



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2020
DECEMBER

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2020
DECEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

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 teljeskörűen 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 2020. december 10-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	12
1.1. Inflációs előrejelzésünk	12
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	17
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	24
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	28
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	31
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	31
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	40
3.3. Munkaerőpiac	48
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	52
3.5. Költségek és infláció	53
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	56
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	56
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	58
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	60
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	60
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	62
5.3. Költségvetési folyamatok	63
6. Kiemelt témák	67
6.1. A 2020-as hazai jegybanki programok piacstabilizáló és gazdaságélénkítő hatásai a koronavírus-járvány tükrében	67
6.2. A koronavírus-járvány által kiváltott és a 2008/2009-es globális pénzügyi válság hazai gazdasági hatásainak összevetése	74
7. A 2020. és 2021. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	79
Ábrák és táblázatok jegyzéke	80

Keretes írárok jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	15
1-2. keretes írás: Az otthonteremtési intézkedések gazdasági hatásai	22
2-1. keretes írás: A koronavírus vakcinafejlesztés eddig elért eredményei	30
3-1. keretes írás: A koronavírus-járvány két hulláma közötti eltérések	38
3-2. keretes írás: Az elmúlt időszakban bejelentett vállalati nagyberuházások	46
3-3. keretes írás: Munkaerőpiaci alkalmazkodás a járvány első hullámában	50

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 gazdaságpolitikáját.

A világ nagy gazdaságainak teljesítménye a 2020 második negyedévi csökkenést követően jelentős korrekciót mutatott a harmadik negyedévben. Ugyanakkor a járvány második hulláma és az egyre szigorúbb járványügyi korlátozások bevezetése a gazdasági kilábalás elhúzódását okozták, így a világgazdaság helyreállításának sebessége körüli bizonytalanság továbbra is kiemelkedően magas.

Az Egyesült Államok gazdasága 2,9 százalékkal zsugorodott 2020 harmadik negyedévében. Kína az egyetlen olyan meghatározó gazdaság, amely éves alapon növekedett (4,9 százalék). Az európai gazdaságok jellemzően a várakozások felett teljesítettek, és az előző negyedévhez viszonyítva sok esetben jelentős korrekció ment végbe. Az eurozóna 4,3 százalékkal, míg legnagyobb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye éves alapon 4,0 százalékkal csökkent a harmadik negyedévben. A kelet-közép-európai régió országaiban a gazdasági aktivitás növekedése volt megfigyelhető az előző negyedévhez képest.

A valós idejű aktivitási indikátorok alapján a korlátozások újbóli bevezetése több országban a gazdasági aktivitás csökkenésével járt. A világgazdaság helyreállításának üteme továbbra is kiemelkedően bizonytalan, mivel az jelentősen függ a járvány második hullámától, illetve a korlátozásokkal kapcsolatos kormányzati döntésektől.

Az elmúlt hónapokban a globális infláció enyhén tovább mérséklődött. A fejlett gazdaságok többségében az inflációs ráták elmaradtak a jegybanki céloktól 2020 harmadik negyedévében, miközben az euroövezetben negatív tartományba süllyedt a fogyasztóiár-index. Az őszi hónapokban a régiós országok többségében enyhén mérséklődött az infláció.

A koronavírus-járvány második hulláma miatt a globálisan meghatározó jegybankok visszafogottabb inflációs környezetre számítanak a következő években. Ennek megfelelően a jegybankok fenntartották a laza monetáris kondíciókat és folytatták gazdaságösztönző programjaikat.

Az elmúlt negyedévben a globálisan meghatározó jegybankok közül a Federal Reserve változatlanul nulla százalék közelében tartotta az irányadó ráta célsávját, valamint folytatta eszközvásárlásait. A jegybank mérlegfőösszege tovább emelkedett, így december elejére megközelítette a 7300 milliárd dollár körüli szintet. Az Európai Központi Bank (EKB) decemberi kamatdöntő ülésén változatlanul hagyta az irányadó rátákat, azonban újabb lazító lépéseket jelentett be. Az EKB 500 milliárd euróval 1850 milliárd euróra bővítette a vészhelyzeti eszközvásárlási programjának (PEPP) keretösszegét, miközben a TLTRO III program paramétereit is kedvezőbbé tette. Emellett a jegybank a szükséges bankrendszeri likviditás biztosítása érdekében további hosszabb távú refinanszírozási tendereket is tart. Az EKB jelezte, hogy mindaddig fenntartja a laza monetáris irányultságát, míg az infláció nem konvergál tartósan a jegybank inflációs céljához. A jegybank mérlegfőösszege december elejére 7000 milliárd euro közelébe emelkedett.

Régiókban a cseh, a lengyel és a román jegybankok változatlanul alacsony szinten tartották az irányadó rátáikat.

A pénz- és tőkepiaci hangulat a koronavírus-járvány második hulláma és az amerikai elnökválasztás körüli bizonytalanság miatt november elejéig romlott, majd az elnökválasztással kapcsolatos bizonytalanságok csökkenésével, illetve a vakcinafejlesztésekkel kapcsolatos kedvező hírek hatására javult.

Az időszak első felében a járvány megfékezésére hozott korlátozó intézkedések következtében a globális pénzpiacokon romlott a befektetői hangulat, majd október végétől az amerikai elnökválasztás körüli bizonytalanság tovább fokozta a kockázatkerülést. A választásokhoz kötődő bizonytalanság csökkenésével, a vakcinafejlesztéséhez kapcsolódó kedvező hírek, valamint az európai uniós költségvetés és helyreállítási alap előzetes elfogadásának hatására javult a nemzetközi befektetői hangulat. Ugyanakkor a kockázati mutatók még mindig magas szinten tartózkodnak. A vizsgált időszak során a

pénzpiacok volatilitása mérséklődött, a fejlett és a feltörekvő részvényindexek többségében emelkedtek. A fejlett hosszú hozamok közül a német mérséklődött, míg az amerikai emelkedett. Az arany árfolyama csökkent.

Az árazási döntéseket a következő negyedévekben is nagy változékonyság jellemzi, míg az inflációs alapfolyamatok esetében a gazdasági kilábalás elhúzódása a dezinflációs hatások tartós fennmaradását okozza. Ugyanakkor a járványhelyzet időbeli lefutása és a gazdaság várható helyreállása a továbbiakban is változékonnyá árazási mintázatokat eredményezhet.

A nyári hónapok magasabb átárazásait követően szeptembertől a dezinflációs hatások erősödése volt megfigyelhető. A visszafogottabb árdinamika elsősorban a piaci szolgáltatásokhoz, az üzemanyagokhoz, illetve az élelmiszerekhez volt köthető. A beérkezett adatok alapján az idei évben az inflációs ráta a szeptemberi előrejelzéshez képest némileg alacsonyabban, 3,4 százalékon alakul.

Az árazási döntéseket a következő negyedévekben is nagy változékonyság jellemzi. A dohánytermékek jövedéki adójának év eleji növekedése és bázishatások következtében a fogyasztóiár-index 2021 tavaszi hónapjaiban várhatóan átmenetileg 4 százalék körül alakul. Az új intézkedésekből eredő adóhatások az inflációt 2021-ben 0,4, míg 2022-ben 0,1 százalékponttal emelik. Az inflációs alapfolyamatok esetében a gazdasági kilábalás elhúzódása a dezinflációs hatások tartós fennmaradását okozza. A mérsékelt külső inflációs környezet mellett a gyenge belső kereslet is az árnövekedés lassulásának irányába hat. Összességében az infláció 2021-ben a 3,5–3,6 százalékos tartományban, míg 2022-től újra a jegybanki cél körül alakul. A járványhelyzet időbeli lefutása és a gazdaság várható helyreállása a továbbiakban is változékonnyá árazási mintázatokat eredményezhet, ezért a tartósabb inflációs hatások megítélésében a szokásosnál is nagyobb óvatosság indokolt.

A magyar gazdaságot stabil fundamentumok és erős növekedés mellett érte el a koronavírus-járvány. A koronavírus első hullámával szemben Magyarország sikeres egészségügyi védekezést hajtott végre. Ugyanakkor a járvány második hullámának következményeként a gazdasági kilábalás a korábban vártnál jobban elhúzódik.

Az elmúlt évtizedben követett gazdaságpolitika fenntartotta hazánk makrogazdasági egyensúlyát, valamint csökkentette külső és belső sérülékenységét. A koronavírus-járvány első hulláma által okozott negatív reálgazdasági és pénzügyi következményeket a magyar Kormány és a Magyar Nemzeti Bank gyors és hatékony lépései mérsékeltek. Az egészségügyi és a gazdasági védekezés kiadásai miatt az államháztartás hiánya nő és a folyó fizetési mérleg egyenlege romlik, azonban az ország külső finanszírozási képessége tartósan pozitív marad. A járvány hatásainak mérséklődésével és a fenntartható gazdasági növekedés helyreállításával párhuzamosan az államadósság az átmeneti emelkedése után újra csökkenő pályára áll.

A jegybankmérleg nagysága az elmúlt években szűkült, megfelelő beavatkozási potenciált teremtve a gazdasági kihívások tartós kezelésére. Az MNB a jegybankmérleg jelentős mértékű bővítésével reagált a koronavírus-járvány okozta negatív gazdasági hatásokra, amivel a gazdasági növekedés helyreállítását is támogatja. A jegybanki állampapír-vásárlások hozzájárultak az állampapírpiacon stabil likviditási helyzetének fenntartásához, valamint erősítették a monetáris transzmisszió hatékonyságát. Emellett az MNB a Növekedési Hitelprogram Hajrá segítségével nyújt forrásokat a kkv-k folyamatos működésének biztosításához és beruházásaik megvalósításához.

A hazai gazdasági aktivitás az április-májusi mélypontot követően nagymértékben korrigált. 2020 harmadik negyedévében a hazai GDP 11,4 százalékkal növekedett az előző negyedévhez képest, míg éves összevetésben 4,6 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbi szinttől.

A korlátozó intézkedések mellett a hazai gazdasági aktivitás 2020 negyedik negyedévében ismét csökken, amivel a GDP összességében 2020-ban 6,0–6,5 százalékkal zsugorodik. A gazdasági élet normalizálódása a koronavírus elleni vakcina széles körű elterjedésével párhuzamosan, 2021 második negyedévéből indulhat meg.

A lakossági fogyasztás az év végén ismét mérséklődik, a szolgáltatások iránti keresletet a korlátozó intézkedések mellett a lakosság önkorlátozó magatartása is csökkenti. Ugyanakkor a fogyasztás idei évi mérséklődését jövedelmi oldalról a 2009-es gazdasági világválságban tapasztaltnál enyhébb munkaerőpiaci alkalmazkodás csillapította, amihez a kormányzati munkahelyvédelmi intézkedések, a hitelpiac működőképességének fennmaradása, valamint a hiteltörlesztési moratórium is hozzájárult. Az óvatossági motívumok miatt megemelkedett megtakarítások következtében alacsony szintre süllyedt fogyasztási ráta a jövő év közepétől ismét emelkedik, amellyel megindul a fogyasztás helyreállása.

A vállalatok a bizonytalan világgazdasági környezet miatt egyes beruházásaikat elhalasztják, míg másokat nem valósítanak meg. A jövő évtől azonban a beruházási aktivitás a lakossági, a vállalati és a kormányzati szektorban is egyaránt újra emelkedésnek indul. A beruházási ráta helyreállításához a vállalati hitelek érdemi bővülése mellett az elhalasztott vállalati beruházások jelentős részének pótlása és a már bejelentett nagyberuházások is hozzájárulnak. A lakossági beruházások élénkülését 2021-től a kormányzati otthontermelési programok is támogatják.

A külső konjunktúra alakulását továbbra is érdemi bizonytalanság jellemzi, így a gazdasági kilábalást felvevőpiacaink helyreállításának sebessége is befolyásolja. A visszafogott külső kereslettel összhangban a nettó export az idei évben negatívan alakul. Azonban 2021-től a koronavírus elleni vakcina várhatóan egyre szélesebb körű alkalmazásának, valamint exportpartnereink meginduló gazdasági bővülésének köszönhetően a nettó export növekedési hozzájárulása ismét pozitív lesz.

A járvány második hulláma és a vakcina széleskörű elérésének várható időpontja érdemi bizonytalanságot eredményez a gazdasági kilábalás időbeli lefutásával kapcsolatban. Az idei évben a magyar gazdaság várhatóan 6,0–6,5 százalék közötti mértékben zsugorodik, majd 2021-ben 3,5–6,0 százalék, 2022-ben 5,0–5,5 százalék, 2023-ban pedig 3,0–3,5 százalék közötti ütemben bővül.

A hiteltörlesztési moratórium és a támogatott hitelkonstrukciók a járványhelyzet idején is támaszt nyújtanak a hitelezési folyamatok fenntartásához.

A pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya 305 milliárd forinttal emelkedett 2020 harmadik negyedévében, így a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 0,5 százalékponttal mérséklődve 7,9 százalékra lassult szeptemberben. A kkv szegmens esetében közel 11 százalékos növekedés volt megfigyelhető éves összevetésben. Az NHP Hajrá az elmúlt hónapokban érdemi szerepet játszott a vállalati hitelezés támogatásában: az április óta kibocsátott új hitelek nagyjából fele a program keretein belül valósult meg. Az egyéb állami hitel- és garanciaprogramok lassabb elindulását követően augusztustól a kihasználtságuk érdemi növekedése volt megfigyelhető. A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2022 elejére 6 százalékra lassul, majd fokozatosan visszatér a 10 százalék körüli szintre.

2020 harmadik negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 298 milliárd forinttal bővült, ami éves összevetésben 14,2 százalékos növekedést jelent. A korlátozások enyhítésével a háztartási hitelek piaca részben normalizálódott: a lakáscélú hitelek kibocsátása már 9 százalékkal meghaladta, míg a személyi hitelek kibocsátása 47 százalékkal elmaradt 2019 harmadik negyedétől. A fizetési moratórium mellett a babaváró hitelek harmadik negyedévi 152 milliárd forintos szerződéskötései is jelentősen hozzájárultak a hitelállomány dinamikus növekedéséhez. Előretekintve a babaváró hitelek a program lezártáig támaszt nyújthatnak a háztartási hitelezésnek. A háztartási hiteldinamika 2021 második feléig az általános moratórium megszűnése és az elhúzódó járványhelyzet miatt 10 százalék körüli szintre lassul, azonban 2022 végére újra 13 százalékra emelkedik.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2021-től fokozatosan javul, míg a tőkemérleg többletének köszönhetően az ország stabil, pozitív külső finanszírozási képessége fennmarad. Ennek hatására az ország nettó külső adóssága a következő években tovább mérséklődik.

2020-ban a folyó fizetési mérleg egyenlegét ellentétes folyamatok alakítják. A járvány miatt mérséklődő külső kereslet mellett a lezárások következtében visszaeső turisztikai bevételek is csökkentik a nettó export nagyságát. Emellett a járvány elleni védekezéshez és a honvédelmi fejlesztésekhez kapcsolódó kiadások is a külkereskedelmi egyenleg romlása irányába mutatnak. Ugyanakkor ezt részben ellensúlyozza az alacsonyabb belső felhasználás hatására mérséklődő importkereslet és a cserearányok javulása. A külső és belső kereslet visszaesésével a külföldi vállalatok nyereségének csökkenése mérsékli a jövedelemegyenleg hiányát, valamint javítja a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Az előrejelzési horizonton a javuló külső kereslet és a gazdasági növekedés helyreállása következtében emelkedik a folyó fizetési mérleg egyenlege és fennmarad a gazdaság külső finanszírozási képessége, amelyhez a transferegényleg többlete is hozzájárul. Ennek következtében a külső adósságráták mérséklődése a következő években tovább folytatódik.

2020-ban a költségvetés hiánya a GDP 8-9 százalékára emelkedik a koronavírus-járvány elleni védekezés költségei, a Gazdaságvédelmi Akcióterv intézkedései, illetve a gazdaság lassulása következtében csökkenő adóbevételek miatt, a költségvetés idei évi hiánya azonban várhatóan a nemzetközi átlag közelében alakul. 2021-től a költségvetési deficit

csökken. A GDP-arányos államadósság-ráta a 2011 óta tartó folyamatos csökkenés után 2020-ban átmenetileg emelkedik, azonban a gazdasági növekedés helyreállításával és a hiány mérséklődésével párhuzamosan 2021-től ismét csökkenő pályára áll.

Szeptember óta a hazai hosszú lejáratú hozamok mérséklődtek.

Összességében az állampapírpiazi hozamgörbe középső szakasza kisebb, míg a hosszú vége nagyobb mértékben lejjebb tolódott. A hosszú lejáratú hozamok mérséklődéséhez a jegybanki állampapír-vásárlások jelentősen hozzájárultak. A forint az időszak során a régiós devizák közül a lengyel zlotyval lényegében együtt mozgott és összességében erősödött az euróval szemben.

A makrogazdasági kilátásokat változatlanul kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A koronavírus-járvány és a gazdasági kilábalás globális elhúzódását feltételező alternatív forgatókönyv az alapelőrejelzésnél enyhén alacsonyabb hazai inflációs és érdemben visszafogottabb növekedési pálya felé mutat. A feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés erősödése alternatív pálya esetében az infláció magasabb az alapelőrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scénárióként az erőteljes hazai munkaerőpiaci alkalmazkodást, a versenyképességi reformok megvalósulását, valamint az élelmiszerárak tartós emelkedését valószínűsítő pályákat tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA
(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2019	2020	2021	2022	2023
	Tény		Előrejelzés		
Infláció (éves átlag) ¹					
Maginfláció	3,8	4,2	3,8 - 4,0	2,9 - 3,0	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,4	3,7	2,8 - 3,0	2,7 - 2,8	3,0
Infláció	3,4	3,4	3,5 - 3,6	2,9 - 3,0	3,0
Gazdasági növekedés					
Háztartások fogyasztási kiadása	4,6	(-4,1) - (-3,7)	2,4 - 4,9	4,6 - 5,0	3,0 - 3,3
Közösségi végső fogyasztás ⁶	3,5	0,9 - 1,2	1,0 - 1,7	2,1 - 2,2	1,3 - 1,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	12,2	(-13,7) - (-11,8)	6,4 - 8,8	6,8 - 8,6	3,0 - 3,5
Belföldi felhasználás	6,0	(-4,6) - (-4,0)	2,9 - 5,1	4,7 - 5,1	2,7 - 2,9
Export	5,8	(-9,7) - (-9,3)	6,1 - 8,8	6,6 - 7,7	4,0 - 4,9
Import	7,5	(-7,5) - (-7,0)	5,3 - 7,9	6,2 - 7,1	3,7 - 4,3
GDP	4,6	(-6,5) - (-6,0)	3,5 - 6,0	5,0 - 5,5	3,0 - 3,5
Munkatermelékenység ⁵	3,3	(-3,2) - (-3,0)	4,2 - 5,8	3,3 - 4,5	2,4 - 3,2
Külső egyensúly ²					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,2	(-0,7) - (-0,6)	(-0,4) - (-0,2)	(-0,3) - (-0,1)	(-0,2) - 0,1
Külső finanszírozási képesség	1,5	1,7 - 1,8	2,0 - 2,1	1,8 - 1,9	2,3 - 2,6
Államháztartás					
ESA-egyenleg	-2,1	(-9,0) - (-8,0)	(-6,5) - (-6,0)	(-4,0) - (-3,0)	(-3,5) - (-2,5)
Munkaerőpiac					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	11,4	9,4 - 9,6	6,6 - 7,3	6,9 - 7,4	6,6 - 7,2
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,0	(-1,5) - (-1,3)	(-1,1) - (-0,2)	0,9 - 1,5	0,4 - 0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	11,6	8,9 - 9,2	5,6 - 6,5	6,2 - 6,9	7,0 - 7,8
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,4	(-1,3) - (-1,0)	(-1,3) - (-0,2)	1,2 - 2,0	0,4 - 0,7
Munkanélküliségi ráta	3,4	4,3 - 4,5	4,6 - 5,4	3,9 - 4,3	3,5 - 3,6
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	6,7	10,9 - 11,0	-1,0 - (-0,3)	0,6 - 1,4	3,2 - 3,4
Lakossági reáljövedelem ⁴	4,2	(-2,7) - (-2,2)	3,2 - 5,0	3,9 - 4,3	3,0 - 3,3

¹ Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

² Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.

³ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁴ MNB-becslés.

⁵ Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

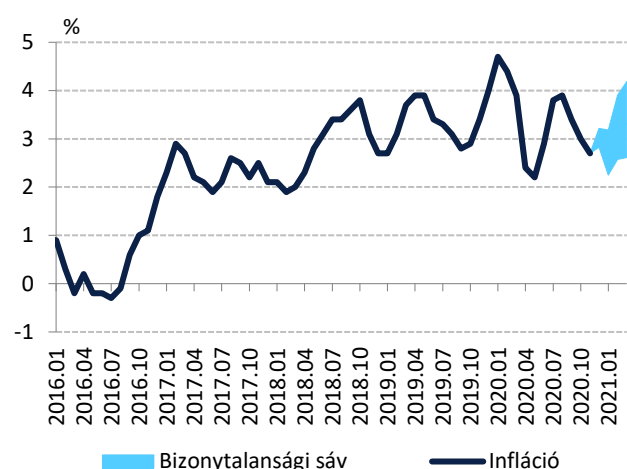
⁶ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az árazási döntéseket a koronavírus-járvány megjelenését követően nagyobb változékonyság és a szokásostól eltérő szezonális mintázat jellemezte. Ez a változékonyság a következő negyedévekben is fennmarad. A dohánytermékek jövedéki adójának év eleji növekedése és bázishatások következtében a fogyasztóiár-index 2021 tavaszi hónapjaiban várhatóan átmenetileg 4 százalék körül alakul. Az új intézkedésekből eredő adóhatások az inflációt 2021-ben további 0,4, míg 2022-ben 0,1 százalékponttal emelik. Az inflációs alapfolyamatok esetében a gazdasági kilábalás elhúzódása a deflációs hatások tartós fennmaradását okozza. A mérsékelt külső inflációs környezet mellett a gyenge belső kereslet is az árnövekedés lassulásának irányába hat. Ezzel összhangban az adószűrt maginfláció az előrejelzési horizont jelentős részében 3 százalék alatt alakul. A dohánytermékek – jövedéki adó növelésből és piaci áremelésekből adódó – átmenetileg megugró inflációja egyedi hatásként 2021-ben érdemben növeli mind az inflációt, mind a maginflációt. Az infláció az idei évben 3,4, 2021-ben 3,5–3,6 százalékos tartományban, míg 2022-től ismét a jegybanki cél körül alakul. Az adószűrt maginfláció 2020-ban 3,7, 2021-ben 2,8–3,0, 2022-ben 2,7–2,8, míg 2023-ban 3,0 százalékon alakul előrejelzésünk szerint. A járványhelyzet időbeli lefutása és a gazdaság várható helyreállása a továbbiakban is változékonnyá árazási mintázatokat eredményezhet, ezért a tartósabb inflációs hatások megítélésében a szokásosnál is nagyobb óvatosság indokolt.

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



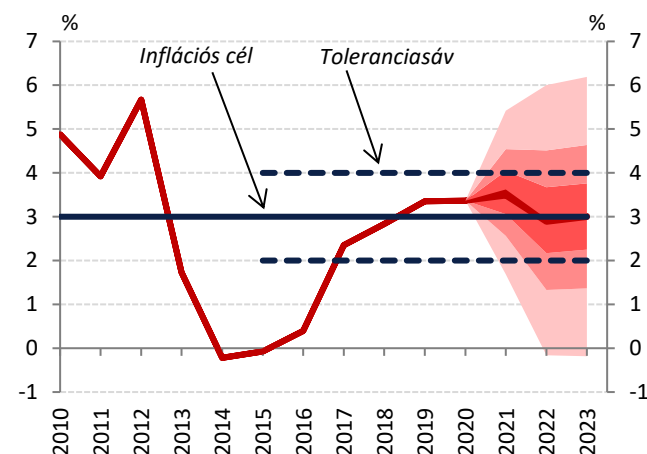
Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv az előrejelzési sávot mutatja a korábbi évek előrejelzési hibája szórásainak figyelembevételével.

Forrás: KSH, MNB

A fogyasztói árak növekedési üteme elmaradt szeptemberi várakozásunktól, és novemberre éves összehasonlításban 2,7 százalékra mérséklődött az infláció. Az árazási döntéseket a koronavírus-járvány megjelenését követően nagyobb változékonyság és a szokásostól eltérő szezonális mintázat jellemezte, ősszel azonban a deflációs hatások erősödését figyelhettük meg. A koronavírus-járvány második hulláma előretekintve ismét felerősítheti a mérési torzításokat az inflációban (lásd 2020. júniusi Inflációs jelentés 6.2. kiemelt téma), emellett az év eleji átárzásokra, azok szezonális hatására is kifejtetheti hatását. Historikus tapasztalatok alapján a piaci szolgáltatások esetében a vállalatok átárzásaik tipikusan az év elején jelennek meg a fogyasztói árakban, azonban a járvány hatásai fokozhatják az év eleji átárzásokat övező bizonytalanságot. Az infláció alakulását a következő negyedévekben is nagy változékonyság jellemzi.

A következő hónapokban előrejelzésünk szerint az infláció az árstabilitással összeegyeztethetően a jegybank 3 százalékos célja körül alakul (1-1. ábra). Ezt követően a dohánytermékek jövedéki adójának év eleji növekedése és bázishatások következtében a fogyasztóiár-index 2021 második negyedévében várhatóan átmenetileg 4 százalék körül alakul. Rövid távon a járványhelyzet időbeli lefutása és a gazdaság várható helyreállása a továbbiakban is változékonnyá árazási mintázatokat eredményezhet. Az inflációs alapfolyamatokat tekintve a gazdasági kilábalás elhúzódása a deflációs hatások tartós fennmaradását okozhatja. Középtávon a mérsékelt belső kereslet és külső konjunktúra deflációs hatásai lehetnek meghatározók az áralakulás szempontjából. Ezzel összhangban az adószűrt maginfláció az előrejelzési horizont jelentős részében

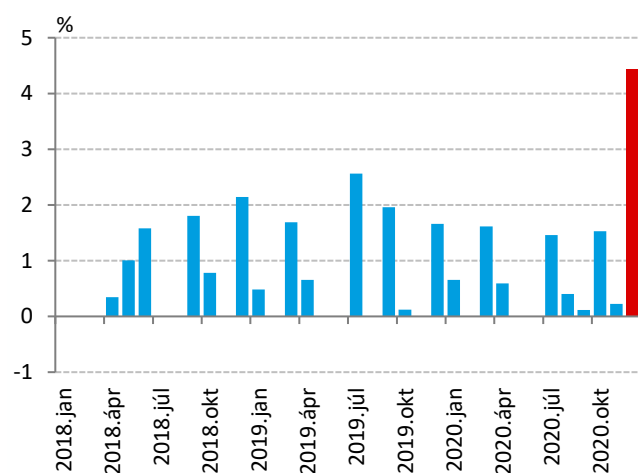
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-3. ábra: A dohánygyártmányok NAV által publikált kiskereskedelmi eladási árának havi változása



Forrás: NAV, MNB-számítás

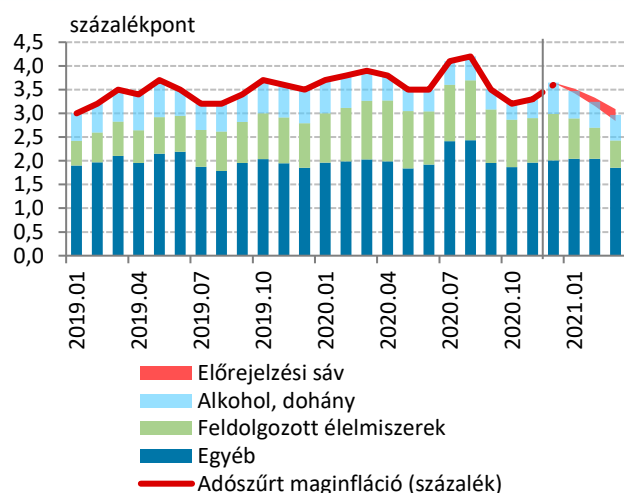
3 százalék alatt alakul. Az infláció az idei évben 3,4 százalék, míg 2021-ben a 3,5–3,6 százalékos tartományban, 2022-től pedig ismét a jegybanki cél körül alakul (1-2. ábra). Az adószűrt maginfláció 2020-ban 3,7, 2021-ben 2,8–3,0, 2022-ben 2,7–2,8, míg 2023-ban 3,0 százalékon alakul előrejelzésünk szerint.

A hazai áremelkedés ütemére a külső inflációs környezet továbbra is mérséklő hatással bír. A dezinflációs hatásokat a visszafogott külső inflációs környezet is támogatja, hiszen középtávon a koronavírus-járvány miatti negatív gazdasági folyamatok következtében az EKB az inflációs céljától számottevően elmaradó euroövezeti árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton aktuális előrejelzése alapján. Az eurozóna inflációs és a hazai árdinamika szempontjából meghatározóbb maginflációs várakozását szintén lefelé revideálta. Az eurozónás alapmutató mindössze 2023-ban haladja meg az 1,0 százalékot.

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció esetében a külső inflációs környezet az iparcikkek áralakulását mérsékli középtávon, míg a visszafogottabb belső kereslet és a lassuló bérdinamika a piaci szolgáltatásoknál okozhat alacsonyabb árazási magatartást. Előretekintve a járványhelyzet következtében a vállalatok a bérek oldalán is alkalmazkodnak, így a bérköltségek lassulásának hatása az inflációs alapfolyamatok alakulásában is megjelenik. A szolgáltatások esetében a hazai gazdasági folyamatok átlagosan 4–6 negyedévvvel később fejtik ki hatásukat a munkaerőpiacon keresztül (lásd 2020. szeptemberi Inflációs jelentés 6.1. kiemelt téma). Emellett a koronavírus-járvány vártnál intenzívebb második hulláma óvatosabb viselkedésre, önkorlátozásra ösztönözheti a lakosságot. Ennek következtében az egyes szolgáltatások iránti gyengébb belső kereslet visszafoghatja a szolgáltatások elmúlt időszakos jelentős áremeléseit.

A dohánytermékek – jövedéki adó növelésből és piaci áremelésekből adódó – átmenetileg megugró inflációja egyedi hatásként 2021-ben érdemben növeli mind az inflációt, mind a maginflációt. A dohánygyártmányok NAV által publikált kiskereskedelmi eladási árai alapján december hónapban a korábbi években megfigyeltnél jelentősebb mértékű piaci áremelés prognosztizálható (1-3. ábra). Az ebből fakadó inflációs hatások döntő része 2021-ben jelentkezhet az áthúzó hatás következtében (1-4. ábra). Ezen hatást kiszűrve az alapfolyamatok mérsékeltebb alakulása prognosztizálható a következő negyedévekben. **Az alkohol, dohány termékör elhagyásával számítva a**

1-4. ábra: Rövid távú adószűrt maginflációs előrejelzésünk dekompozíciója



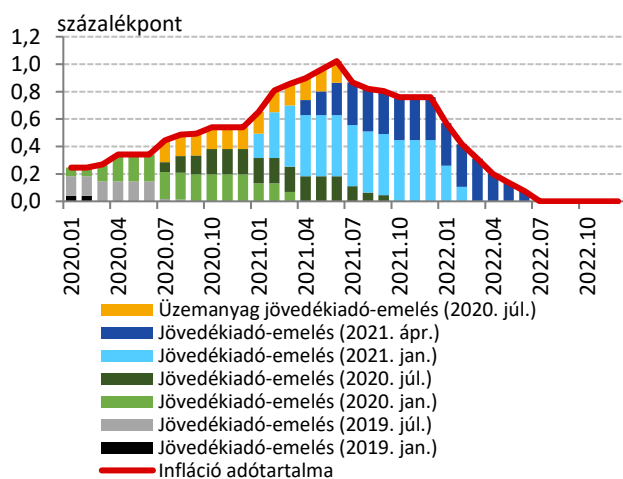
Megjegyzés: A felbontás az előrejelzési sáv közepe alapján készült.

Forrás: KSH, MNB-előrejelzés

maginfláció és az adószűrt maginfláció egyaránt 2,6-2,8 százalékkal emelkedne 2021-ben.

Az indirektadó-változások az előrejelzési horizonton az infláció emelkedésének irányába hatnak (1-5. ábra). Ennek oka egyrészt, hogy 2020 januárjában az EU-s jogharmonizációval összhangban elkezdődött a dohánytermékeket érintő jövedékiadó-emelések háromlépcsős sorozata, melyet idén egy további emeléssel egészítettek ki. Az emelések második szakasza 2020 júliusában kezdődött, és az utolsó fázisra 2021 januárjában került volna sor. A kormányzat által elfogadott jövő évi adócsomag alapján azonban 2021 áprilisában egy újabb lépcsővel bővül, és egyben zárul a dohánytermékek jövedéki adójának emelése, amivel hazánk teljesíteni fogja az EU-s előírásokat. Ráadásul a korábbi információkhoz képest a 2021. januári adómértékeken is emeltek. Az új intézkedésekből eredő adóhatások az inflációt 2021-ben további 0,4, 2022-ben pedig 0,1 százalékponttal emelik. Összességében az indirektadó-változások 2020-ban 0,4, 2021-ben 0,8, 2022-ben 0,1 százalékponttal növelik az inflációt, míg 2023-ban semleges lesz az inflációs hatásuk.

1-5. ábra: Az infláció adótartalmának alakulása a jövedékiadó-emelések hatására



Megjegyzés: Az üzemanyagon kívüli jövedéki adó a dohánytermékekhez kapcsolódik.

Forrás: 2016. évi LXVIII. törvény a jövedéki adóról, MNB

A maginfláción kívüli tételek esetében a szeptemberi előrejelzésnél alacsonyabb áralakulásra számítunk. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja a szeptemberi prognózishoz hasonlóan idén érdemben, míg jövőre az áthúzódó hatás következtében kisebb mértékben meghaladja a historikus átlagot. Ennek hátterében több tényező együttes hatása áll. Egyrészt a kedvezőtlen időjárási körülmények (tavasszal a korábbi évek átlagánál több fagyos éjszaka, illetve nyáron a kelleténél bőségebb csapadék) következtében a friss zöldségek és gyümölcsök jelentős károkat szenvedtek el. Az afrikai sertéspestis következtében mérséklődött globális sertésállomány a hazai sertéshús árának jelentős mértékű emelkedését okozta az év első hónapjaiban. Másfelől a koronavírus-járvány következtében bevezetett határizárak miatt az elmúlt hónapokban több ország elesett a mezőgazdaságban foglalkoztatott külföldi idénymunkásoktól, jelentősen megnehezítve ezzel a termények betakarítását. Az üzemanyagok esetében a határidős jegyzésárak alakulásával összhangban az idei évben az árak csökkenése, míg 2021-ben bázishatás és a korrigáló jegyzésárak együttes hatásaként az árak – szeptemberi előrejelzésünkönél mérsékeltebb – emelkedése prognosztizálható.

A szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, míg a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében a szeptemberi feltevéseinknél visszafogottabb árdinamikára számítunk. A koronavírus-járvány második hulláma következtében bevezetett

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2020	2021	2022	2023
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		3,7	2,8 - 3,0	2,7 - 2,8	3,0
Maginfláció		4,2	3,8 - 4,0	2,9 - 3,0	3,0
Magainfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	11,8	4,7	4,2	4,2
	Járműüzemanyag és piaci energia	-4,7	4,1	3,2	3,6
	Szabályozott árú termékek	0,4	1,1	2,0	2,1
	Összesen	1,5	2,7	2,8	3,0
Infláció		3,4	3,5 - 3,6	2,9 - 3,0	3,0

Megjegyzés: Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

Forrás: MNB

ingyenes parkolás, a sportrendezvények elmaradása, illetve a múzeumok átmeneti zárva tartása a szabályozott árú termékek alacsonyabb árdinamikáját okozzák az idei évben. Mindezek mellett az ingyenes tankönyvek valamennyi évfolyamra történő kiterjesztéséből fakadó áthúzó hatása következtében a korábbi prognózisunknál alacsonyabb szabályozottár-dinamikára számítunk 2021-ben is. Összességében a költséghatások kifizásával a maginfláción kívüli tételek árdinamikája az előrejelzési horizont végén 3 százalékon 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, továbbá az azokra vonatkozó feltevések változása. Prognózisunk átláthatóbbá tételét segíti a külső feltevésekre vonatkozó változások rövid bemutatása (1-2. táblázat).

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2020		2021		2022		2023	Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális	2020	2021	2022
EUR/USD	1,14	1,14	1,19	1,21	1,19	1,21	1,21	-0,2%	1,1%	1,1%
Olajár (USD/hordó)	42,2	42,2	46,4	48,0	47,4	47,8	47,8	-0,1%	3,5%	0,8%
Olajár (EUR/hordó)	36,9	36,9	38,9	39,8	39,7	39,6	39,6	0,1%	2,4%	-0,2%
Eurozóna infláció* (%)	0,3	0,2	0,7 - 1,0 - 1,2	0,7 - 1,0 - 1,1	0,7 - 1,3 - 1,8	0,6 - 1,1 - 1,3	0,8 - 1,4 - 1,5	-0,1 szp.	(-0,1) - 0,0 szp.	(-0,5) - (-0,2) - (-0,1) szp.
Eurozóna maginfláció (%)	0,8	0,7	0,9	0,8	1,1	1,0	1,2	-0,1 szp.	-0,1 szp.	-0,1 szp.
Eurozóna növekedése* (%)	(-10,0) - (-8,0) - (-7,2)	(-7,6) - (-7,3) - (-7,2)	0,5 - 5,0 - 8,9	0,4 - 3,9 - 6,0	3,2 - 3,4 - 3,5	3,0 - 4,2 - 4,3	2,1 - 2,9	0,0 - 0,7 - 2,4 szp.	(-2,9) - (-1,1) - (-0,1) szp.	(-0,2) - 0,8 szp.
Felvévőpiacaink növekedése** (%)	(-8,6) - (-7,1)	(-6,5) - (-6,0)	3,7 - 6,4	2,8 - 5,7	3,1 - 4,3	3,7 - 4,8	1,3 - 1,6	(1,1) - (2,1) szp.	(-0,7) - (-0,9) szp.	0,5 - 0,6 szp.

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

A világ gazdasági folyamatait továbbra is elsősorban a koronavírus-járvány és a megfékezésére adott politikai, gazdasági és társadalmi reakciók alakítják. A mélypontot jelentő hónapokat (március-április-május) követően fontos külkereskedelmi partnereink gazdaságának újraindításával lassú, de folyamatos kilábalás vette kezdetét. A világ legnagyobb gazdasága, az Egyesült Államok jelentős javulást mutatott a második negyedévhez képest, és az előző év azonos időszakához képest 2,9 százalékkal zsugorodott a harmadik negyedévben. Az európai államok gazdaságai jellemzően a várakozások felett teljesítettek a harmadik negyedévben. Az eurozóna 4,3 százalékkal maradt el a tavalyi év azonos időszakában regisztrált szinttől, Németország gazdasági teljesítménye pedig 4,0 százalékkal csökkent a harmadik negyedévben. Kereskedelmi partnereink jövőbeni teljesítményére vonatkozó várakozások bizonytalanok, és jelentősen függenek a járvány második hullámának alakulásától és a további, korlátozásokkal kapcsolatos kormányzati döntésektől. A legtöbb gazdasági elemző véleményét tömörítő Consensus Economics novemberi elemzése alapján az ismételt lezárások növelik az újabb gazdasági visszaesés esélyét Nyugat-Európában. A vakcina tömeges elterjedése pedig jelentősen befolyásolja a jövő évi kilábalást. A külföldi kereslet alakulásától leginkább függő országokat különösen erősen érinti a járványhelyzet, így a világkereskedelem ismételt lassulása a hazai kilábalási folyamatot is negatívan befolyásolhatja.

A gyenge európai növekedési kilátásokkal összhangban az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében továbbra is az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton. Az eurozóna GDP növekedésére vonatkozó prognózis – a nagymértékű bizonytalanságot és a különböző járványforgatókönyveket szemlélítve, a szeptemberi előrejelzéshez hasonlóan – széles tartományban alakul. Az Európai Központi Bank 2020-ra vonatkozóan 7,6 és 7,2 százalék közötti visszaesésre számít, amit 2021-ben 0,4 és 6,0 százalék közötti, 2022-ben 3,0 és 4,3, 2023-ban pedig 2,1 és 2,9 százalék közötti növekedés követhet. Az eurozóna inflációja az aktuális prognózis alapján 2020-ban 0,2 százalék, amely az előző előrejelzéshez képest enyhén csökkent. 2021-re vonatkozóan a prognózis lényegében nem változott, míg

2022 tekintetében csökkent a szeptemberi prognózishoz képest. 2023-ban az eurozóna inflációja továbbra is elmarad az Európai Központi Bank céljától.

A Brent nyersolaj világpiaci ára október végére 37 dollárig csökkent hordónként, majd decemberre egészen 50 dollárig emelkedett. A Brent nyersolaj ára október végén öthavi mélypontra, hordónként 37 dollárra csökkent, több tényező együttes hatására. Líbia növelte kitermelését, Európa-szerte pedig a koronavírus-járvány második hullámának felerősödésével párhuzamosan egyre több ország jelentette be az utazási korlátozások szigorítását, illetve lezárásokat. Ezek után a Brent nyersolaj világpiaci ára 40 dollár/hordó szintig korrigált az amerikai elnökválasztással, illetve az OPEC+ találkozó lehetséges kimenetelével kapcsolatos hírek hatására. November végén a Brent nyersolaj világpiaci ára nyolc havi csúcsra, 47 dollár/hordó közelébe emelkedett, miután az amerikai olajtartalék-adatok nem várt csökkenést mutattak. A december 3-án tartott OPEC+ találkozón – 5 napos vita után – a résztvevők egyezsége jutottak a kibocsátási korlátozások fokozatos enyhítésével kapcsolatban. A megegyezés értelmében 2021. januártól az OPEC+ napi fél millió hordóval emeli a piacra kerülő mennyiséget. Továbbá, minden hónapban egyeztetnek a következő havi kvótákról. A megállapodás hírére a Brent nyersolaj világpiaci ára emelkedéssel reagált. Előretekintve az olajpiac volatilitása az OPEC-en belüli feszültségek mellett az olaj iránti kereslet aszimmetriája következtében is fennmaradhat. Utóbbi az ázsiai és az európai, illetve az amerikai gazdasági helyreállítás eltérő pályájából fakad.

