. Ehhez hozzájárulnak a keresleti tényezők, mint a válság alatt háztartások elhalasztott fogyasztásának helyreállása, és a költségvetések által támasztott kereslet. A jegybankok pedig a pénzkínálat jelentős növekedésével reagáltak a koronavírus-járvány nyomán kialakult gazdasági válságra, amellyel sikerült megelőzni egy párhuzamos pénzügyi válság kialakulását, de a pénzkínálat emelkedése az akadozó termelés mellett szintén az árak emelkedésének irányába hatott.

6-5. ábra: Infláció alakulására ható tényezők



Forrás: MNB-szerkesztés

6.2. Az inflációs cél elérésének szerkezete

A koronavírus utáni gazdasági újraindulást követően a jegybankok inflációs célját meghaladó áremelkedés globális jelenség. A gazdaság újraindulását követően a világpiaci energia- és nyersanyagárak, illetve a szállítási költségek emelkedése fokozatosan egyre szélesebb termékkörben jelent meg a fogyasztói árakban, historikusan magas, az elemzői várakozásokat is meghaladó inflációt eredményezve. Az inflációs célkövető jegybankok szempontjából releváns kérdés ezzel összefüggésben, hogy az inflációs cél újbóli elérése milyen szerkezetben valósulhat meg a jövőben. Korábbi vizsgálataink során arra az eredményre jutottunk, hogy jelentősebb nyersanyagár-emelkedés esetén a cél körüli infláció jellemzően alacsonyabb maginfláció mellett valósítható meg (lásd 2018. szeptemberi Inflációs jelentés 1-3. keretes írás). Jelen írásunkban azt vizsgáljuk, hogy az aktuális inflációs környezetben a cél fenntartható elérése milyen maginflációs szerkezetet feltételez.

Vizsgálatunkhoz az európai országok gazdaságtörténetének elmúlt két évtizedéből hat epizódot választottunk ki, melyek esetében az infláció tartósabban a jegybanki cél közelében tartózkodott (6-1. táblázat). A kiválasztott időszakokban az infláció tartósan az adott országban érvényes inflációs cél közelében alakult, illetve az adott periódusok átlagos inflációja szintén az egyes jegybanki célok közelében volt.

6-1. táblázat: A tartósan jegybanki inflációs cél körül alakuló árindex-periódusok

Ország	Időszak
Hollandia	2003. december - 2009. április
Németország	2004. december - 2007. október
Szlovénia	2009. január - 2013. november
Csehország	2016. december - 2019. október
Svédország	2017. január - 2020. február
Magyarország	2017. január - 2020. december

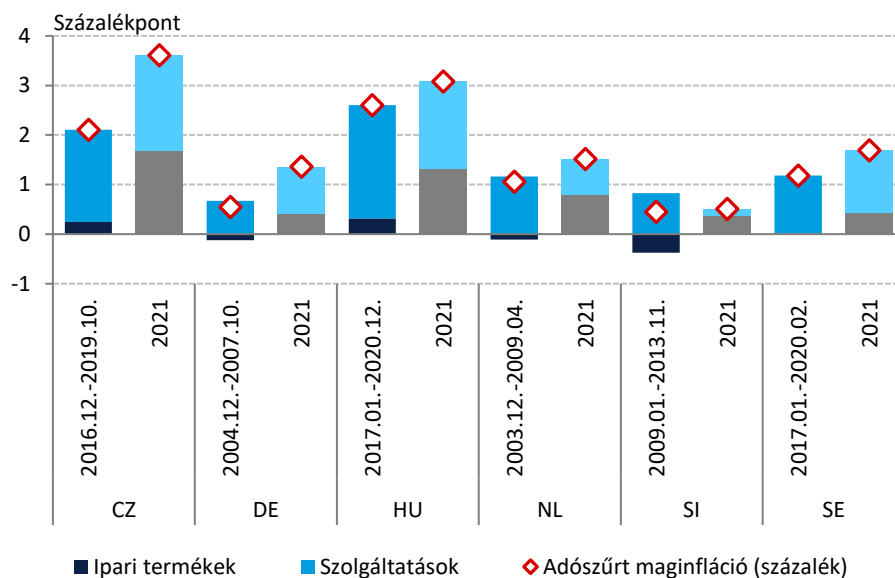
Megjegyzés: Az Eurostat módszertana által számított HICP adatok.

