



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2021
MÁRCIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2021
MÁRCIUS

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 teljes körűen az infláció várható alakulását, és határozza meg az inflációs célkitűzéssel összhangban álló monetáris kondíciókat. A Monetáris Tanács döntése sok szempont együttes mérlegelésén alapul. Ezek közé tartozik a gazdasági helyzet várható alakulása, az inflációs kilátások, a pénz- és tőkepiaci folyamatok, a stabilitási kockázatok vizsgálata.

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

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

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2021. március 18-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	19
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	27
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	32
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	34
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	34
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	43
3.3. Munkaerőpiac	51
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	55
3.5. Költségek és infláció	56
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	62
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	62
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	66
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	69
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	69
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra	71
5.3. Költségvetési folyamatok	74
6. Kiemelt témák	78
6.1. A fizetési moratórium eredményei a lakossági és vállalati szegmensben	78
6.2. A 2020-as évre adott jegybanki előrejelzések értékelése	81
7. A 2020. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	87
Ábrák és táblázatok jegyzéke	88

Keretes írárok jegyzéke

1-1. keretes írás: A 2021 második negyedévi inflációs kiugrások mögött álló tényezők	15
1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	16
1-3. keretes írás: A gazdasági kilábalásban kulcsszerepet betöltő beruházások alakulását meghatározó tényezők	22
1-4. keretes írás: A feldolgozóipari beszállító láncokban tapasztalt átmeneti fennakadások	25
1-5. keretes írás: A 25 év alatti szja-mentesség reálgazdasági hatásai	29
3-1. keretes írás: A globálisan meghatározó jegybankok mérlegének alakulása	41
3-2. keretes írás: Az online kereskedelem helyzete	49
3-3. keretes írás: A munkaerő-felmérés módszertani változásának hatásai	53
3-4. keretes írás: Az év eleji inflációs folyamatok értékelése	59
4-1. keretes írás: A hosszú futamidejű forint állampapírok hozamának alakulása az idei évben	64
5-1. keretes írás: A korábbi várakozásoknál kedvezőbb volt a folyó fizetési mérleg 2020. évi egyenlege	73

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.

2020 negyedik negyedévében a világgazdaság teljesítménye a vártnál kedvezőbben alakult. A járvány második hullámával szemben gazdaságilag ellenállóbbnak bizonyultak a világ országai, így a növekedési előrejelzések és az inflációs várakozások jellemzően felfelé tolódtak. Az emelkedő inflációs várakozásokat az amerikai költségvetési élénkítő intézkedések elfogadásával kapcsolatos hírek és az emelkedő nyersanyagárak is támogatták. A járvány harmadik hulláma a gazdasági aktivitás újbóli romlását és a kockázatok emelkedését okozta, így a világgazdaság helyreállításának sebessége körüli bizonytalanság továbbra is kiemelkedően magas. A gazdaságok újranyitásának időzítése nagymértékben függ a lakosság átoltottsági szintjétől, azonban az oltási folyamat a világ legtöbb országában a vártnál lassabban halad.

A 2020 negyedik negyedévére vonatkozó növekedési adatok a vártnál kedvezőbben alakultak. A járvány második hullámával szemben ellenállóan bizonyultak a világ gazdaságai. Az ipari termelés kedvezően alakult, miközben a járvány hatásainak jobban kitett szolgáltató szektor teljesítménye visszafogott maradt. A nagyobb régiók gazdasági teljesítményében továbbra is különbségek mutatkoztak. A kínai gazdaság a negyedik negyedévben 6,5 százalékkal bővült éves összevetésben, miközben az Egyesült Államok gazdasági teljesítménye 2,4 százalékkal, az eurozónáé pedig 4,9 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva. Fő kereskedelmi partnerünk, Németország gazdasági teljesítménye kedvezőbben alakult az eurozóna átlagánál. A német gazdaság 2020-ban 5,3 százalékkal zsugorodott, míg a negyedik negyedévben 3,6 százalékkal mérséklődött éves alapon. A régiós országok visszaesése visszafogottabb volt, a kelet-közép-európai országok többségének gazdasági aktivitása mérsékelt ütemben emelkedett 2020 utolsó negyedévében.