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

Jelentős hatást gyakorolhat a hazai költségvetésre a koronavírus világjárvány alakulása. A költségvetés hiánya 8–9 százalékra emelkedhet 2020-ban. A deficit növekedése egyrészt a gazdasági növekedés lassulásából, másrészt a költségvetés egészségügyi célú és gazdaságvédelmi intézkedéseiből ered. A gazdasági növekedés lassulása csökkenti a tervezetthez képest az adóbevételeket (automatikus stabilizátor). A járvány egészségügyi és gazdasági hatásainak kezelését célzó közvetlen költségvetési hatással járó, eddig bejelentett intézkedések a GDP 9,8 százalékát teszik ki a kormányzati tervek szerint. Az intézkedések jelentős részét átcsoportosításokból, a tartalékok felhasználásából, adóemelésből (kiskereskedelmi adó, pénzügyi szervezetek hozzájárulása), valamint az európai uniós források átcsoportosításából fedezheti a kormányzat. Számításaink szerint így az eddig bejelentett intézkedések nettó egyenleghatása a GDP mintegy 5,7 százaléka lehet. A gazdaságvédelmi intézkedések hatására megemelkedő költségvetési kiadások érdemi keresletélénkítést jelentenek, ami elősegíti a gazdasági növekedés helyreállítását.

A költségvetési deficit 2021-ben várhatóan némileg mérséklődik, előrejelzésünk szerint 6–6,5 százalék körül alakulhat. A költségvetési hiány korábban várthoz képesti emelkedését elsősorban a meghozott kormányzati intézkedések okozzák. Az Országgyűlés elfogadta az orvosok jelentős mértékű, többlépcsős béremelésére vonatkozó javaslatot, amely alapján az orvosok alapbére 2023-ig a jelenlegi 2-3-szorosára emelkedik. A béremelések bruttó költségvetési hatása a GDP 0,5 százaléka lehet 2021-ben. Továbbá a Kormány több lépésben Otthonteremtési Programot jelentett be, melynek keretében többek között 5 százalékra csökken az új építésű lakások áfája, a családi otthonteremtési kedvezmény segítségével vásárolt új építésű ingatlanok esetében visszaigényelhető lesz az 5 százalékos lakásáfa, illetékmentessé válik a családi otthonteremtési kedvezménnyel vásárolt új vagy használt ingatlan és otthonfelújítási program indul, amelynek keretében a legalább egy gyermeket nevelő családok lakásfelújítási költségeinek felét átvállalja az állam legfeljebb 3 millió forintig. Az otthonteremtést támogató intézkedések költségvetési hatása a GDP 0,3–0,4 százaléka lehet 2021-ben. Az intézkedéseknek a költségvetési egyenlegre gyakorolt hatását ugyanakkor részben ellensúlyozzák a gazdasági kilábalás következtében emelkedő adóbevételek.

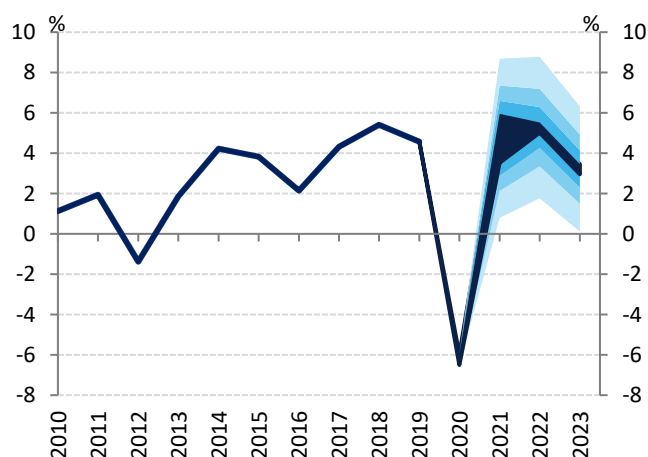
A dohánytermékek jövedéki adója idén január 1-jén és július 1-jén ismét emelkedett az EU-s szabálynak való megfelelés érdekében, amit 2021 januárjában és áprilisában további lépések követnek. Az EU jövedéki adó szerkezetéről és adókulcsáról szóló 2011/64/EU tanácsi irányelvben meghatározott jövedékiadó-minimumra vonatkozó előírása szerint az adó mértékének legalább 90 eurónak kell lennie 1000 szálanként, és el kell érnie a súlyozott átlagár 60 százalékát, vagy minimum 115 eurónak kell lennie 1000 szálanként függetlenül az árhoz viszonyított arányától. Az őszi adócsomag részeként elfogadott változások szerint a korábban törvénybe iktatottnál magasabb lesz az adóemelés januártól. Az ezer darabonkénti 22.800 Ft helyett januártól 24.000 Ft-ra, majd áprilisban 26.000 Ft-ra emelkedik a jövedéki adó mértéke. A minimumárra vonatkozó adó pedig 37.300 Ft-ra, majd április 1-től 39.300 Ft-ra nő a jelenleg hatályos minimum 34.500 Ft-ról. A mintegy 20 százalékos adóemelés jövőre 35-40 milliárd forinttal javíthatja a költségvetés egyenlegét.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A hazai GDP 2020 harmadik negyedévében 11,4 százalékos korrekciót mutatott a második negyedévben látott mélypont után, azonban a hozzáadott-érték továbbra is 4,6 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakában regisztrált szinttől. Megindult a válságból történő kilábalás, ami azonban a nyár folyamán megtorpant, és a koronavírus-járvány második hullámának megjelenése, valamint a bevezetésre került korlátozó intézkedések következtében várhatóan a gazdasági teljesítmény ismét szűkül az év végén. A visszaeséshez elsősorban a szolgáltatások hozzáadott értékének csökkenése járulhat hozzá, míg az ipari teljesítmény pályája kedvezőbben alakul a tavaszi lezárások időszakához viszonyítva. A hazai gazdaság 6,0 és 6,5 százalék közötti mértékben zsugorodhat 2020-ban. A járvány második hulláma, a korlátozó intézkedések fenntartása, illetve a vakcina széleskörű elérésének várható időpontja érdemi bizonytalanságot eredményez a jövő évi gazdasági teljesítmény vonatkozásában is. A magyar gazdaság 2021-ben 3,5 és 6,0 százalék, 2022-ben 5,0 és 5,5 százalék, 2023-ban pedig 3,0 és 3,5 százalék közötti ütemben bővíthet. Hazánk eurozónához viszonyított növekedési többlete a teljes előrejelzési horizonton átlagosan 1,5 százalékpont körül alakul.

2020-ban a járványügyi intézkedések, valamint a lakosság önkorlátozó magatartása és óvatossága a lakossági megtakarítások magas szintjét eredményezik. A fogyasztás helyreállása a jövő év közepétől indulhat meg, ennek hatására az alacsony szintre süllyedt fogyasztási ráta ismét emelkedik. Az idei év visszaesése után a jövő év második felétől pozitív éves fogyasztási dinamikát várunk, azzal számolva, hogy a lakosság óvatossága a korlátozások enyhülésével összhangban oldódik, illetve a korábban elhalasztott fogyasztás egy része is realizálódhat. A járvány miatti gazdasági visszaesés elsősorban a vállalatok jövedelmezőségét rontotta, a munkaerőpiaci alkalmazkodás egyelőre enyhe maradt. A vállalati jövedelmek alacsonyabb szintje, illetve a bizonytalan világgazdasági környezet a beruházások markáns csökkenését eredményezik az idei évben. A bizonytalanság megemelkedése ugyanakkor nagyobb készletek felhalmozását is eredményezhette, ami tompíthatta a gazdaság visszaesését. A kormányzati fejlesztések mérséklődnek az idei évben csakúgy, mint a háztartási (lakás)beruházások. A jövő évtől a magánberuházások helyreállásával és az állami beruházások ismételt emelkedésével összhangban a nemzetgazdasági beruházási aktivitás újbóli emelkedésére számítunk az előrejelzési horizonton. Az elhalasztott vállalati projektek többsége a következő években realizálódhat, amihez a vállalati hitelek érdemi bővülése és a már bejelentett nagyberuházások is hozzájárulnak. A lakosság beruházási aktivitásának élénkülését a kormányzati otthoneremtési programok támogatják a következő évtől kezdődően. Legtöbb exportpiaci partnerünk teljesítménye a 2020. második negyedévi csökkenést követően jelentős korrekciót mutatott a harmadik negyedévben. A járvány második hullámának megjelenésével és az egyre jelentősebb járványügyi szigorítások bevezetésével a korábban vártnál lassabb külpiazi helyreállítás prognosztizálható, így a világgazdaság helyreállításának sebessége körüli bizonytalanság továbbra is kiemelkedően magas. A nemzetközi turizmus hosszan elhúzódó helyreállásával párhuzamosan szolgáltatásexportunk az áruexportnál jóval lassabban állhat majd helyre. Külpiaaink kedvezőtlen teljesítménye és a hazai belső kereslet gyengülése összességében átmenetileg negatív nettó exportot és hazánk piaci részesedésének csökkenését eredményezi 2020-ban. 2021-től ugyanakkor a külföldi működőtőke beáramlás termelőre forduló beruházásai miatt a piaci részesedésünk növekedésére számítunk, így 2021-től a nettó export növekedési hozzájárulása ismét pozitív lehet.

1-6. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája

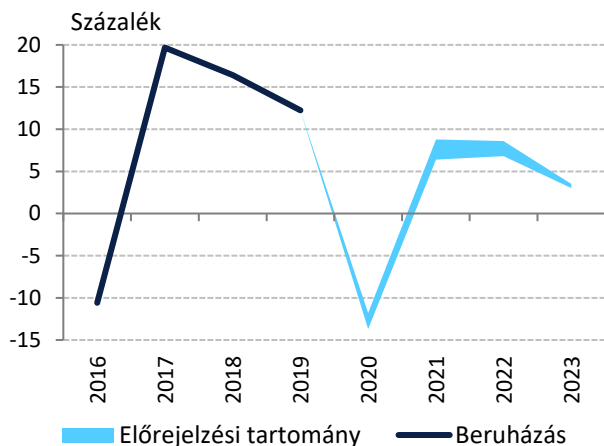


Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján. Forrás: KSH, MNB

A hazai GDP 2020 harmadik negyedévében 11,4 százalékos korrekciót mutatott a második negyedévben látott mélypont után. A korlátozó intézkedések enyhítésével összhangban megindult a koronavírus-járvány okozta gazdasági válságból történő kilábalás, azonban a hazai gazdaság teljesítménye így is 4,6 százalékkal elmaradt tavalyi szintjétől a harmadik negyedévben.

A konjunktúra alakulását számos tényező befolyásolja a következő időszakban, ami továbbra is rendkívüli bizonytalanságot eredményez az előrejelzési horizonton. A járvány mértékének és elhúzódásának függvényében a korlátozó intézkedések fenntartása és további szigorítása válhat szükségessé hazánkban és exportpiacainkon, ami a jövő évi gazdasági teljesítményre negatív hatást gyakorol. A kormányzati programok ugyanakkor hatékonyan

1-7. ábra: Beruházások éves változása



Forrás: KSH, MNB

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

	2019	2020	2021	2022	2023
Tény	Előrejelzés				
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	12,2	(-13,7) - (-11,8)	6,4 – 8,8	6,8 – 8,6	3,0 – 3,5
Vállalati beruházások	15,9	(-15,1) - (-13,4)	5,1 – 7,7	10,3 – 13,2	5,9 – 6,5
Beruházási ráta	27,2	25,5 – 25,9	26,4 – 26,8	27,0 – 27,7	27,0 – 27,8

Megjegyzés: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a vállalati beruházások esetében éves változás szerepel, míg a beruházási ráta GDP arányos értéket mutat.

Forrás: KSH, MNB

mérsékelhetik a visszaesést, és támogathatják a járvány és a korlátozó intézkedések hatásainak leginkább kitett ágazatokat. Továbbá a konjunktúra alakulását érdemben befolyásolják a munkaerőpiaci folyamatok is. Az előrejelzési sáv alján később számítunk a járvány visszaszorulására, valamint ezzel összhangban a korlátozó intézkedések kivezetésére és az önkorlátozás oldódására.

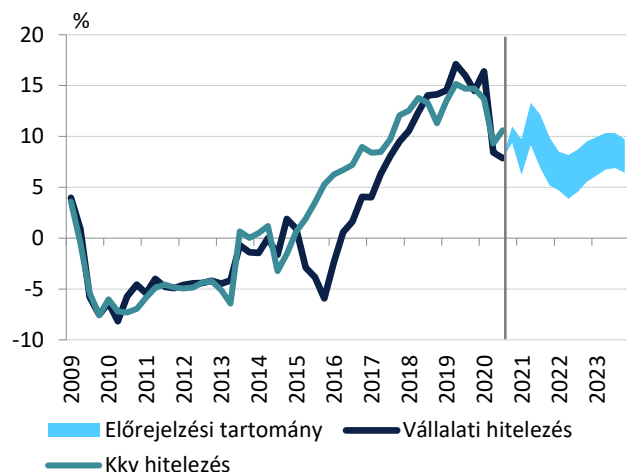
Magas frekvenciájú adataink alapján a hazai gazdaság kilábalása a harmadik negyedév közepén megtorpant, majd a negyedik negyedévben a járvány második hulláma és a bevezetett korlátozó intézkedések következtében a gazdasági aktivitás ismét mérséklődik. Így előrejelzésünk szerint az idei évben a hazai GDP 6,0 és 6,5 százalék közötti mértékben zsugorodhat. A járvány második hullámának lefutása, a korlátozó intézkedések fenntartása, illetve a vakcina széleskörű elérésének várható időpontja érdemi bizonytalanságot eredményez a jövő évi gazdasági teljesítmény vonatkozásában is. A negyedik negyedévi csökkenés – a negatív áthúzó hatások révén – a jövő évi GDP-t is mérsékli, így előretekintve a korábban vártnál lassabb kilábalás prognosztizálható. Az alappályánkon a vakcina 2021 tavaszán, 2021 második felében bekövetkező széleskörű elterjedésére számítunk, aminek hatására a járvány visszaszorul, és ezzel a korlátozások és a társadalmi távolságtartás is oldódik. A hazai gazdaság 3,5 és 6,0 százalék közötti mértékben bővíthet 2021-ben. 2022-ben 5,0 és 5,5 százalék közötti, míg 2023-ban 3,0 és 3,5 százalék közötti növekedés várható (1-6. ábra).

A magyar gazdaság eurozónához történő felzárkózása a kedvezőtlen körülmények ellenére folytatódik. A korábbi válságidőszakok többségével ellentétben hazánk eurozónához viszonyított növekedési többlete fennmarad. A hazai gazdaság eurozónához viszonyított növekedési többlete a teljes horizonton átlagosan 1,5 százalékpont körül alakul.

A nemzetgazdasági beruházások jelentős mértékben csökkennek az idei évben (1-7. ábra). A visszaeséshez az állami és a magánszektor egyaránt hozzájárul. A jövő évtől a magánberuházások helyreállításával és az állami beruházások ismételt emelkedésével összhangban a nemzetgazdasági beruházási aktivitás újbóli emelkedésére számítunk az előrejelzési horizonton.

Az állam beruházásai a magánszektorhoz hasonlóan csökkennek az idei évben. Az idei kiemelt állami beruházási projektek nagy része kifizetésre került, a tényleges beruházási aktivitás azonban néhány esetben jövőre csúszhat. A kormányzat fejlesztései 2021-ben támogatják a gazdasági kilábalást, 2022-től azonban ismét mérséklődnek.

1-8. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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

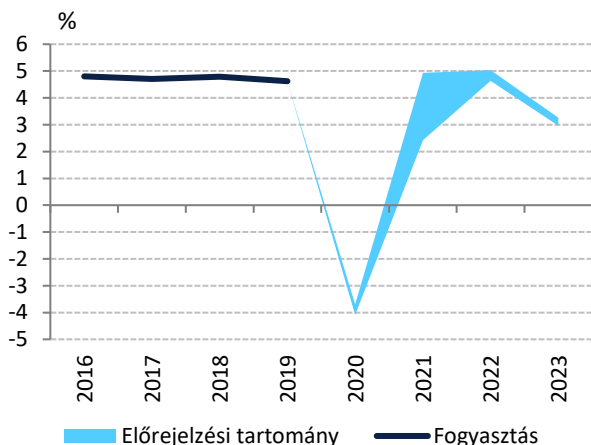
Forrás: MNB

A vállalati jövedelmek alacsonyabb szintje, illetve a bizonytalan világgazdasági környezet a beruházások markáns csökkenését eredményezik az idei évben. A koronavírus-járvány miatti gazdasági visszaesés elsősorban a vállalatok jövedelmezőségét rontotta, a munkaerőpiaci alkalmazkodás egyelőre enyhe maradt. Ehhez a vállalatok beruházásai jelentős visszafogásával alkalmazkodtak: a projektek egy része időben később valósul meg, míg egy részük törülésre kerül. A vállalati profitok várhatóan a második negyedévi jelentős visszaeséshez hasonló mértékben csökkennek a negyedik negyedévben is, ami újból visszaveti a beruházási aktivitást. A vállalatok felülvizsgálják korábbi beruházási terveiket, a jelenleg is futó kapacitásbővítések időzítése bizonytalanává válik, sokan a fejlesztéseik elhalasztása mellett döntenek. Az elhalasztott projektek egy részét a következő években valósítják meg, így a jövő évtől a vállalatok beruházásai ismét bővülnek (1-3. táblázat). Továbbra is jelentős a közép-kelet-európai gazdaságok, ezen belül is Magyarország előnye a termelés költségszintjében, így hazánk továbbra is vonzó célpont a külföldi beruházók számára, amit az elmúlt hónapokban bejelentett új beruházási projektek is alátámasztanak (részletesebben lásd a 3-2. keretes írást).

A vállalati beruházások helyreállítását támogatja a vállalati hitelezés élénkülése. A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme korábbi várakozásainknál kedvezőbben alakulhat az idei évben, míg 2021 első félévében a moratórium célzott meghosszabbítása, illetve az állami- és jegybanki hitelprogramok bővítése járulhat hozzá az élénk vállalati hiteldinamika fennmaradásához (1-8. ábra). A vállalati hitelezés és beruházások élénkülését támogatják az állami hitel- és garanciaprogramok, valamint az NHP Hajrá! és a Növekedési Kötvényprogram.

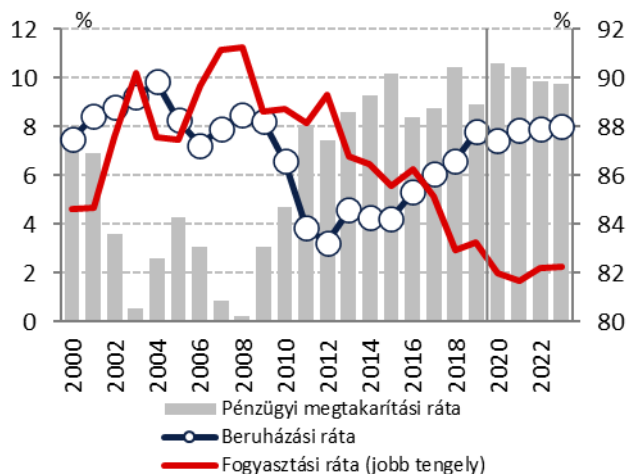
A háztartások beruházásai a kormányzati otthonteremtési programoknak köszönhetően a következő évtől emelkednek. A lakosság körében megjelent óvatosság és a jövedelmi helyzet átmeneti romlása visszafogottabb beruházási aktivitást eredményez az idei évben. Ugyanakkor a kormány októberben számos, a családok otthonteremtését elősegítő intézkedést (részletesebben lásd az 1-2. keretes írást) jelentett be, amelyek érdemben támogatják a lakosság beruházási aktivitásának élénkülését a következő években. Az otthonfelújítási program már 2021 első felétől hozzájárulhat a háztartások beruházásainak bővüléséhez, míg az előrejelzési horizont második felében a lakásépítések emelkedése is támogatja majd a növekedést. Az otthonteremtési intézkedések mellett a kedvező háztartási hiteldinamika szintén hozzájárul a lakossági beruházások élénküléséhez.

1-9. ábra: Fogyasztás éves változása



Forrás: KSH, MNB

1-10. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Megjegyzés: Az előrejelzési horizonton az értéke a sáv közepét jelölik.

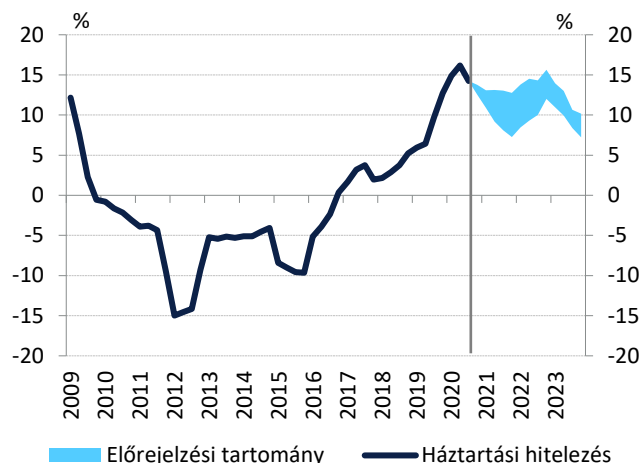
Forrás: KSH, MNB

Előrejelzésünkben a nemzetgazdasági beruházások jelentős csökkenésével összhangban a beruházási ráta az idei évben 26 százalék alá mérséklődik, majd a következő évtől kezdődően fokozatosan emelkedik, és a járvány előtti értékét megközelítve 27 százalék felett stabilizálódik az előrejelzési horizont második felében (1-3. táblázat).

A járvány elhúzódása magas megtakarítási rátát, illetve a háztartási fogyasztás 3,7–4,1 százalékos csökkenését eredményezi az idei évben (1-9. ábra). Korábbi várakozásainktól eltérően a negyedik negyedévben ismét jelentősen mérséklődhet a fogyasztás a második hullám megfékezésére érvénybe léptetett járványügyi intézkedések és a lakosság önkorlátozó magatartásának hatására. A korlátozó intézkedések különösen érzékenyen érintették a szolgáltatások fogyasztását, melynek azonnali mérséklődésével számolunk. Emellett a tartós termékek iránti, visszaeső kereslet is csak később, a jövedelmi viszonyok javulásával állhat helyre. A szeptemberi várakozásainkhoz hasonlóan a lakossági megtakarítások magas szintjével számolunk, ugyanis a járvány második hulláma miatt a fogyasztók viselkedésében továbbra is az óvatosság dominál. Ugyanakkor a fogyasztás idei évi csökkenését jövedelmi oldalról visszafoghatta a válságban tapasztaltnál enyhébb munkaerőpiaci alkalmazkodás, és a lakosság reáljövedelmének enyhe mérséklődése. A járvány második hullámának következtében korábbi várakozásainknál nagyobb mértékben csökkenhetnek az egyéb jövedelmek (pl.: egyéni vállalkozók bevételei), amit nem tud ellensúlyozni a nettó keresettömeg (alkalmazotti bérek), amely a visszafogott munkaerőpiaci alkalmazkodásnak köszönhetően az idei évben enyhén bővülhet.

Az idei visszaesés után a jövő év elejétől a korlátozások enyhülésével összhangban oldódik az óvatosság, és csökkenhetnek a kényszermegtakarítások (1-10. ábra). A jövő év közepétől megindulhat a fogyasztás helyreállása, amivel az alacsony szintre süllyedt fogyasztási ráta ismét emelkedik. Várakozásaink szerint a lakossági fogyasztás 2021 második negyedétől támogathatja ismét a gazdasági növekedést, mely a jövő évi járvány helyzet, illetve a munkaerőpiaci alkalmazkodás függvényében 2021 második felére és 2022 első felére között érheti el válság előtti szintjét. Emellett számíthatunk az elhalasztott fogyasztás pótlására is 2021 második felétől. A lakossági fogyasztás helyreállítását támogatják a kormányzati munkahelyvédelmi intézkedések, a hitelpiac működőképességének fennmaradása, valamint a hiteltörlesztési moratórium is.

1-11. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása



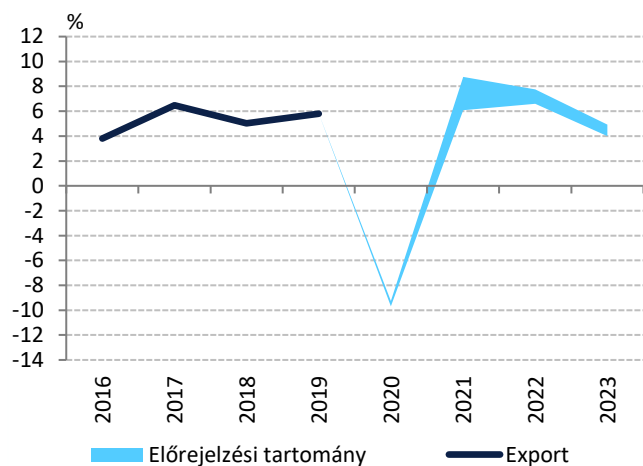
Megjegyzés: Tranzakciós alapú, év/év százalék. 2019 harmadik negyedévében a lombardhitelek tranzakcióitól szűrt adat.

Forrás: MNB

A háztartási hitelezés növekedési üteme a moratórium kifutása, illetve a koronavírus-járvány negatív reálgazdasági hatásai ellenére is relatíve magas szinten maradhat (1-11. ábra). A növekedési ütem lassulása elmarad korábbi várakozásainktól, a hitelezési feltételek a harmadik negyedévben már nem szigorodtak, az államilag támogatott hitelprogramok mellett élénkülő kereslet, illetve a hiteltörlesztési moratórium is támaszt ad a háztartási hitelezésnek. A babaváró hitelek iránti kereslet a romló gazdasági környezet ellenére is erős. Az előrejelzési horizonton várt hitelezési folyamatok hozzájárulhatnak a lakossági fogyasztás visszaesésének mérséklődéséhez.

A koronavírus-járvány második hulláma és az egyre jelentősebb járványügyi szigorítások bevezetése várhatóan a globális gazdaság kilábalásának elhúzódását okozzák. Külkereskedelmi partnereink növekedési kilátásai a járvány megjelenésének hatására hirtelen és nagy mértékben romlottak. A járvány első hullámának sikeres megfékezését követően a járvány elleni korlátozások nagy többségét jellemzően a nyári időszakra kivezették, ennek hatására pedig jelentős korrekció következett be a gazdaságokban a második negyedévi mélyponthoz képest. Ugyanakkor a járvány második hulláma és a megfékezésére bevezetett egyre jelentősebb járványügyi szigorítások külpiaicainkon újabb gazdasági visszaesést eredményeznek az év végén, és a gazdasági kilábalás elhúzódását okozzák. Így a világgazdaság helyreállításának sebessége körüli bizonytalanság továbbra is kiemelkedően magas.

1-12. ábra: Az export alakulása



Forrás: KSH, MNB

Előrejelzésünkben a hazai export teljesítménye az idei évben jelentősen (9,3–9,7 százalékkal) visszaesik, ami átmenetileg piaci részesedésünk csökkenését, illetve negatív nettó exportot eredményez (1-12. ábra). A harmadik negyedéves érdemi korrekciót követően a korlátozások ismételt bevezetése és a romló nemzetközi konjunktúra következtében a negyedik negyedévben az export kilábalása várhatóan lelassul, és újfent nagyobb mértékben csökken kivitelünk volumene. A szolgáltatások és az ipar teljesítményének kettőssége a hazai exportban is éreztetni fogja hatását, a nemzetközi turizmus hosszan elhúzódó gyengélkedésével párhuzamosan szolgáltatásexportunk az áruexportnál jóval lassabban állhat majd helyre. Az ipari teljesítmény pályája a tavaszi lezárások időszakához viszonyítva kedvezőbben alakul. A nettó export negatívan járul hozzá a 2020. évi gazdasági teljesítményhez, amit elsősorban a szolgáltatásexport kedvezőtlen teljesítménye magyaráz. A koronavírus elleni vakcina várhatóan a jövő év folyamán egyre szélesebb körben elérhetővé válik, továbbá exportpartnereink növekedése is 2021-ben indulhat újra, így a hazai kivitel kilábalása is jövőre

kezdődhet meg. 2021-től ugyanakkor a külföldi működőtőke beáramlás termelőre forduló beruházásainak köszönhetően a piaci részesedésünk növekedésére számítunk, így 2021-től a nettó export növekedési hozzájárulása ismét pozitív lehet.

1-2. keretes írás: Az otthonteremtési intézkedések gazdasági hatásai

A Kormány 2020 októberében számos, a családok otthonteremtését elősegítő intézkedést jelentett be, melyek várakozásunk szerint érdemben növelhetik a lakáspiaci keresletet, a lakásfejlesztői aktivitást, valamint a felújításokat is a következő években. Jelen keretes írásunkban áttekintjük az intézkedéseket a jelentés készítésekor ismert információk alapján, és megvizsgáljuk lehetséges hatásukat a hazai lakáspiacra. A bejelentett intézkedések részletei:¹

- 2021 elejétől 2026. december 31-ig ismételten 5 százalékos áfakulcsot lehet alkalmazni új építésű lakóingatlanok esetén, amennyiben az építési engedély 2022. december 31-ig véglegessé vált, vagy az egyszerű bejelentéshez kötött építési tevékenységet legkésőbb 2022. december 31-ig bejelentették. A rozsdaovezeti akcióterületek kijelölését követően ezeken a területeken értékesített lakásokra időkorlát nélkül vonatkozik az 5 százalékos áfakulcs. Az áfacsökkentés a 150 négyzetméternél nagyobb hasznos alapterületű lakásokra, illetve a 300 négyzetméternél nagyobb házakra nem vonatkozik.
- 2021. januártól a családi otthonteremtési kedvezményt (CSOK) igénybevevő, gyermekes, vagy gyermek születését vállaló családok mind új, mind használt lakás vásárlása esetén illetékmentességet élveznek.
- Azok, akik CSOK-kal vásárolnak új építésű ingatlant, 2021. januártól visszaigényelhetik az 5 százalékos áfatartalmat is.
- A jövő év elejétől 2022. december 31-ig a legalább egy gyermeket nevelő családok otthonuk számlával igazolt felújítási költségeinek a felét átvállalja az állam, legfeljebb hárommillió forintig. A támogatást legalább egy 25 éven aluli gyermek esetén igényelhetik a családok. A támogatást 50-50 százalékban lehet anyagköltségre és vállalkozói díjra felhasználni, és utólag lehet visszaigényelni az államkincstárnál a számlák benyújtásával.
- A Kormány a többgenerációs otthonok létrehozását támogatva családi házak tetőtér-beépítéséhez is elérhetővé teszi a CSOK igénybevételét.
- A Kormány maximálni fogja a lakásvásárlás esetén fizetendő közjegyzői díjakat.

Az otthonteremtés támogatását célzó intézkedések hatására az elkövetkező években jelentősen emelkedhet a kereslet az új építésű lakóingatlanok iránt, 2021 elejéig azonban kivárás jellemezheti a támogatásra pályázó lakásvásárlókat. A meglévő támogatások mellett a Kormány által bejelentett otthonteremtési kedvezmények a következő év elejétől érdemi támaszt adhatnak a lakáspiaci keresletnek, a kereslet bővülése azonban az intézkedések 2021. január 1-jei indulását követően jelentkezhet, a lakáspiacot addig kivárás jellemezheti. 2020 negyedik negyedévében összességében visszafogott lakásvásárlási aktivitásra lehet számítani, míg az 5 százalékos áfakulccsal rendelkező új lakások piacról történő fokozatos elfogyása következtében néhány év múlva az előrehozott, spekulatív kereslet is megjelenhet a még áfakedvezményben érintett lakások iránt, ami árfelhajtó hatással bírhat majd. A használt lakások piacát a CSOK-kal vásárló családok körében az illeték megfizetése alóli mentesség, míg általánosan a családok körében a felújítások támogatása élénkítheti.

¹ A felújítási költségek támogatásáról szóló rendelet megjelent a Magyar Közlöny 2020. évi 259. számában. Az 5 százalékos áfakulcs ismételt bevezetése, valamint a CSOK-kal vásárlók illetékmentessége törvényjavaslatként benyújtásra került a Parlamenthez. A tetőtér-beépítésre igénybevehető CSOK, a CSOK-kal vásárlók körében visszaigényelhető 5 százalékos áfa, valamint a közjegyzői díjak maximálása a Jelentés készítésekor egyelőre csak bejelentésre kerültek. A bejelentések és törvényjavaslatok elfogadása esetén az intézkedések várhatóan 2021. január 1-től lépnek hatályba.

A felújítási támogatás következtében várhatóan érdemben nő az építőipari szakmunka, valamint a felújítás során felhasználható vagy beépíthető alapanyagok és tartós fogyasztási cikkek iránti kereslet, ami kivitelezési kapacitások szűkülésével hatással lesz a lakásépítések költségére, ütemezésére, de az érintett árukör árára is. A felújítási támogatás utólagos igénylése miatt a családoknak rendelkezniük kell előre a teljes összeggel, így nőhet a fogyasztási hitelek iránti kereslet.

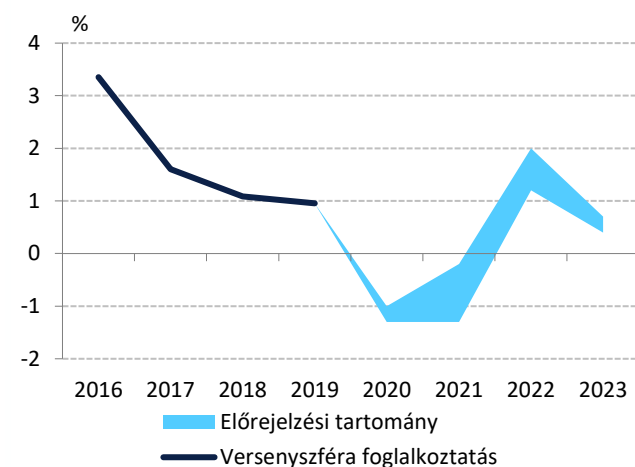
A kínálati oldalt tekintve a bejelentett általános áfakedvezmény hatására 2026. év végéig várhatóan addicionális új lakásfejlesztések jelennek meg, növelve ezzel a lakásállomány megújulási rátáját. Az áfakedvezmény igénybevételéhez 2022. december 31-ig rendelkezni kell már végleges építési engedéllyel, így az elkövetkező két év telekszerzései, valamint tervezési és engedélyezési kapacitásai fogják meghatározni, hogy 2026. év végéig mennyi addicionális új lakás épülhet fel alacsonyabb áfakulccsal. A kedvezmény igénybevételére rendelkezésre álló kétéves időtáv hatására rövid távon, 2021-től 2026-ig a lakásépítések egy magasabb szintre állhatnak be. Az áfacsökkentés 2021-ben a megkezdett építkezések magasabb számán, 2022-től pedig már az új átadásokon keresztül is kifejtheti pozitív reálgazdasági hatásait.

Az átmeneti időre szóló általános áfakedvezmény – pozitív hatásai mellett – az építőipari kapacitások koncentrált felhasználásához vezethet az elkövetkező években. Az egyszerre elinduló, nagy számú lakásfejlesztések az építőipari kapacitások koncentrált felhasználását eredményezheti, ami a kivitelezések ismételt csúszásához, a költségek (munkaerő, alapanyag) emelkedéshez vezethet, mely akár a kivitelezések minőségét is veszélyeztetheti. Egy hosszú távon tartósan bevezetésre kerülő kedvezményes áfakulcs ezzel szemben elősegíthetné új építőipari kapacitások kiépülését, ami mérsékelhetné az iparág ciklikus kapacitás problémáit, és az importra való ráutaltságát is. Az elkövetkező két évben 2022. december végi határidő miatt jelentős adminisztrációs teher nehezedhet az engedélyezési és ellenőrzési munkákra.

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

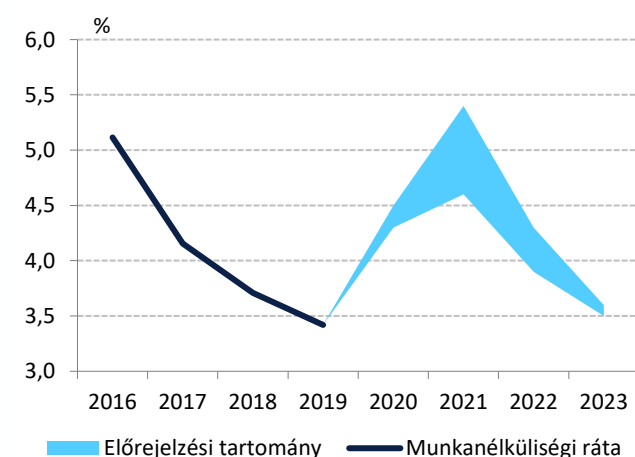
A járvány második hulláma alatt ismét felerősödhetnek a kedvezőtlen foglalkoztatási hatások, azonban az elbocsátások mértéke érdemben elmaradhat az előző válságban tapasztalttól. A versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan 1,0–1,3 százalékkal mérséklődik 2020-ban, és további 0,2–1,3 százalékkal csökken 2021-ben. A gazdaság korábban vártnál lassabb kilábalásával és a korábban bevezetett munkahelyvédelmi intézkedések kifizetésével összhangban a munkaerőpiac helyreállása is elhúzódik. A munkanélküliségi ráta 2021 második negyedévéétől indul csökkenésnek, és 2022 folyamán süllyed 4 százalék alá a teljes foglalkoztatottság újbóli megközelítésével. A koronavírus-járvány hatása a jövő évi béremeléseket érintheti a legnagyobb mértékben, ezt követően a bérdinamika továbbra is elmarad a válság előtti mértékétől.

1-13. ábra: A foglalkoztatás éves változása a versenyszférában



Forrás: KSH, MNB

1-14. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



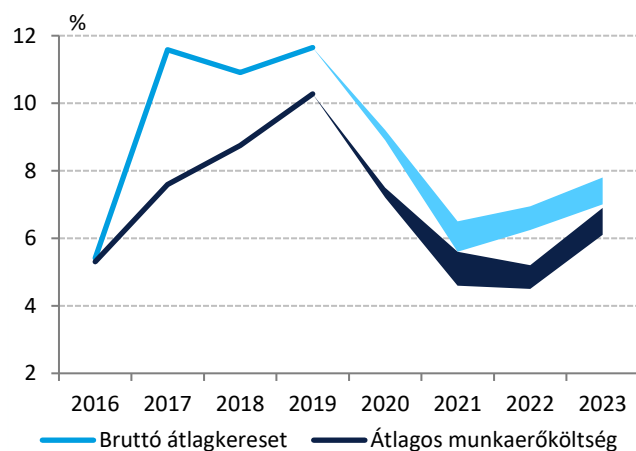
Forrás: KSH, MNB

A járvány második hulláma alatt ismét felerősödhetnek a kedvezőtlen foglalkoztatási hatások, azonban az elbocsátások mértéke érdemben elmaradhat az előző válságban tapasztalttól. A második negyedév során a vállalatok, bízva a gazdaság gyors kilábalásában, sok esetben a munkaidő rövidítésével reagáltak a létszám csökkentése helyett. Az előző válsághoz képest a munkaerőpiac eddig ellenállóbbnak bizonyult a gazdasági hatásokkal szemben, amihez a kormányzati bértámogatások, a jegybanksi célzott hitelprogramok, valamint a hiteltörlesztési moratórium is hozzájárult. A gazdasági kilátások romlásával azonban újra munkahelyek kerülhetnek veszélybe, mert meggyengült profithelyzetük miatt a vállalatok nagyobb arányban dönthetnek elbocsátásokról. Arra számítunk azonban, hogy az elbocsátások mértéke továbbra is érdemben elmarad az előző válságban tapasztaltnál képest (ld. 6.2. kiemelt téma).

A versenyszféra foglalkoztatás a következő negyedévekben mérséklődik, majd 2021 második negyedévéétől növekedésnek indul. Előrejelzésünk szerint a járvány második hulláma miatt 55–110 ezer munkahely szűnhet meg 2020 harmadik negyedévéhez képest a 2021 első negyedévére várt mélypontig. A gazdaság korábban vártnál lassabb kilábalásával és a korábban bevezetett munkahelyvédelmi intézkedések kifizetésével összhangban a munkaerőpiac helyreállása elhúzódik (1-13. ábra). A munkaerő megtartását támogató, új intézkedések célzottan, az ágazatok szűkebb körére vehetők igénybe. A versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan 1,0–1,3 százalékkal mérséklődik 2020-ban, és további 0,2–1,3 százalékkal csökken 2021-ben.

A munkaerőpiac elnyújtott helyreállásával a teljes foglalkoztatottság ismételt megközelítése 2022-ben valósulhat meg. Az aktívák száma rövid távon volatilis maradhat, az elmúlt időszakhoz hasonlóan az állásvesztők egy része inaktívvá válhat, majd a korlátozások feloldásával visszatér a munkaerőpiacra. Az előrejelzési horizont további részében a demográfiai folyamatok korlátozzák a

1-15. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Forrás: KSH, MNB

munkaerő-kínálat további bővülését. A munkanélküliségi ráta várhatóan 4,9–5,7 százalékgig emelkedhet 2021 első negyedévében. A koronavírus-járvány gazdasági hatásainak várható kikutatásával összhangban a munkanélküliségi ráta 2021 második negyedétől csökkenésnek indul, és 2022 folyamán a teljes foglalkoztatottság újbóli megközelítésével 4 százalék alá süllyed (1-14. ábra).

A koronavírus-járvány hatása a jövő évi béremeléseket érintheti a legnagyobb mértékben, ezt követően a bérdinamika továbbra is elmarad a válság előtti mértékétől. A vállalatok a bérekben késleltetve alkalmazkodnak a megváltozott gazdasági helyzethez, először az idei év végén kifizetésre kerülő prémiumokat foghatják vissza. A versenyszféra bruttó átlagkereset 2020-ban várhatóan 8,9–9,2 százalékkal emelkedik, ugyanakkor ebben statisztikai hatások is szerepet játszanak, amelyek felfelé torzítják a statisztikát. Prognózisunk szerint 2021-ben az éves bérnövekedés 5,6–6,5 százalékra lassul a versenyszférában, ami az előrejelzési időszak második felében a munkaerő iránti kereslet erősödésével fokozatosan gyorsul (1-15. ábra). Az orvosi bérek jelentős emelésével a nemzetgazdasági bérek a versenyszektorban várható mértéknél nagyobb ütemben növekednek 2021-ben és 2022-ben.

Az előrejelzési horizont végére lezárulnak a 2016. novemberi bérmegállapodásban rögzített járulékcsoökkentések, amelyek az átlagos munkaerőköltséget mérséklék. A szociális hozzájárulási adó kulcsát 2020. július 1-jétől 2 százalékponttal 15,5 százalékra csökkentette a magyar Kormány, és a megállapodás alapján még további két csökkentésre kerül sor.