Forrás: Eurostat adatok alapján MNB-számítás

Az elmúlt időszakban a nyersanyagárak historikusan magas szintre emelkedtek, amelynek korrekciója csak középtávon várható. A kőolaj világpiaci ára október végén 85 dollár/hordó szint fölé emelkedett, amelyre legutóbb 2018-ban volt példa. A gáz ára novemberben átlagosan a 2019-es átlagos szint közel ötszöröse, az áram ára pedig több mint háromszorosa volt. Az, hogy ennek árnövelő hatása milyen mértékben jelenik meg a fogyasztói árakban, eltérő lehet az egyes gazdaságokban. Egyes országokban (mint például hazánkban is) az energiaárak hatóságilag rögzítettek a háztartások számára, így a markáns emelkedés inflációnövelő hatása az üzemanyagárakon kívül közvetlenül nem jelentkezik. Ez esetben a magasabb energiaárak a vállalati költségeken keresztül közvetett módon járulnak hozzá az infláció emelkedéséhez. Máshol (például Hollandiában vagy Lettországon) csak bizonyos tételek (például a villamosenergia, vagy a gáz) árát rögzítik hatóságilag, így az energiaárak elmúlt időszakban megfigyelt emelkedésének hatása sokkal inkább megjelenik a fogyasztóiár-indexben is. A jelenlegi határidős jegyzésárak alapján az energia- és nyersanyagárak középtávon várhatóan korrigálódnak, így csak fokozatosan mérséklődő inflációs hatás várható.

Az inflációs cél tartós elérésének időszakában átlagosan alacsonyabb adószűrt maginfláció jellemezte a vizsgált országokat, mint az idei évben (6-6. ábra). Az inflációs cél elérés időszakában a maginflációnak nem csak a szintje, hanem a szerkezete is eltért az elmúlt hónapokban tapasztalt mintázattól. Míg az inflációs cél elérés időszakában a szolgáltatások maginflációs hozzájárulása a vizsgált országok mindegyikében meghaladta a 85 százalékot, addig az idei évben jelentősen megemelkedett az ipari termékek árindexének aránya a maginfláción belül. A sikeres cél elérés időszakában Németországban, Hollandiában, illetve Szlovéniában az iparcikkek árindexe enyhén mérsékelte a maginfláció növekedését, azonban az idei évben már ezen országokban is a maginfláció növekedését okozta. Az emelkedő globális szállítási költségek, illetve az energia- és nyersanyagárak hatásainak a fogyasztói árakban, elsősorban az ipari termékek áraiba való begyűrzése következtében az idei évben az iparcikkek árindexének aránya megemelkedett a maginfláción belül. Svédországban az idei évben az iparcikkek áremelkedése magyarázta a maginfláció emelkedésének több mint negyedét, míg korábban a hozzájárulása közel nulla volt. Hazánkban, Csehországban és Hollandiában körülbelül fele-fele arányban magyarázták az ipari termékek és a szolgáltatások a maginfláció emelkedését. Szlovéniában a maginfláció növekedésének közel háromnegyede az ipari termékek árindexéhez kapcsolódott az év eddigi részében.

6-6. ábra: Az adószúrt maginfláció alakulása az inflációs cél tartós elérésének időszaka alatt, illetve az idei évben