A várakozásokat meghaladó 2020-as növekedés alapján a világ gazdaságai ellenállóbbnak bizonyultak a járvány második hullámával szemben, azonban a járvány harmadik hullámának megjelenése a gazdasági kilátások romlását eredményezte. A valós idejű indikátorok alapján 2021 elején nemzetközi szinten a gazdasági aktivitás mérséklődése volt megfigyelhető. Magyarország külső piacainak megtakarítási rátája jelentősen emelkedett 2020-ban, ami részben magyarázhatja az alacsonyabb aktivitást, valamint előretekintve számottevő növekedési tartalékot jelent. Ugyanakkor a világgazdaság helyreállításának sebessége körüli bizonytalanság továbbra is kiemelkedően magas, mivel az jelentősen függ az oltási folyamattól, a járvány harmadik hullámának lefutásától, illetve a korlátozásokkal kapcsolatos kormányzati döntésektől.

A külső inflációs környezet 2020 végén mérsékelt alakult, az inflációs ráták a fejlett gazdaságok többségében elmaradtak a jegybanki céloktól. Ugyanakkor az Egyesült Államokban az infláció januárban 1,4 százalékra emelkedett, míg az eurozóna inflációja a 2020. év végi negatív tartományból főként átmeneti hatások miatt 0,9 százalékra nőtt. Januárban a hosszú távú inflációs várakozások az USA-ban kétéves csúcsra nőttek, és az eurozónában is felfelé tolódtak, ugyanakkor továbbra is elmaradnak az Európai Központi Bank céljától. Az olaj ára jelentős áremelkedést követően átmenetileg 70 dollár fölé került az elmúlt hónapokban. A régiós országok többségében az inflációs ráták továbbra is a jegybanki célok közelében alakultak.

A globálisan meghatározó jegybankok megítélése szerint az inflációs kiugrások átmenetinek tekinthetők. A járványhelyzet kedvezőtlen alakulása miatt 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 hagyta az irányadó ráta célsávját, valamint folytatta eszközvásárlásait. A jegybank nyilatkozata szerint 2023-ig nem várható kamatemelés. A likviditásnyújtó programok eredményeként tovább nőtt a jegybank mérlegfőösszege. Az Európai Központi Bank szintén változatlanul tartotta a kamatkondíciókat, valamint folytatta eszközvásárlási programjait. A döntéshozók jelezték, hogy a második negyedévben magasabbak lehetnek a vészhelyzeti eszközvásárlási program (PEPP) keretében végrehajtott vásárlások.

Régiókban a cseh és a lengyel jegybank változatlanul alacsony szinten tartották az irányadó rátáikat, míg a román jegybank januárban lazította a kamatkondíciókat. A lengyel jegybank folytatta állampapír-vásárlási programját.

A pénz- és tőkepiaci hangulat változékonyan alakult. A december óta eltelt időszak első felében a vakcinákkal kapcsolatos kedvező hírek következtében javult a befektetői hangulat, ugyanakkor az amerikai költségvetési élénkítő intézkedések elfogadásával kapcsolatos bizonytalanság, illetve a megugró fejlett piaci hozamok miatt január és február végén is nőtt a kockázatkerülés.

Az elmúlt három hónapban eleinte a vakcinafejlesztésekkel kapcsolatos kedvező várakozások következtében javult a befektetői hangulat a globális pénzpiacokon, amelyet januárban az amerikai szenátus összetételével kapcsolatos bizonytalanság megszűnése is támogatott. Január és február végén átmenetileg nőtt a kockázatkerülés, amelyet részben az amerikai költségvetési élénkítő intézkedések körüli, azóta enyhülő bizonytalanság okozott. Január óta elsősorban az Egyesült Államokban a vakcinákkal kapcsolatos kedvező hírek és a gazdaság újraindításával összefüggő kedvező növekedési kilátások eredményeként nőtt az inflációs várakozások. Emellett a hosszú hozamok általános emelkedése volt megfigyelhető, ami hozzájárult a kockázatkerülő hangulat felerősödéséhez. Az elmúlt negyedévben összességében változékonyan alakult a hangulat a pénzpiacokon, azonban a kockázati mutatók továbbra is magas szinten tartózkodnak. A pénzpiaci volatilitás jelenleg a decemberben tapasztaltnál hasonló mértékű. A fejlett és a feltörekvő részvényindexek nagyrészt emelkedtek.