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

	2019	2020		2021		2022		2023
	Tény	Előrejelzés						
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális
Infláció (éves átlag) ¹								
Maginfláció	3,8	4,2 - 4,3	4,2	3,3 - 3,5	3,8 - 4,0	2,9	2,9 - 3,0	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,4	3,7 - 3,8	3,7	2,9 - 3,1	2,8 - 3,0	2,9	2,7 - 2,8	3,0
Infláció	3,4	3,5 - 3,6	3,4	3,4 - 3,6	3,5 - 3,6	3,0	2,9 - 3,0	3,0
Gazdasági növekedés								
Háztartások fogyasztási kiadása	4,6	(-4,0) - (-2,2)	(-4,1) - (-3,7)	4,1 - 5,5	2,4 - 4,9	3,4 - 4,4	4,6 - 5,0	3,0 - 3,3
Közösségi végső fogyasztás ⁶	3,5	0,9 - 1,1	0,9 - 1,2	0,8 - 2,4	1,0 - 1,7	2,2 - 2,4	2,1 - 2,2	1,3 - 1,8
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	12,2	(-11,2) - (-9,2)	(-13,7) - (-11,8)	5,1 - 10,3	6,4 - 8,8	6,7 - 8,4	6,8 - 8,6	3,0 - 3,5
Belföldi felhasználás	6,0	(-4,1) - (-2,9)	(-4,6) - (-4,0)	3,5 - 6,0	2,9 - 5,1	4,1 - 5,1	4,7 - 5,1	2,7 - 2,9
Export	5,8	(-13,3) - (-10,4)	(-9,7) - (-9,3)	7,3 - 10,2	6,1 - 8,8	5,7 - 8,0	6,6 - 7,7	4,0 - 4,9
Import	7,5	(-10,4) - (-7,9)	(-7,5) - (-7,0)	6,1 - 9,2	5,3 - 7,9	5,4 - 7,3	6,2 - 7,1	3,7 - 4,3
GDP	4,6	(-6,8) - (-5,1)	(-6,5) - (-6,0)	4,4 - 6,8	3,5 - 6,0	4,5 - 5,7	5,0 - 5,5	3,0 - 3,5
Munkatermelékenység ⁵	3,3	(-3,2) - (-1,8)	(-3,2) - (-3,0)	3,5 - 5,0	4,2 - 5,8	3,4 - 3,9	3,3 - 4,5	2,4 - 3,2
Külső egyensúly ²								
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,2	(-1,3) - (-0,9)	(-0,7) - (-0,6)	(-1,0) - (-0,5)	(-0,4) - (-0,2)	(-0,9) - (-0,6)	(-0,3) - (-0,1)	(-0,2) - 0,1
Külső finanszírozási képesség	1,5	1,3 - 1,7	1,7 - 1,8	1,7 - 2,1	2,0 - 2,1	1,2 - 1,5	1,8 - 1,9	2,3 - 2,6
Államháztartás								
ESA-egyenleg	-2,1	(-7,5) - (-7,0)	(-9,0) - (-8,0)	(-3,4) - (-2,9)	(-6,5) - (-6,0)	(-2,9) - (-2,2)	(-4,0) - (-3,0)	(-3,5) - (-2,5)
Munkaerőpiac								
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	11,4	8,7 - 9,2	9,4 - 9,6	6,6 - 7,1	6,6 - 7,3	6,1 - 6,6	6,9 - 7,4	6,6 - 7,2
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,0	(-2,1) - (-1,8)	(-1,5) - (-1,3)	(-1,0) - (-0,1)	(-1,1) - (-0,2)	1,1 - 1,7	0,9 - 1,5	0,4 - 0,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	11,6	7,8 - 8,5	8,9 - 9,2	6,6 - 7,3	5,6 - 6,5	6,2 - 6,9	6,2 - 6,9	7,0 - 7,8
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,4	(-1,9) - (-1,5)	(-1,3) - (-1,0)	(-1,2) - (0,0)	(-1,3) - (-0,2)	1,4 - 2,2	1,2 - 2,0	0,4 - 0,7
Munkanélküliségi ráta	3,4	4,4 - 4,7	4,3 - 4,5	4,8 - 5,8	4,6 - 5,4	4,1 - 4,6	3,9 - 4,3	3,5 - 3,6
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	6,7	8,9 - 10,2	10,9 - 11,0	1,8 - 3,3	-1,0 - (-0,3)	0,4 - 0,7	0,6 - 1,4	3,2 - 3,4
Lakossági reáljövedelem ⁴	4,2	(-3,3) - (-1,5)	(-2,7) - (-2,2)	3,9 - 5,0	3,2 - 5,0	3,9 - 4,3	3,9 - 4,3	3,0 - 3,3

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 transzfereket.

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

	2020	2021	2022	2023
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)				
MNB (2020. december)	3,4	3,5 - 3,6	2,9 - 3,0	3,0
Consensus Economics (2020. november) ¹	3,2 - 3,4 - 3,6	0,8 - 3,0 - 3,8		
Európai Bizottság (2020. november)	3,4	3,3	3,0	
IMF (2020. október)	3,7	3,4	3,0	3,0
OECD (2020. december)	3,5	3,3	3,6	
Reuters-felmérés (2020. december) ¹	3,0 - 3,3 - 3,7	2,8 - 3,2 - 3,8	3,0 - 3,2 - 3,5	3,0 - 3,2 - 3,5
GDP (éves növekedés, %)				
MNB (2020. december)	(-6,5) - (-6,0)	3,5 - 6,0	5,0 - 5,5	3,0 - 3,5
Consensus Economics (2020. november) ¹	(-6,9) - (-6,0) - (-4,1)	3,0 - 4,7 - 7,2		
Európai Bizottság (2020. november)	-6,4	4,0	4,5	
IMF (2020. október)	-6,1	3,9	4,0	3,8
OECD (2020. december)	-5,7	2,6	3,4	
Reuters-felmérés (2020. december) ¹	(-6,6) - (-5,9) - (-4,5)	3,5 - 4,5 - 7,1	3,6 - 4,7 - 6,0	3,0 - 3,6 - 4,0
Folyó fizetési mérleg egyenlege³				
MNB (2020. december)	(-0,7) - (-0,6)	(-0,4) - (-0,2)	(-0,3) - (-0,1)	(-0,2) - 0,1
Európai Bizottság (2020. november)	-1,1	-0,3	-0,3	
IMF (2020. október)	-1,6	-0,9	-0,6	-0,5
OECD (2020. december)	-2,5	-2,0	-1,3	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)³				
MNB (2020. december)	(-9,0) - (-8,0)	(-6,5) - (-6,0)	(-4,0) - (-3,0)	(-3,5) - (-2,5)
Consensus Economics (2020. november) ¹	(-9,0) - (-7,6) - (-5,1)	(-6,5) - (-4,5) - (-3,0)		
Európai Bizottság (2020. november)	-8,4	-5,4	-4,3	
IMF (2020. október)	-8,3	-3,9	-2,3	-1,3
OECD (2020. december)	-8,0	-7,5	-6,0	
Reuters-felmérés (2020. december) ¹	(-9,0) - (-8,2) - (-5,9)	(-7,0) - (-5,2) - (-3,8)	(-4,5) - (-3,3) - (-1,5)	(-3,0) - (-2,6) - (-1,5)
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)				
MNB (2020. december)	(-6,5) - (-6,0)	2,8 - 5,7	3,7 - 4,8	1,3 - 1,6
EKB (2020. december)	(-7,6) - (-7,3) - (-7,2)	0,4 - 3,9 - 6,0	3,0 - 4,2 - 4,3	2,1 - 2,9
Consensus Economics (2020. november) ²	-6,0	4,0		
Európai Bizottság (2020. november) ²	-6,4	3,9	3,1	
IMF (2020. október) ²	-6,2	4,6	3,2	2,4

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.

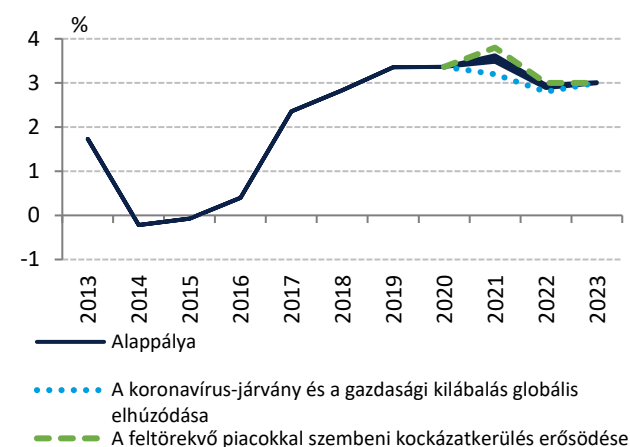
³ A GDP arányában.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

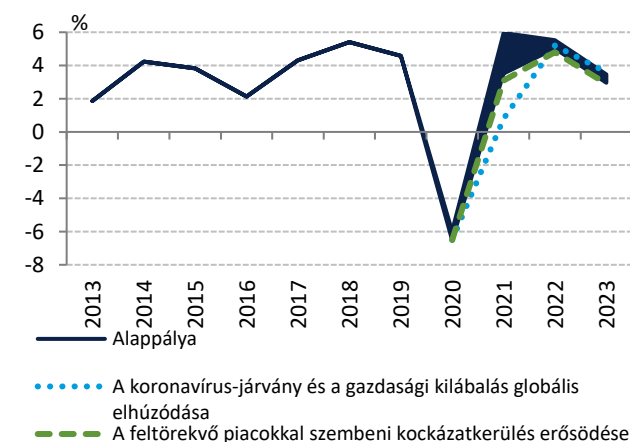
A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A koronavírus-járvány és a gazdasági kilábalás globális elhúzódsát feltételező alternatív forgatókönyv az alapelőrejelzésnél enyhén alacsonyabb hazai inflációs és érdemben visszafogottabb növekedési pálya felé mutat. A feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés erősödése alternatív pálya esetében az infláció magasabb az alapelőrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scénárióként az erőteljes hazai munkaerőpiaci alkalmazkodást, a versenyképességi reformok megvalósulását, valamint az élelmiszerárak tartós emelkedését valószínűsítő pályákat tárgyalta.

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



Megjegyzés: Alappályánkban előrejelzési sávot alkalmazunk az előrejelzési horizonton. Forrás: MNB

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



Megjegyzés: Alappályánkban előrejelzési sávot alkalmazunk az előrejelzési horizonton.

Forrás: MNB

A koronavírus-járvány és a gazdasági kilábalás globális elhúzódsa

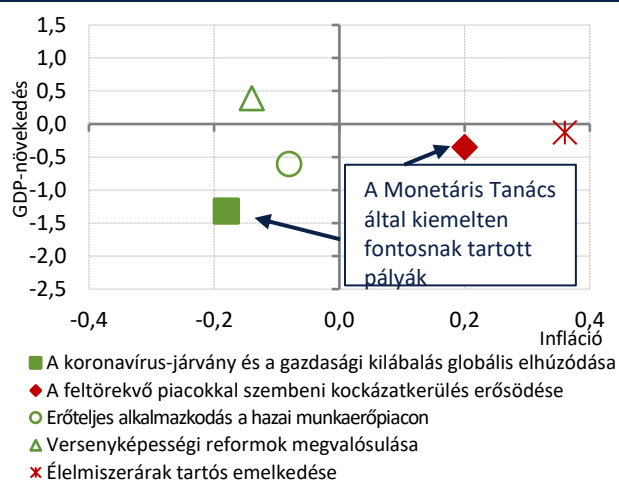
Alapelőrejelzésünkben arra számítunk, hogy a hazai gazdaság az idei évben zsugorodik, előretekintve ugyanakkor a hatékony járványügyi intézkedések eredményeként 2021 közepétől újra bővül a gazdaság teljesítménye.

Az alternatív forgatókönyvben a járványhelyzet, illetve a járvány erős negatív reálgazdasági hatása tartósan fennmarad, ami mind globálisan, mind a magyar gazdaságban jelentős visszaesést eredményez. Az európai uniós tagállamok esetében külön kockázatot jelentenek többek közt a magas adósságszint és a strukturális gyengeségek, amelyek szűkítik a negatív gazdasági hatások mérséklésének mozgásterét. Az alapelőrejelzésben vártnál gyengébb külső kereslet, illetve a visszafogottabb inflációs környezet tartós és jelentős hatást gyakorol a magyar növekedésre, és kisebb mértékben az inflációs folyamatokra.

Feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés erősödése

Szeptembertől a pénzügyi piaci hangulat romlásával összhangban a kockázatosabb eszközök felől fokozatosan a menedékeszközök felé fordultak a befektetők. Októberben a részvénypiaci kockázatot mérő indexek emelkedése volt megfigyelhető, miközben a menedékeszközként számított arany árfolyama historikus csúcsa közelében tartózkodott. A biztonságosabb devizák közé sorolható dollár árfolyama szintén erősödött. Ezt követően azonban a nemzetközi befektetői hangulat javulásának hatására az arany árfolyama csökkent, és a régiós devizák az októberi mélypontról ismét erősödtek. Előretekintve arra számítunk, hogy a globális kockázati attitűd nem változik, és a feltörekvő piacok relatív kockázatmegítélése a jelenlegi szint körül stabilizálódik. Ennek következtében a feltörekvő piacokról nem történik jelentős tőke kivonás, így a pénzügyi piacokra gyakorolt hatás sem lesz jelentős.

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

Amennyiben a feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés nagyobb mértékben felerősödik, megnövekedhet a volatilitás a pénz- és tőkepiacokon.

Ennek megfelelően a kockázatosabbnak ítélt feltörekvő gazdaságok deviza- és kötvénypiacai eladási nyomás alá kerülhetnek, ami a sérülékenyebb régiókban a hosszú hozamok emelkedését és a hazai eszközárak csökkenését vonja maga után. Ez az importált termékek áremelkedésén keresztül magasabb inflációs pályát vetít előre.

További kockázatok

A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács három további alternatív pályát mérlegelt. Az erőteljes munkaerőpiaci alkalmazkodást feltételező kockázati forgatókönyvben a visszafogott külső és belső konjunktúra hatására, a kormányzati intézkedések kifutását követően a legyengült vállalatok jelentős létszámleépítéssel alkalmazkodhatnak. A járványhelyzet alatt számos vállalat kimerítette tartalékait, ezért a járvány második hulláma az elbocsátásokon túl a vállalati csődesetek emelkedésével is járhat, ami tartósan és jelentősen visszaveti a gazdasági teljesítményt. A további versenyképességi reformok megvalósulását feltételező kockázati forgatókönyvben a versenyképesség javulása a termelékenység és a beruházások oldaláról élénkíti tovább a hazai gazdaságot, ami a gazdaság magasabb potenciális teljesítőképességével van összhangban. A magasabb potenciális növekedés mellett az alapelőrejelzésnél nagyobb GDP-növekedés nem emeli az inflációt. Az élelmiszerárak tartós emelkedését valószínűsítő kockázati forgatókönyv esetében a kedvezőtlen időjárási viszonyok miatt az élelmiszerek ára nagyobb mértékben növekszik az alapelőrejelzésben számoltnál. Az árak nagyobb mértékű növekedése egy magasabb inflációs pályával konzisztens, miközben a hazai GDP-növekedés lényegében nem tér el az alapelőrejelzéstől.

2-1. keretes írás: A koronavírus vakcinafejlesztés eddig elért eredményei

2020 december elején a vakcinafejlesztések előrehaladott fázisba kerültek a rendelkezésre állt idő szűkössége ellenére: 300 vakcinajelöltet fejlesztenek a világ több mint 20 országában, melyek közül 1 alkalmazását jóváhagyták, és további 6 vakcina korai/korlátozott használatát engedélyezték. Miután az első koronavírusos esetek megjelentek a 2020-as év elején, számos gyógyszeripari cég kezdett fejlesztésekbe, hogy egy biztonságos és hatásos vakcinát hozzon létre, és ezzel megállítsák a járvány terjedését. Összesen 300 vakcinajelöltet regisztrál az Egészségügyi Világszervezet (WHO), melyek közül több mint egy tucat már a klinikai tesztelés utolsó, tömeges teszteléseket jelentő harmadik fázisában van, egyet pedig már hatóságilag is jóváhagytak az Egyesült Királyságban. Emellett a helyi hatóságok korlátozott használatra Oroszországban és Kínában is hagytak jóvá vakcinát.

2-1. táblázat: A gyógyszerfejlesztés különböző fázisaiban lévő vakcinák száma

Fázis I.	Fázis II.	Fázis III.	Összesen
41	17	14	72

Megjegyzés: december 9-ig rendelkezésre álló adatok alapján.

Forrás: Financial Times: Covid vaccine tracker

A BioNTech/Pfizer vakcinája az egyik legígéretesebb, melynek alkalmazását elsőként hagyták jóvá hatóságilag az Egyesült Királyságban december 1-jén. Ezt az oltóanyagot a német BioNTech és az Egyesült Államokbeli Pfizer gyógyszeripari cég fejleszti közösen. A vakcina hatékonysága a fázis III. vizsgálatok alapján 95 százalékos, azonban a szállítást és a tárolást nehezíti, hogy az oltóanyag jelentős hűtést igényel. Az Egyesült Királyság után várhatóan december közepén az Egyesült Államokban, december végén pedig az Európai Unióban is jóváhagyhatják a vakcinát. 2021-ben 1,3 milliárd dózist terveznek gyártani belőle, elsősorban Németországban, Belgiumban és az Egyesült Államokban.

A Moderna vakcinája szintén sikeresnek bizonyult a fázis III. vizsgálatokban, hatásossága 94,1 százalék volt a teszt adatok alapján. A vakcinát az Egyesült Államokban fejlesztették ki, és a jóváhagyását – szintén az Egyesült Államokban – december közepére, végére várják. Az európai uniós jóváhagyás január elejére várható. A gyártása 2021-ben Spanyolországban, Svájcban és az Egyesült Államokban fog zajlani, a jövő évben legyártandó vakcinák számát 500 millió és 1 milliárd közötti dózissra becsülik.

Az AstraZeneca az Oxfordi Egyetemmel közösen az Egyesült Királyságban fejleszti vakcináját, melynek hatásosságát az előző kettőnél alacsonyabbra, 70 százalékra becsülik a klinikai tesztek utolsó, harmadik fázisának eredményei alapján. A kisebb hatásosság ellenére a vakcina mellett szól, hogy kevesebb hűtést igényel. A jóváhagyását decemberre várják az Egyesült Királyságban, az Európai Unió és az Egyesült Államok jóváhagyása 2021-ben történhet meg. 3 milliárd vakcina gyártása várható 2021-ben, többek között az Egyesült Királyságban, Indiában és Brazíliában.

Oroszország augusztusban korlátozott használatra jóváhagyta a Gamaleya kutatóintézet által náluk kifejlesztett Sputnik V vakcinát. Vizsgálati eredményeik alapján 92 százalékos a vakcina hatásossága, azonban a jóváhagyás menetét többen kritizálták, mivel a jóváhagyás még a fázis III. klinikai tesztek elkezdése előtt történt. A vakcinafejlesztő cég kapacitásainak bővítését tervezi, miután világszerte már 1,2 milliárd dózist rendeltek belőle, és a várt keresletet 2,4 milliárdra becsülik.

Kínában több vakcinát is jóváhagytak korlátozott használatra, ezek hatásosságáról azonban egyelőre nem áll rendelkezésre információ. A jóváhagyott vakcinák közül kettőt is a Sinopharm cég fejleszt, az orosz vakcinához hasonlóan ezeket is azelőtt hagyták jóvá, hogy lezárult volna a klinikai tesztelések harmadik fázisa. Novemberben a Sinopharm vezetője azt nyilatkozta, hogy Kínában már közel egy millió ember megkapta valamelyik oltóanyagot. A két vakcinából összesen több mint 1 milliárd dózist gyártanak majd 2021-ben.

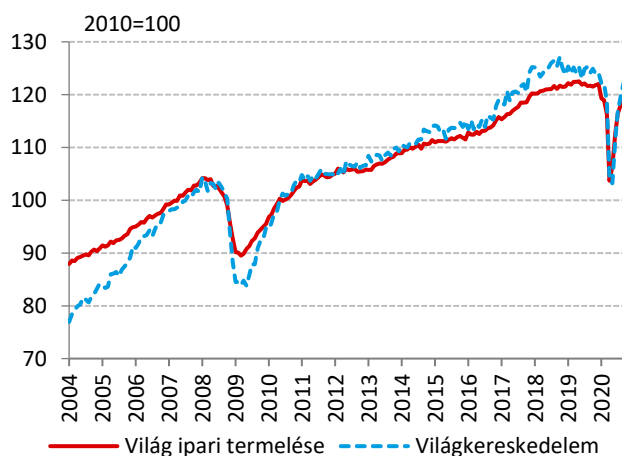
Idén egyelőre nem, csak a jövő évtől várható széles körű oltóprogramok indítása. Az oltóprogramok elindításakor első körben kiválasztott – munkájuk során a járványnak leginkább kitett – csoportok (pl.: egészségügyi dolgozók, pedagógusok) kaphatják meg az oltásokat. Amennyiben tömegesen elérhetővé válik az oltóanyag, az állíthatja meg véglegesen a koronavírus-járvány terjedését.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

A világ gazdasági folyamatait továbbra is elsősorban a koronavírus-járvány és a megfékezésére adott politikai, gazdasági és társadalmi reakciók alakítják. A járvány első hullámának megfékezését követően a gazdaságok újranyitása a teljesítmény meredek emelkedését eredményezte, azonban a helyreállítás a legtöbb országban hamar elakadt. Az árukereskedelem fokozatos élénkülésével ellentétben a turizmussal kapcsolatos szolgáltatások helyreállása elhúzódni látszik, amihez a járvány és a korlátozó intézkedések második hulláma is hozzájárul. A harmadik negyedévben a világ meghatározó gazdaságai jellemzően a várakozásoknál jobban teljesítettek, az adatok érdemi korrekciót mutattak a második negyedévhez képest. Ennek ellenére a világ egyetlen nagy gazdaságaként csak Kína tudott növekedni a harmadik negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A legfrissebb, magas frekvenciájú adatok a gazdasági aktivitás ismételt csökkenését mutatják a negyedik negyedévben az ismét bevezetett korlátozások miatt. A világgazdaság jövőbeni teljesítményére vonatkozó várakozások bizonytalanok, és jelentősen függenek a járvány második hullámának alakulásától és a további, korlátozásokkal kapcsolatos kormányzati döntésektől. Az elmúlt hónapokban a globális infláció enyhén tovább mérséklődött. A fejlett gazdaságok többségében az inflációs ráták elmaradtak a jegybanki céloktól a harmadik negyedévben, miközben az euroövezetben negatív tartományba süllyedt. A régiós országok inflációs mutatói vegyes képet mutattak az őszi hónapok során. Az elmúlt időszakban a jegybankok továbbra is támogató monetáris politikát folytattak. A globálisan meghatározó jegybankok közül a Fed változatlanul, nulla közeli szinten hagyta az irányadó rátáját, és jelezte, hogy fenntartja eszközvásárlásainak jelenlegi ütemét. Az Európai Központi Bank szintén változatlanul hagyta az irányadó rátákat, azonban bővítette és meghosszabbította eszközvásárlási programját. A régiót tekintve a cseh, lengyel és a román jegybank sem módosított az irányadó rátán.

3-1. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedeleminak az alakulása

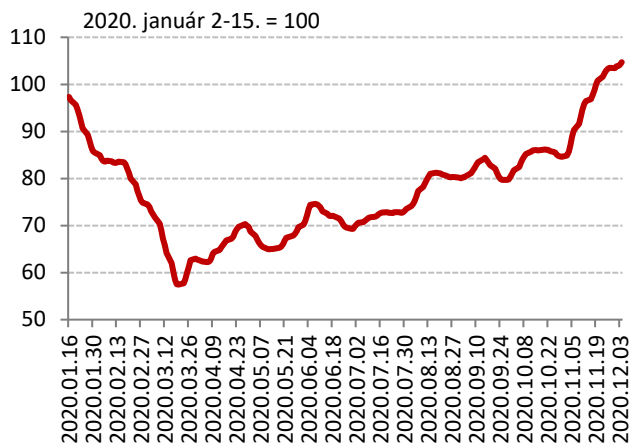


Forrás: CPB

3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

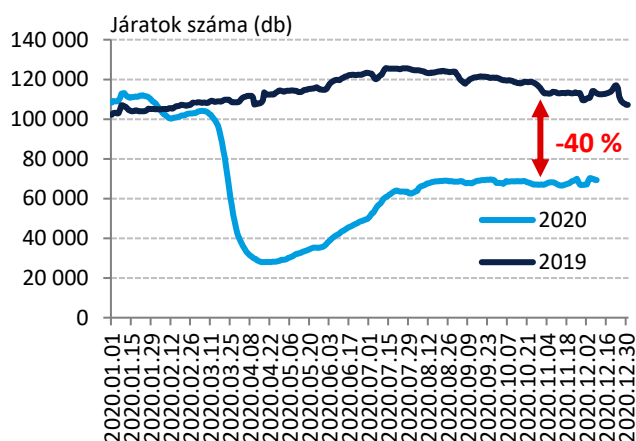
A világ gazdasági folyamatait továbbra is elsősorban a koronavírus-járvány és a megfékezésére adott politikai, gazdasági és társadalmi reakciók alakítják. A járványhelyzet miatt kialakult válság legmélyebb szakaszát a március-április-május hónapok jelentették. Az európai államok történetük legmélyebb gazdasági visszaesését élték át 2020 második negyedévében. A mélypontot jelentő hónapokat követően a gazdaságok újranyitása a teljesítmény meredek emelkedését eredményezte, azonban a helyreállítás hamar elakadt. A harmadik negyedéves adatok összességében így is érdemi korrekciót mutattak az előző negyedévhez képest. A javulás elsősorban az ipari termelés helyreállításának tulajdonítható, ugyanis a beszállítói láncokban jelentkező zavarok elhárítását követően a világkereskedelemben is érdemi korrekció következett be a májusi mélyponthoz képest (3-1. ábra). Szeptemberre a világ ipari termelése és a világkereskedelem is meghaladta a januári szintjét. A szolgáltató szektor ezzel szemben továbbra is gyengélkedik, és a második hullám hatásaival hosszan elhúzódhat a helyreállítás. A szállítmányozás esetében az április-májusi mélypont óta az időszakot a fokozatos korrekció jellemezte a beszállítói láncok viszonylagos stabilitásának és az élénkülő ipari konjunktúrának köszönhetően. Az észak-amerikai teljes földi, légi és hajózási szállítást mérő index márciusban 10 éves mélypontra tartózkodott, de november közepére már a januári szint fölé emelkedett (3-2. ábra). A nemzetközi

3-2. ábra: A Dow Jones Global Shipping Index alakulása



Forrás: S&P Global

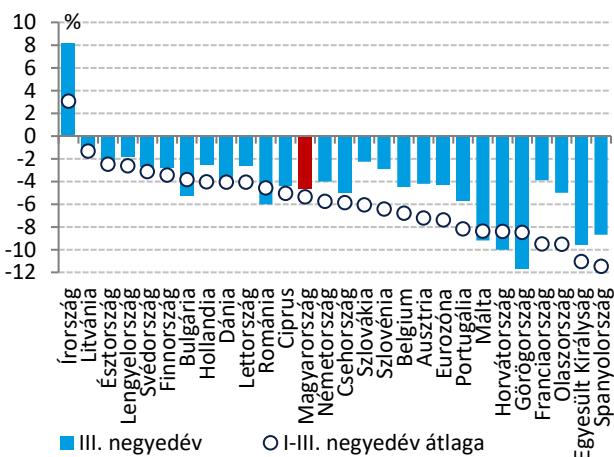
3-3. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása



Megjegyzés: Index 7 napos mozgóátlag alapján

Forrás: Flightradar24

3-4. ábra: A 2020. harmadik negyedévi, valamint az első három negyedév átlagos GDP-növekedése éves összevetésben



Megjegyzés: Szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján. Forrás: Eurostat

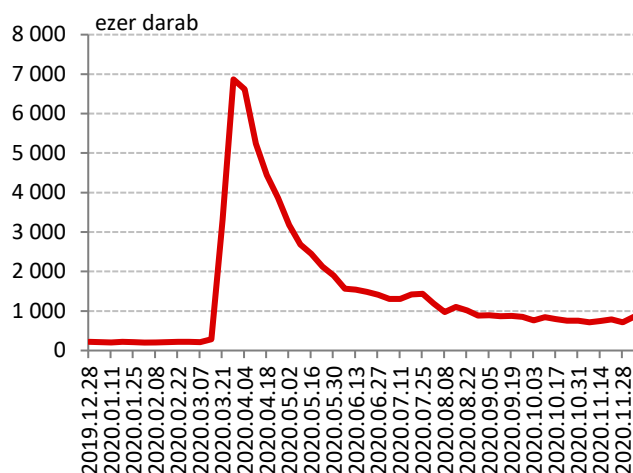
turizmus ezzel szemben nem mutatott érdemi korrekciót a két hullám között, amit a repülőjáratok számának alakulása is alátámaszt. A napi kereskedelmi célú repülőjáratok száma az év elejét jellemző közel 110 ezerről az utazási korlátozások széleskörű bevezetését követően mindössze 30 ezer alá csökkent, majd lassú emelkedést követően augusztus óta 65-70 ezer környékén stagnál a forgalom (3-3. ábra).

Az európai államok gazdaságai jellemzően a várakozások felett teljesítettek a harmadik negyedévben (3-4. ábra). A dinamikus, negyedéves bázisú növekedés ellenére az eurozóna gazdasági teljesítménye 4,3 százalékkal maradt el a tavalyi év azonos időszakában regisztrált szinttől. A legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye pedig 8,5 százalékkal emelkedett a második negyedévhez képest, ami 4,0 százalékos csökkenést jelent éves bázison a harmadik negyedévben. A második negyedévben legnagyobb mértékben visszaeső, valamint a járvány első hullámában erősen érintett országok közül azok teljesítettek jobban, ahol a járvány két hulláma között lazább korlátozások voltak érvényben (Franciaországban 3,9, Olaszországban 5,0 százalékkal zsugorodott a gazdaság az előző év azonos időszakához képest). Ahol kénytelenek voltak tartósan szigorúbb intézkedéseket fenntartani, ott a gazdasági teljesítmény is jobban elmaradt a járványt megelőző szinttől (Spanyolország 8,7, az Egyesült Királyság 9,6 százalékos kontrakciót szenvedett el éves bázison) annak ellenére, hogy negyedéves bázison az említett országok mindegyike kétszámjegyű növekedést tudott felmutatni, csakúgy, mint az eurozóna.

A közép-kelet-európai régió országaiban a GDP eltérően alakult. Szezonálisan és naptárhatással igazítva hazánkban az eurozónához hasonló ütemben, 4,6 százalékkal csökkent a gazdasági teljesítmény, míg Lengyelországban (-1,8 százalék) és Szlovákiában (-2,3 százalék) az európai átlagnál sokkal kedvezőbbben, Csehországban (-5,0 százalék), Bulgáriában (-5,2 százalék), Romániában (-6,0 százalék) pedig rosszabbul alakult a gazdasági teljesítmény éves indexe (3-4. ábra). A régió több országában jelentős súlyt képviselő járműipar kilábalása folytatódott, ugyanakkor a nemzetközi turizmus gyengélkedése továbbra is érdemben visszafogja a növekedést. Az évben eddig eltelt időszakot tekintve hazánk gazdasági teljesítménye a középmezőnyben helyezkedik el. Külkereskedelmi partnereink többsége még mindig jelentősen elmarad a 2019. negyedik negyedévi szinttől.

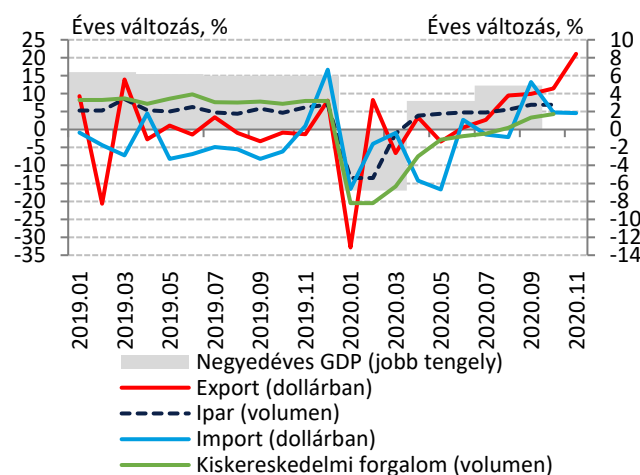
A világ legnagyobb gazdasága, az Egyesült Államok 2,9 százalékkal zsugorodott a harmadik negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva. A második

3-5. ábra: Az újonnan benyújtott munkanélküli segélykérelmek alakulása az Egyesült Államokban



Forrás: Fred

3-6. ábra: Kína egyes makroindikátorainak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: Kínai Statisztikai Hivatal, Tradingeconomics

negyedévhez képest történt jelentős javulás főként az előző időszakban érdemben visszaeső lakossági fogyasztás korrekciójának köszönhető. Ezt támasztja alá az új munkanélküli segélykérelmek alakulása is, mely novemberre 800 ezer alá csökkent. Ugyanakkor előretekintve intő jel lehet, hogy az újonnan benyújtott kérelmek számának tartós mérséklődése megállhatott és a december 5-ével záruló héten 850 ezer fölé emelkedett (3-5. ábra).

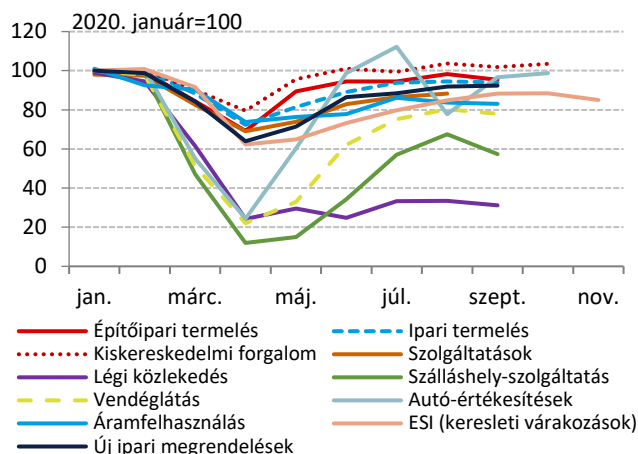
Kína a világ egyetlen meghatározó gazdaságaként tudott újra növekedést (4,9 százalék) felmutatni a harmadik negyedévben az előző év azonos időszakához képest. Az országban a termelési indikátorok jellemzően növekedési tartományban mozognak, októberben a kiskereskedelmi forgalom 4,3 százalékkal, az ipari termelés volumene 6,9 százalékkal, a novemberi export 21 százalékkal emelkedett éves bázison (3-6. ábra), a fertőzések száma pedig a hivatalos statisztikák szerint továbbra is minimális.

Az eurozóna legfrissebb havi indikátorai a kilábalás elakadását mutatják (3-7. ábra). A valutaunió ipari termelése négy havi növekedést követően szeptemberben 0,4 százalékkal visszaesett és továbbra is a januári szint alatt tartózkodik. Az építőipari termelés szintén május óta tartó havi növekedés után csökkent szeptemberben 2,8 százalékkal, és csak a januári szint 95 százalékát éri el. A kiskereskedelmi forgalom éves összevetésben 4,1 százalékkal bővült októberben, a kilábalás ebben a szektorban is lelassult, de így is a januári szint felett alakul.

A koronavírus-járvány őszi hullámának elmélyedésével párhuzamosan a kijárási korlátozások ismételt bevezetése több országban a gazdasági aktivitás csökkenésével járt a Bloomberg Economics által a nagy európai gazdaságokra kialakított valós idejű aktivitási indikátor alapján. A makroadatokat azt mutatják, hogy a lezárások hatására a gazdaságok ismét zsugorodni kezdtek, és a kínai gazdasággal ellentétben Európában nem ment végbe a gazdaságok helyreállása. A járvány második hulláma által okozott, október közepén induló csökkenésig a válság előtt tapasztaltnál 15-40 százalékkal alacsonyabb szinten állt be a német, a francia, az olasz, a spanyol, valamint a brit gazdaság aktivitása is (3-8. ábra). A válság két hulláma közötti eltérést a 3-1. keretes írás mutatja be részletesen.

A legtöbb országban hamar elakadt a gazdaság helyreállása. A világ gazdaság jövőbeni teljesítményére vonatkozó várakozások bizonytalanok, és jelentősen függenek a járvány második hullámának alakulásától és a további, korlátozásokkal kapcsolatos kormányzati döntésektől.

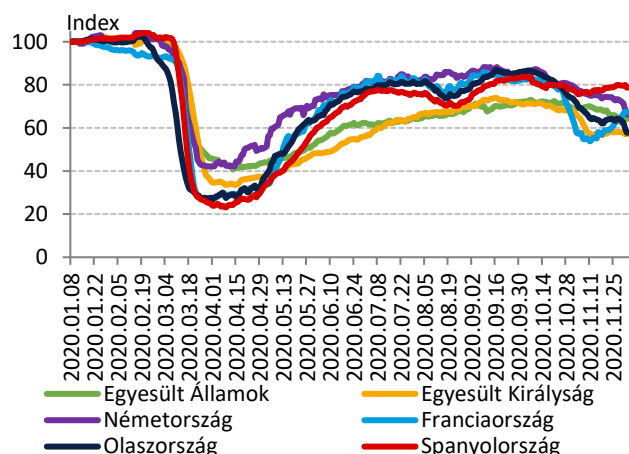
3-7. ábra: Az eurozóna egyes makroindikátorainak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

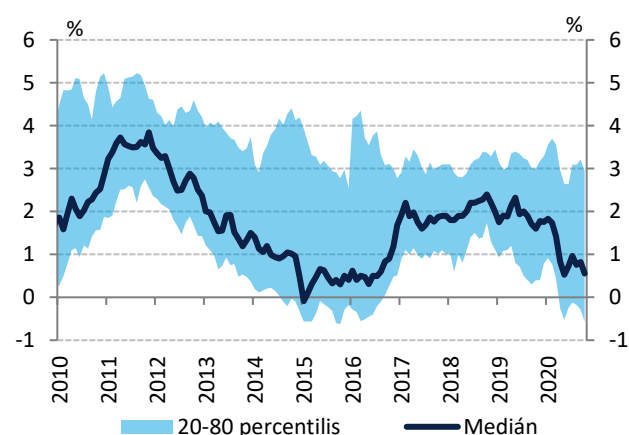
Forrás: Eurostat, EB, EKB

3-8. ábra: A Bloomberg valós idejű aktivitási indikátorainak alakulása



Forrás: Bloomberg Intelligence

3-9. ábra: Globális inflációs folyamatok



Megjegyzés: Százalékos változás az előző év azonos időszakához képest, 43 fejlett és fejlődő ország adatait figyelembe véve.

Forrás: OECD

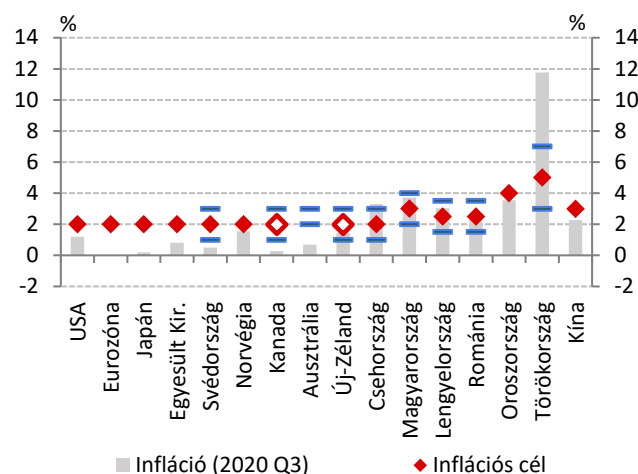
3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

Az elmúlt hónapokban enyhén mérséklődött a globális infláció (3-9. ábra). A fejlett gazdaságok többségében az inflációs ráta a harmadik negyedévben elmaradt a jegybanki céloktól. Az eurozónában negatív tartományba süllyedt az inflációs ráta, Japánban, az Egyesült Királyságban, Svédországban, Kanadában és Ausztráliában pedig 1 százalék alatt alakult az áremelkedés üteme. Ezzel szemben Törökországban az infláció továbbra is jelentősen meghaladja a jegybank inflációs célját. A többi fejlett és feltörekvő gazdaság esetében az infláció változatlanul a jegybanki célértékek körül alakult (3-10. ábra).

A Federal Reserve döntéshozói novemberi kamatdöntő ülésükön, egyhangú döntéssel, változatlanul hagyták az irányadó ráta célszámát, amely így továbbra is 0–0,25 százalékos szinten maradt. A jegybank megítélése szerint a pénzügyi kondíciók továbbra is lazák maradtak, de az állampapír és jelzálogfedezett-értékpapír vásárlások legalább az eddigi ütem szerint folytatódni fognak. A jegybank mérlegfőösszege 7300 milliárd dollár körüli szintre (a GDP 34 százalékára) emelkedett az elmúlt hónapokban (3-11. ábra). A döntéshozók véleménye szerint az amerikai foglalkoztatás helyzete javult, azonban a gazdaság teljesítménye továbbra is a vírus terjedésétől és az arra adott kormányzati reakcióktól fog függeni. Az előretekintő iránymutatás alapján a jegybank nem változtat a monetáris politika irányultságán, ameddig a munkaerőpiaci kondíciók nem érik el a Kormányzótanács által feltételezett teljes foglalkoztatási szintet, és ameddig az infláció nem tartózkodik tartósan 2 százalék felett. A Kincstár jelzése alapján a közös kockázatvállalású vállalati eszközvásárlási és hitelprogramokat 2020 végén a Fednek le kell állítani.

A japán jegybank döntéshozói októberi kamatdöntő ülésükön nem módosították a kamatkondíciókat. Az áprilisban indított hitelösztönző programot és az eszközvásárlási programot szintén változatlan formában folytatja a jegybank. A jegybank mérlegfőösszege a GDP 127 százalékára emelkedett. Az előretekintő iránymutatás nem változott júniushoz képest, a jegybank szorosan nyomon követi a koronavírus-járvány hatását, és a már meghozott lépéseken túl kész újabb lazító lépéseket eszközölni, ha szükséges. Az irányadó rövid és hosszú lejáratú kamatok a jelenlegi vagy annál alacsonyabb szinten maradnak. A jegybank előrejelzése alapján az infláció a teljes előrejelzési horizonton érdemben a jegybanki cél alatt alakulhat. Az idei évben a jegybank 0 százalék alatti, míg 2021-ben és 2022-ben 1,0 százalék alatti inflációval számol.