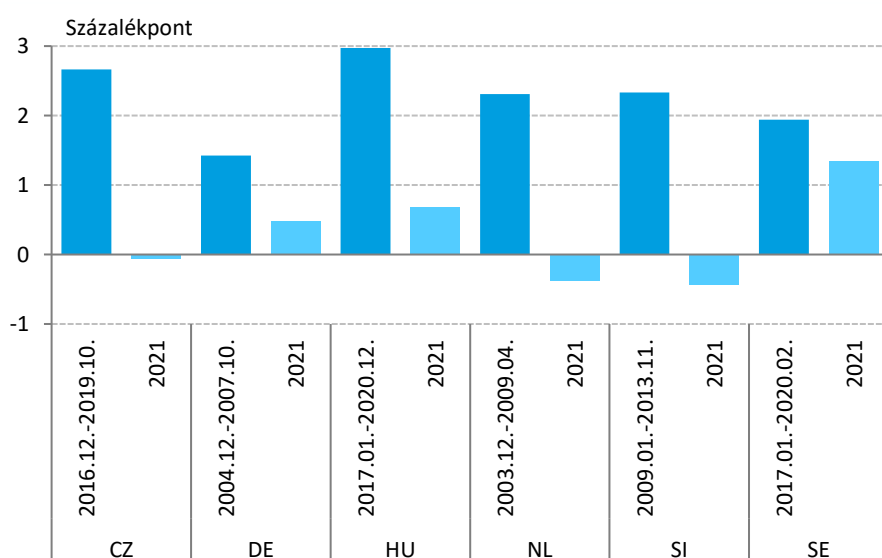


Megjegyzés: Az Eurostat módszertana alapján számított adószúrt adatok alapján. A 2021-es adatok január-októberi adatok átlagából számítva.

Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás

A szolgáltatások és ipari termékek közötti inflációs különbség jelentősen csökkent az idei év folyamán (6-7. ábra). A koronavírus harmadik hullámát követő gazdasági újranyitás következtében egyes szolgáltatásoknál a szezonaritástól eltérő átázás volt megfigyelhető az idei év során, ami mellett az ellátási láncok szakadozása, a nyersanyagárak számottevő emelkedése, illetve az energiapiaci turbulenciák következtében az ipari termékek árai többéves csúcsra emelkedtek. A vizsgált országokban a tartós inflációs cél elérések időszakában a szolgáltatások és ipari termékek közötti inflációs különbség jellemzően 2-3 százalékpont körül alakult. Csehországban, Hollandiában, illetve Szlovéniában az idei évben ez a különbség negatív tartományba került, azaz az ipari termékek árindexe magasabban alakult a szolgáltatásokénál. Hazánkban, Németországban és Svédországban aktuálisan 0,5-1,3 százalékponttal csökkent a különbség a szolgáltatások és az ipari termékek árindexe között.

6-7. ábra: A szolgáltatások és ipari termékek közötti inflációs különbözet alakulása az inflációs cél tartós elérésének időszaka alatt, illetve az idei évben

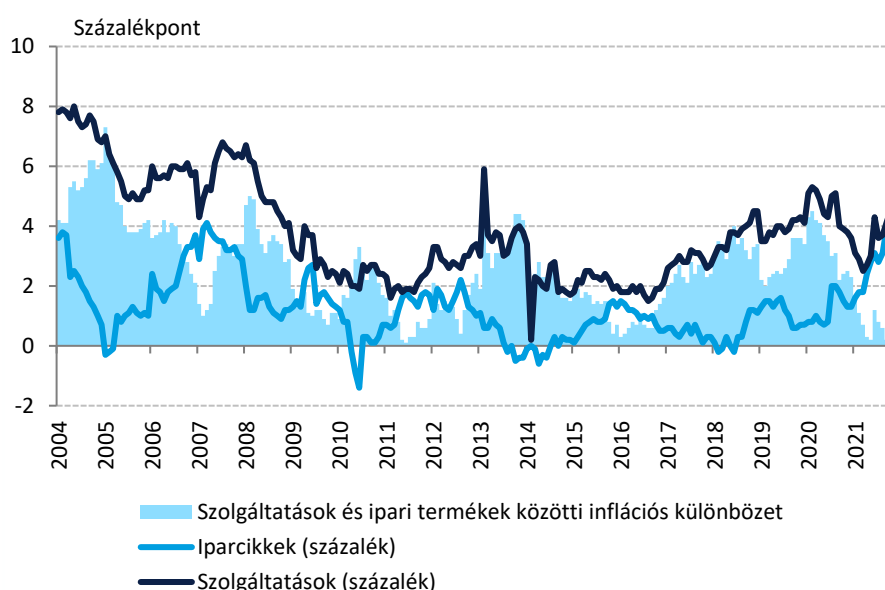


Megjegyzés: Az Eurostat módszertana alapján számított adószúrt adatok alapján. A 2021-es adatok január-októberi adatok átlagából számítva.

Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás

Az inflációs cél fenntartható eléréséhez elengedhetetlen az iparcikkek inflációjának csökkenése (6-8. ábra). A jegybank 3 százalékos célja körül alakuló inflációs időszakban átlagosan 3 százalékponttal volt magasabb a szolgáltatások árindexe az ipari termékek áránál, ami egy felzárkózó, kis nyitott gazdaságban a Balassa-Samuelson-hatás értelmében természetes folyamat. A külfölddel versengő ágazatokban (feldolgozóipar) a termelékenység növekedésével összhangban emelkedik a bérdinamika, ami az adott ország munkaerőpiacán a belföldi szolgáltató szektorban is meghatározza a bérek növekedését. Ezekben az ágazatokban (turizmus, személyi szolgáltatások) azonban jellemzően alacsonyabb a termelékenységnövekedés, így egy felzárkózó nyitott gazdaságban a szolgáltatások magasabb inflációja természetes folyamat. A járvány időszakában jelentkező globális ellátási lánc-problémák, illetve a megugró energia- és nyersanyagárak historikusan magas szintre emelték az ipari termékek inflációját, melynek következtében a szolgáltatások és az ipari termékek közötti inflációs különbség gyakorlatilag eltűnt. Bár a szolgáltatások inflációja a historikus átlagnak megfelelő szint közelében alakul, a magasabb iparcikk árdinamika következtében a maginfláció meghaladja azt a szintet, amelyet a korábbi tartós célelés időszakában megfigyeltünk. Előretekintve az inflációs cél fenntartható eléréséhez szükséges az ipari termékek inflációjának csökkenése.

6-8. ábra: A szolgáltatások és ipari termékek közötti inflációs különbség historikus alakulása hazánkban



Megjegyzés: Az Eurostat módszertana alapján számított adószűrt adatok alapján. A 2021-es adatok január-októberi adatok átlagából számítva.

Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás

7. A 2021. és 2022 évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra (százalékpont, illetve százalék)

	Inflációs hatás 2021-re			Inflációs hatás 2022-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Piaci	0,7	3,7	4,4	2,5	2,0 - 2,4	4,5 - 4,9
Indirekt adók és intézkedések	0,2	0,4	0,6	0,0	0,0	0,0
Infláció	0,8	4,3	5,1	2,6	2,1 - 2,5	4,7 - 5,1

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedések, a szabályozott árak és a piaci árak (indirektadó-intézkedések nélküli nem szabályozott árak) változásából adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)

	2021					2022				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	-0,9	0,0	4,4	0,0	3,5	2,5	0,0	4,4	0,0	6,9
nem feldolgozott	-3,5	0,0	6,1	0,0	2,6	0,5	0,0	6,0	0,0	6,5
feldolgozott	0,5	0,0	3,6	0,0	4,1	3,4	0,0	3,7	0,0	7,1
Ipari termékek	1,0	0,0	2,6	0,0	3,6	2,8	0,0	1,8	0,0	4,6
tartós	1,3	0,0	3,2	0,0	4,5	4,0	0,0	3,0	0,0	7,0
nem tartós	0,8	0,0	2,3	0,0	3,1	2,1	0,0	1,2	0,0	3,3
Piaci szolgáltatások	0,8	0,0	3,2	0,0	4,0	2,0	0,0	3,4	0,0	5,4
Piaci energia	1,2	0,0	2,2	0,0	3,4	4,1	0,0	0,0	0,0	4,1
Alkohol, dohány	3,2	1,5	1,6	4,6	10,9	2,2	0,8	1,5	0,0	4,5
Üzemanyag	2,5	1,2	20,7	-1,4	23,0	7,7	-0,5	-1,2	0,0	6,0
Szabályozott árak	-1,1	0,0	1,7	0,0	0,6	1,0	0,0	0,5	0,0	1,5
Infláció	0,6	0,2	3,9	0,4	5,1	2,6	0,0	2,1 - 2,5	0,0	4,7 - 5,1
Maginfláció	0,8	0,0	3,1	0,0	3,9	2,7	0,0	2,6 - 2,8	0,0	5,3 - 5,5

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának sávos felbontását mutatják, a részletek esetében az előrejelzési sávközép szerepel. Az éves változás az úgynevezett áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-intézkedésekből adódó inflációs hatásokat is. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