A magyar gazdaságot stabil fundamentumok és erős növekedés mellett érte el a koronavírus-járvány. A járvány második hullámával szemben ellenállónak bizonyult a magyar gazdaság, a járványhelyzet kezelése a stabilitás fennmaradása mellett valósult meg.

Az elmúlt évtizedben követett gazdaságpolitika fenntartotta hazánk makrogazdasági egyensúlyát, valamint csökkentette külső és belső sérülékenységet. A koronavírus-járvány által okozott negatív reálgazdasági és pénzpiaci 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, ugyanakkor javult a folyó fizetési mérleg egyenlege, így 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.

2020 tavaszától az MNB a jegybankmérleg jelentős mértékű bővítésével reagált a koronavírus-járvány okozta negatív gazdasági hatásokra. Összességében 2020 végéig a jegybank 5900 milliárd forintnyi forrást biztosított a gazdasági szereplők számára. A jegybanki állampapír-vásárlások hozzájárultak az állampapírpiac stabil likviditási helyzetének fenntartásához, valamint erősítették a monetáris transzmisszió hatékonyságát. Emellett az MNB a Növekedési Hitelprogram Hajrá segítségével forrásokat nyújt a kkv-k folyamatos működésének biztosításához és beruházásaik megvalósításához, a Növekedési Kötvényprogram révén pedig a vállalatok hosszú távú, kiszámítható forráshoz jutnak, miközben adósságaik szerkezetét is diverzifikálják.

Az S&P és a Fitch legutóbbi hitelminősítése is megerősítette, hogy Magyarország relatíve erős gazdasági teljesítménnyel és helyreállítási potenciállal, valamint biztos adósságtörlesztési képességgel rendelkezik. A magyar gazdaság a járvány második hullámában ellenállónak bizonyult, így 2020 negyedik negyedévében folytatódott a kilábalás.

Hazánkban 2021 második negyedévében a bázishatások, az üzemanyagárak emelkedése, a jövedéki adó további emelése és a gazdaság újraindításával jelentkező keresleti-kínálati súrlódások miatt inflációs kiugrások jelentkeznek, ugyanakkor az inflációs várakozások horgonyozottsága mellett alappályánk szerint nem valószínűsíthetőek másodkörös hatások. A gazdasági helyreállással és a mérsékelt külső inflációs környezettel összhangban az infláció 2022 első negyedévéig ismét a 3 százalékos cél körül stabilizálódik.

A fogyasztóiár-index 2021 második negyedévében – elsősorban az üzemanyagokhoz kapcsolódó – bázishatások, jövedékiadó-változások, illetve a gazdaság újraindításához kötődő átárakozások és a megugró kereslet következtében átmenetileg megközelíti az 5 százalékos szintet, amelynek mintegy felét az üzemanyagok áremelkedése és az adóváltozások magyarázzák. A beérkezett adatok és az aktuális feltevéseink alapján az éves átlagos infláció a decemberi előrejelzéshez képest magasabb, 3,8-3,9 százalékos lehet 2021-ben, míg az adószűrt maginfláció a 3 százalékos szint körül alakul.

Az előrejelzésben szereplő inflációs kiugrások kínálati és költségoldali tényezőkre vezethetők vissza és várhatóan átmenetiek lesznek. Az inflációs várakozások horgonyozottsága mellett alappályánk szerint nem valószínűsíthetőek másodkörös hatások. A fenti tényezők átmeneti hatásainak kifutása, a gazdaságban lévő kihasználatlan kapacitások és a deflációs külső inflációs környezet miatt az infláció várakozásunk szerint 2022 első negyedévéig ismét a jegybanki cél körül stabilizálódik.