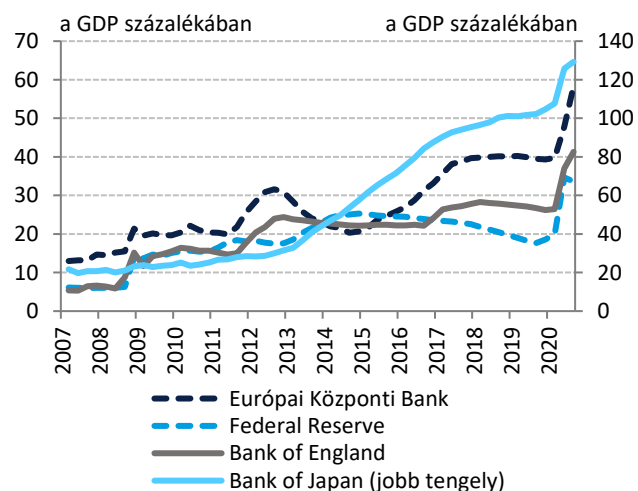
3-10. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



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

3-11. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



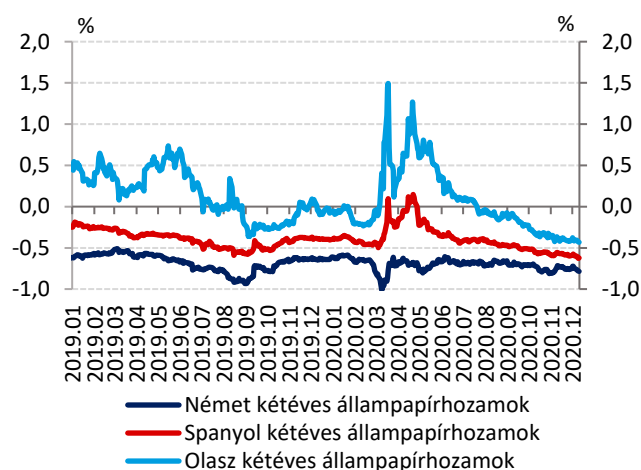
Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

A Bank of England döntéshozói novemberi kamatdöntő ülésükön az irányadó ráta változatlan szinten tartása mellett, 150 milliárd fonttal bővítették a jegybank államkötvény-vásárlási programját. A vásárlások egészen addig folytatódnak, míg az államkötvények teljes állománya el nem éri a 875 milliárd fontos keretösszeget. A jegybank ezen felül fenntartja a 20 milliárd font összegben vásárolt vállalati kötvényállományát is. Az infláció a szeptemberi 0,5 százalékról októberre 0,7 százalékra emelkedett, ami azonban továbbra is elmarad a 2 százalékos jegybanki céltól. A jegybank szerint az év hátralévő részében az infláció szintje 0,5 százalék körül, vagy kissé afölött alakulhat, melyet egy meredek emelkedés követhet. A jegybank jelezte, hogy egészen addig nem tervez szigorítani a monetáris kondíciókon, míg a tartalékapacitások kihasználásra nem kerülnek, és az infláció tartósan nem stabilizálódik a 2 százalékos inflációs cél körül.

Az elmúlt időszakban nem változott a banki hitelek árazásában irányadó benchmark hitelkamatláb (loan prime rate, LPR) Kínában. Az egyéves LPR így április 20-a óta 3,85 százalék, az ötéves LPR pedig 4,65 százalék.

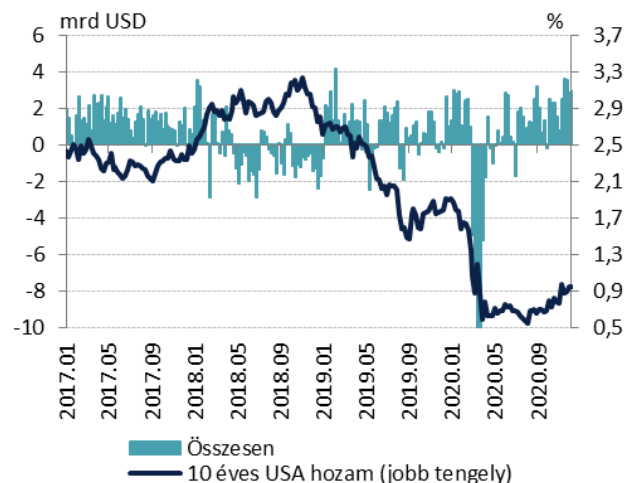
A koronavírus-járvány őszi hullámának elmélyedésével párhuzamosan november elejéig romlott, majd a vakcinafejlesztésekkel kapcsolatos kedvező hírek hatására javult a befektetői hangulat, és mérséklődött a pénzpiacok volatilitása. Továbbá fokozta a nemzetközi piacokon a kockázatkerülést a negyedik negyedévben a novemberi amerikai elnökválasztás körüli bizonytalanság is. Október második felétől a koronavírus-járvány miatt hozott korlátozó intézkedések újbóli bevezetésére került sor számos országban, emiatt a gazdasági aktivitással kapcsolatos várakozások ismét kedvezőtlen fordulatot vettek a piaci szereplők körében, amely következtében érzékelhető hangulatromlás következett be a globális pénzpiacokon. Továbbá október végétől az amerikai elnökválasztás körüli bizonytalanság is fokozta a kockázatkerülést. Az amerikai elnökválasztás után, illetve a novemberben megjelenő kedvező, vakcinakutatásokkal kapcsolatos hírek hatására javult a nemzetközi befektetői hangulat, illetve csökkent a piaci volatilitás. A fejlett és a feltörekvő részvényindexek is többségében emelkedtek a vizsgált időszak folyamán. Az amerikai indexek 13 százalék körüli mértékben, míg az európaiak 5-28 százalékkal nőttek. Az időszak során a dollár a fejlett és a feltörekvő devizákkal szemben is gyengült. Az elmúlt negyedévben összességében az amerikai fizetőeszköz a japán jenhez képest 0,8, a svájci frankhoz képest hozzávetőlegesen 4,3, az angol fonttal szemben mintegy 4,4, míg az euróval szemben 3,6 százalékkal értékelődött le. A fejlett hosszú kötvénypiaci hozamok az elmúlt negyedévben vegyesen alakultak (3-12. ábra): a német 11 bázisponttal

3-12. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok



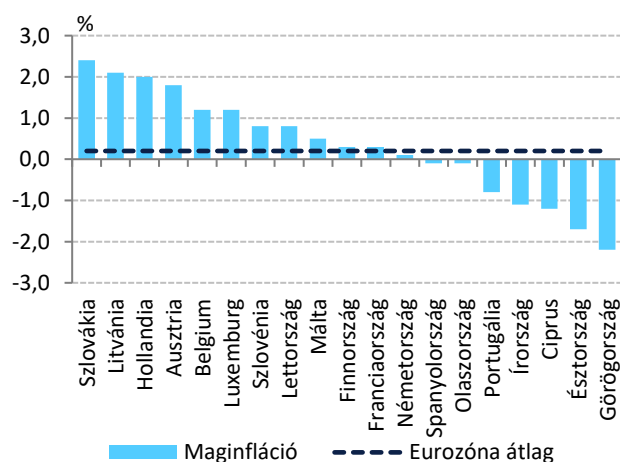
Forrás: Bloomberg

3-13. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása



Forrás: EPFR, Bloomberg

3-14. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2020. október)



Forrás: Eurostat

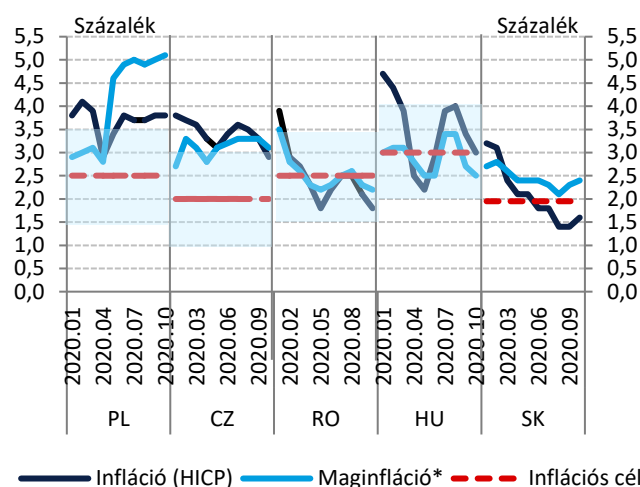
csökkent, az amerikai 25 bázisponttal emelkedett, míg a japán lényegében nem változott. A feltörekvő piaci kötvényhozamok szintén vegyesen alakultak a hullámszerű befektetői hangulattal párhuzamosan. A régió hosszú hozamai közül a magyar és a román csökkent, míg a cseh nagyobb, a lengyel hosszú hozam kisebb mértékben emelkedett. A két éves német, olasz és spanyol kötvényhozamok 8-20 bázisponttal csökkentek. A kockázatos eszközök iránti kereslet is növekedett az elmúlt időszakban, ami azt eredményezte, hogy a negyedik negyedévben a feltörekvő piaci kötvényalapok tőkebeáramlást könyveltek el (3-13. ábra).

Tartósan laza monetáris politikát vár a piac a fejlett jegybankoktól a kedvezőtlen gazdasági kilátások miatt. A piaci árazásokból az rajzolódik ki, hogy a Fed a jelenlegi kamatszintet körülbelül két évig tartja, ezt követően kezd csak meg a kamatemeléseket, így kissé korábbra árazza az első kamatemelést, mint a szeptember közepi várakozások. Az EKB-val kapcsolatos várakozások hasonlóak, a piaci árazások alapján a jelenlegi kamatkondíciók 2024 közepéig maradhatnak fenn, amely megegyezik a szeptember közepi várakozásokkal.

Az euroövezetben augusztus óta negatív tartományban tartózkodik az infláció. A nyár eleji enyhe növekedést követően augusztusban -0,2 százalékra csökkent az infláció, majd szeptemberben és októberben -0,3 százalékra mérséklődött az infláció az övezet egészét tekintve. Októberben az inflációs ráta az összes euroövezeti tagállamban a 2 százalékos jegybanki cél alatt alakult, tizenegy ország esetében pedig negatív tartományba süllyedt. A maginfláció a júliusban tapasztalt 1,2 százalékról augusztusra 0,4 százalékra, majd szeptemberre és októberre 0,2 százalékra csökkent (3-14. ábra). Tagállami szinten vizsgálva novemberben vegyesen alakult a maginfláció, ami Olaszországban, Spanyolországban, Írországon, Portugáliában, Észtországban, Cipruson és Görögországban negatív tartományban tartózkodik.

Az EKB Kormányzótanácsa decemberi kamatdöntő ülésén változatlanul hagyta az irányadó rátákat, azonban bővítette és meghosszabbította eszközvásárlási programját. Az EKB 500 milliárd euróval 1850 milliárd euróra bővítette vészhelyzeti eszközvásárlási programja keretösszegét, valamint a keretösszeget túl a vásárlások időhorizontját is meghosszabbította, így legalább 2022 márciusáig folytatódhatnak a vásárlások. A lejáró értékpapírokat 2022 vége helyett 2023 végéig újrabefekteti a jegybank. A swap és repo ügyleteit az EKB 2022 márciusáig meghosszabbítja, valamint az EKB döntése alapján a bankok 12 hónappal tovább, 2022 júniusáig tudják igénybe venni a kedvező kondíciójú refinanszírozási műveleteket. A

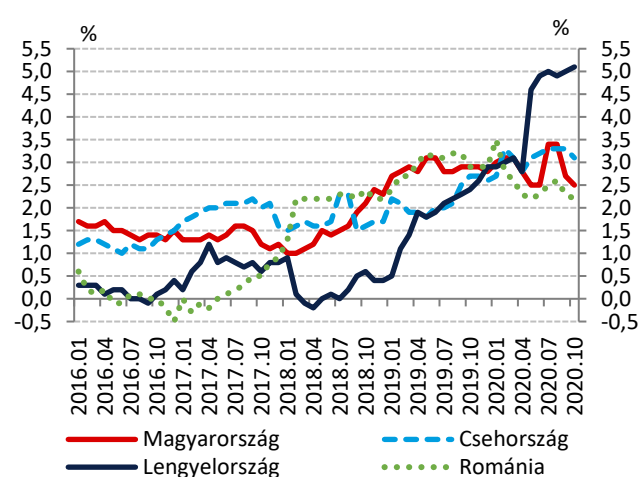
3-15. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban



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

3-16. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiiban



Forrás: Eurostat

korábban bevezetett eszközvásárlási program (APP) keretében történő vásárlások nem módosultak. A jegybank mérlegfőösszege december elejére 6923 milliárd euróra (a GDP 60,2 százalékára) emelkedett. Az EKB mindaddig fenntartja a laza monetáris irányultságát, míg az infláció nem konvergál tartósan a jegybank inflációs céljához. A jegybank emellett kész eszközeinek újabb módosítására, ha szükséges.

Az őszi hónapok során a régiós országok inflációs mutatói vegyes képet mutattak (3-15. ábra). Lengyelországban szeptemberben 3,2 százalékra emelkedett az inflációs ráta, majd októberben 3,1 százalékra, novemberben pedig 2,9 százalékra lassult a fogyasztói árak emelkedésének üteme. Csehországban az augusztusi 3,3 százalékról novemberre 2,7 százalékra mérséklődött az infláció. Romániában az inflációs ráta – az átmeneti nyári emelkedést követően – ismét csökkenő pályára állt: szeptemberben 2,5 százalékra, majd októberben 2,2 százalékra mérséklődött. A maginfláció Romániában mérséklődött, míg Csehországban és Lengyelországban az elmúlt hónapokban megfigyelt szintek körül alakult (3-16. ábra).

A cseh jegybank döntéshozói szeptemberi és novemberi kamatdöntő ülésükön 0,25 százalékon tartották az irányadó rátát. Az új előrejelzés szerint az infláció idén év végén a toleranciasávon belülre csökkenhet, és a következő negyedévekben fokozatosan a 2 százalékos cél közelébe érhet.

A lengyel jegybank decemberi kamatdöntő ülésén nem változtatott a 0,1 százalékos irányadó rátán, emellett az egynapos hitelkamat és a betéti kamat is változatlan szinten maradt. A jegybank közleménye szerint tovább folytatja állampapír-vásárlásait, amelynek célja, hogy a bankszektor hosszú távú likviditási struktúrája megváltozzon, és biztosítva legyen az állampapírok másodlagos piacának likviditása. A jegybank novemberi előrejelzésében az infláció a teljes előrejelzési horizonton a korábban vártnál magasabban alakulhat, azonban így is a tolerancia sávon belülre várják idén és jövőre is.

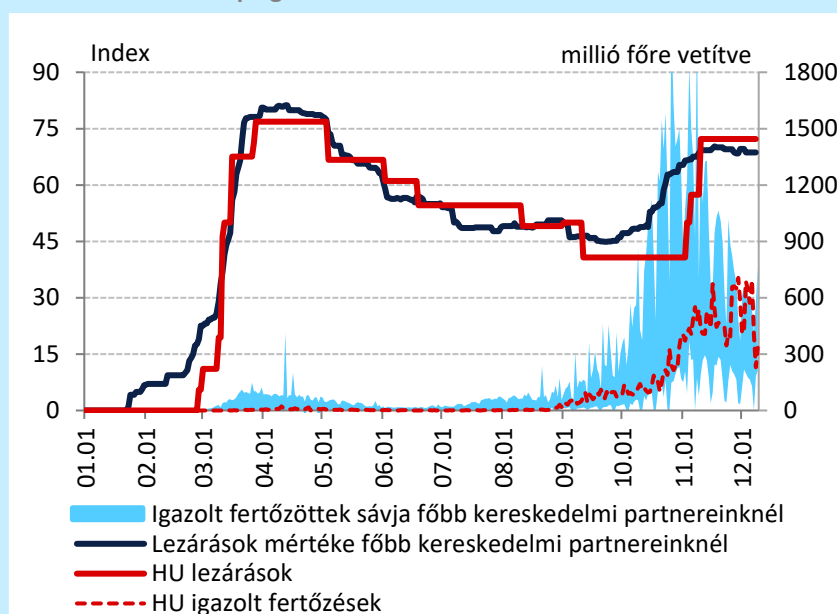
A román jegybank döntéshozói novemberben 1,5 százalékon tartották az irányadó rátát. Ugyanakkor 6 százalékról 5 százalékra mérsékeltek a kereskedelmi bankok külföldi devizában denominált kötelezettségeire vonatkozó kötelező tartalékráta szintjét. További változás, hogy a jegybank a közleményben nem jelezte a koronavírus-járvány káros gazdasági hatásai miatt bevezetett repo műveletek és a másodpiaci állampapír-vásárlások folytatását. A jegybank új előrejelzésében a korábbihoz képest jelentősen lefelé módosította az infláció várható pályáját rövid távon. Az előrejelzési horizonton várhatóan a cél közelében alakulhat a ráta a szintje.

3-1. keretes írás: A koronavírus-járvány két hulláma közötti eltérések

A járvány jelenlegi, második hulláma eltérő karakterisztikákkal rendelkezik, mint a tavaszi első hullám. Jelentős eltérések figyelhetők meg a megbetegedések számát és a gazdasági hatásokat illetően. Az alábbi keretes írásban a jelenleg rendelkezésre álló tényadatok alapján összevetjük a járvány két hullámának hatásait.

A járvány második hulláma érdemben magasabb igazolt fertőzési számokat mutat, azonban a lezárások szigorúsága még nem érte el a tavaszi mértéket (3-17. ábra). A járványhelyzet miatt kialakult válság legmélyebb szakaszát az idei évben a március-április-május hónapok jelentették. A megbetegedésszám emelkedésének hírére a kormányzatok azonnali és nagymértékű szigorításba kezdtek. A gazdaságok közel teljes lezárásának következtében az igazolt fertőzések száma alacsonyan maradt. A járványügyi korlátozások többségének nyár eleji feloldása azonban növelte a lakosság mobilitását, elősegítve a vírus terjedését. Nyár végén-ősz elején a napi új megbetegedések száma meredeken emelkedni kezdett Nyugat-Európában és Észak-Amerikában is. A második hullám érdemben meghaladja az első hullám megbetegedési (és halálozási) számait a nyugat-európai és régiós felvevőpiacokon egyaránt. A vírus terjedésének megfékezésére, valamint az egészségügyi ellátórendszer túlzott leterheltségének elkerülése érdekében október óta több országban is a korlátozások szigorítására mellett döntöttek. Az eddigi korlátozások azonban eddig összességében főbb külkereskedelmi partnereinknél és Magyarországon is enyhébbek, mint tavasszal voltak.

3-17. ábra: A COVID-19 okozta napi igazolt fertőzések számának és a lezárások mértékének alakulása



Megjegyzés: 10 legnagyobb külkereskedelmi partnerünk exportpiaci részesedésével súlyozva.

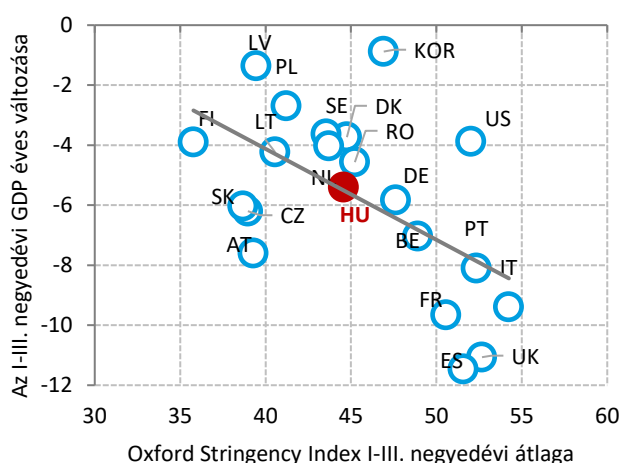
Forrás: Our World in Data

Az első hullámhoz hasonlóan a szolgáltatások teljesítménye a második hullám alatt ismét jelentős visszaesést mutathat, miközben a gazdasági teljesítmény visszaesését tompíthatja, hogy a feldolgozóiparban egyelőre nem látjuk jelét az első hullámban tapasztalt kínálat oldali súrlódásoknak. Tavasszal a közel teljes lezárások következtében az európai államok történetük legmélyebb gazdasági visszaesését élték át. A lakosság óvatos magatartása, illetve az azonnali és nagymértékű hatósági korlátozások együttesen a szolgáltatások teljesítményének drasztikus visszaesését eredményezték. Emellett a termelési láncok befagyásával az ipari termelés is jelentős mértékben csökkent. A mélypontot jelentő hónapokat követően a gazdaságok újraindításával a kezdeti gyors kilábalás a nyár végi hónapokban elakadt. A második hullám megjelenésével ismét jelentős kontrakció várható a negyedik negyedévi gazdasági teljesítményekben, azonban tavaszhoz képest enyhébbek lehetnek a hatások, amit az ágazatok eltérő érintettsége magyaráz. A szolgáltató szektor kilátásai az első hullámhoz hasonlóan romlani kezdtek (3-18. ábra, jobb panel). A feldolgozóiparban továbbra is kitart a kedvezőbb üzleti hangulat (3-18. ábra, bal panel). A termelő vállalatok tavaszi leállásaik során nagyrészt kiépíthették a vírus terjedését megakadályozó infrastruktúrát, így a járvány második hulláma az elsővel ellentétben egyelőre nem okozott érdemi szakadásokat a beszállítói láncokban.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A hazai gazdaság 2020 harmadik negyedében 4,6 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakában mérttől. A bruttó hazai termék hazánkban az európai átlag közelében mérséklődött éves bázison (az eurozóna 4,3 százalékkal, az Európai Unió egésze pedig 4,2 százalékkal zsugorodott). A harmadik negyedévben megindult a járvány okozta válságból való kilábalás: a gazdaság aktivitása a második negyedévben látott mélypont után jelentős korrekciót mutatott. A második negyedévhez képest 11,4 százalékkal bővült a kibocsátás, melyet elsősorban a feldolgozóipari ágazat gyors helyreállása, illetve a régiós viszonylatban nagy súlyú belföldi turizmus kezdeti gyors élénkülése támogatott. Ezzel szemben negatívan hatott a gazdaság teljesítményére az építőipari termelés megtorpanása. Felhasználási oldalról a harmadik negyedévben a háztartások fogyasztása relatíve kedvezően alakult nemzetközi összevetésben, míg a beruházások és a szolgáltatásexport jelentősen visszaestek. A magas frekvenciájú adatok szerint a kilábalás során a gazdasági teljesítmény augusztusban érte el a tetőpontját, ezt követően a gazdasági aktivitás fokozatosan csökkenni kezdett. A gazdasági kilábalás a koronavírus-járvány második hullámának megjelenésével lelassult, a járvány megfékezésére bevezetett újabb jelentős korlátozó intézkedések a gazdasági növekedés helyreállításának elhúzódását okozhatják.

3-20. ábra: Az első három negyedév GDP változása és a kormányzati szigorúság mértéke

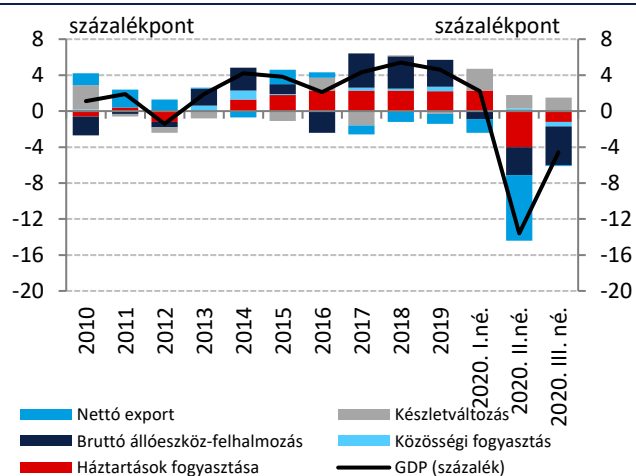


Megjegyzés: Az Európai Unió országai, Dél-Korea és az Egyesült Államok.

Forrás: Oxford University, Eurostat

2020 harmadik negyedében a bruttó hazai termék a nyers adatok alapján 4,6 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, míg szezonálisan igazítva az előző negyedévhez képest 11,4 százalékkal nőtt a GDP. Az érdemi korrekciót a nagysúlyú járműipari ágazat gyors helyreállása támogatta, viszont az építőipar és a szállítás, raktározás ágazat még nem mutatta a kilábalás jeleit. A tavaszi korlátozó intézkedések feloldását követően átmeneti javulást figyelhattunk meg a turizmus, vendéglátás, szórakoztatás területén is, ez azonban szeptemberre elakadt. A hazai gazdaság teljesítménye az európai átlagot enyhén meghaladó mértékben mérséklődött éves bázison. A koronavírus-járvány eltérő ütemben kényszerítette korlátozások alkalmazására az európai országokat. Az első három negyedév egészét tekintve hazánkban a régiós és a fejlett országokhoz viszonyítva a meghozott korlátozó intézkedésekkel arányban esett vissza a kibocsátás (3-20. ábra).

3-21. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás

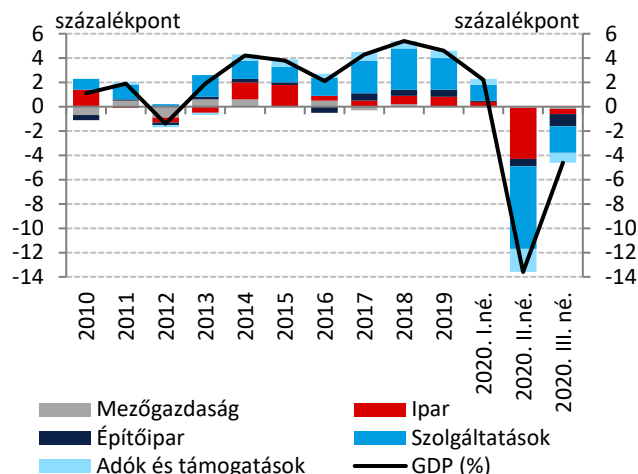


Megjegyzés: A közösségi fogyasztás tartalmazza a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokat. Forrás: KSH

Felhasználási oldalról a gazdaság tavalyitól elmaradó teljesítményét leginkább a beruházások csökkenése eredményezte. A beruházások csökkenése széles bázisú volt, mindhárom szektor (vállalatok, lakosság, állam) hozzájárult a mérséklődéshez. Ezzel szemben, a pozitív készletváltozás tompította a gazdaság zsugorodását. A nettó export csökkenésében továbbra is jelentős szerepe volt a szolgáltatás-külkereskedelem csökkenésének, ugyanis az áruexport mérlege pozitívan járult hozzá a kibocsátáshoz (3-21. ábra).

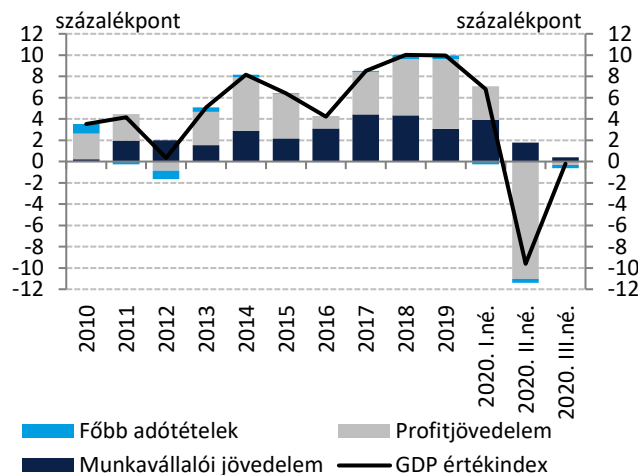
A háztartások fogyasztási kiadásai európai összevetésben csak kis mértékben csökkentek. A fogyasztás relatíve kedvező teljesítményét a válság első hullámára adott viszonylag enyhe munkaerőpiaci reakció támogatta, amihez a kormányzati munkahelyvédelmi intézkedések, a hitelpiac működőképességének fennmaradása, illetve a hiteltörlesztési moratórium is hozzájárult.

3-22. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása



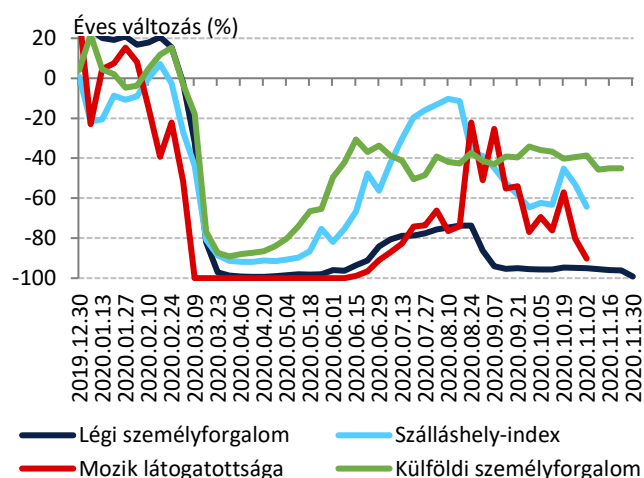
Forrás: KSH

3-23. ábra: A GDP-változás jövedelem oldali felbontása



Forrás: KSH

3-24. ábra: A turisztikai kereslet alakulása

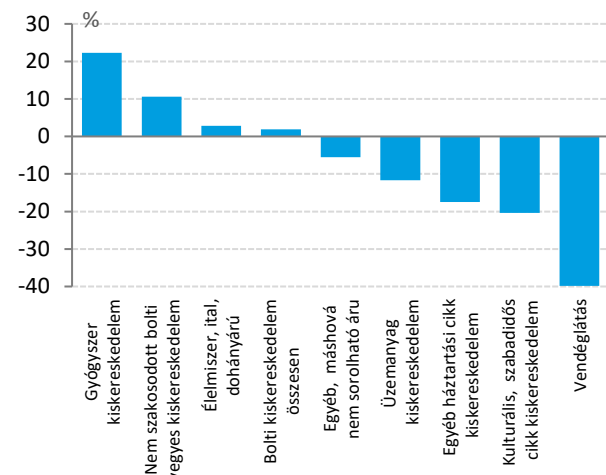


Forrás: Budapest Airport, Filmforgalmazók Egyesülete, NÚSZ Zrt. Üzleti Intelligencia, KSH és Magyar Turisztikai Ügynökség alapján MNB-becslés

A korlátozások feloldásával a lakáshitelezés ismét élénkülést mutatott a negyedév során. 2020 harmadik negyedévében a pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 298 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredményeként, mellyel éves szinten 14 százalékos növekedés valósult meg. Az állomány bővülését a fizetési moratórium miatt lecsökkent amortizáció, valamint a babaváró hitelkibocsátás továbbra is magas volumene érdemben támogatta. A negyedév során 154 milliárd forint értékben kötöttek a fiatal házaspárok babaváró hitelszerződést, mellyel a termék már a hitelintézeti szektor háztartási hitelállományának mintegy 12 százalékát adja. Az izolációs lépések feloldását követően a lakáshitelpiac fokozatosan élénkült, a negyedéves kibocsátás 9 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszaki szintet, a személyi hitelpiac ugyanakkor még jelentősen elmarad a járvány előtti méretétől. A lakáspiac normalizálódásával összhangban 2020 harmadik negyedévében a lakáshitelek iránti keresletélénkülésről számolt be a bankok nettó értelemben vett 84 százaléka a Hitelezési felmérés keretében, és a következő fél évben nettó 10 százalékos további erősödést vár. A fogyasztási hitelek iránti keresletben összességében nem érzékeltek változást a válaszadó intézmények, azonban a következő 6 hónapra előretekintve a bankok nettó 29 százaléka már élénkülést vár. Az államilag támogatott hitelprogramok (CSOK, Babaváró hitel) a következő időszakban is támaszt adhatnak a háztartási hitelezésnek.

Termelési oldalon az építőipar, a szállítás, raktározás és a szálláshely szolgáltatás, vendéglátás ágazatok teljesítettek különösen gyengén, míg a visszaesést legnagyobb mértékben az információ, kommunikáció, illetve a pénzügyi szolgáltatások növekedése mérsékelte (3-22. ábra). A második negyedévben legnagyobb visszaesést elszenvedő ágazatok közül az ipar és a közösségi szolgáltatások látványosan élénkültek. Az ipar esetében, mindez a járvány első akut szakaszában elakadó ellátási láncok helyreállításának és a járműipar talpra állásának volt köszönhető, a közösségi szolgáltatásokat pedig az állami egészségügyi szolgáltatások újraindítása támogatta. Emellett a turizmushoz köthető szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, valamint művészet, szórakoztatás, egyéb szolgáltatás ágazatok teljesítménye is jelentősen korrigált. Ezzel szemben az építőipar teljesítménye az építőipari beruházások mérséklődésével párhuzamosan tovább romlott, valamint a szállítás, raktározás ágazat sem tudott érdemben javulni a második negyedévhez képest. Az információ és kommunikáció szektor a széleskörűen elterjedő otthoni munkavégzés hatására az ágazatok többségével szemben bővülni tudott (+5,3 százalék).

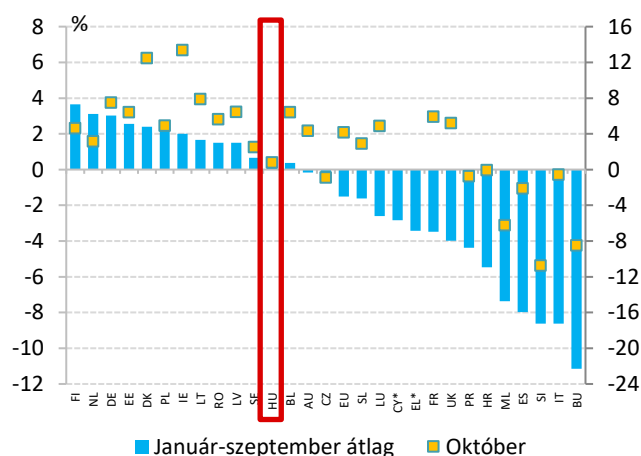
3-25. ábra: A bolti kiskereskedelem és vendéglátás forgalomváltozása, november 1-20



Megjegyzés: Az előző év azonos időszakához képest.

Forrás: KSH

3-26. ábra: A kiskereskedelmi forgalom alakulása az Európai Unióban 2020 első három negyedében és októberben



Megjegyzés: A *-gal jelölt országok adatai október hónapra még nem elérhetőek. Szezonálisan igazított adatok. Éves változás

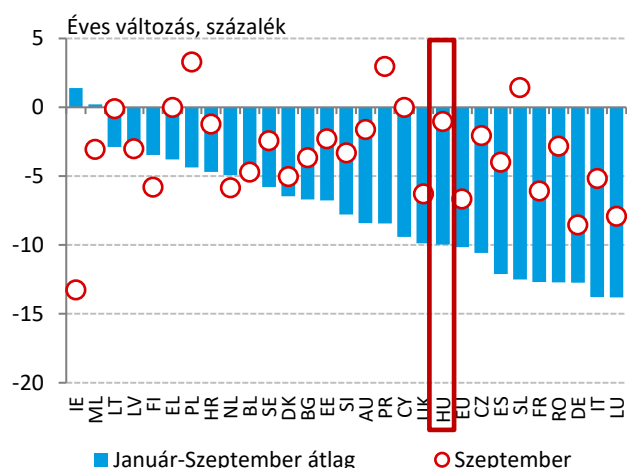
Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás.

A GDP megközelítette az egy évvel korábbi nominális szintjét a harmadik negyedévben, amihez a profitjövödelmekben bekövetkezett korrekció járult hozzá meghatározó mértékben. A munkavállalói jövedelmek enyhén emelkedtek éves bázison, amihez a válságra adott enyhe munkaerőpiaci reakció, a bérek emelkedése és a munkahelyvédelmi intézkedések is támogattak (3-23. ábra).

A turisztikai ágazatnak és a szórakoztató iparnak a részleges korrekcióját figyelhettük meg a nyári hónapokban a korlátozások oldódásának hatására, azonban az ágazatok teljesítménye a járvány második hullámával visszafordult (3-24. ábra). Vendégéjszakák számát tekintve júliusra az áprilisi mélypont forgalomkiesésének kétharmada visszaépült, ugyanakkor a harmadik negyedévben továbbra is 42 százalékkal maradt a forgalom az egy évvel korábbi szintjétől. A szálláshelyek belföldi eredetű kereslete augusztusra tavalyi forgalmának 98 százalékáig korrigált, viszont a külföldi vendégéjszakák számában csak mérsékelt korrekciót figyelhettünk meg. Szeptemberben az utazási korlátozások visszatérésével ismét visszaesett a vendégforgalom. A hazai turisztikai kereslet a korlátozó intézkedések oldódásával a második hullám után is gyors ütemben térhet vissza, azonban a nemzetközi turizmus kilábalása akár évekig is eltarthat, amit a koronavírus-járvány következtében megváltozó fogyasztási és utazási szokások is befolyásolhatnak. A kulturális terek kihasználtságát a mozik forgalmával közelíthetjük, melyek árbevétele augusztus végén már a tavalyi szint 80 százalékát elérte, majd novemberre ismét tavalyi forgalmának 10 százalékára esett vissza. A budapesti repülőtér forgalmi statisztikái alapján augusztusra a tavalyi szint 25 százalékáig emelkedett a nemzetközi utasszám, majd augusztus végén és szeptember elején lényegében két hét alatt a járvány első, akut szakasza során megfigyelt szintekre esett vissza a forgalom. A közúton érkező külföldi eredetű személyforgalom a tavalyi szint 50-60 százalékán tartózkodott a harmadik negyedévben egészen november elejéig. A szeptember elsejével bevezetett határzár következtében a turisztikai kereslet kilábalása még a korábban vártnál is lassabb lehet.

A kiskereskedelmi forgalom a nyári hónapokra elérte a tavalyi szintjét, majd azóta enyhén elmarad attól. Július óta ismét negatív dinamikát figyelhetünk meg a tartós termékek forgalmában, de a nem-tartós és féltartós termékértékesítések növekedési üteme is mérséklődött. A csomagküldő és internetes kiskereskedelmi forgalmi dinamikája a tavaszi lezárások elmúltával jelentősen mérséklődött, majd augusztusban és szeptemberben ismét emelkedni kezdett. Az év utolsó hónapjaiban – a járvány második hullámának következtében – a kiskereskedelmi

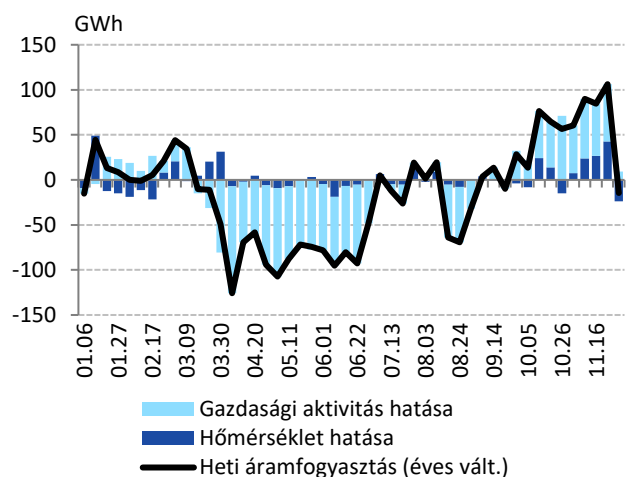
3-27. ábra: Az ipari termelés alakulása az Európai Unióban 2020 első három negyedében és szeptemberben



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján.

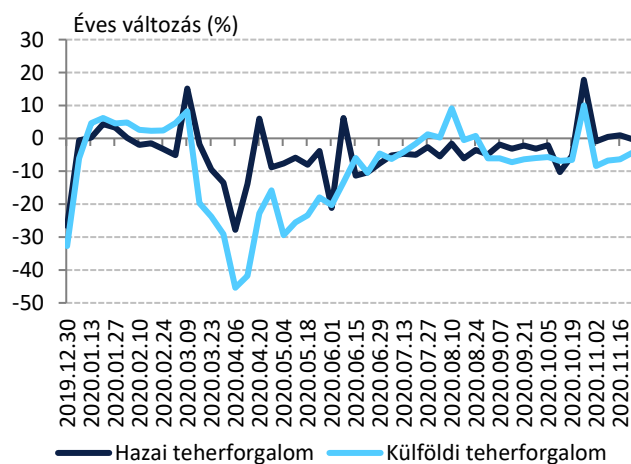
Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás.

3-28. ábra: Heti áramfogyasztás éves változása



Forrás: ENTSO-E alapján MNB becslés

3-29. ábra: Közúti teherforgalom változása



Forrás: NÚSZ Zrt. Üzleti Intelligencia, MNB-számítás

forgalom tavaszi időszakhoz hasonló átrendeződését várjuk, melyben nagyobb hangsúlyt kaphat az online tér. Októberben a kiskereskedelmi forgalom volumene 2,4 százalékkal csökkent (szeptemberben -1,6 százalék) 2019 azonos időszakához képest. Októberben ismét csökkent a gépjármű és járműalkatrész forgalom is (-18,2 százalék) valamint már a vendéglátás forgalmában is látszik a koronavírus-járvány második hullámának hatása (november 27-éig -39,8 százalék) (3-25. ábra).

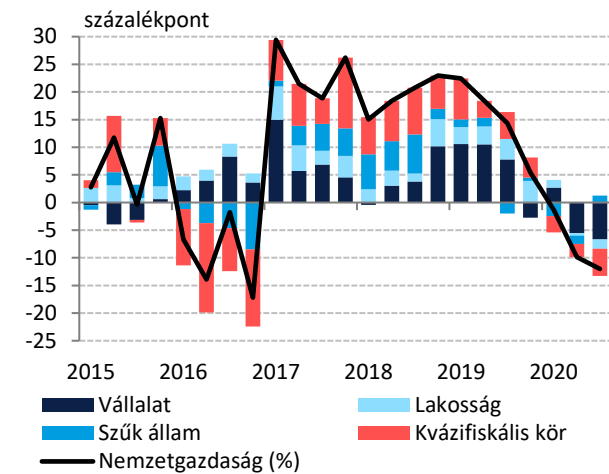
A rendelkezésre álló nemzetközi adatok alapján a magyar kiskereskedelmi forgalom változása az európai országok középmezőnyében alakult az év eddigi szakaszát tekintve. Összességében 2020 első három negyedében hazánkban enyhén, 0,5 százalékkal bővülni tudott a kiskereskedelmi forgalom szintje az elmúlt év azonos időszakához képest, amivel az európai országok középmezőnyében helyezkedünk el (3-26. ábra).