Ábrák és táblázatok jegyzéke

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	12
1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója	13
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	16
1-5. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése	16
1-6. ábra: A lakossági reáljövedelem alakulása	17
1-7. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	17
1-8. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása	17
1-9. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	18
1-10. ábra: A következő három hónapban beruházást tervező vállalatok aránya	18
1-11. ábra: Az ellátási zavarok végére vonatkozó amerikai vállalati várakozások	19
1-12. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	19
1-13. ábra: A világgiazi energiaárak változása a legfontosabb tételek esetében	20
1-14. ábra: Gazdaságszerkezeti változások: elsődleges energiamix (bal panel), valamint a reál energia-intenzitás alakulása Magyarországon és néhány fejlett ipari államban (jobb panel)	21
1-15. ábra: A vállalati szektor energia számlája 2020-ban	22
1-16. ábra: Hatások makrogazdasági csatornái	23
1-17. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása	24
1-18. ábra: A foglalkoztatás alakulása a versenyszférában	24
1-19. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	25
1-20. ábra: A munkaerőpiaci feszesség alakulása	25
1-21. ábra: A minimálbér és garantált bérminimum alakulása	26
1-22. ábra: A minimálbér-emelés hatása a havi keresetek emelkedésére	27
1-23. ábra: A minimálbér-emelés makrogazdasági hatásai	27
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	30
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	31
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	32
3-1. ábra: A GDP szintjének alakulása	34
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása	35
3-3. ábra: A megrendelés és kézbesítés közötti átlagos várakozási idő a mikrochipek esetében	35
3-4. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása	36
3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	36
3-6. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	37
3-7. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása	37
3-8. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban	38
3-9. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban	39
3-10. ábra: A GDP éves változása 2021 harmadik negyedévében az Európai Unió országaiban	40
3-11. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	40
3-12. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása	41
3-13. ábra A kiskereskedelmi értékesítések és a válság előtti trend alakulása	41
3-14. ábra A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	43
3-15. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	42
3-16. ábra: Az építőipari termelés és a válság előtti trend alakulása	42
3-17. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban	42

3-18. ábra: A járműipari termelés alakulása.....	43
3-19. ábra: A járműipari és elektronikai termékek aránya az áruexporton belül (2019)	44
3-20. ábra: Az árukereskedelmi egyenleg alakulása 2021-ben	45
3-21. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása	46
3-22. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása	46
3-23. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása	47
3-24. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	47
3-25. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók	47
3-26. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban.....	48
3-27. ábra: A világpiaci élelmiszerárak alakulása	49
3-28. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása.....	49
3-29. ábra: Az infláció dekompozíciója.....	50
3-30. ábra: Az inflációs alapmutatók	50
3-31. ábra: Az iparcikkek árváltozása	50
3-32. ábra: Az iparcikkek havi árváltozása.....	51
3-33. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása	51
3-34. ábra: Inflációs várakozások a régióban	51
3-35. ábra: Az októberi és az előzetes novemberi infláció alakulása az EU27 országokban és az USA-ban.....	52
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	54
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	54
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	55
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	55
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	55
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába	56
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegekben	56
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	57
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegekben	57
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	58
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	58
5-3. ábra: Az egyes szektorok finanszírozási képessége	59
5-4. ábra: GDP-arányos külső adósságmutatók.....	59
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	60
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	61
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása.....	62
5-8. ábra: A kormányzati szektor eredményszámlájának egyenlege.....	63
5-9. ábra: Az uniós támogatásokhoz kapcsolódó effektív felhasználás és a pénzforgalmi kifizetés alakulása	63
5-10. ábra: A Gazdaság-újraindítási programokból felhasznált összeg alakulása	64
5-11. ábra: Az államadósság várható alakulása	64
6-1. ábra: Reál energia-intenzitás alakulása	66
6-2. ábra: Olajárversálgok és a globális infláció alakulása	67
6-3. ábra: Pénzmennyiség növekedési üteme és az infláció kapcsolata (USA)	69
6-4. ábra: A lakosság inflációs várakozásai	69
6-5. ábra: Infláció alakulására ható tényezők.....	70
6-6. ábra: Az adószűrt maginfláció alakulása az inflációs cél tartós elérésének időszaka alatt, illetve az idei évben.....	72
6-7. ábra: A szolgáltatások és ipari termékek közötti inflációs különbség alakulása az inflációs cél tartós elérésének időszaka alatt, illetve az idei évben.....	72
6-8. ábra: A szolgáltatások és ipari termékek közötti inflációs különbség historikus alakulása hazánkban	73