Az ipari termelésben a legnagyobb hazai járműgyárak áprilisi leállását és a világgazdasági kilátások jelentős romlását követően számottevő korrekciót figyelhattunk meg, a termelés volumene a harmadik negyedében mindössze 2,6 százalékkal maradt el egy évvel korábbi szintjétől (3-27. ábra). Az ipari teljesítmény javulása Európa-szerte jellemzően a külpiacra termelő ágazatok korrekciójának köszönhető. Augusztustól már a nagy súlyú járműgyártás is bővülni tudott, szeptemberben 7,8 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbi szintet. A hazai exportértékesítések szeptemberben már enyhén a tavalyi szintek felett tartózkodtak, valamint az exportrendelések is korrigáltak. Az ipari termelés októberben 0,6 százalékkal múlta fölül a tavalyi szintjét az előzetes nyers adatok alapján.

Az energiafelhasználási adatok arra engednek következtetni, hogy a járvány első hulláma alatt nem sérültek az ipari kapacitások, az energiafelhasználás szeptember vége óta jellemzően meghaladta a tavalyi szintet (3-28. ábra). Az ipari kibocsátásban megfigyelt korrekció ellenére novemberben a legnagyobb exportvállalatok közel harmada érzékelt keresletiányt, amely akadályozhatja termelésük növelését. Hosszabb távon az ipari termelés helyreállítását alapvetően meghatározza a világgazdaság kilábalásának mintázata és üteme, a termelő vállalatok beszállítói láncokban elfoglalt helye, illetve a megváltozó fogyasztói trendek.

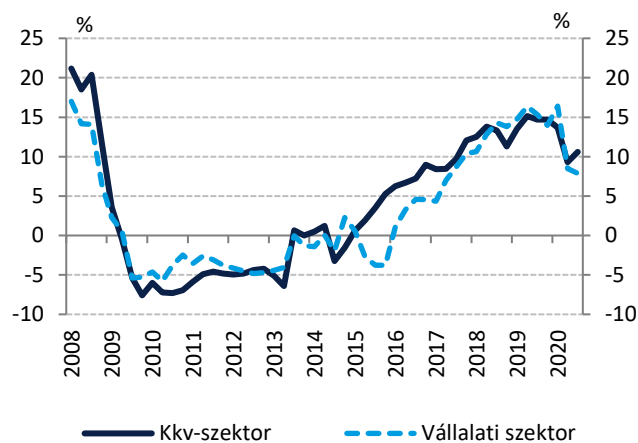
A közúti teherforgalom volumene a hazai ipari teljesítmény mellett a logisztika (szállítmányozás, raktározás) alakulásáról adhat képet, mely az ágazatok elhúzódo helyreállításáról tanúskodik (3-29. ábra). A járvány hatására jelentősen visszaeső külföldi eredetű teherforgalom

3-30. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH

3-31. 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.

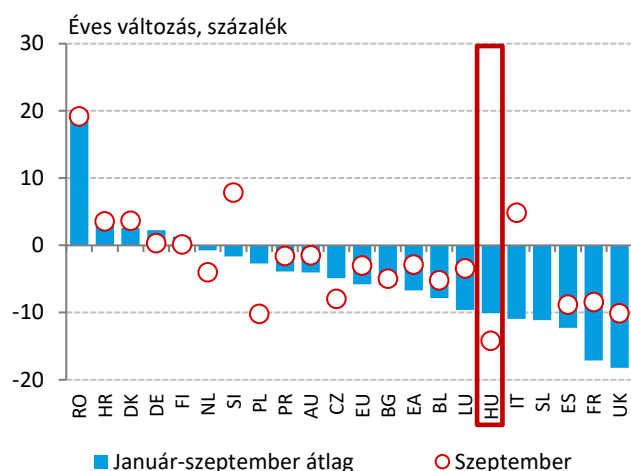
Forrás: MNB

augusztusra korrigált, ugyanakkor az őszi hónapokban ismét a tavalyitól elmaradó aktivitást figyelhetünk meg a szállítmányozásban. A hazai közúti teherforgalom visszaesése mérsékeltebb volt, de a korrekció is visszafogottabban alakult a nyári hónapokban. A teher- és személyforgalom október végi kiszúrása naptárhatásnak köszönhető (mindenszentek ünnepe hétvégére esett). Az őszi hónapok alatt a külföldi eredetű forgalom 5, míg a hazai eredetű forgalom 1 százalékkal maradt el átlagosan a tavalyi teljesítményétől. Az ágazat helyreállása az ipari termelés felfutásával összhangban ment végbe, azonban a tavalyi szinteknél alacsonyabb őszi forgalom a kilábalás elakadására utalhat.

A nemzetgazdasági beruházások volumenének a második negyedévben elkezdődött csökkenése a harmadik negyedévben is folytatódott. Az előző év azonos időszakához viszonyítva 12 százalékkal mérséklődött a beruházási aktivitás (3-30. ábra). A visszaeséshez elsősorban az építési beruházások csökkenése járult hozzá, míg a gép- és berendezésberuházások mérsékelten csökkentek. 2020 harmadik negyedévében tovább mérséklődtek az állam és az államhoz köthető vállalatok beruházásai az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg a lakosság beruházási aktivitása ennél visszafogottabban csökkenhetett.

A vállalati hiteldinamika közel 8 százalékot ért el a harmadik negyedévben. A vállalati hitelállomány a teljes pénzügyi közvetítőrendszer mérlegében 305 milliárd forinttal növekedett 2020 harmadik negyedévében, mellyel az éves növekedési ütem 7,9 százalékot tett ki (3-31. ábra). A vállalati hitelezésen belül a kkv hitelállomány éves növekedési üteme előzetes adatok alapján 10,6 százalék volt szeptemberben, melyet az NHP Hajrá keretében a negyedév során megkötött mintegy 570 milliárd forint értékű szerződés érdemben támogatott. 2020 harmadik negyedévében széles bázisú növekedés valósult meg, a legnagyobb állománynövekedés az ingatlanügylek és a kereskedelem és gépjárműjavítás ágazatban volt. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett fele a kereslet élénküléséről számolt be a negyedévben. Minden vállalatméret kategóriában, illetve a rövidebb és hosszabb lejáratú hitelek esetében is a kereslet élénkülését tapasztalták, és a következő fél évre előretekintve a bankok további keresletélénkülést valószínűsítene. Az üzleti célú ingatlanhitelek iránt azonban a kereslet visszaesését jelezte a bankok nettó értelemben vett 15 százaléka a negyedévben, s előretekintve sem várják a részpiacra a kereslet érdemi megváltozását.

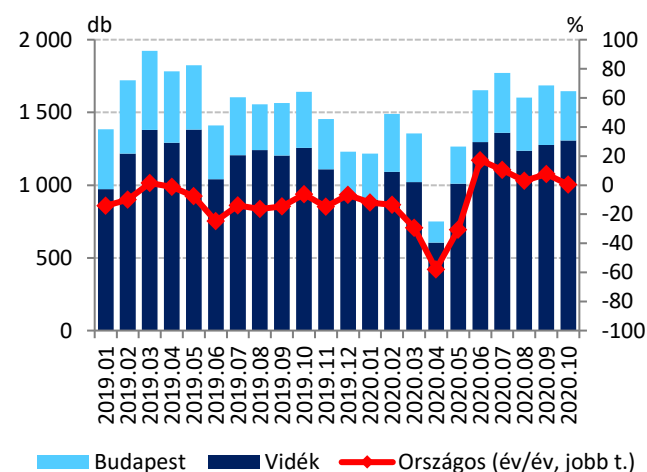
3-32. ábra: Az építőipari termelés alakulása az Európai Unióban 2020 első félévében és szeptemberben



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján.

Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás

3-33. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban



Forrás: MNB, Lakásügyi közvetítői adatbázis

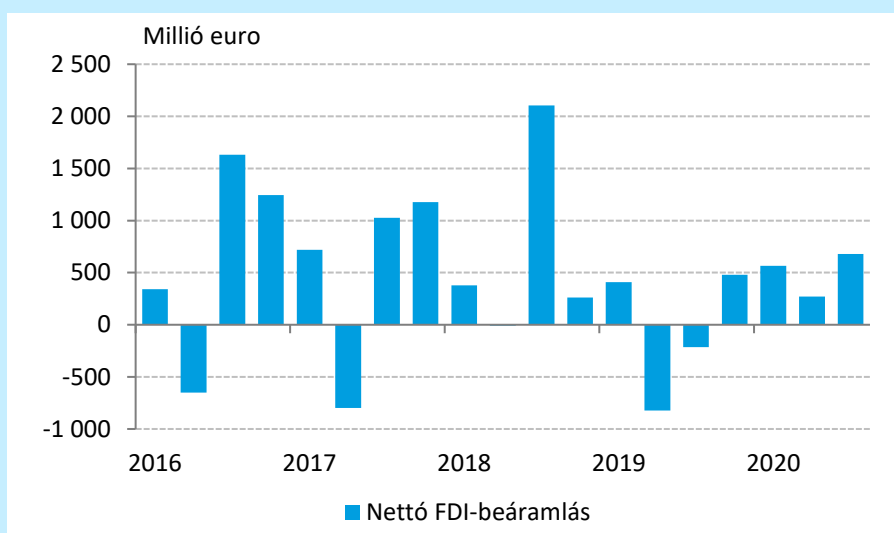
Az építőipari termelés volumene 2020 harmadik negyedévében, a második negyedévi visszaesést meghaladva, 16,5 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A két főcsoport közül az épületek 15,0 százalékkal, az egyéb építményeké 17,5 százalékkal mérséklődött. A rendelkezésre álló európai adatok alapján a hazai építőipari termelés dinamikája január és szeptember között az európai átlag alatt alakult (3-32. ábra). Szeptemberben 14,7 százalékkal csökkent a kibocsátás volumene éves bázison, valamint a hó végi építőipari szerződésállomány 16 százalékkal maradt el az egy évvel korábbi szintjétől. Az építőipari szerződésállomány folyamatosan mérséklődik tavaly április óta és a csökkenést az elsősorban az államhoz köthető egyéb építményekre vonatkozó szerződésállomány visszaesése okozza.

Nyáron érdemben bővült a lakáspiaci tranzakciók száma, októberben azonban megszakadt a lakáspiaci élénkülés a fővárosban. A koronavírus-járvány első hullámának terjedése és a kezelésére hozott intézkedések a piaci aktivitás hirtelen és drasztikus visszaesését eredményezték, április folyamán érdemben kevesebb tranzakció valósult meg, mint 2019 ugyanezen időszakában. Az áprilisi mélypont után a hazai lakáspiac fokozatos élénkülést mutatott, a lakáspiaci közvetítők által kötött adásvételek száma a nyári hónapokban már meg is haladta az egy évvel korábbi értékeket (3-33. ábra). 2020 októberében azonban megszakadt a megelőző hónapokban tapasztalt lakáspiaci élénkülés a fővárosban. A tranzakciók száma éves összevetésben Budapesten 11,9 százalékkal csökkent, vidéken pedig 4,0 százalékkal emelkedett októberben. A fővárosi adásvételek számának mérséklődésében már szerepet játszhatott az október folyamán bejelentett otthonteremtési intézkedések miatti kivárás. 2020 második negyedévében országos átlagban 2,3 százalékkal emelkedtek nominálisan a hazai lakások az MNB lakásárindex értékei szerint, Budapesten azonban jelentős mértékű, 5,6 százalékos mérséklődés volt megfigyelhető. Előzetes adatok alapján a harmadik negyedévében országos átlagban folytatódott a lakások emelkedése, mintegy 2,2 százalékkal, a fővárosban pedig kismértékű, 0,3 százalékos csökkenés volt tapasztalható.

3-2. keretes írás: Az elmúlt időszakban bejelentett vállalati nagyberuházások

A járvány által okozott bizonytalanság ellenére hazánkban az előző negyedévekben is tovább folytatódott a működőtőke-beáramlás. A koronavírus-járvány és a következtében kialakult gazdasági válság érdemi bizonytalanságot eredményezett a gazdasági szereplők számára. A kedvezőtlen gazdasági környezetben számos vállalat bevétele csökken, így a tervezett beruházások elhalasztásra kerülhetnek vagy akár el is maradhatnak. A külföldi beruházók számára ugyanakkor Magyarország továbbra is vonzó célpont maradt: a nettó FDI-beáramlás 2020 mindhárom negyedévében pozitívan alakult (3-34. ábra).

3-34. ábra: A nettó FDI-beáramlás alakulása



Forrás: MNB

Az elmúlt hónapokban számos új nagyberuházás került bejelentésre, amelyek a jövő évtől hozzájárulnak a vállalati beruházások bővüléséhez. A járműiparban, különösen az elektromobilitás területén jelenleg is több nagy volumenű fejlesztés zajlik. A hazánkban létesülő akkumulátorgyárak (SK Innovation, Samsung SDI, GS Yuasa, Inzi Controls) mellett egyre több olyan beruházás érkezik, ami akkumulátorokhoz vagy elektromos autók gyártásához szükséges alkatrészek előállítását teszi lehetővé.

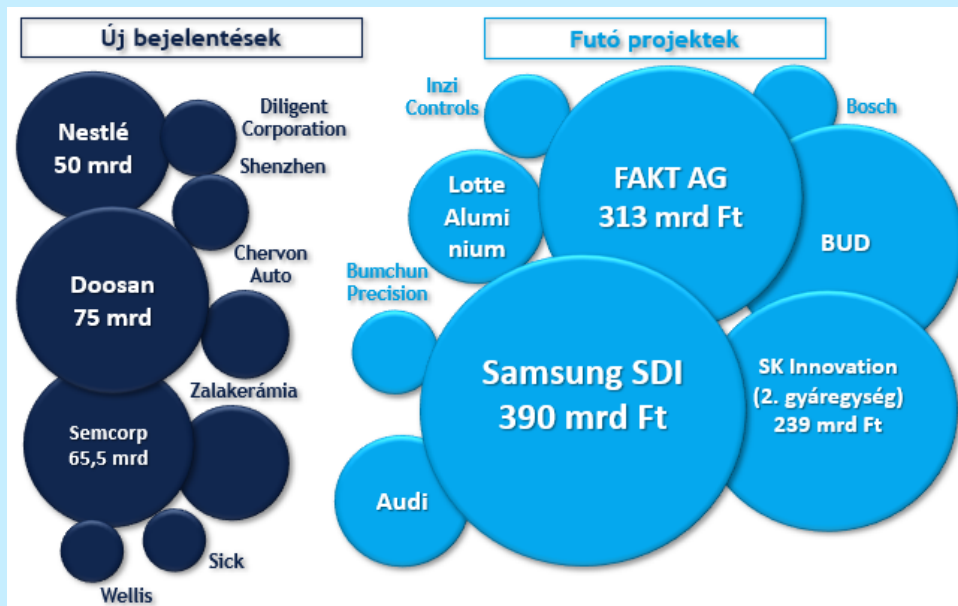
A negyedik negyedévben több mint 280 milliárd forint értékben jelentettek be új beruházásokat, amelyek több mint 60 százaléka járműipari fejlesztés (3-35. ábra). A dél-koreai Doosan idén nyitotta meg első európai gyárát Magyarországon. Az elektromos járművek és akkumulátorok iránti növekvő keresletre reflektálva a vállalat vezetői egy újabb európai gyár megépítése mellett döntöttek, melynek helyszínéül ismét hazánkat választották. A 75 milliárd forintos, 2022-re megvalósuló beruházás 200 új munkahelyet teremt, és az akkumulátorokhoz szükséges vörösréz fólia gyártási kapacitást két és félszeresére növeli.

A járműiparral kapcsolatos új fejlesztések tovább erősítik hazánk pozícióját az elektromobilitás terén. A sanghaji központú Semcorp Magyarországon hozza létre első Kínán kívüli gyárát, 65,5 milliárd forintos beruházással. Debrecenben az elektromos autók akkumulátoraihoz szükséges szeparatórfóliákat gyártanak majd. A beruházás 440 új munkahelyet teremt. A Semcorp-hoz hasonlóan a Chervon Auto is hazánkat választotta első Kínán kívüli üzemének helyszínéül. A 17,5 milliárd forintból felépülő miskolci gyárban hagyományos, valamint elektromos és hibrid járművekhez gyártanak majd alkatrészeket. A beruházással 150 új munkahely jön létre. A szintén kínai Shenzhen Kedali Industry pedig 11 milliárd forintból építi fel magyarországi üzemét, ahol akkumulátorkomponensek készülnek majd. A szigorodó környezetvédelmi szabályozás következtében az autóipar jelentős mértékben átalakul a jövőben, egyre fontosabbá válnak az alternatív technológiák a hagyományos meghajtással szemben. A már megvalósult és folyamatban lévő járműipari beruházási projektek mellett ezek az új fejlesztések tovább erősítik hazánk pozícióját az elektromobilitás terén.

Az elmúlt időszakban nemcsak járműipari vállalatok döntöttek a fejlesztés mellett. A Nestlé Hungária októberben jelentette be, hogy 50 milliárd forint értékű beruházással bővíti büki állateledel-gyártóközpontját. A fejlesztés a vállalat

eddig legnagyobb beruházása lesz, és 160 új munkahelyet teremt. A gyárépítések és kapacitás-bővítések mellett a szolgáltató szektorba is érkezik egy jelentős beruházás. Az amerikai, vállalatirányítást támogató rendszerekkel foglalkozó Diligent Corporation 11,3 milliárd forintból új globális termék innovációs központot hoz létre Budapesten. A beruházás 300 felsőfokú végzettséget igénylő új munkahelyet teremt, ami támogatja hazánk azon törekvését, hogy az ide érkező beruházások egyre magasabb hozzáadott értéket képviseljenek.

3-35. ábra: Az elmúlt időszakban bejelentett nagyberuházások



Megjegyzés: A buborékok mérete a beruházások összértékének nagyságát fejezi ki.

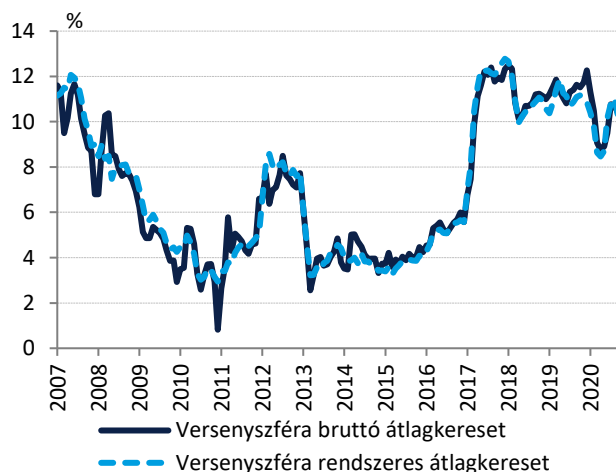
Forrás: HIPA, sajtóinformációk

A bejelentett új beruházások a jelenleg is futó fejlesztések mellett támogatják a vállalati beruházások bővülését a következő évtől kezdődően. A gyárépítések és kapacitás-bővítések azonban nemcsak a beruházások növekedéséhez járulnak hozzá, hanem a fejlesztések lezárultát követően bővülnek a hazai export kapacitások is. A kivitel élénkülésének következtében exportpiaci részesedésünk is emelkedhet. Így a beruházások hosszabb távon is támogatják a gazdasági növekedést.

3.3. Munkaerőpiac

2020 harmadik negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 10,4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A bérezési folyamatokban továbbra is jelen vannak statisztikai torzító hatások, ezeknek a mértéke azonban csökkent a második negyedévhez képest. A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma átlagosan 4 millió 486 ezer volt a harmadik negyedévben, ami mindössze 35 ezer fővel maradt el az előző év azonos időszakától. A második hullám negatív gazdasági hatása már tetten érhető a foglalkoztatottak számának októberi csökkenésében. Novemberben különösen a szolgáltató szektor foglalkoztatottságára vonatkozó várakozások romlottak.

3-36. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

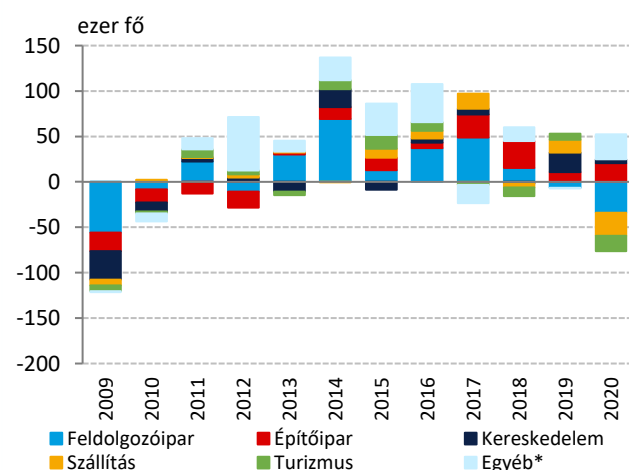
Forrás: KSH

3.3.1. Bérek

2020 harmadik negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 10,4 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, enyhén meghaladva a második negyedév átlagát (3-36. ábra). A rendszeres átlagkereset 10,3 százalékkal nőtt éves alapon, így a prémiumkifizetések nem tértek el érdemben az előző évben regisztrált mértéktől.

A versenyszférán belül a feldolgozóiparban gyorsult, a piaci szolgáltató szektorban lassult a bérnövekedés üteme az előző negyedévhez képest. A feldolgozóiparban 9,6 százalékkal, a piaci szolgáltatások körében 11,2 százalékkal voltak magasabbak a keresetek a harmadik negyedévben, mint egy évvel ezelőtt. A járvány által leginkább érintett szolgáltató ágazatokban (szálláshelyszolgáltatás, vendéglátás; egyéb szolgáltatás) az éves bérnövekedés 6 százalék alá került.

3-37. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati felbontása



Megjegyzés: *mezőgazdaság, egyéb ipari és piaci szolgáltató ágazatok. A 2020-as év esetén az I-III. negyedév átlaga áll rendelkezésre.

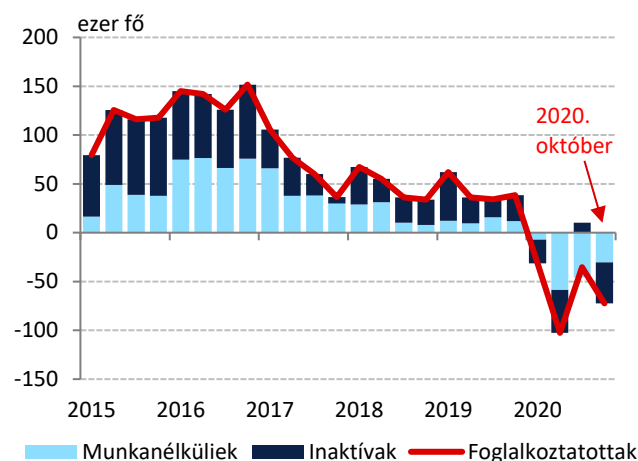
Forrás: KSH

3.3.2. Foglalkoztatás és munkanélküliség

A koronavírus-járvány első hullámának hatására megváltozó gazdasági körülményekhez a vállalatok főként a foglalkoztatottak munkaidejének (ledolgozott munkaórák számának) mérséklésével, de elbocsátásokkal is alkalmazkodtak (a témával bővebben a 3-3. keretes írás foglalkozik). A harmadik negyedévben viszont a ledolgozott munkaórák már jelentős korrekciót mutattak, és mind a munkaórákban, mind a létszámban történő alkalmazkodás enyhült.

A Munkaerő-felmérés szerint a foglalkoztatás mindössze 35 ezer fővel maradt el 2020 harmadik negyedében az előző év azonos időszakától. A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma átlagosan 4 millió 486 ezer volt ezekben a hónapokban. A közfoglalkoztatottak száma 16 ezer fővel, a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 21 ezer fővel mérséklődött éves alapon. A versenyszféra foglalkoztatás 0,4 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, negyedéves összevetésben pedig 2 százalékkal emelkedett. A versenyszférán belül az építőiparban, a kereskedelemben és az információ, kommunikációs ágazatban emelkedett a létszám éves

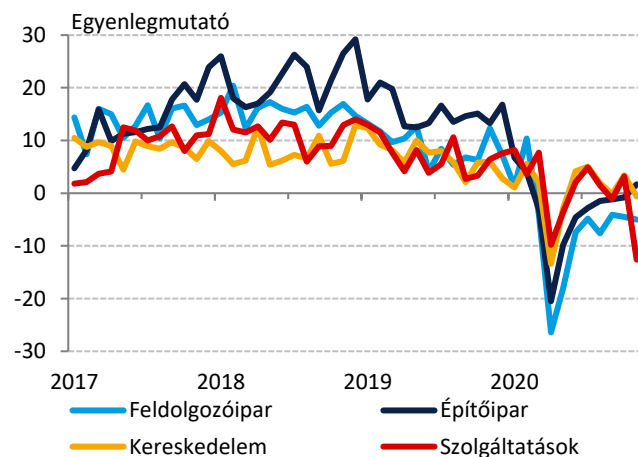
3-38. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



Megjegyzés: 2020. IV. negyedéve helyett október havi adatok állnak rendelkezésre. A munkanélküliek és az inaktívok számának változása ellentétes előjellel szerepel.

Forrás: KSH

3-39. 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

alapon, míg a feldolgozóiparban és egyes piaci szolgáltatások esetében (turizmus, szállítás) csökkent (3-37. ábra). Az építőiparban 368 ezer fő, a kereskedelemben 585 ezer fő, a feldolgozóiparban 962 ezer fő, a szállító ágazatban 267 ezer fő volt a foglalkoztatottak száma a harmadik negyedévben.

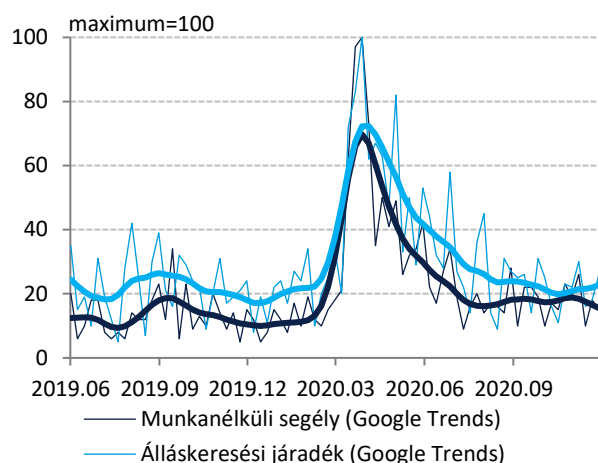
2020 októberében a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma 4 millió 451 főre mérséklődött, ami az előző év azonos időszakához képest 72 ezer fős csökkenést jelent (3-38. ábra). A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta a harmadik negyedéves 4,4 százalékról októberben 4,3 százalékra mérséklődött. Nemzetközi összehasonlításban ugyanakkor továbbra is alacsonynak tekinthető a hazai munkanélküliség.

A foglalkoztatás csökkenése a koronavírus-járvány első hullámához hasonlóan nem járt párhuzamosan a munkanélküliség növekedésével. Az állásvesztők – statisztikai módszertan következtében – a munkanélküliek helyett ideiglenesen az inaktívok számát emelték (ld. 3-3. keretes írást). Ennek oka, hogy a Munkaerő-felmérés – nemzetközi összehasonlításához harmonizált – definíciója azt tekinti munkanélkülinek, akinek nincs munkája, de az elmúlt 4 hétben aktívan keresett munkát, és ha találna, két héten belül munkába is tudna állni.

Az ESI – konjunktúra hangulatot monitorozó – vállalati felmérése szintén a foglalkoztatás negyedik negyedévi visszaesését vetíti előre. A következő 3 hónapra vonatkozó foglalkoztatási várakozások októberben még vegyes képet mutattak az ágazatokról, novemberben azonban már jelentősen romlottak a kilátások, különösen a szolgáltató szektorban (3-39. ábra). A feldolgozóiparban és a kereskedelemben kisebb mértékű létszámleépítést terveznek a vállalatok.

Az előző mutatókkal ellentétben a munkanélküliséghez kapcsolódó Google-keresésekben és a regisztrált álláskeresők számában még nem jelentkeztek a második hullám negatív hatásai (3-40. ábra). A Google Trends indikátorok (munkanélküli segély, valamint álláskeresői járadék) március végén, április elején tetőztek, jelenleg a historikus átlag közelében alakulnak. A regisztrált álláskeresők száma a júniusi csúcspontot követően folyamatosan mérséklődött, ugyanakkor novemberben még 57 ezer fővel volt magasabb, mint egy évvel korábban.

3-40. ábra: Google-keresések a munkanélküliséghez kapcsolódó kifejezésekre



Megjegyzés: A Google a keresett kifejezés relatív gyakoriságát teszi közzé, a legmagasabb értéket 100-nak veszi. A vastagabb vonalak a volatilitástól szűrt trendet mutatják.

Forrás: Google

3-3. keretes írás: Munkaerőpiaci alkalmazkodás a járvány első hullámában

A koronavírus-járvány megjelenésével gyorsan megváltozott a gazdasági helyzet, így a vállalatok rövid időn belül a munkaerőpiacon is alkalmazkodni kényszerültek. Az alkalmazkodásnak több csatornája is létezik, a létszám csökkentése esetén a jövedelmezőség tartósabb romlására számítanak, míg a munkaórák visszafogása inkább a vállalati profit rövidebb távú, ideiglenes visszaesésére utal. Az elmúlt időszak adatai alapján áttekintjük, hogy az első hullám milyen változásokat hozott a munkaerőpiacon. A gazdaság hirtelen leállásával a vállalatok egy része elbocsátásokra kényszerült, a foglalkoztatás áprilisban érte el mélypontját. A Munkaerő-felmérés szerint ebben a hónapban a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma 4 millió 368 ezer főre csökkent, ami 136 ezer fővel maradt el az egy évvel korábbi értékétől. Az állásukat veszítők többsége statisztikailag inaktívnak minősült, nem pedig munkanélkülinek, mivel a kijárási korlátozások következtében nem tudtak aktívan munkát keresni. A következő hónapok során az inaktívak munkaerőpiacra való visszatérésével a foglalkoztatás gyors korrekciót mutatott, így a második negyedév átlagában mindössze 103 ezer fővel mérséklődött éves alapon.

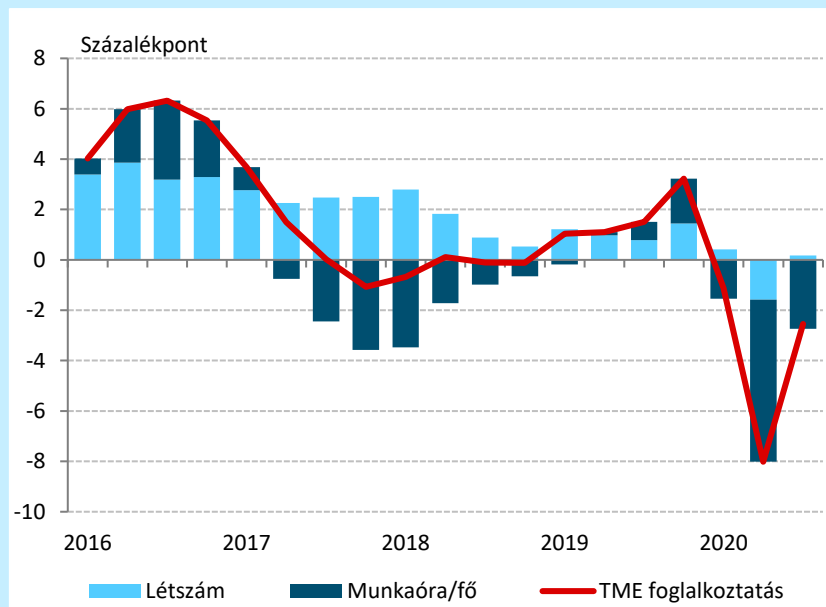
A foglalkoztatási hatásokat a kormányzat munkaerőpiaci programjai tompították, a bértámogatások összesen közel 280 ezer fő munkavállalásához nyújtottak segítséget. A programokra való jelentkezés augusztus végén lezárult, a vállalatok a munkahelyek megtartására legfeljebb 3 hónapra, új munkahelyek teremtésére legfeljebb 6 hónapra kérhettek támogatást. A legnagyobb kereslet a csökkentett munkaidőre vonatkozó munkahelyvédelmi bértámogatásra mutatkozott, a vállalatok mintegy 207 ezer alkalmazott támogatását kérelmezték április és augusztus között. A gazdaság visszaesésekor kiemelten fontos cél, hogy a munkaerőpiac ne szenvedjen el tartós foglalkoztatási veszteséget, ami tovább lassítaná a kilábalást. A munkahelyek megőrzését támogatva, a gazdaságpolitika a munkaórák csökkentésének irányába terelte a versenyszférát.

A munkaerőpiaci alkalmazkodás nagyobb arányban jelentkezett a munkaidő rövidítésében az első hullám alatt. A vállalatok profithelyzetüktől függően igyekeztek megtartani a dolgozóikat, és inkább a ledolgozott munkaórák számát mérsékeltek. A második negyedév során sokan távol maradtak a munkájuktól, azaz a megkérdezett héten egyáltalán nem (0 órát) dolgoztak. A Munkaerő-felmérés szerint ők foglalkoztatottnak minősülnek, mivel csak ideiglenesen nem vették fel

a munkát, a távollét okait vizsgálva gazdasági és egyéb, ismeretlen okból 168 ezer fővel többen voltak, mint egy évvel korábban. Emellett a részmunkaidős foglalkoztatottak száma is mintegy 49 ezer fővel emelkedett.

A hazai versenyszférára vonatkozó teljes munkaidő egyenértékes (TME) foglalkoztatás 8 százalékkal csökkent a második negyedévben, ebből az egy főre jutó munkaórák visszaesése 6,4 százalékpontot, míg a létszám csökkenése mindössze 1,6 százalékpontot magyarázott (3-41. ábra). Az alacsonyabb munkaidőben történő foglalkoztatás következményeként a foglalkoztatottak száma – főben kifejezve – nem nyújt teljes képet a versenyszféra munkafelhasználásáról. Ezzel szemben a TME létszám megmutatja, hogy a foglalkoztatottak a ledolgozott munkaóráik alapján mennyi teljes munkaidőben (heti 40 órában) dolgozó munkáját végezték el összesen. A létszám és a TME foglalkoztatás között érdemi különbség alakulhat ki, amennyiben az egy főre jutó munkaórák száma jelentősen megváltozik.

3-41. ábra: A teljes munkaidő egyenértékes (TME) foglalkoztatás éves változásának felbontása



Megjegyzés: Versenyszféra, külföldi telephelyen dolgozók nélkül.

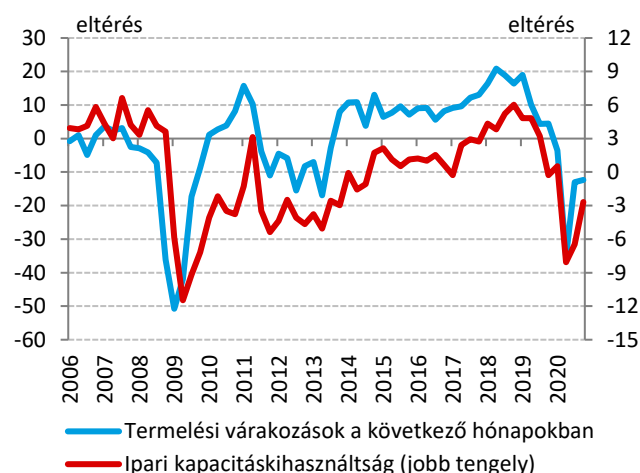
Forrás: KSH alapján MNB-becslés

A járvány első hullámának lecsengésével a munkaerőpiaci alkalmazkodás is számottevően enyhült, azonban a második hullám a helyreállítás megtorpanását eredményezi. A TME foglalkoztatás éves változása a második negyedévi -8 százalékos követően -2,6 százalékos alakult a harmadik negyedévben. A munkaerőpiaci helyzet mind a munkaórákban, mind a létszámban gyors javulást mutatott. Azonban a tavaszi időszakban meggyengült profithelyzetű vállalatok a szolgáltatások és a tartós fogyasztási cikkek iránti kereslet újabb gyengülésével szembesülnek, aminek hatására – a kormányzati intézkedések kifizetésével – a munkaerőpiaci alkalmazkodás ismét felerősödhet. Az eddig bejelentett, munkaerő megtartását támogató, új intézkedések célzottan, ágazatok szűkebb körére vehetők csak igénybe.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A koronavírus-járvány első hullámának lecsengése a hazai GDP jelentős korrekcióját eredményezte 2020 harmadik negyedévében. Ezzel összhangban becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója javult, de továbbra is negatív tartományban van. A ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi, a keresleti és kínálati hatások számszerűsítése és szétválasztása komoly kihívást jelent. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága enyhén javult a harmadik negyedévben. Várakozásunk szerint a hazai gazdaság talpra állása a negyedik negyedévben megakad, majd a következő évben elhúzódó kilábalásra számítunk.

3-42. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

2020 harmadik negyedévében a bruttó hozzáadott értékben jelentős korrekciót figyelhattunk meg. Előrejelzésünkben a negyedik negyedévben a GDP ismételt csökkenésére számítunk, ezt követően azonban folytatódhat a gazdaság kilábalása.

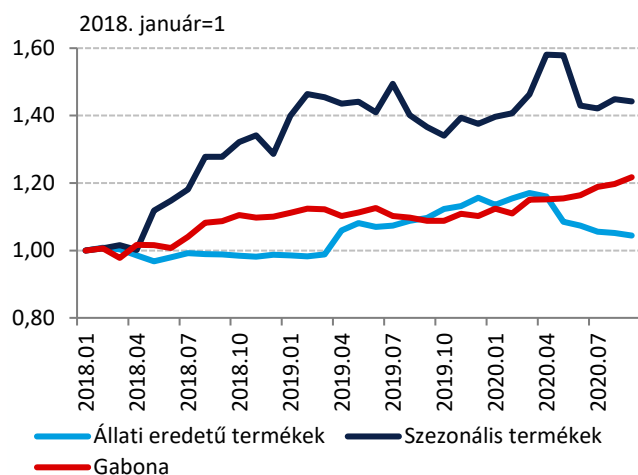
Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója javult a harmadik negyedévben, de továbbra is negatív tartományban van. A kereslet korrekciójával a kibocsátási rés jelentősen mérséklődhetett az elmúlt negyedévhez viszonyítva. A ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi. A járvány következtében a gazdasági szereplőket érő hatások tartósságának megbecslése és természetének azonosítása (kínálati vagy keresleti) kihívást jelent. A romló jövedelmi kilátások és a globális kereslet mérséklődése jellemzően keresleti oldalról befolyásolja a GDP alakulását, míg a kijárási és érintkezési korlátozások hatására bezáró mozik és színházak kínálati természetű hatásokat fejt ki.

Kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága 2020 harmadik negyedévében enyhén javult, de a negyedik negyedévben is alacsony szinten alakul, összhangban a nem teljes műszakban történő üzemeléssel és a globális kereslet mérséklődésével (3-42. ábra). A kedvező harmadik negyedévi adatok ellenére a koronavírus-járvány következtében a világ gazdasági teljesítményre vonatkozó kilátások enyhén mérséklődtek, emellett az ezt övező bizonytalanság is nagymértékben megemelkedett. Ezzel összhangban a hazai feldolgozóipari vállalatok jövőbeli termelési várakozásai a harmadik negyedévben emelkedtek, miközben a negyedik negyedévben már korrekció látható. Várakozásunk szerint a gazdaság kilábalása megakadt, az aktivitás átmenetileg újra csökkenni fog a következő hónapokban. Az eurozóna gazdasági teljesítménye érdemben visszaeshet 2020-ban – illetve egyes forgatókönyvek szerint tartósan gyengén alakulhat.

3.5. Költségek és infláció

Az árak növekedési üteme a harmadik negyedév 3,7 százalékos átlagos értékéről novemberre éves összehasonlításban 2,7 százalékra mérséklődött. Az árazási döntéseket a koronavírus-járvány megjelenését követően nagyobb változékonyság és a szokásostól eltérő szezonális mintázat jellemezte. A nyári hónapok magasabb átárazásait követően szeptembertől a deflációs hatások erősödését figyelhattuk meg. Ezzel összhangban az őszi hónapokat általánosan alacsonyabb árdinamika jellemezte. Az adószűrt maginfláció az augusztusi 4,2 százalékos értékét követően az őszi hónapokban 3 százalék közelébe csökkent. Az elmúlt hónapokban a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek, illetve a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – összességében szintén mérséklődtek.

3-43. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

3.5.1. Termelői árak

A hazai mezőgazdasági termelői árak növekedése éves összehasonlításban az előző negyedévekhez képest érdemben lassult 2020 harmadik negyedévében. A gyümölcsök esetében a harmadik negyedévben az átlagos termelőiár-emelkedés az előző évhez viszonyítva átlagosan 40 százalék körül alakult, melynek háttérében az idei évet jellemző kedvezőtlen időjárási viszonyok (tavaszi fagyok majd nyári esőzések) hatásai állnak. Ugyanakkor ezt az áremelkedést ellensúlyozta a burgonya árának számottevő csökkenése, így összességében a szezonális zöldségek és gyümölcsök termelői árai a historikus átlagtól elmaradó ütemben nőttek. Az állati eredetű termékek esetében a sertéshús termelői ára a sertéspestis áremelő hatásainak kikutatását követően – a márciusi 55,1 százalékos jelentős árnyomok után – szeptemberben már 19,1 százalékkal csökkent. A gabonafélék árai 2020 harmadik negyedévében az előző évhez képest közel 10 százalékkal emelkedtek (3-43. ábra).

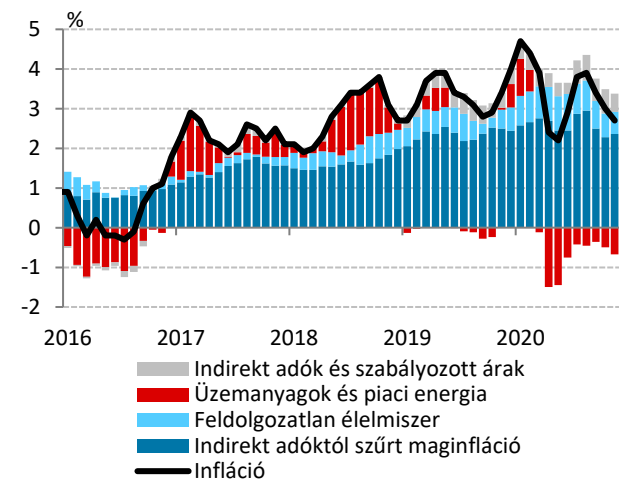
A fogyasztási cikkek esetében a hazai termelő árak a historikus átlagot meghaladó mértékben emelkedtek októberig az előző év azonos időszakához képest. Ugyanakkor a teljes ipar belföldi értékesítési árai az elmúlt hónapokban éves összehasonlításban a historikus átlagnál alacsonyabb mértékben emelkedtek.

3.5.2. Fogyasztói árak

Az árak növekedési üteme a harmadik negyedév 3,7 százalékos átlagos értékéről novemberre éves összehasonlításban 2,7 százalékra mérséklődött. Az árazási döntéseket a koronavírus-járvány megjelenését követően nagyobb változékonyság és a szokásostól eltérő szezonális mintázat jellemezte. A nyári hónapok magasabb átárazásait követően szeptembertől a deflációs hatások erősödését figyelhattuk meg. Ezzel összhangban az őszi hónapokat általánosan alacsonyabb árdinamika jellemezte. (3-44. ábra).

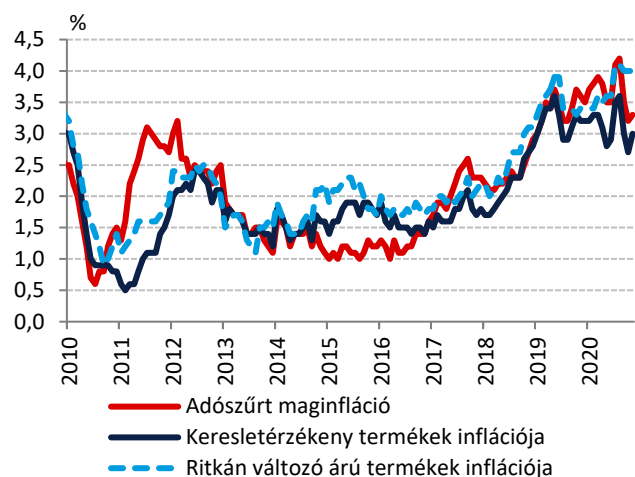
Az adószűrt maginfláció az augusztusi 4,2 százalékos értékét követően az őszi hónapokban 3 százalék közelébe csökkent. A mutató mérséklődését főként a piaci

3-44. ábra: Az infláció dekompozíciója



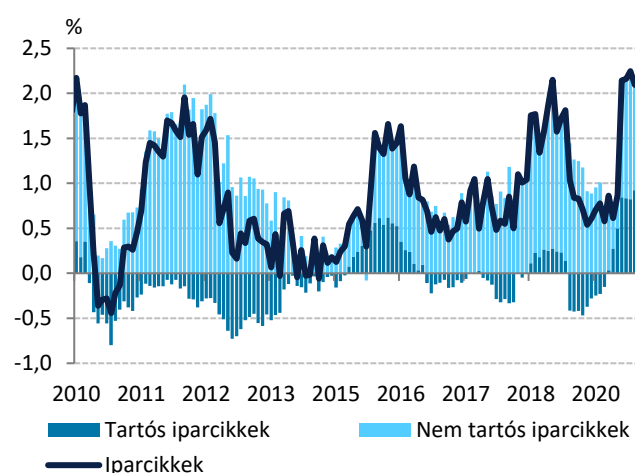
Forrás: MNB-számítás

3-45. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

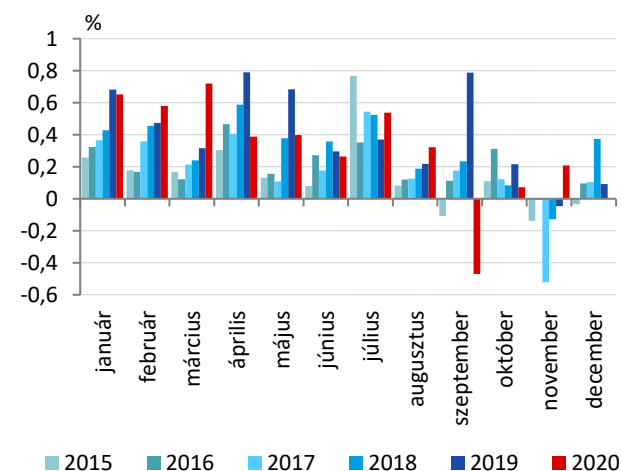
3-46. ábra: Az iparcikkek árváltozása



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-47. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.

Forrás: KSH, MNB

szolgáltatások (elsősorban a mobiltelefon, internet, illetve a belföldi üdülési szolgáltatások) árainak csökkenése okozta. Az elmúlt hónapokban a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek, illetve a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – összességében szintén mérséklődtek (3-45. ábra). Az Eurostat módszertana alapján számított maginflációs mutató – a volatilis energia, élelmiszer, alkohol és dohánytermékek nélküli infláció – vegyes képet mutat: míg Csehországban és Lengyelországban meghaladja a jegybanki inflációs cél körüli toleranciasávot, addig hazánk és Románia esetében a toleranciasávon belül, az inflációs cél közelében tartózkodik (lásd 3-1. alfejezet).

Az iparcikkek éves inflációja az elmúlt hónapokban lényegében nem változott. A termékkörön belül a tartós és a nem tartós iparcikkek inflációja egyaránt nem mutatott számottevő változást (3-46. ábra).

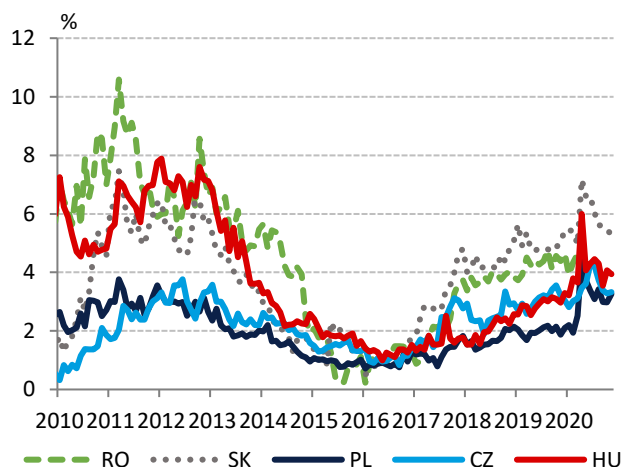
A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban számottevően mérséklődött, és átlagosan 3,7 százalékon alakult. A korábbi évek átlagánál alacsonyabb, illetve csökkenő havi árdinamikát főként a mobiltelefon, internet szolgáltatások, illetve a belföldi üdülési szolgáltatások árainak csökkenése okozta (3-47. ábra). Előbbi termékkör esetében azonban novemberben az árak korrekcióját tapasztalhattuk. Ugyanakkor a koronavírus-járvány második hullámában bevezetett korlátozó intézkedések a szolgáltatások elérhetőségét, illetve keresletét is csökkentették, melyek hatása az árakban is megjelent.

Az alkohol- és a dohánytermékek ára az őszi hónapokban emelkedett, amit a dohánytermékeket érintő júliusi jövedékiadó-emelés árnövelő hatása okozott. A dohánytermékek jövedékiadó-emelésének esetében a korábbi adóváltozásokat jellemző begyűrűzés tapasztaltunk.

Az élelmiszereket összességében továbbra is a historikus átlagnál magasabb árdinamika jellemezte az elmúlt hónapokban, azonban mind a feldolgozott, mind a feldolgozatlan élelmiszerek esetében fokozatosan mérséklődő árinдекс volt megfigyelhető. A mezőgazdasági termelői árak alakulását jellemző tendenciák a sertéshús, illetve a friss zöldségek, gyümölcsök esetében a feldolgozatlan élelmiszerek fogyasztói árainak alakulásában is megjelentek. A feldolgozott élelmiszerek árainak mérséklődése döntően a tej és a tejtermékek árváltozásához kapcsolódott.

Az üzemanyagok ára az elmúlt időszakban összességében mérséklődött. A Brent kőolaj világpiaci árának alakulását a korábbi hónapokban jelentősen befolyásolta, hogy a

3-48. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Megjegyzés: Romániára vonatkozóan 2020. május óta nem áll rendelkezésre adat.

Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

koronavírus-járvány második hullámának felerősödésével párhuzamosan egyre több ország jelentette be az utazási korlátozások szigorítását. Az amerikai elnökválasztás, az OPEC+ találkozó kimenetelével kapcsolatos piaci várakozások, illetve a vakinafejléssel kapcsolatos hírek mindezt csak kismértékben tudták ellensúlyozni. Mindezek mellett a termékkör inflációját a tavaly októberi üzemanyagár-emelkedés bázishatása is mérsékelte.

A szabályozott termékek árai az őszi hónapokban számottevően csökkentek. Ezt egyrészt szeptemberben az ingyenes tankönyvek valamennyi évfolyamra való kiterjesztésének utolsó fázisa okozta. Másfelől novemberben ismét bevezetésre került az ingyenes parkolás, melynek árcsökkentő hatása megjelent a szabályozott termékek árainak alakulásában.

Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció alacsonyabban alakult a szeptemberi Inflációs jelentés előrejelzésénél. Ennek hátterében főként a piaci szolgáltatások árainak csökkenése, illetve az élelmiszerek és az üzemanyagok korábban vártnál alacsonyabb árindexe áll.

3.5.3. Inflációs várakozások

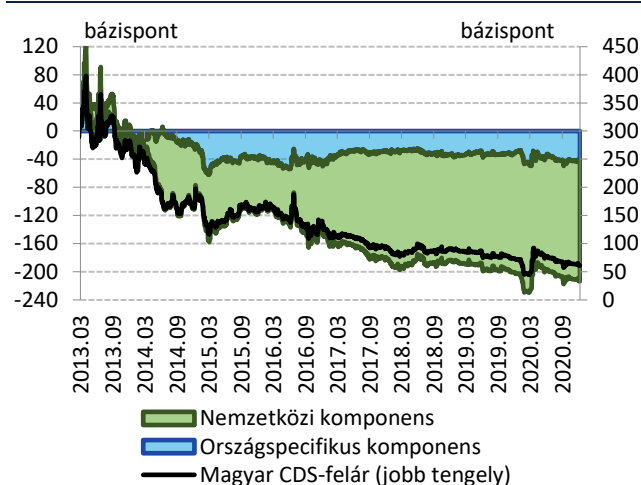
A lakosság inflációs várakozásai az elmúlt időszakban lényegében változatlanul alakultak. Ugyanakkor a lakosság inflációs várakozását mérő mutatókat, hasonlóan a fogyasztóiár-indexhez, a szokásosnál nagyobb változékonyság jellemzi. A régiós országokban a lakosság inflációs várakozásai az elmúlt hónapokban összességében – a hazánkban megfigyelthez hasonlóan – érdemben nem változtak (3-48. ábra).

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A koronavírus-járvány őszi hulláma és az amerikai elnökválasztás körüli bizonytalanság november elejéig rontották, majd a vakcina fejlesztésekkel kapcsolatos kedvező hírek javították a globális befektetői hangulatot. A VIX index az időszak eleji 28,5 százalékról október végére 40 százalék közelébe emelkedett, majd az időszak végére 20 százalék körüli szintre csökkent. A fejlett és a feltörekvő részvényindexek is többségében emelkedtek a vizsgált időszak folyamán. A hullámzó nemzetközi hangulat ellenére a magyar hitelkockázati felár szűk sávban mozgott, és összességében 1 bázisponttal mérséklődött. A 3 hónapos állampapírpiazi hozam mintegy 20 bázisponttal, míg a 10 éves hozam, 30 bázisponttal csökkent. A bankközi- és az állampapírpiazi hozamgörbe is a teljes szakaszon lejjebb tolódott. Az október végi bizonytalan hangulatban a régiós devizák előbb gyengültek, majd november elejétől korrigáltak, és összességében erősödtek az euróhoz és a dollárhoz képest is.

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

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára a hullámzó nemzetközi befektetői hangulat ellenére az elmúlt negyedévben szűk sávban mozgott, és az időszak végére enyhén csökkent (4-1. ábra). Az időszak során 1 bázisponttal mérséklődött a CDS felár, amihez a nemzetközi tényező csökkenése járult hozzá. A CDS felár így jelenleg 61 bázispont körül alakul.

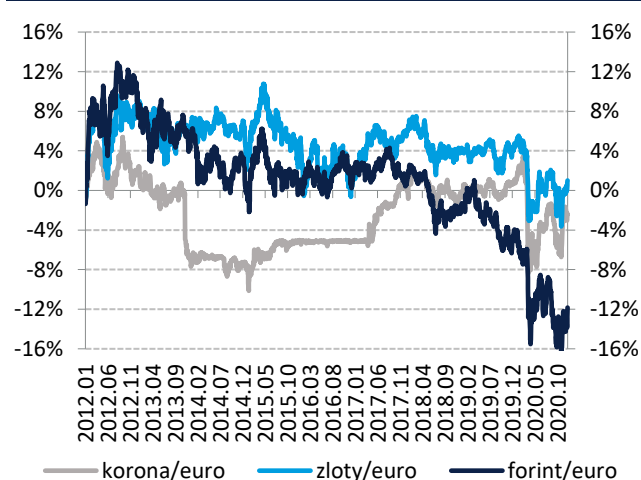
4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint közel 2 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben, a régiós devizáknál enyhén kisebb mértékben. A régióban a cseh korona 3 százalékkal, míg a lengyel zloty 2,9 százalékkal erősödött (4-2. ábra). Október végéig a nemzetközi hangulat romlásával párhuzamosan a forint és a zloty 1,7 százalékkal, a korona 1,3 százalékkal gyengült, az időszak második felében viszont korrigáltak a devizák, és összességében erősödtek a negyedév során. A forint a dollárral szemben 5,9 százalékkal értékelődött fel, míg régiós devizák közül a zloty és a korona ennél nagyobb mértékben, 6,6 százalékkal erősödött.

4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Emelkedett a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta mutatott csökkenését követően előbb stabilizálódott, majd 2018 elejétől emelkedni kezdett. 2019 közepétől viszont mérséklődött, majd az idei év eleji emelkedést követően március közepétől erőteljesen csökkent. 2020 májusától viszont jellemzően emelkedett, és az elmúlt három hónapban 312 milliárd forinttal nőtt. A forint állampapírokon belüli tulajdoni részarány szintén enyhén emelkedett, így 22,1 százalékon alakul.

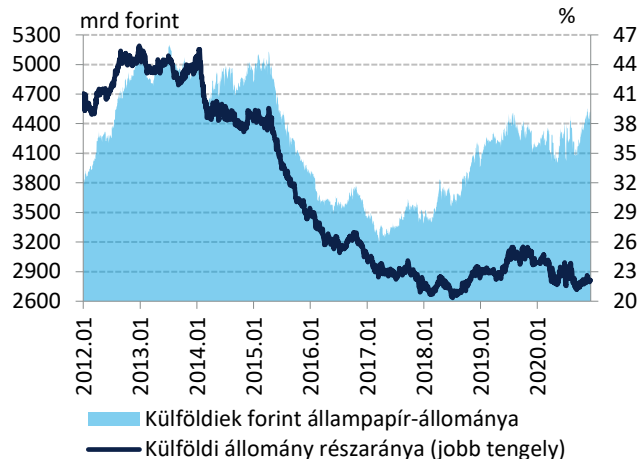
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

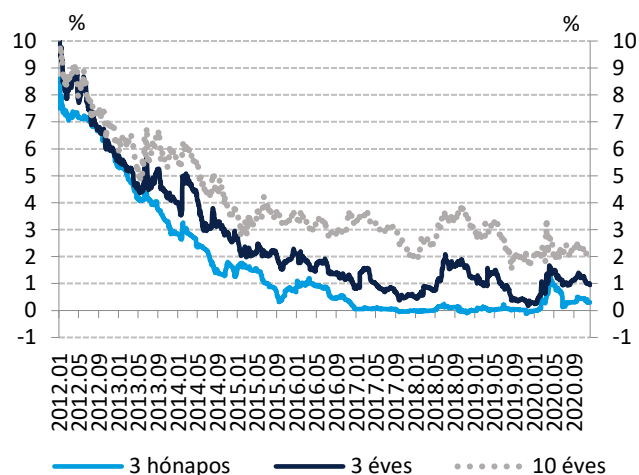
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

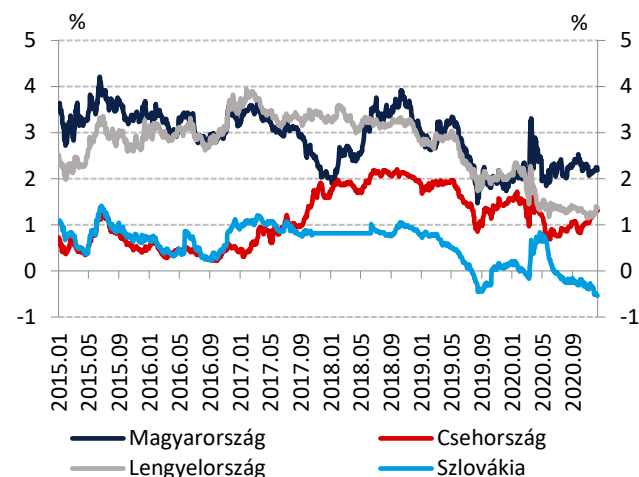
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

Az államkötvény aukciókon többnyire a meghirdetett, vagy annál nagyobb mennyiségekben fogadott el ajánlatokat az ÁKK. Az aukciós átlaghozamok a hosszabb futamidőkön csökkentek az elmúlt negyedévben. Míg a háromhónapos aukción kissé emelkedett, a tízéves aukciókon nagyobb mértékben csökkent az átlaghozam: így az időszak végén előbbi esetében 0,39, utóbbinál 2,24 százalékon alakultak.

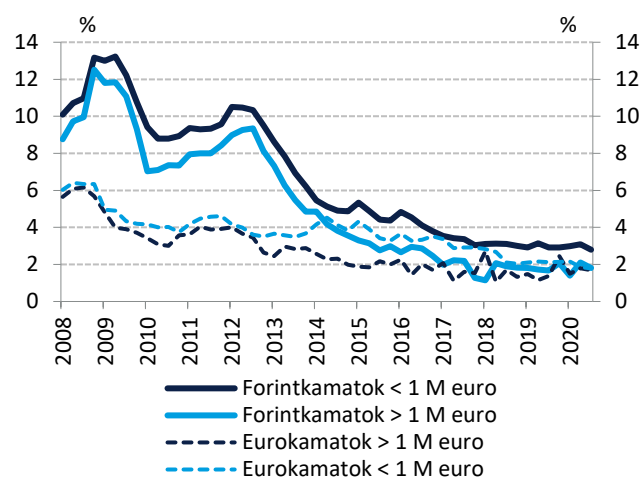
Az állampapír-piaci hozamgörbe rövidebb szakaszán és a hosszabb szakaszán is csökkentek a hozamok (4-4. ábra). A hozamgörbe rövid szakasza november közepén csökkent nagyobb mértékben, majd azt követően kissé tovább mérséklődött. A hosszabb futamidőkön november elején csökkent erőteljesebben, majd az időszak végéig kissé emelkedett a hozam, ami így összességében 22 bázisponttal csökkent. A 10 éves benchmark hozam összességében 30 bázisponttal csökkent szeptember végéhez képest. A bankközi hozamoknál a BUBOR-kamat 75 bázispont körüli szinten stabilizálódott az időszak során.

A régiós hosszú referenciahozamok vegyesen alakultak az időszak során (4-5. ábra). A tízéves forinthozam 30 bázispontos csökkenésével szemben a cseh hosszú hozam 48 bázisponttal, míg a lengyel 3 bázisponttal emelkedett. A szlovák hosszú hozam viszont 25 bázisponttal csökkent.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A koronavírus-járvány okozta romló gazdasági kilátások miatt a bankok tovább szigorítottak a vállalati hitelfeltételeken a harmadik negyedév során, míg a lakáspiac normalizálódásával összhangban a lakáshitelek feltételein lazítottak a Hitelezési felmérésben részt vevő intézmények. A vállalati forint- és euróhitelek átlagos finanszírozási költsége mérséklődött a vizsgált időszakban, csakúgy, mint a személyi kölcsönöké, igazodva az elrendelt THM-szintre vonatkozó korláthoz. A negyedév során megkötött, legalább 5 évre kamatfixált lakáshitel-szerződések kétharmada Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel (MFL) minősítéssel rendelkezett, biztosítva a hosszabb távon kiszámítható törlesztőrészeket. A negyedév folyamán csökkent a reálkamat szint, melyet az inflációs várakozások emelkedése, valamint a betéti kamatok mérséklődése magyaráz.

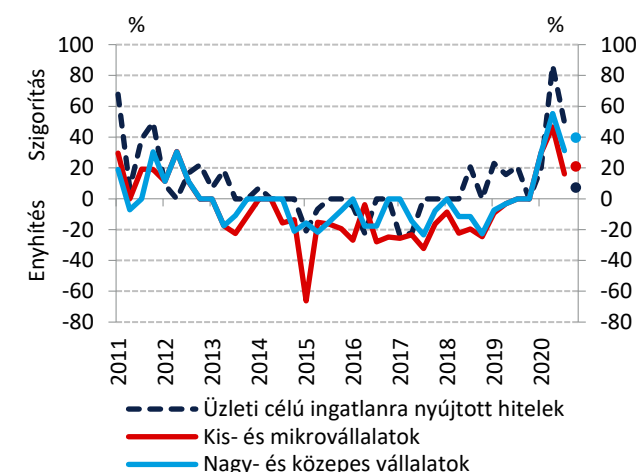
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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 részszegekben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2020 negyedik és 2021 első negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

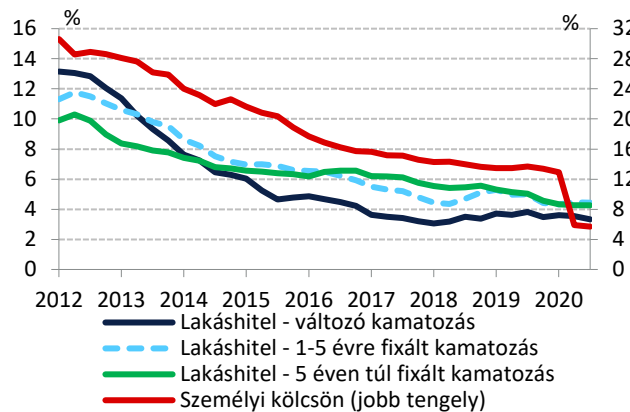
Mérsékeltlen csökkentek a vállalati forint- és euróhitelek finanszírozási költségei 2020 harmadik negyedéve során. Az új vállalati forint hitel-szerződések simított átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kis- és nagyszegű hitelek esetében egyaránt 0,3 százalékponttal mérséklődött az előző negyedévhez képest (4-6. ábra). Ezzel az átlagos forint hitel-kamat 2,1 százalékpontot tett ki szeptemberben. A kis- és nagyszegű euróhitelek kamatszintje szintén azonos mértékben, 0,1 százalékponttal csökkent a negyedév során, ezzel szeptember végén az euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 1,7 százalékpont állt. A forint kamatok euróhitelekénél nagyobb mértékű csökkenését a forint forrásköltségek erőteljesebb mérséklődése magyarázza.

A negyedévben tovább szigorodtak a vállalati hitelfeltételek. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 31 százaléka a harmadik negyedév során szigorított a hitelhez jutás feltételein a vállalati szegmensben, mely mögött legfőbb indokként ipárgspecifikus problémákat, valamint a gazdasági kilátások romlását jelölték meg. A következő fél évre előre tekintve hasonló arányban jeleztek további szigorítást, leginkább nem árjellegű feltételekben, mint a minimálisan megkövetelt hitelképességi szint, illetve a maximális hitel nagysága. Legnagyobb arányban – 50 százalékpont – az üzleti célú ingatlanhitelek szigorított, azonban 2020 negyedik és 2021 első negyedévére előre tekintve már mindössze 7 százalékpont tervez további szigorító lépéseket ezen szegmensben (4-7. ábra).

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A lakáshitelek átlagos hitelköltsége nem változott a negyedév során. A 2020 harmadik negyedéve során kibocsátott lakáshitelek átlagos THM-szintje mind a rövid, mind a hosszú távra kamatfixált hitelek esetében változatlan maradt az előző negyedévhez képest, így az átlagos hitelköltség az 1–5 évre kamatfixált lakáshitelekénél

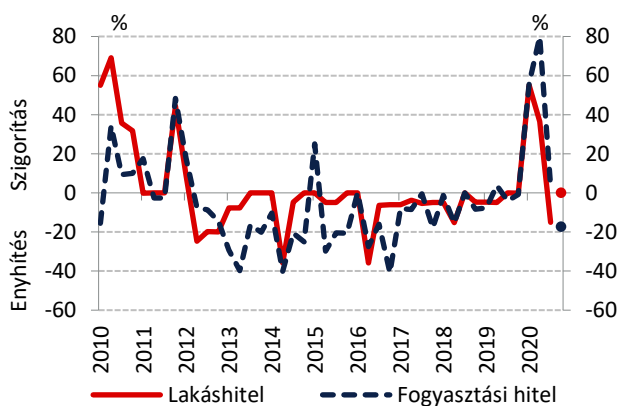
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

Forrás: MNB

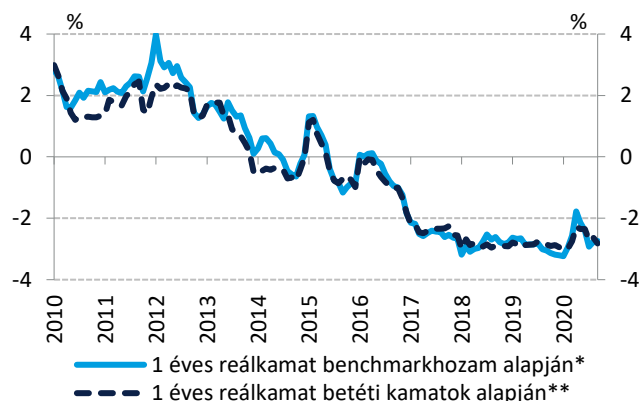
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2020 negyedik és 2021 első negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4-10. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



Megjegyzés: * Az 1 éves zérókuponhozam és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján. ** Legfeljebb 1 éves futamidejű bankrendszeri betéti kamatok és a Reuters-poll felhasználásával az MNB által számított egyéves előretekintő elemzői inflációs várakozások alapján. Forrás: MNB, Reuters poll

4,4 százalékot, míg az 5 évnél hosszabb időre fixált hiteleknel 4,3 százalékot tett ki (4-8. ábra). A harmadik negyedév során az MFL minősítéssel rendelkező lakáshitelek tették ki a legalább 5 évre kamatfixált lakáshitel-szerződések 66 százalékát. A bankok a személyi kölcsönök esetében az elrendelt THM-szintre vonatkozó korláthoz igazodva, 5,7 százalékra csökkentették az átlagos hitelköltséget, az átlagos felár így 5 százalékponton állt a negyedév végén.

A bankok enyhítettek a lakáshitelek feltételein a negyedév során. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok nettó értelemben vett 15 százaléka lazított a lakáshitelek sztenderdjén, mely elsősorban az ár-jellegű feltételeket érintette, és a piaci részesedési célok elérését szolgálta. 2020 negyedik és 2021 első negyedévére előretekintve ugyanakkor nem terveznek változtatni a lakáscélú hitelek sztenderdjén (4-9. ábra). A fogyasztási hitelek esetében nem változtattak a bankok a hitelfeltételeken a negyedév során, a következő fél évre előretekintve azonban nettó 17 százalékkal enyhítést helyezett kilátásba a piaci részesedési célokkal összhangban.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

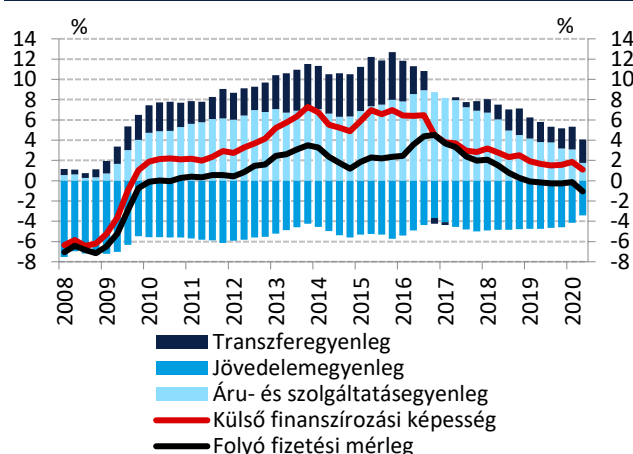
Csökkentek a reálkamatok a negyedév folyamán. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint az állampapírpiazi hozamok alapján becsülve 0,3 százalékponttal, míg a betéti kamatok alapján becsülve 0,5 százalékponttal csökkent 2020 harmadik negyedévében. Ennek eredményeképpen az előbbi reálkamat szint - 2,7 százalékon, az utóbbi -2,8 százalékon állt szeptemberben (4-10. ábra). A reálkamat szint negyedéves csökkenését az inflációs várakozások emelkedése, valamint a betéti kamatok csökkenése egyaránt magyarázza.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

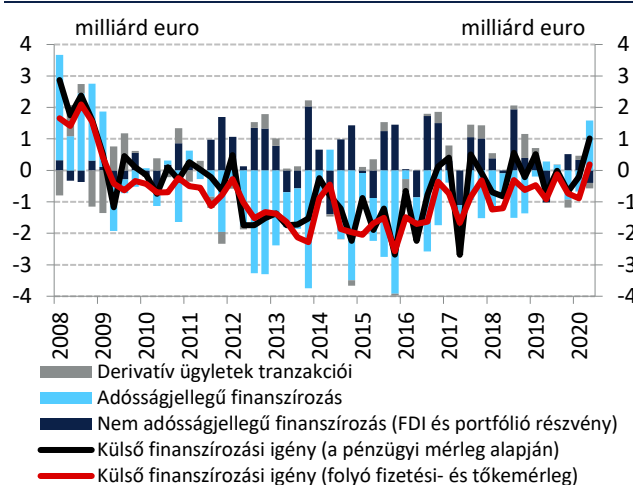
2020 második negyedévében a gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 1,1 százalékára csökkent, míg a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 1,1 százalékát tette ki. A külső egyensúlyi folyamatokat a második negyedévben már jelentősen érintették a járvány hatásai: a nettó export visszaesésében a csökkenő ipari termelés, a járvány elleni védekezési költségek importnövelő hatása, valamint a szolgáltatásegyenleg csökkenése játszott szerepet, miközben a cserearányok javulása tompította a nettó export visszaesését. A jövedelemegyenleg hiányának csökkenése a külföldi vállalatok jövedelmének mérséklődésével állt összefüggésben, míg a transzferegynleg többlete továbbra is magasan alakult. A finanszírozási adatok szerint folytatódott a nettó FDI-beáramlás, miközben a GDP-arányos nettó külső adósság a március végi historikus mélypontról enyhén emelkedett. Az előzetes adatok alapján a harmadik negyedévben a gazdaság külső finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg is javult, amivel párhuzamosan jelentős mértékben áramlott ki adósságjellegű forrás az országból.

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



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában. Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



Megjegyzés: A pénzügyi mérleg finanszírozási képessége a folyó fizetési és tőkemérleg szerinti finanszírozási képesség és a fizetésimérleg-statisztika tévedések és kihagyások egyenlegének összege. Forrás: MNB

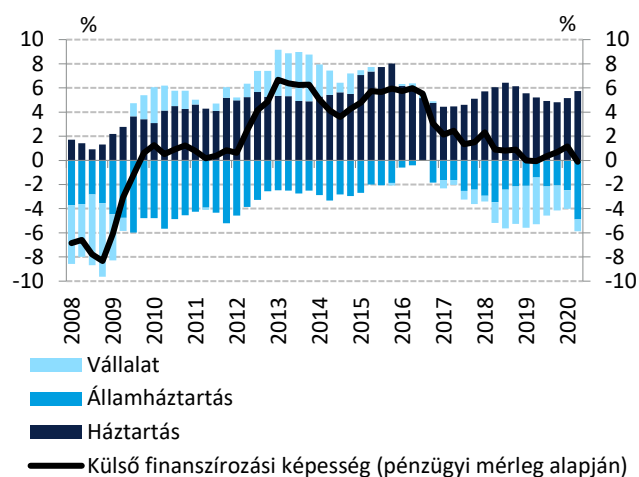
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

A gazdaság külső finanszírozási képessége a második negyedévben a GDP 1,1 százalékára mérséklődött, amivel párhuzamosan a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 1,1 százalékára emelkedett (5-1. ábra). A második negyedévben a járvány határozta meg a külső egyensúlyi folyamatok alakulását. A külkereskedelmi egyenleg csökkenését főként a szolgáltatásegyenleg – a turizmus alakulásával összefüggő – visszaesése magyarázta, azonban az áruegyenleg növekvő hiánya is hozzájárult. Ez utóbbiban a külső kereslet csökkenése, a járműgyárak tavaszi leállása, az ipari termelés lassulása mellett a vírus elleni védekezéssel magyarázható növekvő import játszott szerepet. Az energiahordozók árcsökkenésével javuló cserearány viszont az ellenkező irányba hatott. A külföldi tulajdonú vállalatok alacsonyabb profitja a jövedelemegyenleg mérséklődő hiányában tükröződött, miközben a transzferegynleg magas szinten stabilizálódott. A harmadik negyedévben az előzetes adatok alapján mind a folyó fizetési mérleg, mind a külső finanszírozási képesség számottevően javult, amihez a jövedelemegyenleg hiányának mérséklődése mellett a transzferegynleg bővülése járult hozzá. A külkereskedelmi egyenleg négy negyedéves értékének csökkenése megállt, és az előző negyedévi érték közelében alakult.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

2020 második negyedévében a nettó FDI állomány kismértékben, az adósságjellegű források számottevően emelkedtek (5-2. ábra). A második negyedévben a szokásos osztalékfizetések ellenére a közvetlentőke befeketések enyhén bővültek, amihez a tulajdonosi hitelek emelkedése járult hozzá. A gazdaság adósságjellegű forrásai jelentősen emelkedtek, amihez a mindhárom szektor hozzájárult. Az állam nettó külső adósságának bővülését a külső tartozások

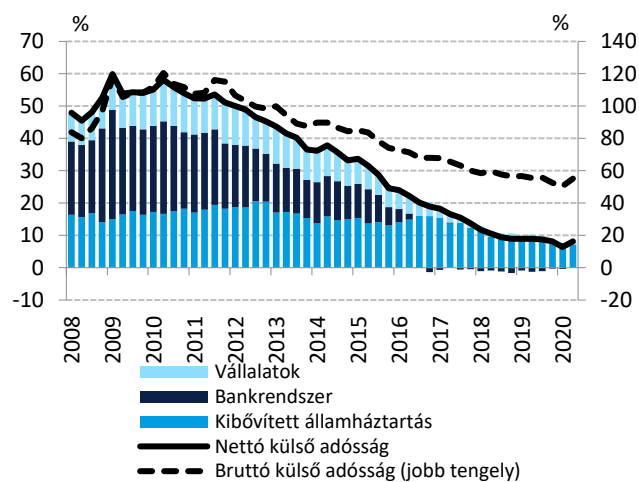
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

devizatartalékok meghaladó bővülése eredményezte. A bankok külföldi eszközei számottevően mérséklődtek, ami a tartozások csökkenése mellett is a szektor nettó adósságának az emelkedésében tükröződött. A vállalatok nettó külső adósságának növekedése szintén a külföldi eszközök csökkenésére volt visszavezethető. Az előzetes adatok alapján a harmadik negyedévben a nettó közvetlentőke befektetések érdemben emelkedtek, miközben az adósságjellegű források a tranzakciókból eredően csökkentek. Az adósságjellegű nettó tartozások csökkenése a bankrendszerhez kötődött, az állam nettó külső adóssága a külföldi tartozások emelkedésével összefüggésben emelkedett.

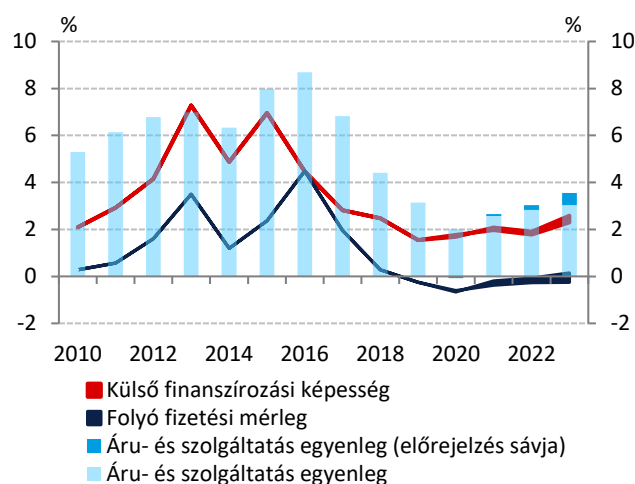
A szektorok megtakarítási folyamatai szerint a második negyedévben az állam növekvő finanszírozási igényét nem tudta ellensúlyozni a magánszektor javuló pozíciója, ami a finanszírozási képesség csökkenését eredményezte (5-3. ábra). A járványhelyzet a megtakarítási folyamatokat is érintette: a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása – a lassuló fogyasztással párhuzamosan – számottevően bővült, miközben a vállalatok finanszírozási igénye a visszafogott beruházási aktivitásnak köszönhetően csökkent. Ezzel szemben az állam finanszírozási igénye jelentősen emelkedett, ami a gazdaság összehúzóda miatt mérséklődő adóbevétel mellett a járvány elleni védekezés növekvő költségeire és a gazdaságvédelmi intézkedésekre volt visszavezethető. Az előzetes adatok alapján a harmadik negyedévben a megtakarítási folyamatok nem változtak érdemben: az állam finanszírozási igénye tovább emelkedett, miközben a magánszektor nettó megtakarítása tovább bővült.

2020 június végén a nettó külső adósság a GDP 8 százaléka körül alakult (5-4. ábra). Az első negyedéves historikus mélypont után a beáramló adósság következtében az év végi szintre emelkedett a nettó külső adósság. A tranzakciók mellett kisebb mértékben az ártértékelődéssel és a nominális GDP alakulásával összefüggő hatások a mutató növekedésének irányába hatottak. A második negyedévben a bruttó külső adósság elsősorban a devizakötvény kibocsátások miatt emelkedett. A harmadik negyedévben tapasztalt adósságkiáramlás a nettó külső adósságráta csökkenésének irányába mutat.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A járvány hatásai számottevően befolyásolják a magyar gazdaság külső egyensúlyi folyamatait. Az idei évben a folyó fizetési mérleg egyenleg átmenetileg mérséklődik, majd az elkövetkező években fokozatosan emelkedő pályára áll, a külső finanszírozási képesség magas szintje mellett. A folyó fizetési mérleg átmeneti csökkenése alapvetően a külkereskedelmi egyenleg többletének mérséklődésére vezethető vissza, amit némileg tompít a jövedelemegyenleg javulása. A folyó fizetési mérleg ideai, 1 százaléknál kisebb hiánya a következő években a külkereskedelmi egyenleg emelkedésének köszönhetően fokozatosan javul. Mindezzel párhuzamosan a gazdaság finanszírozási képessége az EU transzfereknek köszönhetően magas marad. A szektorok megtakarítása szerint az államháztartás idei hiánya a növekvő kiadások és a kieső adóbevételek következtében számottevően növekszik, majd fokozatosan mérséklődik. Az állam magas finanszírozási igényét a magánszektor bővülő finanszírozási képessége ellensúlyozza: a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása a GDP 6 százaléka körül alakulhat, míg a vállalatok csökkenő beruházása a finanszírozási képességük jelentős javulását eredményezi.

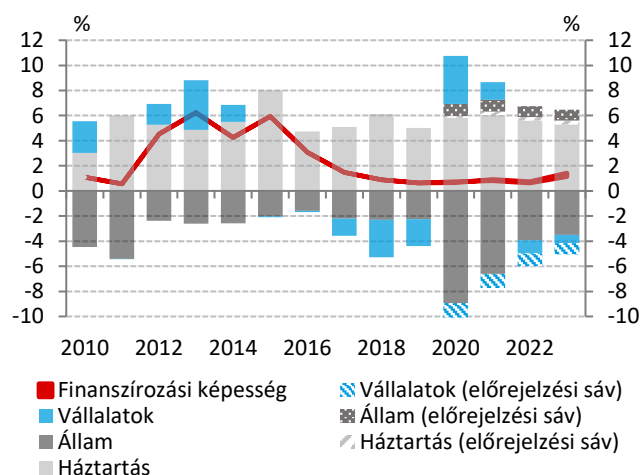
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



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

Forrás: MNB

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2020-ban átmenetileg mérséklődik, majd fokozatos javulás várható az előrejelzési horizonton (5-5. ábra). A külkereskedelmi egyenleg 2020-ban mérséklődik, amit a visszaeső külső kereslet, a járvány elleni védekezéshez és hadiipari beszerzésekhez kapcsolódó import, illetve a visszaeső turizmus miatt mérséklődő szolgáltatás egyenleg magyaráz. E tényezőket tompította a visszafogottabb belső felhasználás és az energiahordozók árának mérséklődése következtében javuló cserearányok nettó export javító hatása. Az alacsonyabb kereslet a külföldi tulajdonban álló vállalatok nyereségét is csökkentette, ami a jövedelemegyenleg hiányának mérséklődésében tükröződik, javítva a folyó fizetési mérleg egyenlegét. Mindezek eredőjeként a folyó fizetési mérleg 2020-as hiánya a GDP 1 százaléka alatt alakul. A következő években a járvány hatásainak csökkenésével, a gazdaság és a külső kereslet helyreállításával javul a folyó fizetési mérleg egyenlege. A külső finanszírozási képesség a horizont végén a GDP 2 százaléka környékére emelkedik, köszönhetően az EU transzfer felhasználás magas szintjének.

A külső egyensúlyi mutatók előrejelzésének bizonytalanságát előrejelzési sáv jeleníti meg. A magasabb növekedés mentén erősebb belső felhasználás magasabb importot eredményez, azonban az exportdinamika is gyorsul a külső kereslet gyorsabb helyreállításával. Emellett a magasabb gazdasági növekedés hatására emelkedő külföldi vállalati profit növeli a jövedelemegyenleg hiányát. A fenti hatások eredőjeként az előrejelzési horizonton stabilan fennmarad a gazdaság finanszírozási képessége.

A szektorok megtakarítása alapján az idei évben átmenetileg megemelkedő költségvetési hiányt a magánszektor bővülő finanszírozási képessége finanszírozza (5-6. ábra). A járvány elleni védekezés és a gazdaságvédelmi intézkedések kiadásai, valamint a visszaeső adóbevételek a költségvetési hiány átmeneti megemelkedését eredményezik. 2021-től a kormányzati

kiadások mérséklődése és a gazdasági növekedéssel bővülő adóbevételek javítják az állam finanszírozási pozícióját. Az idei évben a beruházások megtorpanása következtében a vállalatok nettó megtakarítókká válnak, a beruházási aktivitás bővülésével ugyanakkor az előrejelzési horizont végén a vállalatok finanszírozási igénye ismét nőhet. A fogyasztás csökkenése a háztartások növekvő nettó pénzügyi megtakarításában tükröződik, ami a következő években a GDP 6 százaléka körül alakulhat.