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	13
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	14
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása	18
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	28
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	29
3-1. táblázat: A külső és belső hatások szerepe az infláció alakulásában	53
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	62
6-1. táblázat: A tartósan jegybanki inflációs cél körül alakuló árindex-periódusok	71
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék)	74
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)	74

Hunyadi Mátyás

(1443. február 23. – 1490. április 6.)

1458 és 1490 között uralkodott, mint magyar király, 1469-től cseh király, 1486-tól Ausztria hercege. A magyar hagyomány az egyik legnagyobb magyar királyként tartja számon, akinek emlékét sok népmese és monda őrzi. Nevezik Corvin Mátyásnak, igazságos Mátyás királynak, hivatalosan I. Mátyásnak, de a köznyelv egyszerűen csak Mátyás királyként emlegeti.

Apja Hunyadi János kormányzó, a középkori Magyar Királyság egyik legkiemelkedőbb hadvezére, aki győztesen vívta meg az 1456-os nándorfehérvári csatát. Mátyás anyja Szilágyi Erzsébet, testvére pedig Hunyadi László. Hunyadi János kisebbik fiát, a későbbi királyt hatéves koráig anyja és dajkája nevelte, majd tanítók felügyelete alá került. Hunyadi János nem lovagi műveltséget szánt a fiának: előbb Szánoki Gergely lengyel humanista, majd Vitéz János vezette be a gyermeket a tudás birodalmába. Mátyást humanista szellemben, sokoldalú, érdeklődő emberré nevelték, tanították egyház- és államjogra, művészetekre, latinra. A magyar mellett németül és csehül is beszélt.

V. László halála után nagybátyja, Szilágyi Mihály és a Hunyadi-párt fegyveres erejének nyomására 1458. január 24-én Mátyást királlyá választották. Már uralkodásának elején gondja támadt mind a főurakkal, mind pedig III. Frigyes német-római császárral. Mivel a király még kiskorú volt, az országgyűlés Szilágyi Mihályt nevezte ki mellé kormányzónak. Mátyás azonban nem tűrte a gyámkodást és háttérbe szorította nagybátyját, aki erre összeesküvést szőtt a király ellen. A törökkel vívott csatából hazatérő király a pártütőket elfogatta, nagybátyját pedig várfogságra ítélte, amit Szilágyinak Világos várában kellett letöltenie.

Mátyás trónra kerülésekor a kincstár éves bevétele nem sokkal haladhatta meg a 110-120 ezer forintot. Harminckét éves uralkodása alatt a király elérte, hogy az adóbevétel a korábbinak sokszorosára emelkedjen. Az ismert adókvetések átlagát alapul véve, illetve a cseh és osztrák tartományokból származó bevételek nélkül ez az összeg évi 628 ezer forint körül lehetett, a leggazdagabb években pedig elérhette a 900 ezer aranyforintot is. Ez még így is jóval szerényebb összeg volt, mint a kor nyugati nagyhatalmainak éves bevétele. Ahhoz, hogy a kincstár alacsony bevételeit emelhessék, reform jellegű, átfogó pénzügyi intézkedésekre volt szükség. Mátyás felismerte, hogy megoldást csak egy központosított, az egész országra kiterjedő pénzügyi rendszer jelenthet, a királyi jövedelmeknek egy kézbe, a kincstartóhoz kell befutnia. Mátyás reformjait az országgyűlés elfogadta, és rendeleteit 1467. március 25-én ki is hirdették.

A királyi udvarban zajló, az akkori Európa műveltségének legjavát képviselő kulturális életről képet kaphat az utókor a feltárt és részben helyreállított visegrádi palotában. Mátyás ránk maradt művelődéstörténeti hagyatékának legjelentősebb darabjai az egykori királyi könyvtár fennmaradt, gazdagon illusztrált kötetei, a corvinák.

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2021. december

Nyomda: Prospektus Kft.
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.