5.3. Költségvetési folyamatok

A koronavírus-járvány elleni védekezés és a Gazdaságvédelmi Akcióterv intézkedései, valamint a mérséklődő adóbevételek hatására 2020-ban a költségvetés hiánya a GDP 8-9 százalékára emelkedhet. A járvány második hulláma, valamint az elmúlt időszakban hozott kormányzati intézkedések (otthonteremtési program, orvosi béremelés, egyedi kormányhatározatok) következtében a hiány csökkenése lassabb lehet a korábban vártnál, és az előrejelzési horizont végén csökkenhet ismét 3 százalék alá. Előrejelzésünk szerint 2021-ben a költségvetés hiánya a GDP 6-6,5 százaléka között alakulhat a gazdasági növekedés és további intézkedések függvényében. Technikai előrejelzésünk 2022-2023-ra fokozatosan csökkenő hiánypályát jelez, amelyet a kedvező makrogazdasági folyamatok következtében növekvő adóbevételek, valamint a kormányzati kiadások GDP-arányos mérséklődése támogat. A GDP-arányos államadósság a magasabb költségvetési hiány és a gazdasági növekedés lassulása következtében 2020-ban átmenetileg számottevően emelkedik, de 2021-től az államadósság ismét csökkenő pályára állhat. A jövőbeni bizonytalanságokat jelentősen csökkenti és a járvány utáni gazdasági helyreállást egész Európában erőteljesen támogathatja, hogy a tagállami vezetők decemberi ülésén megállapodás született az Európai Unió következő többéves költségvetéséről és a koronavírus utáni helyreállítási alapról. A 2021 és 2027 közötti többéves költségvetési keret főösszege 2018-as áron 1074 milliárd euro, a helyreállítást célzó Next Generation EU alap mérete pedig 750 milliárd euro, amelyekből Magyarország számára összesen több mint 40 milliárd euro vissza nem térítendő támogatás és 10 milliárd euro hitel lesz elérhető.

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

Előrejelzésünk szerint a kormányzati szektor GDP-arányos eredményszemléletű hiánya 2020-ban 8-9 százalék, míg 2021-ban 6-6,5 százalék lehet (5-1. táblázat). A magas 2020-as deficitet a gazdaság lassulása, a koronavírus-járvány elleni védekezés költségei, illetve a Gazdaságvédelmi Akcióterv már bejelentett intézkedései eredményezik, amelyek alapján a GDP 8 százaléka lehet a költségvetési deficit. Amennyiben a kormányzati várakozás mellett rendelkezésre álló további mozgástér is kihasználásra kerül, abban az esetben 9 százalékos lehet a GDP-arányos költségvetési hiány. A gazdaság lassulása csökkenti a tervezetthez képest az adóbevételeket (automatikus stabilizátor), a költségvetési intézkedések pedig többletforrást juttatnak a gazdaságba, így élénkítik a lassuló növekedést, anticiklikus fiskális politikát eredményezve. A 2020-ban várt hiány régiós és nemzetközi összehasonlításban átlagosnak tekinthető. Az Európai Bizottság őszi előrejelzése szerint az Európai Unióban átlagosan 8,4 százalék, míg a régiós országokban 8,2 százalék lehet a hiány 2020-ban.

A 2021. évi költségvetési hiány a GDP 6-6,5 százalékát érheti el. A járvány második hulláma, valamint az elmúlt

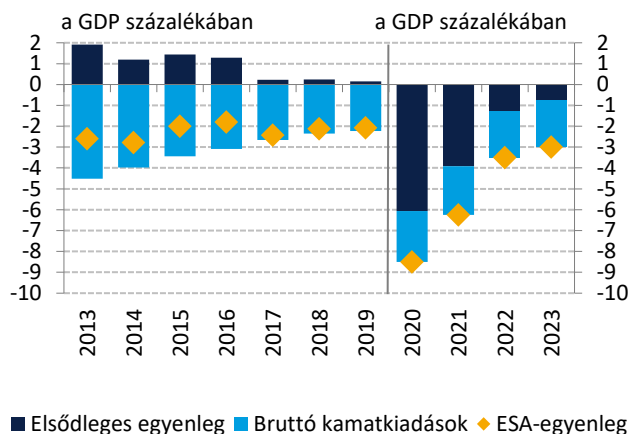
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

Megjegyzés: A GDP százalékában. Az elsődleges ESA-egyenleg és a fiskális keresleti hatás pontbecslések a hiányra vonatkozó előrejelzési sávok középpontjával konzisztensek. *A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

Forrás: KSH, MNB

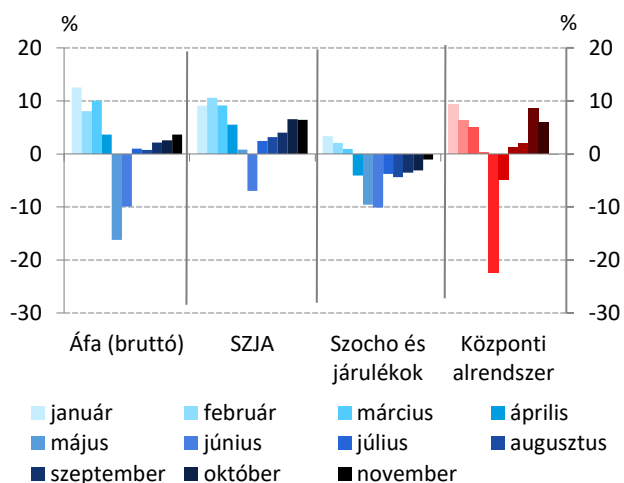
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása



Megjegyzés: Az ábrán látható pontbecslés a hiányra vonatkozó előrejelzési sávok középpontját mutatja.

Forrás: KSH, MNB

5-8. ábra: Egyes fontos adónemek és a központi alrendszer bevételeinek változása az előző év azonos hónapjához képest 2020-ban



Forrás: MÁK

időszakban hozott kormányzati intézkedések (otthonteremtési program, orvosi béremelés, 2021-es kiadásokat érintő egyedi kormányhatározatok) következtében a hiány csökkenése lassabb lehet 2021-ben a korábban vártnál. A gazdasági növekedés mértékétől, valamint a további intézkedésektől függően a GDP 6-6,5 százaléka között alakulhat (5-7. ábra). Az intézkedéseknek a költségvetési egyenlegre gyakorolt hatását ugyanakkor részben ellensúlyozzák a gazdasági kilábalás következtében emelkedő adóbevételek. Az Európai Bizottság előrejelzése szerint a tagországok átlagos költségvetési hiánya 2021-ben 6,1 százalékra mérséklődik, tehát a tagországok hiányának többsége 2021-ben is a maastrichti 3 százalék fölött alakulhat.

5.3.2. A 2020. évi egyenleg

A költségvetés GDP-arányos hiánya elérheti a 8-9 százalékot 2020-ban összhangban a Pénzügyminisztérium várakozásával. Az adó- és járulékbévételek a számottevő első félévi visszaesés után a harmadik negyedévben fokozatos, mérsékelt emelkedést mutatnak, ugyanakkor a korábbi dinamikánál alacsonyabb értéken stabilizálódtak (5-8. ábra). A járvány egészségügyi és gazdasági hatásainak kezelését célzó, közvetlen költségvetési hatással járó intézkedések a GDP 9,8 százalékát teszik ki. Az intézkedések jelentős részét átcsoportosításokból, a tartalékok felhasználásából, adóemelésből (kiskereskedelmi különadó, pénzügyi szervezetek hozzájárulása), valamint az európai uniós források átcsoportosításából fedezheti a kormányzat. Számításaink szerint így az intézkedések nettó egyenleghatása a GDP 5,7 százaléka lehet (5-2. táblázat).

5.3.3. A 2021. évi egyenleg

A 2021. évi eredményszemléletű költségvetési hiány elérheti a GDP 6-6,5 százalékát, így a költségvetési törvényben meghatározott 2,9 százalékos hiánycél felett alakulhat. A költségvetési hiány korábban várthoz képesti emelkedését elsősorban a meghozott kormányzati intézkedések okozzák. Az Országgyűlés 2020. október 6-án elfogadta az orvosok jelentős mértékű, többlépcsős béremelésére vonatkozó javaslatot, amely alapján az orvosok alapbére 2023-ig a jelenlegi 2-3-szorosára emelkedik. A béremelések bruttó költségvetési hatása a GDP 0,5 százaléka lehet 2021-ben.

Emellett a Kormány több lépésben Otthonteremtési Programot jelentett be, melynek keretében többek között 5 százalékra csökken az új építésű lakások áfája, a családi otthonteremtési kedvezmény segítségével vásárolt új építésű ingatlanok esetében visszaigényelhető lesz az

5-2. táblázat: A kormányzati intézkedések költségvetési hatása 2020-ban (a GDP százalékában)

Költségvetési hatással járó intézkedések	9,8
1. Adócsökkentések és családtámogatási intézkedések	0,9
2. Munkahelyvédelem	0,7
3. Gazdaságvédelmi programok	6,4
4. Járvány elleni védekezés kiadásai	1,8
Forrásteremtő intézkedések	4,1
1. Bevételelnövelő intézkedések	0,3
2. Költségvetési átcsoportosítások	3,1
3. Uniós források átcsoportosítása	0,7
Költségvetési egyenlegre gyakorolt hatás	-5,7

Megjegyzés: A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: Pénzügyminisztérium, MNB

5 százalékos lakásáfa, illetékmentessé válik a családi otthonteremtési kedvezménnyel vásárolt új vagy használt ingatlan, és otthonfelújítási program indul, amelynek keretében a legalább egy gyermeket nevelő családok lakásfelújítási költségeinek felét átvállalja az állam legfeljebb 3 millió forintig. Az intézkedések költségvetési hatása a GDP 0,3 – 0,4 százaléka lehet 2021-ben.

A költségvetési hiány 2020-hoz viszonyított csökkenése elsősorban a központi költségvetési szervek és intézmények rendkívül magasra emelkedett kiadásainak visszafogása révén valósul meg. A kedvezőbb gazdasági környezetben egyrészt a ciklikus folyamatokból adódó magasabb bevételek, másrészt az alacsonyabb kiadások egyaránt a hiány mérséklődése irányába hatnak.

Előrejelzésünk szerint 2021-ben a hiány meghaladja a költségvetési törvényben szereplő hiánycélt. A központi kormányzat bevételei elmaradhatnak az előirányzattól, míg a központi szervek kiadásai magasabbak lehetnek a költségvetési törvényben feltételezetténél.

5.3.4. A 2022. és 2023. évi egyenlegek

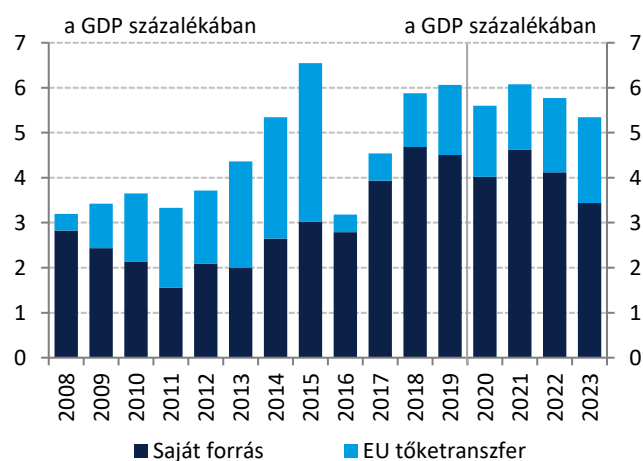
Törvényi előirányzatok hiányában a 2022-2023-as évekre technikai előrejelzést készítettünk, amely fokozatosan csökkenő hiánypályát jelez. Az államháztartás hiányának mérséklődését a kedvező makrogazdasági folyamatok következtében növekvő adóbevételek, valamint a kormányzati kiadások (beruházások, dologi kiadások és pénzügyi transferek) GDP-arányos mérséklődése támogatja.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

A legjelentősebb kockázat a koronavírus-járvány második hullámának gazdaságra gyakorolt hatásával kapcsolatos. Egy elhúzódó második hullám az adóbevételek további mérséklődéséhez vezethet, továbbá újabb költségvetési intézkedéseket tenne szükségessé. Alappályánkban a kormányzati szektor beruházási kiadásai 2020-ban kissé elmaradnak a 2019-ben elért GDP-arányos 6 százalékos szintjüktől, ugyanakkor 2021-ben némileg meghaladhatják azt (5-9. ábra). A kormányzati beruházásokat növelik a járvány elleni védekezés egyes kiadásai és a Gazdaságvédelmi Akcióterv beruházási intézkedései is. A tényleges gazdasági hatást ugyanakkor csökkentheti, hogy a fennálló kapacitáskorlátok miatt a többlet beruházási források nem kerülnek maradéktalanul felhasználásra. Emellett a Gazdaságvédelmi Alapnak fedezetet nyújtó átcsoportosítások is érinthettek beruházási tételeket.

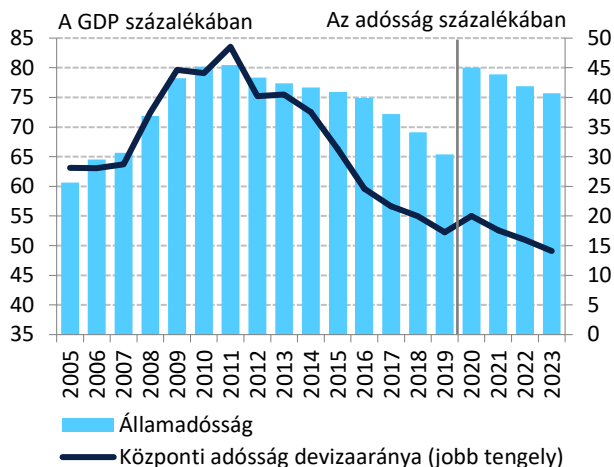
Előrejelzésünk alakulását befolyásolják az európai uniós forrásbeáramlások mértékét érintő bizonytalanságok. A

5-9. ábra: A kormányzati beruházások alakulása



Forrás: KSH, MNB

5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása



Megjegyzés: Feltételezve, hogy a soron következő évek költségvetési hiányai és a nominális GDP az előrejelzési sávok középpontján alakulnak.

Forrás: MNB, ÁKK

transzferek felhasználása az eredményszemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat, míg a támogatások megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását befolyásolja. Az uniós támogatások effektív felhasználása prognózisunk szerint 2020-at követően enyhén csökken.

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2020 harmadik negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 73,8 százalékra emelkedett. Az előző év azonos időszakához képest az adósságráta 6,8 százalékponttal, míg 2019. év végi értékéhez képest 8,4 százalékponttal emelkedett. Az adósságráta emelkedéséhez a nettó adósságkibocsátás mellett az átértékelődés és a gazdasági növekedés lassulása is hozzájárult.

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság a 2019. végi 65,4 százalékról a koronavírus-járvány következtében kedvezőtlenebbé váló gazdasági környezet, valamint a járvány gazdasági hatásainak enyhítése érdekében szükséges intézkedések és magasabb kiadások miatt 2020-ban átmenetileg 80 százalék körüli szintre emelkedik (5-10. ábra). Az MNB-nél tartott kormányzati betétek állománya mintegy 2900 milliárd forintot tett ki október végén, amely év végén is várhatóan magasabb marad tavalyi szintjénél, miáltal finanszírozási tartalék képződik az esetleges kockázatok fedezésére. Ez a tartalék idén növeli az adósságot, ugyanakkor a felhasználása révén jövőre hozzájárulhat az adósság gyorsabb ütemű csökkentéséhez. Az adósságráta 14,6 százalékpontos emelkedése nemzetközi összehasonlításban átlagosnak tekinthető. Az Európai Unió országaiban a GDP-arányos államadósság az Európai Bizottság legfrissebb prognózisa szerint átlagosan 14,7 százalékponttal emelkedhet 2020-ban az előző évhez képest, míg az euroövezetben valamivel nagyobb mértékű, 15,8 százalékpontos emelkedés várható. 2021-ben azonban a gazdasági növekedés élénkülése és a hiány várt mérséklődése következtében az államadósság ismét csökkenő pályára áll, és előrejelzési horizontunkon folyamatosan mérséklődhet az adósságráta. Prognózisunk szerint az átmeneti emelkedést követően évente átlagosan 1-1,5 százalékponttal csökken az államadósság-ráta értéke, ami így 2023 végére 76 százalék alá mérséklődhet. A devizakötvény-kibocsátások következtében 2020 végére a központi államadósság devizaaránya 17,3 százalékról 20 százalékra emelkedhet, majd az előrejelzési horizonton ismét mérséklődhet.

6. Kiemelt témák

6.1. A 2020-as hazai jegybanki programok piacstabilizáló és gazdaságélénkítő hatásai a koronavírus-járvány tükrében²

A Magyar Nemzeti Bank innovatív lépései számottevő mértékben járultak hozzá a magyar gazdaság fundamentumainak megerősítéséhez és a koronavírus-járvány kedvezőtlen gazdasági hatásainak tompításához. Míg a 2008-as globális pénzügyi válság Magyarországot rendkívül legyengült állapotban érte, addig 2020-ban a koronavírus-járvánnyal és annak gazdaságot érintő kedvezőtlen hatásaival Magyarország már kellő felkészültséggel, erős alapokkal, jelentős tartalékokkal és megfelelő gazdaságpolitikai mozgástérrel néz szembe. Az MNB elsődleges célja a jelenlegi rendkívüli makrogazdasági környezetben is az árstabilitás elérése és fenntartása. A jegybank az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi stabilitás fenntartását és a Kormány gazdaságpolitikáját. Ezzel összhangban kiemelt feladattá vált a koronavírus-járvány okozta negatív reálgazdasági és pénzpiaci következmények tompítása, a bankrendszer és más gazdasági szereplők számára szükséges likviditás rendelkezésre bocsátása, valamint a gazdaság újraindításának megalapozása. A jegybank a felmerülő kihívásokra az elmúlt időszakban koordinált lépéssorozattal és célzott intézkedésekkel reagált, melynek részeként átalakította és kibővítette monetáris politikai eszköztárát. Szemben a 2008-as válsággal, amelynek hatásaként Magyarországot a hitelösszeomlás (credit crunch) jelensége sújtotta, jelenleg – a jegybank intézkedéseinek köszönhetően – biztosított a szükséges mértékű bankrendszeri likviditás és a kkv szektor fenntartható, stabil és hosszú távú finanszírozáshoz jutása. A 2008-as válság kirobbanásával kialakult helyzethez hasonlóan az MNB megítélése szerint jelenleg is olyan nehézségekkel kell szembenézni, amelyek célzott megoldásokat igényelnek. Az árstabilitás fenntartása mellett ezeket a megoldásokat szolgálja az MNB kibővített és célzott intézkedéseket tartalmazó eszköztára, valamint a jegybankmérleg mérete és szerkezete is, amelyek érdemi mozgásteret biztosítanak a jövőbeli kihívásokra adható válaszok tekintetében. A hazai monetáris politika megfelelő tűzerővel rendelkezik, és szükség esetén be is vetheti minden rendelkezésére álló fegyverét.

6.1.1. A jegybanki eszköztár átalakítása a szélesebb körű és rugalmasabb beavatkozás képességének megteremtése érdekében

2020 tavaszán a Magyarországon is megjelenő koronavírus-járvány jelentős kihívások elé állította a hazai gazdasági szereplőket. A SARS-CoV-2 vírus okozta megbetegedés 2020 tavaszán az egész világot elérő járvánnyá eszkalálódott és évtizedek óta nem tapasztalt egészségügyi veszélyhelyzetet okozott. Hamar láthatóvá vált, hogy a társadalmi kontaktusok minimalizálására épülő egészségügyi intézkedések nemzetközi szinten jelentős gazdasági megtorpanást okoznak. A járványból adódó negatív gazdasági-pénzügyi hatások rövid idő alatt a világgazdaság egészébe begyűrűztek. Bár Magyarország kellő felkészültséggel, erős alapokkal, jelentős tartalékokkal és megfelelő gazdaságpolitikai mozgástérrel rendelkezett, a 2020 első negyedévében Magyarországra is áttérjedő járvány számos új kihívás elé állította a hazai gazdasági szereplőket. A koronavírus-járvány által felerősödő feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés által okozott pénzpiaci turbulencia 2020. március közepén már a hazai pénzügyi piacokon is éreztette kedvezőtlen hatásait.

Az MNB a járványból fakadó pénzpiaci és reálgazdasági kihívásokra koordinált és célzott lépéssorozattal reagált. Az intézkedések részeként átalakította és kibővítette monetáris politikai eszköztárát (6-1. táblázat). Az eszköztár megújítását több cél vezérelte: (1) az árstabilitás fenntartása és a pénzügyi stabilitás megőrzésével összhangban a bankrendszer és a pénzügyi piacok megfelelő likviditásának biztosítása; (2) az operatív keretrendszer hatékonyabbá tétele, a rövid hozamszintek rugalmasabb alakíthatósága; (3) az MNB közvetlenül és minél több piacon képes legyen az elmúlt években felértékelődött szereppel bíró hosszú lejáratú hozamok alakítására, befolyásolására, illetve (4) a koronavírus-járvány kedvezőtlen gazdasági hatásainak tompítása és a gazdasági növekedés helyreállításának támogatása. Ebből fakadóan az átalakított és kibővített monetáris politikai eszköztár a rövid hozamokra ható eszközök mellett számos a hosszú hozamokra

² A Magyar Nemzeti Bank eszköztár-átalakításával kapcsolatos részletes elemzése az alábbi linken érhető el: <https://www.mnb.hu/letoltes/jegybanki-eszkozta-2020-covid19.pdf>

ható eszközt is tartalmaz. Ez lehetővé teszi a hozamgörbe egészének a monetáris politikai céloknak megfelelő alakítását és a hazai vállalati szektor fenntartható, stabil és hosszú távú finanszírozáshoz jutásának elősegítését.

6.1.2. Likviditás biztosítását szolgáló új jegybanki eszközök és intézkedések

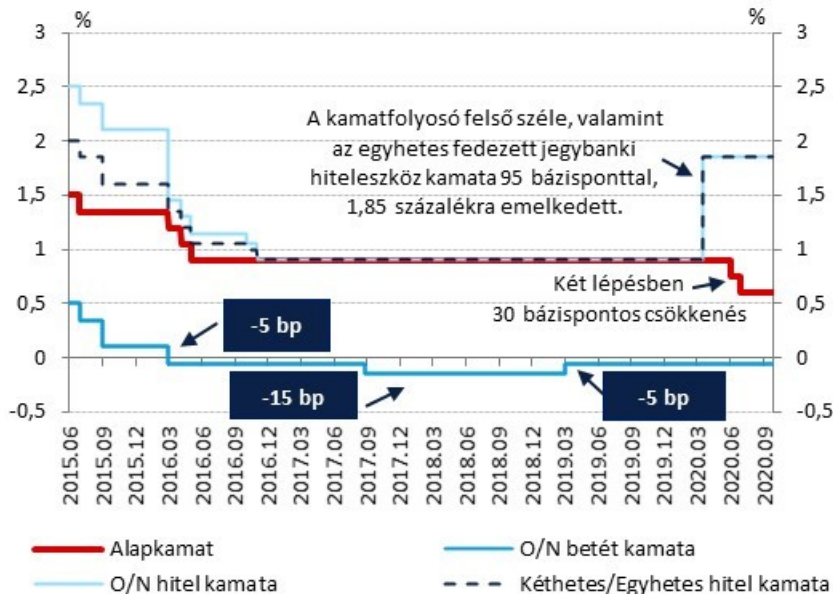
A megfelelő mértékű likviditás biztosítása kiemelt jelentőséggel bír a különböző részpiacok működésének fenntartása, valamint a hitelcsatornák beszűkülésének elkerülése érdekében. A koronavírus-járvány kezdeti szakaszában kialakult pénzügyi turbulencia szükségessé tette, hogy az MNB mind rövid (éven belüli), mind hosszabb futamidőkön egyaránt tudjon likviditást nyújtani a bankrendszernek, valamint a pénzpiac további szereplőinek. Ebből kifolyólag az MNB a bankközi likviditás hosszú távú biztosítása érdekében – az Európai Központi Bank gyakorlatával összhangban – a fedezeti kör nagyvállalati hitelekkel való kiterjesztése mellett döntött. Emellett sor került a jegybanki partnerkör befektetési alapokkal való célzott kibővítésére. A nyilvános és nyílt végű értékpapír-alapok helyet kaptak a jegybanki állampapír-vásárlási program és a Növekedési Kötvényprogram partnerkörében, a befektetési alapok számára elérhetővé vált a fedezett jegybanki hitelfelvétel, illetve az MNB az elfogadható fedezetek körét kibővítette az értékpapír- és ingatlanalapok befektetési jegyeivel. A jegybank a hazai partnerkörbe tartozó, tartalékköteles hitelintézeteknek átmenetileg felmentést adott a tartalékkötelezettség nemteljesítésének jogkövetkezményei alól. Ezeken túlmenően a banki likviditáskezelés tartós támogatása és a releváns pénzügyi piacok stabil működésének biztosítása érdekében az MNB fix kamatozású, legfeljebb 5 éves futamidejű jegybanki fedezett hiteleszközt vezetett be.

6.1.3. A rövid futamidejű hozamok rugalmasabb alakítását lehetővé tevő jegybanki eszközök

A koronavírus-járvány negatív pénzügyi és gazdasági hatásai az MNB részéről a rövid hozamok alakításának rugalmasabbá tételét indokolták. A koronavírus-járvány terjedésének negatív gazdasági hatásaival összefüggésben 2020 márciusában valamennyi futamidőn a hozamszintek volatilitásának emelkedése volt tapasztalható. Az MNB számára kiemelt szempont, hogy a rövid oldali kamatok minden részpiacon és minden időszakban összhangban alakuljanak a Monetáris Tanács által optimálisnak tartott kamatszinttel, valamint a gyorsan változó környezetben is biztonságos távolságban maradjanak a nullaközei tartománytól. A kialakult pénzügyi turbulenciák és a kilátásokkal kapcsolatos bizonytalanság növekedése az MNB részéről nagyobb rugalmasság és mozgástér kialakítását indokolták, ami a rövid hozamokra ható operatív keretrendszer felülvizsgálatát is szükségessé tette. A hozamgörbe rövid oldalán végrehajtott lépések, mint például az egyhetes betéti eszköz aktiválása és a kamatfolyosó kiszélesítése jelentősen hozzájárultak a monetáris kondíciók stabilitásának megőrzéséhez és ezen keresztül az árstabilitás fenntartásához.

2020 áprilisában döntés született a kamatfolyosó szimmetrikussá tételéről és az egyhetes jegybanki betéti eszköz aktiválásáról, amely intézkedések nagyobb rugalmasságot biztosítanak az MNB részére a monetáris transzmisszió hatékonyságának fenntartásában. Az MNB koronavírus-járványt megelőzően alkalmazott monetáris politikai keretrendszerében – a kamatfolyosó többszöri változtatásának eredményeként – az alapkamat jelentette a kamatfolyosó tetejét. Ugyanakkor a megváltozott pénzügyi környezet szükségessé tette, hogy az MNB nagyobb mozgástérrel rendelkezzen a rövid kamatok alakításában. Miközben az egynapos betéti kamatláb változatlan maradt, az egynapos hitel, valamint az egyhetes fedezett hitel kamatát a korábbi alapkamattal megegyező szintről 1,85 százalékra emelte a jegybank (6-1. ábra). Az egyhetes betét a jegybanki eszköztár része volt a 2016 őszi bevezetése óta, alkalmazására ugyanakkor 2020 áprilisáig nem került sor. Az instrumentum aktiválására a bankok likviditáskezelésének támogatása céljából került sor, majd ezt követően a bankrendszer egyik fontos sterilizációs eszközévé lépett elő. A bankok az eszköz aktiválását követően a heti tenderek keretében meghatározott kamaton helyezhetnek el egyhetes betétet a jegybanknál.

6-1. ábra: Magyar Nemzeti Bank irányadó eszközeinek alakulása

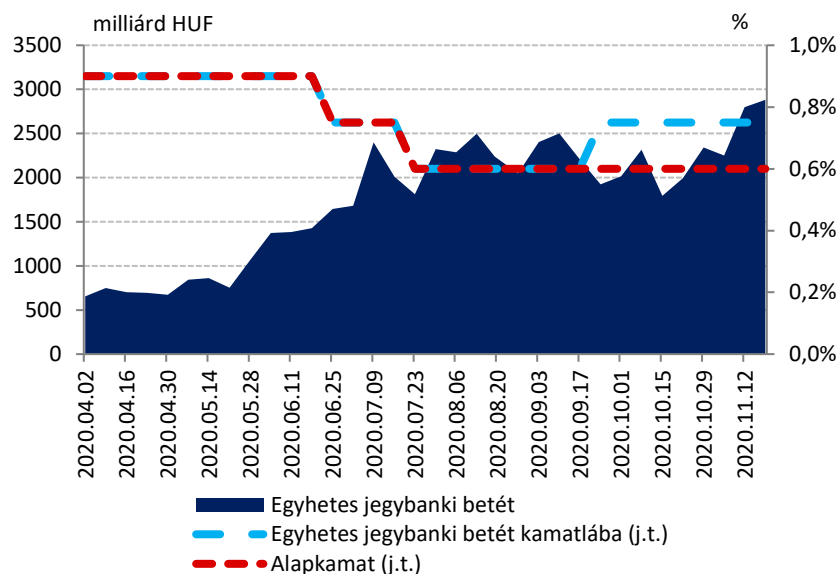


Forrás: MNB

Az alapkamat és az egyhetes betéti eszköz kamatának alakításával az MNB célja az inflációs kilátásokkal kapcsolatban felmerült kockázatok kezelése és a gazdasági növekedés helyreállításának támogatása. A tavaszi sikeres pénzügyi stabilizációt követően a járvány elleni gazdasági védekezés második szakaszában az árstabilitás biztosításával párhuzamosan a gazdasági növekedés helyreállítása került fókuszba. Ezzel összhangban a Monetáris Tanács júniusban és júliusban 15-15 bázisponttal mérsékelte a jegybanki alapkamatot. A Monetáris Tanács megítélése szerint az alapkamat 0,60 százalékos szintje fenntartható módon támogatja az árstabilitást, a pénzügyi stabilitás megőrzését és a gazdasági növekedés helyreállítását. A kamatcsökkentés hatása kiszámíthatóan és széles körben megjelent a piaci kamatokban. Az alapkamatnak koordináló szerepe van, és annak négy évnyi változatlanlanságát követően a kamatcsökkentés fontos üzenetértékkel bírt a gazdasági szereplők számára. Emellett a stabilitás megőrzése változatlanul kiemelt szempont, így az alapkamat új szintje mellett is megmarad a megfelelő biztonsági távolság a nullaközi tartománytól. Az egyhetes betét kamata - összhangban az alapkamat változásával – júniusban és júliusban összesen 30 bázisponttal csökkent. Mindazonáltal, a feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkörülés felerősödése kiemelt kockázatot jelent az inflációs kilátások alakulása szempontjából. Az MNB egyértelmű szándéka elkerülni, hogy a bizonytalan globális piaci környezet az inflációs kockázatok emelkedését okozza. Összhangban a szeptemberi Inflációs jelentés kiemelt kockázati pályájával 2020. szeptemberében a jegybank az egyhetes betéti rátát 0,60 százalékról 0,75 százalékra módosította (6-2. ábra). Amennyiben az inflációs kockázatok indokolják, abban az esetben az MNB az alapkamat és az egyhetes betéti eszköz kamata között különbséget tarthat fenn.

A hazai FX swap piacon az MNB a devizalikviditást nyújtó swapeszköz újbóli alkalmazásával biztosítja, hogy a piaci hozamok negyedév végi volatilitása érdemben csökkenjen. A rövid oldali hozamok alakulása és a bankközi likviditásmenedzsment szempontjából kiemelt jelentőségű devizaswap piacon az elmúlt negyedévek végén, a kereskedelmi banki mérlegalkalmazkodás időszakában nagymértékű volatilitás alakult ki, ami a koronavírus-járvány okozta piaci turbulencia közepette jelentősen felerősödött. A Magyar Nemzeti Bank 2020 szeptemberi döntése alapján a monetáris transzmisszió erősítése érdekében szükséges esetekben jegybanki devizalikviditást nyújtó swaptenderek alkalmazására kerül sor. A tenderekkel az MNB azt kívánja elérni, hogy a rövid pénzpiaci hozamok ezekben a kiemelt periódusokban is igazodjanak a Monetáris Tanács által optimálisnak tartott rövid oldali kamatszinthez és azok változékonysága jelentősen csökkenjen. Az aktív jegybanki jelenlét következtében a harmadik negyedév végén az MNB devizaswaptenderei sikeresen simították a negyedév végi swappiaci folyamatokat, így nem jelentek meg feszültségek a swappiacon. A hozamgörbe rövid oldalán végrehajtott lépések hozzájárulnak a monetáris kondíciók stabilitásának megőrzéséhez és ezen keresztül az árstabilitás fenntartásához.

6-2. ábra: Egyhetes jegybanki betét állományának és kamatlábának alakulása



Forrás: MNB

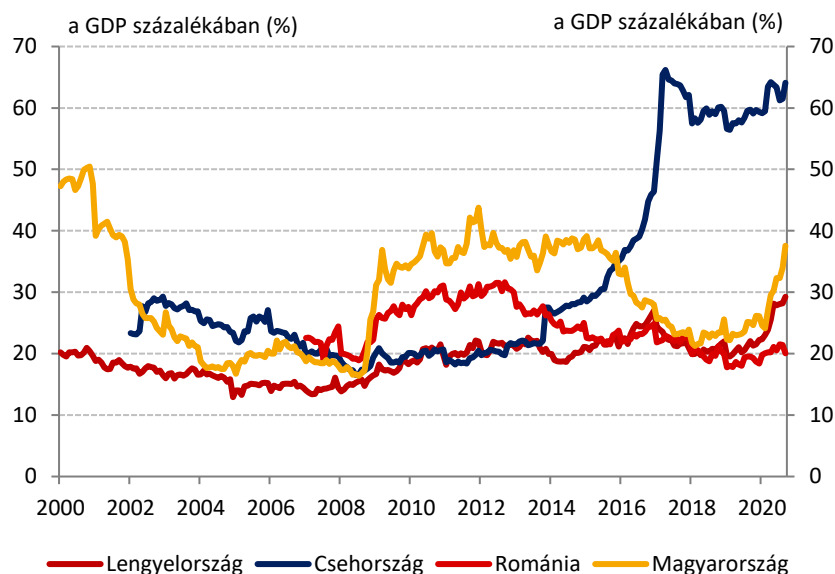
6.1.4. Hosszú hozamokra ható eszközök bevezetése és a jegybankmérleg bővülése

Az MNB a jegybankmérleg jelentős mértékű bővítésével reagált a koronavírus-járvány okozta negatív gazdasági hatásokra, amihez a jegybank korábbi években végrehajtott stratégiája biztosít kellő mértékű mozgásteret. Az MNB korábban úgy tudta érdemben lazítani a monetáris kondíciókat, célzott lépésekkel élénkíteni a hitelezést és mérsékelni a gazdaság sérülékenységét, hogy közben szűkült a jegybankmérleg. A globális trendekkel szemben az MNB 2013 óta az általános növelés helyett a mérleg szerkezetének hatékony átalakítására fókuszált. Nemzetközi összehasonlításban tehát az MNB mérlege nem bővült a korábbi években, ellentétben más jegybankok mérlegeivel. Ez azt jelenti, hogy az MNB jóval nagyobb mozgástérrel rendelkezett a mérleg méretének növelése tekintetében a koronavírus-járvány okozta negatív gazdasági hatások kapcsán. Az elmúlt években az MNB által alkalmazott célzott eszközök eredményeként szerkezetileg is átalakult mérleg a jegybanki mozgástér bővítésén túl nagymértékben hozzájárult Magyarország külső sérülékenységének csökkentéséhez is.

A jegybankmérleg jelentős mértékű bővítése előretekintve a gazdasági növekedés helyreállítását is támogatja. Az MNB mérlegfőösszege jelenleg Magyarország GDP-jének 37,5 százalékát teszi ki. A jegybankmérleg elmúlt időszakai bővülésében elsősorban a gazdaságélénkítő programok játszottak szerepet, amelyek a gazdasági szereplők széles körének biztosítanak kedvező feltételekkel elérhető és kiszámítható forrást. A célzott programok és a devizatartalék emelkedése miatt az idei év eleje óta megközelítőleg a GDP 13,6 százalékával nőtt a mérlegfőösszeg. A nemzetközi szinten is kimagasló 2020-as mérlegbővülés ellenére a mérleg mérete átlagosnak számít a régióban (6-3. ábra). A nemzetközi gyakorlatot tekintve a fejlett országok jegybankjaihoz hasonlóan a feltörekvő országok több jegybankja is eszközvásárlási programot indított, illetve új hiteleszközöket vezetett be. Ennek eredményeként a régió legtöbb országában is jelentősen nőtt a jegybankmérlegek nagysága, ami várhatóan tartósan fennmarad.

Az eszköztár-átalakítás során annak részévé vált a hosszú hozamokra ható állampapír-vásárlási program, amelynek elindításáról 2020. áprilisában döntött a Monetáris Tanács. A program célja az állampapírpiacon stabil likviditási helyzetének fenntartása és a monetáris transzmisszió hatékonyságának erősítése volt. A program indulásakor az MNB nem határozott meg keretösszeget, de rögzítette, hogy addig folytatja a vásárlásokat, ameddig azt a koronavírus-járvány miatti gazdasági és pénzügyi fejlemények indokolják. A vásárlások a másodlagos piacon zajlanak, ezekre a jegybank által szervezett vásárlási aukciókon és egyedi másodpiaci ügyletek keretében is sor kerülhet. A program partnerkörét az állampapírpiacon szempontjából kiemelten fontos banki és nem-banki szereplők alkotják. A jegybank a májusban végrehajtott célzott vásárlásokkal sikeresen stabilizálta az állampapírpiacon folyamatokat és csökkentette a hosszú hozamokat.

6-3. ábra: Régiós jegybankok mérlegfőösszeg/GDP arányának alakulása



Forrás: MNB

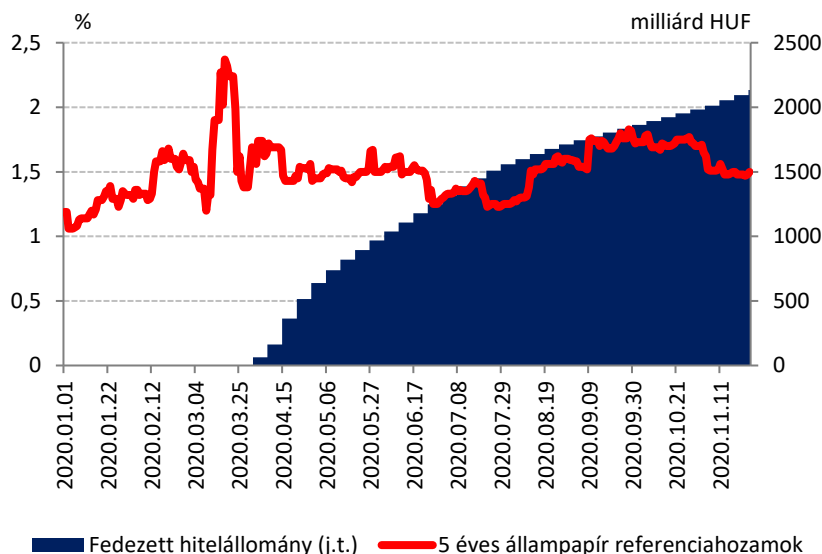
Az MNB 2020 júliusától – átmeneti szünet után –, újra célzott állampapír-vásárlásokat hajtott végre a hosszú szegmensben annak érdekében, hogy a júniusi és a júliusi alapkamat-csökkentés a hozamgörbe hosszabb szakaszán is érvényesüljön. Ezt követően a Monetáris Tanács a hatékony monetáris transzmisszió elősegítése, illetve az állampapírpiacon likviditásának támogatása érdekében 2020 augusztusától többször is megemelte a heti vásárlások összegét, illetve október elején módosította az állampapír-vásárlási program stratégiai paramétereit. A Monetáris Tanács az állampapír-vásárlási programot továbbra is tartós piaci jelenlét mellett, folyamatosan, a szükséges mértékben használja. Az MNB heti vásárlásainak összegét rugalmasan alakítja. A jegybanksi intézkedések hatására stabilizálódott a forint állampapírpiacon és csökkentek a hosszú futamidejű állampapírhozamok. Az MNB intézkedései támogatták a hosszabb lejáratú állampapírok kibocsátását és ezzel az államadósság lejárat szerkezetének hosszítását, valamint a piacépítés szempontjából is kiemelt fontosságúak.

A Monetáris Tanács novemberi ülésén végrehajtotta az állampapír-vásárlási program technikai felülvizsgálatát, és az MNB tartós piaci jelenlétre rendezkedik be az állampapírpiacon. 2020. májusa óta a jegybank állampapír-vásárlási programja keretében november végéig több mint 820 milliárd forint értékben vásárolt államkötvényeket, 36 milliárd forint értékben pedig állami kezesség mellett kibocsátott értékpapírokat. A jegybank heti vásárlásainak összegét továbbra is rugalmasan alakítja, a vásárlásokat a hosszabb futamidőkre koncentrálna. Az eszközvásárlási program végrehajtásának folyamatos nyomon követése mellett a Monetáris Tanács legközelebbi technikai felülvizsgálatát a 2000 milliárd forintos állomány elérésekor hajtja végre.

A 2020 elején kialakult pénzügyi feszültségek enyhítésére az MNB március végén bevezette a fix kamatozású, legfeljebb 5 éves futamidejű jegybanksi fedezett hiteleszközt. A korábban is aktívan alkalmazott forintlikviditást nyújtó swapeszköz mellett a banki likviditáskezelést tartósan, a hosszabb lejáratokon is segítő, valamint a releváns pénzügyi piacok stabil működéséhez is hozzájáruló, maximálisan 5 éves futamidejű, fix kamatozású, fedezett hiteleszközt vezetett be az MNB. A hiteleszköz kezdetben 3-6-12 hónapos, illetve 3 és 5 éves futamidővel került bevezetésre majd 2020 második felében a jegybank arról döntött, hogy a tendereken csak a 3 és 5 éves futamidőket hirdeti meg, azzal, hogy az éven belüli – 3, 6 és 12 hónapos – futamidők továbbra is a potenciális eszköztár részei maradnak. A hiteltenderen szerzett jegybanksi forrást két oldalról is hasznosíthatják a bankok: egyrészt hosszú futamidejű, fix kamatozású eszközökbe fektethetik, másrészt javíthatják forrásszerkezetüket a fix kamatozású hitellel. A fedezett hitel nyújtása nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a hazai bankok április eleje óta mintegy 2000 milliárd forinttal növelték a 3 évnél hosszabb futamidejű állampapír-állományukat. A hiteleszköz tehát több tekintetben is támogathatja a bankrendszer mérlegét, míg az eszközvásárlások révén nem csupán a bankrendszer likviditását segíti az eszköz, hanem jótékony hatással van a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságára, mivel lehetővé teszi a hozamgörbe középső szakaszának befolyásolását. A bevezetése óta a fedezett hitelnyújtásra

túlnyomó többségében 5 éves futamidőn került sor, a jegybank november végéig több, mint 2100 milliárd forint hosszú futamidejű forrást nyújtott a bankrendszer részére (6-4. ábra).

6-4. ábra: Fedezett jegybanki hitelállomány és az 5 éves állampapír referenciahozamok alakulása



Forrás: MNB

Az MNB 2020 áprilisában döntött a Növekedési Kötvényprogram (NKP) feltételeinek módosításáról és a Növekedési Hitelprogram (NHP) új konstrukciójáról, az NHP Hajrá elindításáról. A két célzott program széles körben felhasználható, kedvező és kiszámítható kamatozású forrást biztosít a hazai vállalkozásoknak.

A jegybank az NHP Hajrát azzal a céllal indította el áprilisban, hogy a mikro-, kis- és középvállalkozások megváltozott igényeihez igazodva biztosítsák számukra működésükhöz, növekedésükhöz szükséges forrásokat. A jelenlegi gazdasági környezetben ismét felértékelődik a kedvező kamatozású és kiszámítható (fix kamatú) finanszírozás szerepe., A vállalkozások megváltozott igényeihez igazodva a kkv-k számára szükséges források biztosítása hozzájárul ahhoz, hogy ne alakuljanak ki hitelpiaci zavarok, ezzel támogatva a gazdasági növekedést. Az NHP Hajrá iránt az áprilisi indulás óta jelentős érdeklődés mutatkozik a vállalkozások oldaláról, a program kihasználtsága december elején megközelítette az 1200 milliárd forintot, a konstrukció keretében több mint tizenhétezer vállalkozás jutott kedvező finanszírozáshoz. A gazdasági szereplők fokozott érdeklődése mellett az 1500 milliárd forintos keretösszeg már jövő év első negyedévében elfogyott volna, ezért a Monetáris Tanács november 17-i ülésén a keretösszeg 1 000 milliárd forinttal történő megemeléséről döntött. A program így 2021-ben is számos vállalkozás működését, korszerűsítését és növekedését tudja majd segíteni.

A 2019 nyarán elindított Növekedési Kötvényprogram jelentős mértékben hozzájárult a vállalatikötvény-piac likviditásának bővüléséhez, ezáltal pedig a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának erősödéséhez. A programnak köszönhetően a hazai vállalati szektor immár a bankhitelek mellett reális és versenyképes finanszírozási alternatívát jelentő kötvénykibocsátásokra is támaszkodhat, amely révén a hazai cégek adósságainak szerkezete is egészségesebbé, diverzifikáltabbá válhat. A vállalatok forrásellátottságát biztosító piacok közötti egészséges verseny a hazai cégek forrásbevonási költségeire is kedvező hatást gyakorolhat. A hazai vállalati-kötvény piac likviditásának bővítése jelentősen hozzájárulhat a monetáris transzmissziós mechanizmusok hatékonyabb érvényesüléséhez, növelheti a pénzügyi stabilitást, valamint a gazdasági turbulenciák idején is hatékony eszköznek bizonyulhat a negatív hatások tompításában. 2020. október végéig több mint 260 vállalat regisztrált a Növekedési Kötvényprogramba. Az időszak végéig 35 vállalat 40 kötvénysorozat sikeres kibocsátását hajtotta végre, 680 milliárd forintot meghaladó forrást bevonva ezáltal, melynek köszönhetően a hazai kötvénypiac szignifikáns növekedésnek indult. A program egyes paramétereinek módosításai, valamint a keretösszeg 750 milliárd forintra történő emelése elősegítheti, hogy a hazai vállalatikötvény-piac folytassa a felzárkózást a nyugat-európai és regionális országok piacainak GDP-arányos átlagához.

A NHP Hajrá és NKP programok keretei között kibocsátott többlet pénzmennyiséget az MNB a preferenciális betéti eszköz segítségével semlegesíti, így a programok hatása monetáris politikai szempontból semleges. Az NKP és NHP Hajrá konstrukcióban történő banki részvétel ösztönzése érdekében az MNB preferenciális betéti eszköze sávós kamatozásúvá alakult. A legnagyobb növekedési hatással járó beruházási hitelek nyújtásának, valamint a vállalati kötvények vásárlásának ösztönzése céljából az MNB 2021 végéig magasabb, 4 százalékos preferenciális betéti kamatot fizet az idén július 7-e után létrejött beruházási hitelekhez és kötvénykibocsátásokhoz kapcsolódóan. A beruházástól eltérő célra nyújtott hitelekhez ennél kisebb mértékű ösztönzés kapcsolódik.

6-1. táblázat: A monetáris politikai eszköztárral kapcsolatos döntések időrendben (2020. márciustól)

Döntés időpontja	INTÉZKEDÉS
2020.03.16	Az NHP keretében korábban létrejött hitelek esetében rugalmas átstrukturálási lehetőség és év végéig tartó fizetési moratórium
2020.03.17.	1 hetes devizaswap-tender meghirdetése
2020.03.17.	Fedezeti kör bővítése nagyvállalati hitelekkel
2020.03.24.	Új, fedezett hiteleszköz 3 hónaptól 5 évig
2020.03.24.	Tartalékteljesítés szankciójának átmeneti időszakra történő feloldása
2020.04.01.	1 hetes betéti eszköz aktiválása
2020.04.07.	Kamatfolyosó szimmetrikussá tétele
2020.04.07.	Állampapír-vásárlási program bejelentése
2020.04.07.	Jelzáloglevél-vásárlási program bejelentése
2020.04.07.	Növekedési Hitelprogram Hajrá konstrukció
2020.04.07.	Növekedési Kötvényprogram egyes feltételeinek rugalmasabbá tétele
2020.04.07.	Preferenciális betét feltételeinek kedvezőbbé tétele
2020.06.23.	Alapkamat csökkentése 0,75 százalékra
2020.07.02.	A Növekedési Hitelprogram igénybevételi lehetőségeinek szélesítése
2020.07.21.	Alapkamat csökkentése 0,60 százalékra
2020.08.25.	A heti állampapír-vásárlások mennyiségének növelése
2020.09.08.	Devizalikviditást nyújtó swapeszköz meghirdetése
2020.09.23.	A Növekedési Kötvényprogram keretösszegének emelése 450 milliárd forintról 750 milliárd forintra
2020.09.24.	Az 1 hetes betéti kamat 0,75 százalékra módosítása
2020.10.06.	Az eszközvásárlási program kibővítése és rugalmasabbá tétele
2020.11.17	Az állampapír-vásárlási program technikai felülvizsgálata
2020.11.17	Növekedési Hitelprogram Hajrá keretösszegének 1000 milliárd forinttal történő megemlése

Forrás: MNB

6.2. A koronavírus-járvány által kiváltott és a 2008/2009-es globális pénzügyi válság hazai gazdasági hatásainak összevetése

A 2009-es pénzügyi és gazdasági válságot követően 2020-ban ismét jelentős gazdasági visszaeséssel néz szembe a világ országainak döntő többsége. Nincs két egyforma válság, ez a két időszak nemcsak az okok, hanem a válságok természetét és a válságkezelést tekintve is jelentősen eltér egymástól. Jelenlegi előrejelzésünk alapján a gazdasági visszaesés hazánkban az idei évben 6 és 6,5 százalék között alakulhat, így mértékében megközelíti a 2009-es visszaesés nagyságrendjét, amikor 6,7 százalékkal zsugorodott a gazdaság. A 2008/2009-es pénzügyi válság rendkívül sérülékeny állapotban érte a magyar gazdaságot, ezzel szemben 2020-ban Magyarország stabil fundamentumokkal, jelentős tartalékokkal és megfelelő gazdaságpolitikai mozgástérrel rendelkezve néz szembe a koronavírus-járvány által okozott válsággal, ami lehetőséget biztosít a korábbinál sikeresebb válságkezelésre. A két válság lefutása jelentősen eltér egymástól: a 2008/2009-es válsághoz képest a gazdasági teljesítmény csökkenése és a munkaerőpiaci alkalmazkodás gyorsabb ütemben – szinte azonnal – következett be, illetve az azonnali hatásokat egy negyedéven belül jelentős korrekció követte. Az ország kedvezőbb helyzetének következtében a válságévet követő időszakot is gyorsabb gazdasági és munkaerőpiaci helyreállítás jellemezheti. Szemben a 2008/2009-es válsággal, amelynek hatásaként Magyarországot a hitelösszeomlás (credit crunch) jelensége sújtotta, jelenleg – a jegybank intézkedéseinek köszönhetően – biztosított a szükséges mértékű bankrendszeri likviditás és a kkv szektor fenntartható, stabil és hosszú távú finanszírozáshoz jutása. A fiskális politika célzott időszakos intézkedésekkel képes mérsékelni a gazdaság hirtelen leállása miatti munkapiaci reakciót, ami alacsonyabb munkanélküliséget eredményezhet.

6-2. táblázat: A főbb makrogazdasági változók összehasonlítása a 2008/2009-es és a 2020-as válság idején

	2009	2010-12	2020	2021-23
GDP éves változása	-6,7	0,6	(-6,5) - (-6,0)	3,8 - 5,0
Beruházási ráta	22,7	19,6	25,5 - 25,9	26,8 - 27,4
Fogyasztás változása	-6,9	-0,9	(-4,1) - (-3,7)	3,6 - 4,2
Munkanélküliségi ráta	10,0	11,1	4,3 - 4,5	4,0 - 4,4
Reálbér változása	-3,5	-1,0	5,8 - 6,0	3,5 - 4,0
Infláció	4,2	4,8	3,4	3,1 - 3,2
Vállalati hitelállomány változása*	-5,3	-4,8	9,3 - 11,0	5,7 - 9,7
Lakossági hitelállomány változása*	-0,6	-8,5	12,5 - 13,8	8,8 - 12,7
Költségvetési egyenleg a GDP százalékában	-4,8	-4,0	(-9,0) - (-8,0)	(-6,5) - (-2,5)
Felvetőpiacaink gazdasági növekedése	-4,6	2,2	(-6,5) - (-6,0)	3,0 - 3,5

Megjegyzés: A költségvetési hiány esetében a sávszélek minimumát és maximumát jelenítjük meg, míg a többi változó esetében a 2021–23-as évek átlagát. * 2010-2012, illetve 2021-2023 éves átlagos növekedési ütem látható 2009.IV., illetve 2019.IV. állomány, illetve az azt követő 12 negyedév tranzakciós számai alapján becslülve.

Forrás: KSH, MNB, Eurostat

A 2000-es évek végén az Egyesült Államok ingatlanpiacáról kiinduló pénzügyi válság (subprime) gyorsan globális méreteket öltött és Magyarországot rendkívül sérülékeny helyzetben érte, ami elmélyítette a hazai válságot és nehezebbé tette a kilábalást. A reálgazdasági hatás időben elhúzódva, később okozott recessziót világszerte. A magyar gazdaságba 2008 végén gyűrűzött be válság, és a 2009-es növekedést érintette a legnagyobb mértékben – ekkor 6,7 százalékkal zsugorodott a bruttó hazai termék. A válság Magyarországot törékeny állapotában találta, hiszen már 2009 előtt is érdemben lassult a növekedés üteme, és strukturális problémák nehezítették a hatékony válságkezelést. A hatást felerősítette a szektorok eladósodottsága, az államháztartás és a hazai háztartások jelentős árfolyamkitettsége, illetve a likviditási problémákkal küzdő pénzügyi közvetítő rendszer. A jelentős visszaesést követő években lassú ütemű kilábalás volt jellemző hazánkra, amelyet tovább nehezített a pénzügyi válság európai szuverén adósságválsággá terebélyesedett, aminek eredményeképp egészen 2012-ig eltartott a visszafogott növekedés időszaka.

2020-ban Magyarország stabil fundamentumokkal, jelentős tartalékokkal és megfelelő gazdaságpolitikai mozgástérrel rendelkezik, ami lehetővé teszi, hogy aktív monetáris és fiskális intézkedésekkel tompítsa a koronavírus-járvány negatív

gazdasági hatásait, és támogassa a gazdaság mielőbbi helyreállítását.³ Az elmúlt tíz év során hazánk jelentősen csökkentette sérülékenységét, amelyet a lakossági hitelek forintosítása, az önfinanszírozási program, illetve a 2013 óta tartó egyensúlyi felzárkózás is támogatott. A hazai gazdaság stabil fundamentumait jelezte az elmúlt években az alacsony munkanélküliség, a dinamikus gazdasági növekedés, a nettó külső adósság és az államadósság-ráta jelentős csökkenése, a pozitív külső finanszírozási képesség és alacsony költségvetési hiány, valamint a bankrendszer stabil és tőkeerős állapota. A magyar gazdaság immunrendszere tehát erős volt a koronavírus-járvány kitörésekor. A járvány okozta gazdasági hatások enyhítésére a kormányzat és a Magyar Nemzeti Bank is jelentős intézkedéseket hozott, amelyek hozzájárultak a munkahelyek megvédéséhez és az aggregált kereslet támogatásához, illetve a Magyar Nemzeti Bank kibővített és célzott intézkedéseket tartalmazó eszköztára (ld. 6.1. kiemelt téma) támogatja a pénzügyi- és hitelpiacok súrlódásmentes működésének fennmaradását.

A jelenlegi válságban a gazdasági aktivitás csökkenését részben a járványügyi védekezés miatti belföldi korlátozó intézkedések, részben pedig az ellátási láncokban tapasztalt zavarok, a nemzetközi turizmus összeomlása és a kereskedelmi partnereink keresletének csökkenése okozták. A jelenlegi válság és a 2009-es visszaesés bár mértékében összemérhető, de fontos különbség, hogy míg korábban jelentős mérlegalkalmazkodásra volt szükség a gazdaságban az egyensúly eléréséhez, jelenleg az alapfolyamatok kedvezőbbek és a várakozások alapján az elkövetkező negyedévekben a vakcina megjelenésével párhuzamosan a korlátozások feloldásra kerülhetnek. Ennek megfelelően a gazdaságban meglévő termelőkapacitások döntő többsége érintetlen maradhat ellentétben a 2009-es elhúzódó kilábalási periódussal, amely erodálta a növekedési lehetőségeket.

A mostani válság időbeli lefutását előretekintve a járványvédelmi intézkedések alakulása és a lakosság óvatossága határozza meg, míg a helyreállítás gyorsasága nagyban függ a vírus elleni vakcina széleskörű hozzáférhetőségétől és hatékonyságától. A koronavírus-járvány erősödő második hulláma, és az ezzel kapcsolatos járványügyi intézkedések negatív gazdasági hatásai világszerte tompították a gyors kilábalással kapcsolatos várakozásokat. A hazai növekedés a kedvezőbb harmadik negyedévet követően az év végén újból gyengülhet. Előretekintve a kilábalás sebessége függ a vakcina széleskörben alkalmazásának elterjedésétől és a járványügyi intézkedések kivezetésétől (A vakcinafejlesztés jelenlegi eredményeivel 2-1. keretes írásunk foglalkozik).

Az elmúlt hónapok adatai alapján az ipari termelés egyértelműen a motorja lehet a gazdasági növekedés újraindulásának az elkövetkező negyedévekben. A feldolgozóipar esetében a tavaszi első hullám mutatott kedvezőtlenebb képet, a gyárleállások és termelés kiesés a globális értékláncokon keresztül világszerte okozott fennakadásokat a termelési folyamatokban. Az ipari szereplők gyorsan alkalmazkodtak a megváltozott környezethez, és a második hullámban nem jelentkezték az ellátási láncokban korábban megfigyelt zavarok. 2009-cel összehasonlítva az ipar esetében kedvezőbb kép rajzolódik ki, ugyanis míg 11 évvel ezelőtt az ipari kibocsátás visszaesése tartós, több negyedéven keresztül húzódnó folyamat volt lassú felíveléssel, most a második negyedévet követően már a harmadik negyedévben jelentős pozitív korrekciót láthattunk, és előretekintve is kedvezőbbek a kilátások.

A külső keresleti környezet alakulása szintén érdemben befolyásolhatja a hazai kilábalás gyorsaságát. Mivel a termelő ágazatok közül elsősorban az ipari ágazatoknál láthatóak pozitív jelek, fontos, hogyan alakul a hazai termékek iránti exportkereslet. 2009-cel összehasonlítva rövid távon kedvezőtlenebbnek tűnik a külső kereslet alakulása, azonban úgy gondoljuk, hogy ezt részben a szolgáltatások iránti kereslet magyarázza, míg az ipari szektor esetében kedvezőbb kép. Ennek megfelelően előrejelzési horizonton arra számítunk, hogy alacsonyabb szintről, de dinamikusabban állhat helyre a magyar termékek iránti exportkereslet.

A szolgáltatások iránti kereslet helyreállása erőteljesen függ a járványhelyzet és a korlátozó intézkedések alakulásától, és várakozásunk szerint el fog húzódní. A széleskörű utazási korlátozások miatt a nemzetközi turizmus drasztikusan visszaesett, melyet csak részben tudott kompenzálni a belföldi turizmus a nyári hónapokban. Az utazással kapcsolatos bizalom helyreállása és az országok eltérő szabályozásai miatt a nemzetközi személyforgalom várhatóan az ágazatok közül a leglassabb kilábalást mutatja. Az egyéb szolgáltatások esetében a belföldi korlátozások időszakosan jelentős visszaesést

³ A 2008/2009-es pénzügyi válságról és ezen időszak általános makrogazdasági környezetéről részletes kitekintést ad a „Trianon 100 – Tízszor tíz év számokban – Magyarország elmúlt 100 évének története” c. jegybanki kiadvány.

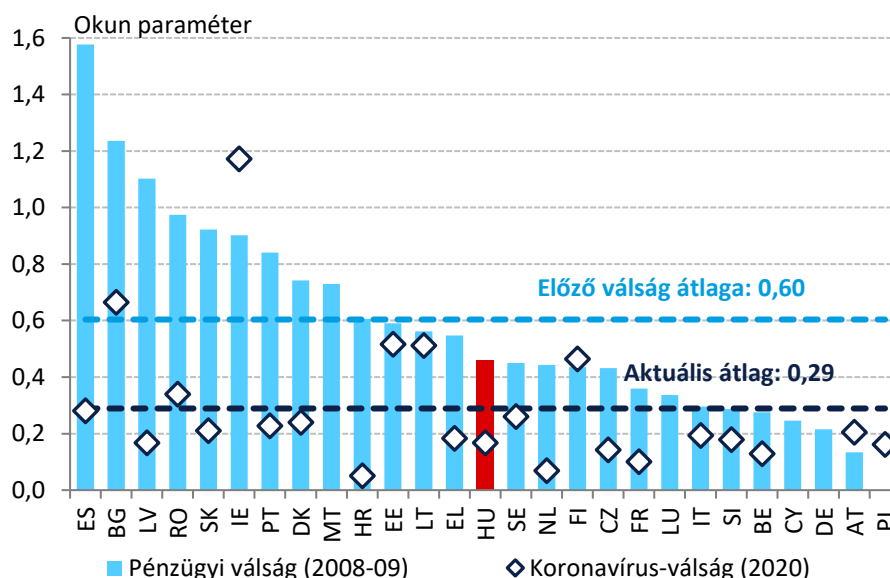
okoznak egyes alágazatokban, melyet az alternatív értékesítési csatornák csak részben tudnak ellensúlyozni. Az előző válsággal összevetve eltérő kép rajzolódik ki: míg a 2009-es válságban a szolgáltatások csökkenése mérsékelt volt, most sokkal erőteljesebb a rövid távú csökkenés a járványvédelmi intézkedések miatt.

A gazdasági kilábalást – a 2008/2009-es pénzügyi és gazdasági válságot követő időszaktól eltérően – a következő évek folyamán elsősorban a belső kereslet vezérelheti a beruházásokon és a fogyasztási dinamikán keresztül. A beruházások esetében az elmúlt években fokozatosan emelkedett a beruházási ráta (2019-ben elérte a 27 százalékot). A mutató idén a nemzetgazdasági beruházások jelentős csökkenésével összhangban 26 százalék alá mérséklődik, azonban ez az érték is érdemben meghaladja a 2009-es 22,7 százalékos arányt. Előretekintve – a 2009-et követő évektől eltérően – a beruházási aktivitás folytatódó – a gazdaságpolitika által is támogatott – dinamizálódására számítunk mindhárom szektorban, aminek eredményeképp a beruházási ráta a következő években fokozatosan emelkedik, majd 2022-től és a járvány előtti értékét megközelítve 27 százalék felett stabilizálódik. A magas beruházási ráta kiemelt fontosságú a gazdasági helyreállítás folyamatában, illetve a 25 százalékot meghaladó beruházási ráta a tartós gazdasági felzárkózás elengedhetetlen feltétele. A vállalatok esetében az idei évben elhalasztásra kerülő projektek jelentős része realizálódhat a következő időszakban, amit érdemben támogatnak a banki hitelezés és a jegybanki programok. Az állam esetében a beruházási aktivitás emelkedése segítheti a gazdasági kilábalást a jövő évben. A lakossági szegmensben átmentileg megtorpant az elmúlt években látható erőteljes beruházási aktivitás, ám a közelmúltban bejelentett kormányzati intézkedések (kedvezményes lakásáfa, otthonfelújítási program, célzott körben illetékmentes lakásvásárlás és visszaigényelhető áfa) érdemben támogatják a lakosság beruházási aktivitásának élénkülését a következő években.

A lakossági fogyasztás alakulása kedvezőbb lehet, mint a 2008/2009-es válság során, a járványhelyzet elmúlását követően pedig erőteljes fogyasztás bővülésre számítunk a következő években. A 2009-es válságot követő időszakban a hitelállományok tartós leépítése (deleveraging) zajlott le a magyar gazdaság minden szektorában, a háztartások egy részének pedig jelentős nehézséget okozott a devizahiteleik törlesztése. Mindezek együttesen 2009-et követően is növelték a lakossági óvatossági megtakarításait, és így érdemben visszafogták a lakossági fogyasztás helyreállítását. Ezzel ellentétben jelenleg sokkal kedvezőbb a háztartások pozíciója: a munkaerőpiaci alkalmazkodás enyhébb, a kormányzat célzott támogatásokkal segíti a munkahelyek védelmét, a hitelpiac működőképessége fennmaradt, a hiteltörlesztési moratórium – némileg szűkebb kör számára – a jövő év közepéig meghosszabbításra került. A háztartások pénzügyi vagyona 2020-ban jelentősen magasabb, mint a 2009-es válság idején volt, így a nagyobb tartalékok további támaszt nyújthatnak a kedvező fogyasztási pályának.

A munkaerőpiaci folyamatok szintén sokkal kedvezőbb képet mutatnak, mint 2009-ben: érdemben magasabb foglalkoztatás mellett kisebb mértékben emelkedett a munkanélküliségi ráta, így ez szintén támogathatja a lakossági fogyasztás kedvező alakulását. Összehasonlítva az előző válsággal a foglalkoztatottság egységnyi mértékű GDP visszaeséshez társuló változása kevesebb mint a fele volt a járvány első hulláma alatt (6-5. ábra). Emellett a 2009-ben kritikusnak számító fiatalok munkanélkülisége sem emelkedett meg a korábban látott mértékben. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is nagyon kedvező a hazai munkanélküliségi ráta. A kedvező foglalkoztatási folyamatokat részben a munkahelyek megőrzését célzó állami támogatások magyarázzák (ld. 3-3. keretes írás), részben pedig az ipari szektor gyors alkalmazkodása a járványhelyzethez részmunkaidő és más atipikus foglalkoztatási formák révén. A vállalatok számára további segítséget nyújthat a jegybank NHP Hajrá! programja, melyet a működési költségek finanszírozására, átmeneti megoldásként vehetnek fel hitelt. A jegybank hitelprogramok segítségével a cégek egy része képesek lehetnek az intenzív határon (munkaóra, részmunkaidős foglalkoztatás) alkalmazkodni a rendkívüli helyzethez, a munkahelyek megtartása mellett. A szolgáltatások helyreállításának elakadása a munkanélküliség további emelkedését okozhatja az év végén és 2021 elején, amit a kormányzat célzott intézkedései tompíthatnak.

6-5. ábra: A foglalkoztatottság változása egységnyi GDP-változás esetén



Megjegyzés: Az Okun paramétert (foglalkoztatás éves változása/GDP éves változása) a 2008/2009-es válság mélypontjai, valamint a 2020 II. negyedéves adatok alapján számítottuk. Egyes országok paraméterei adathiány vagy negatív előjel esetén nem kerültek feltüntetésre.

Forrás: Eurostat alapján MNB

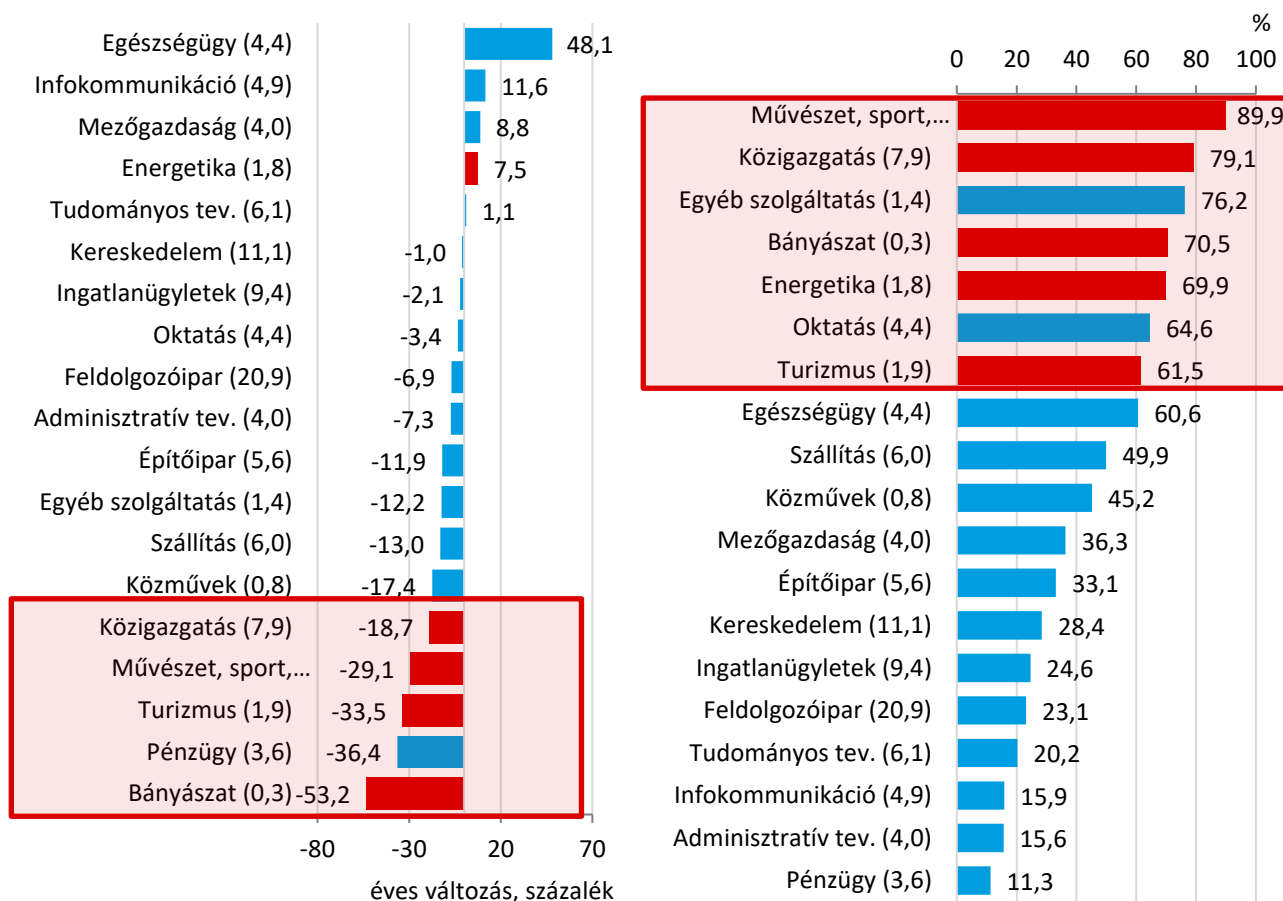
Az elmúlt évek monetáris politikája összhangban a horgonyzott inflációs várakozásokkal megteremtették az árstabilitás feltételeit, mely segít megőrizni a bérek vásárlóértékét és ezen keresztül támogatja a magyar gazdaság válságból történő kilábalását. Az előző válság során a reálbérek csökkenését láthattuk, amely a 2009-et követő években is folytatódott. Az elmúlt éveket azonban dinamikus reálbérbővülés jellemezte, ami kisebb mértékben 2020-ban és az következő években is folytatódhat. Ez a bérpálya a kedvező munkaerőpiaci folyamatokkal együtt támogatja a fogyasztás enyhébb visszaesését az idei évben és gyorsabb emelkedését a kilábalás fázisában. Az inflációs alapfolyamatokat tekintve mind az idei évben, mind az elkövetkező években alacsonyabb lehet az árváltozás üteme, mint 2009-ben és az azt követő években. A monetáris politika elsődleges célja az árstabilitás biztosítása.

Az előző válsággal ellentétben a banki mérlegek jelentősen kedvezőbb képet mutatnak, a hitelezési aktivitást pedig jegybanki programok is támogatják. A gazdaság válságból való kilábalásának erős támaszt nyújthat a hitelezés bővülése. A 2008/2009-es pénzügyi válság során gyorsan kiapadtak a hitelpiacok (credit crunch), és érdemben szűkültek a hitelfelvételi lehetőségek. Emellett a legtöbb gazdasági szereplő is próbálta fokozatosan leépíteni korábbi hitelállományait. Ezen hatások eredményeként egy lassú, elnyújtott kilábalás következett érdemi hitelbővülés nélkül (creditless recovery). Most azonban nem tapasztalunk ilyen súlyos hitelkínálati és hitelkeresleti problémákat. Mind a vállalati, és mind a lakossági szereplők oldaláról érdemben magasabb a hitelkereslet, mint az előző válság idején, ami támogatja a lendületesebb gazdasági kilábalást. A vállalati hitelezést elősorban az erőteljes vállalati beruházás magyarázza, mely részben az idei évről elhalasztott, de a következő negyedévekben megvalósuló beruházások finanszírozására szolgál. A lakossági hitelkereslet szintén jelentősen bővíthet idén és az elkövetkező években, ami támogathatja a lakásépítések újból növekedését, amelyhez az elmúlt hónapokban bejelentett kormányzati intézkedések is hozzájárulnak (ld. 1-2 keretes írás).

A költségvetés helyzete 2009-ben a sérülékenység egyik elsődleges forrása volt, míg 2020-ban a stabilitáshoz és a gazdasági kilábaláshoz járul hozzá. A korábbi válság idején a válságkezelés első éveiben a magas hiány és államadósság következtében hiánycsökkentő, tehát prociklikus, a válság gazdasági hatását felerősítő intézkedésekre került sor. Ezzel szemben az elmúlt évtizedben mutatott fegyelmezett fiskális politika megteremtette annak a lehetőségét, hogy a koronavírus-járványra adott válaszként jelentős gazdaságélénkítő és hiánynövelő intézkedéseket hajtson végre a költségvetés, amelynek következtében átmenetileg 8-9 százalék körüli mértékre emelkedő költségvetési deficit mellett történjen a járvány elleni védekezés finanszírozása, illetve a gazdaság és a munkahelyek védelme. Jelentős támaszt nyújthat a gazdaság kilábalásához a kormányzati beruházások felfutása, elsősorban azokban az ágazatokban, ahol alacsony az importhányad, ezáltal magas a beruházási multiplikátor. Számos állami és kvázifiskális ágazatban az idei év első három

negyedévében átmenetileg megtorpant a beruházások kivitelezése, és csökkent a beruházási aktivitás (6-6. ábra). 2021-ben ebben a körben jelentős potenciál nyílik a beruházások érdemi bővülésére, ami szintén támogatja a gazdasági aktivitás bővülését.

6-6. ábra: A beruházások éves változása ágazatonként 2020. I-III. negyedévében (bal panel) és az épületjellegű beruházások súlya ágazatonként 2019-ben (jobb panel)



Megjegyzés: Zárójelben az ágazatok hozzáadott értéken belüli 2019-es súlya szerepel. Bal panel: adatok a beruházás szakstatisztika alapján. Jobb panel: adatok nemzeti számla alapján.

Forrás: KSH, MNB

Összességében a 2008/2009-es pénzügyi és a jelenlegi válság jelentős különbségeket mutat, amelyek összességében mind a gyorsabb gazdasági helyreállítás felé mutatnak. A 2008/2009-es pénzügyi válság rendkívül törékeny állapotban érte Magyarországot, ahol a fiskális politikának nem volt érdemi mozgástere, illetve a jegybanki beavatkozás sem irányultságában, sem volumenében nem volt megfelelő ahhoz, hogy az inflációt a célon stabilizálja, sem pedig ahhoz, hogy a hitelpiacok befagyását megakadályozza. Ez egy elnyújtott, évekig tartó kilábalást eredményezett, amelynek során csak öt év alatt sikerült a válság előtti szintet elérni a gazdaság teljesítményét tekintve. A mostani válság mértékében hasonló visszaesést mutat 2020-ban, ám a válság egy érdemben kedvező kiinduló helyzetben érte hazánkat. A fiskális politika jelentős mozgástérrel bír, melyet ki is használ, a jegybank az elsődleges mandátuma teljesítése mellett átalakította eszköztárát, amivel célzottan képes támogatni a gazdaságot. A bankszektor egészséges mérlege mellett a hitelpiacon tudja támogatni a gazdaság fellendülését. Mindezek hatására – a visszaerősödő beruházási aktivitás mellett – a korábbinál enyhébb munkapiaci alkalmazkodás és a lakosság érdemben kedvezőbb jövedelmi és vagyoni helyzete is támogatja a belső kereslet által vezérelt kilábalást. Az egy évtizeddel ezelőtti válsághoz viszonyítva minden feltétel adott, hogy sokkal rövidebb idő alatt, dinamikusabban álljon helyre a magyar gazdaság és 2022-ben már meghaladja a válság előtti szintet.

7. A 2020. és 2021. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

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

	Inflációs hatás 2020-ra			Inflációs hatás 2021-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,2
Piaci	1,3	1,6	2,9	1,0	1,5 - 1,6	2,5 - 2,6
Indirekt adók és intézkedések	0,1	0,3	0,4	0,2	0,6	0,8
Infláció	1,4	2,0	3,4	1,1	2,4 - 2,5	3,5 - 3,6

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)

	2020					2021				
	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	2,3	0,0	5,7	0,0	8,0	0,2	0,0	4,4 - 4,6	0,0	4,6 - 4,8
nem feldolgozott	2,5	0,0	9,3	0,0	11,8	-1,6	0,0	6,3	0,0	4,7
feldolgozott	2,2	0,0	3,9	0,0	6,1	1,2	0,0	3,3 - 3,6	0,0	4,5 - 4,8
Ipari termékek	0,3	0,0	1,2	0,0	1,5	1,1	0,0	(-0,2) - 0,1	0,0	0,9 - 1,2
tartós	-0,1	0,0	1,3	0,0	1,2	(-1,0) - (-0,9)	0,0	(-0,7) - (-0,3)	0,0	(-1,7) - (-1,2)
nem tartós	0,4	0,0	1,2	0,0	1,6	2,0 - 2,1	0,0	0,2 - 0,3	0,0	2,2 - 2,4
Piaci szolgáltatások	1,7	0,0	2,9	0,0	4,6	0,9 - 1,0	0,0	2,3 - 2,6	0,0	3,2 - 3,6
Piaci energia	2,4	0,0	-0,2	0,0	2,2	1,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Alkohol, dohány	2,0	0,8	1,7	2,4	6,9	3,0	1,3	0,9 - 1,0	6,0	11,2 - 11,3
Üzemanyag	1,8	0,0	-8,6	1,2	-5,6	2,4	1,2	1,0	0,0	4,6
Szabályozott árak	0,2	0,0	0,2	0,0	0,4	-1,0	0,0	2,1	0,0	1,1
Infláció	1,3	0,1	1,7	0,3	3,4	0,9	0,2	1,8 - 1,9	0,6	3,5 - 3,6
Maginfláció	1,4	0,1	2,3	0,4	4,2	1,4	0,2	1,4 - 1,6	0,8	3,8 - 4,0

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-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	12
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	13
1-3. ábra: A dohánygyártmányok NAV által publikált kiskereskedelmi eladási árának havi változása	13
1-4. ábra: Rövid távú adószűrt maginflációs előrejelzésünk dekompozíciója	14
1-5. ábra: Az infláció adótartalmának alakulása a jövedékiadó-emelések hatására	14
1-6. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	17
1-7. ábra: Beruházások éves változása	18
1-8. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	19
1-9. ábra: Fogyasztás éves változása	20
1-10. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	20
1-11. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása	21
1-12. ábra: Az export alakulása	21
1-13. ábra: A foglalkoztatás éves változása a versenyszférában	24
1-14. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása	24
1-15. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	25
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	28
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	28
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	29
3-1. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása	31
3-2. ábra: A Dow Jones Global Shipping Index alakulása	32
3-3. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása	32
3-4. ábra: A 2020. harmadik negyedévi, valamint az első három negyedév átlagos GDP-növekedése éves összevetésben	32
3-5. ábra: Az újonnan benyújtott munkanélküli segélykérelmek alakulása az Egyesült Államokban	33
3-6. ábra: Kína egyes makroindikátorainak alakulása	33
3-7. ábra: Az eurozóna egyes makroindikátorainak alakulása	34
3-8. ábra: A Bloomberg valós idejű aktivitási indikátorainak alakulása	34
3-9. ábra: Globális inflációs folyamatok	34
3-10. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	35
3-11. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	35
3-12. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok	36
3-13. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása	36
3-14. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2020. október)	36
3-15. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban	37
3-16. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban	37
3-17. ábra: A COVID-19 okozta napi igazolt fertőzések számának és a lezárások mértékének alakulása	38
3-18. ábra: A feldolgozóipari (bal panel) és a szolgáltatászektori (jobb panel) beszerzési-menedzserindexek alakulása	39
3-19. ábra: A gazdasági aktivitást monitorozó heti indikátorok hőtérképe	39
3-20. ábra: Az első három negyedév GDP változása és a kormányzati szigorúság mértéke	40
3-21. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	40
3-22. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása	41
3-23. ábra: A GDP-változás jövedelem oldali felbontása	41
3-24. ábra: A turisztikai kereslet alakulása	41
3-25. ábra: A bolti kiskereskedelem és vendéglátás forgalomváltozása, november 1-20	42

3-26. ábra: A kiskereskedelmi forgalom alakulása az Európai Unióban 2020 első három negyedévében és októberben	42
3-27. ábra: Az ipari termelés alakulása az Európai Unióban 2020 első három negyedévében és szeptemberben	43
3-28. ábra: Heti áramfogyasztás éves változása.....	43
3-29. ábra: Közúti teherforgalom változása	43
3-30. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	44
3-31. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	44
3-32. ábra: Az építőipari termelés alakulása az Európai Unióban 2020 első félévében és szeptemberben	45
3-33. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban	45
3-34. ábra: A nettó FDI-beáramlás alakulása.....	46
3-35. ábra: Az elmúlt időszakban bejelentett nagyberuházások.....	47
3-36. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása	48
3-37. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati felbontása	48
3-38. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása	49
3-39. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	49
3-40. ábra: Google-keresések a munkanélküliséghez kapcsolódó kifejezésekre	50
3-41. ábra: A teljes munkaidő egyenértékes (TME) foglalkoztatás éves változásának felbontása	51
3-42. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban	52
3-43. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása.....	53
3-44. ábra: Az infláció dekompozíciója	53
3-45. ábra: Az inflációs alapmutatók	54
3-46. ábra: Az iparcikkek árváltozása	54
3-47. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása	54
3-48. ábra: Inflációs várakozások a régióban	55
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	56
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	56
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	57
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	57
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	57
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába	58
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegekben	58
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	59
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegekben	59
4-10. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása	59
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	60
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	60
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	61
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	61
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	62
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	62
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása.....	64
5-8. ábra: Egyes fontos adónemek és a központi alrendszer bevételeinek változása az előző év azonos hónapjához képest 2020-ban.....	64
5-9. ábra: A kormányzati beruházások alakulása	65
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása	66
6-1. ábra: Magyar Nemzeti Bank irányadó eszközeinek alakulása	69
6-2. ábra: Egyhetes jegybanki betét állományának és kamatlábának alakulása	70
6-3. ábra: Régiós jegybankok mérlegfőösszeg/GDP arányának alakulása.....	71
6-4. ábra: Fedezett jegybanki hitelállomány és az 5 éves állampapír referenciahozamok alakulása.....	72
6-5. ábra: A foglalkoztatottság változása egységnyi GDP-változás esetén.....	77
6-6. ábra: A beruházások éves változása ágazatonként 2020. I-III. negyedévében (bal panel) és az épületjellegű beruházások súlya ágazatonként 2019-ben (jobb panel)	78

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	15
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	15
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása	18
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs Jelentéshez képest	26
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	27
2-1. táblázat: A gyógyszerfejlesztés különböző fázisaiban lévő vakcinák száma	30
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	63
5-2. táblázat: A kormányzati intézkedések költségvetési hatása 2020-ban (a GDP százalékában)	65
6-1. táblázat: A monetáris politikai eszköztárral kapcsolatos döntések időrendben (2020. márciustól).....	73
6-2. táblázat: A főbb makrogazdasági változók összehasonlítása a 2008/2009-es és a 2020-as válság idején.....	74
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra (százalékpont, illetve százalék)	79
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)	79

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

2020. december

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

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.