A 2020-as gazdasági teljesítmény meghaladta a várakozásokat, ami a magyar gazdaságban meglévő gyors helyreállítási képességet jelzi. A koronavírus új mutációinak terjedése következtében azonban megérkezett a járvány harmadik hulláma, ami a korlátozó intézkedések meghosszabbítása és a termelési láncokban jelentkező fennakadások miatt a GDP mérséklődését eredményezi 2021 első negyedévében. Az áttoltottságtól és így a gazdaság újraindításának időzítésétől függően a második vagy harmadik negyedévtől élénk növekedés várható. A magyar gazdaságban meglévő gyors helyreállítási képességet strukturális és keresleti tényezők is alátámasztják. A tavalyi recesszió ellenére – részben a beáramló külföldi tőke hatására – a hazai beruházási ráta magas maradt, a munkanélküliségi ráta nemzetközi összevetésben alacsonyban alakult, illetve a hitelpiacok egészséges működése is fennmaradt. A helyreállást keresleti oldalról a lakosság jövedelmének emelkedése, valamint az állami- és a magánberuházások élénkülése is támogatja. 2021-ben a GDP 4,0 és 6,0 százalékos mértékben bővíthet.

A hazai GDP az elmúlt év negyedik negyedévében 1,4 százalékkal bővült az azt megelőző negyedévhez viszonyítva, ugyanakkor éves összevetésben 3,6 százalékos mérséklődést mutatott. Előretekintve a korlátozások feloldásának függvényében a lakosság részéről támasztott belső kereslet bővülésére 2021 második vagy harmadik negyedévéig számíthatunk. A lakosság reáljövedelme emelkedik az idei évben. A bővülést támogatja, hogy a munkaerőpiaci alkalmazkodás a 2009-es gazdasági világválsággal összevetve enyhébb volt, amihez a hiteltörlesztési moratórium, a hitelpiacok működőképességének fennmaradása és a kormányzati munkahelyvédelmi intézkedések (bértámogatások) is hozzájárulnak.

A beruházási ráta tovább emelkedik és a következő két évben 29 százalék közelében stabilizálódik. A folyamathoz az állami- és a magánberuházások egyaránt hozzájárulnak. A vállalati beruházások növekedését új, külföldi működőtőkéből megvalósuló fejlesztési projektek mellett a vállalati hitelezés bővülése és a kedvező finanszírozási környezet is támogatja. Az egészséges hiteldinamikában nagy szerepet játszik az NHP Hajrá, amely keretében már 28 ezer vállalkozás több mint 1800 milliárd forint forráshoz jutott. A lakossági beruházásokat a kormányzat otthonteremtési programjai is segítik.

Az áruexport az ipari termeléssel összhangban az első hullámhoz képest sokkal ellenállóbbnak bizonyult a tavalyi év végi járványhullámban, azonban az év elején ismét szakadások következtek be a termelési láncokban. Ezek, bár ideiglenesnek tekinthetők, rövid távon mérséklik a növekedést, azonban a hosszabb távú kilátásokat nem befolyásolják. A külső konjunktúra alakulását továbbra is bizonytalanság jellemzi. A turizmushoz kapcsolódó ágazatok helyreállása a megfelelő szintű áttoltottság elérése és a korlátozások feloldása után indulhat csak meg. Az idei évtől kezdődően a nettó export – a járvány újabb hullámai alatt is jól teljesítő áruexportnak és a szolgáltatásexport meginduló kilátásának köszönhetően – ismét pozitívan járulhat hozzá a gazdasági teljesítményhez. Az idei évben a magyar gazdaság várhatóan 4,0 és 6,0 százalékos mértékben bővíti. 2022-ben 5,0 és 6,0 százalékos mértékben, míg 2023-ban 3,5 százalékos növekedés várható.

A hiteltörlesztési moratórium és a támogatott hitelkonstrukciók révén a járványhelyzet idején is Európa élmezőnyében végzett a hazai hitelbővülés.

A pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya 273 milliárd forinttal növekedett a negyedik negyedévben, így a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 1,4 százalékponttal gyorsulva 9,3 százalékra emelkedett decemberben, a kkv-szegmensben pedig 13 százalékos éves növekedés volt megfigyelhető. Az NHP Hajrá keretében az elmúlt hónapokban megkötött szerződések érdemi szerepet játszottak a vállalati hitelezés támogatásában, az új kibocsátások több mint fele, míg a kkv-hitelek nagyjából 90 százaléka április óta a program keretein belül valósult meg. Az állami és jegybanki hitelprogramok érdemben támogatták a beruházások bővülését és a munkahelyek megőrzését. Várakozásunk szerint a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 2022 elejére 6 százalékra lassulhat, majd fokozatosan emelkedve visszatérhet a 10 százalékos szintre.

2020 negyedik negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya a tranzakciók eredőjeként 282 milliárd forinttal bővült, amellyel 14,2 százalékos éves növekedés valósult meg. A novemberben megjelenő szigorúbb korlátozások ellenére a háztartási hitelek piaca nem tért el érdemben az előző negyedévtől: a lakáscélú hitelek piaca

normalizálódott, a kibocsátás az előző év azonos időszaki szintre tért vissza, míg a személyi hitelek kibocsátása 44 százalékkal elmaradt 2019 negyedik negyedétől. Az állomány amortizációjának visszafogásán keresztül a fizetési moratórium jelentős mértékben támogatta a háztartási hitelállomány bővülését. Emellett a babaváró hitelek negyedik negyedévi 146 milliárd forintos szerződéskötései is nagymértékben hozzájárultak a dinamikus növekedéshez, amely a program 2022-es lezárultáig támaszt nyújthat a háztartási hitelezésnek. Ugyanakkor a 2021 januárjában megkötött hitelszerződések 32 százalékkal elmaradtak az előző év azonos időszaki szinttől. A visszaesés valamennyi hiteltípust érintette, amiben a 2021-től hatályos otthonteremtési intézkedések miatti kivárás is szerepet játszhatott. A háztartási hiteldinamika 2022 elejéig az általános fizetési moratórium 2021. júliusi megszűnése és az elhúzódó járványhelyzet miatt 10 százalék körüli szintre lassulhat, majd 12-13 százalékig emelkedhet 2022 végéig.

A korábbi előrejelzéseknél kedvezőbben alakult a folyó fizetési mérleg egyenlege, amely 2020-ban többletet mutatott. A külső kereslet helyreállításával és az új termelőkapacitások termelésének fokozatos felfutásával a folyó fizetési mérleg egyenlege várhatóan tovább javul. A tőkemérleg jelentős többletével együtt a gazdaság nettó finanszírozási képessége jelentősen emelkedik, miközben az ország nettó külső adóssága tovább mérséklődik.

A korábbi várakozásoknál kedvezőbben alakult és aktívumot mutatott 2020-ban a folyó fizetési mérleg egyenlege. A folyó fizetési mérleg egyenlegét előretételezve a felvevőpiacaink gyorsabb növekedésével összhangban emelkedő áru- és szolgáltatás-egyenleg többlete növeli. Ennek hatását erősíti a 2020 végére az előző évi szinteket meghaladó ipari termelés, valamint az, hogy a járvány elleni védekezéshez kapcsolódó kiadások a 2021-es egyenleget is kevésbé befolyásolják. Az egyenleg javulását mérsékli, hogy a külső és belső kereslet helyreállításával a külföldi vállalatok nyeresége növeli a jövedelemegyenleg hiányát. Ezek összességében ahhoz vezetnek, hogy a folyó fizetési mérleg egyenlege az előrejelzési horizonton a GDP 2 százalékaig emelkedik. Az EU-transzferek felhasználásának köszönhetően is nő a gazdaság külső finanszírozási képessége. A külső adósságráták a következő években tovább csökkennek.

2020-ban a költségvetés eredményszemléletű hiánya az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a GDP 8,0 százalékára emelkedett a koronavírus-járvány elleni védekezés költségei, a Gazdaságvédelmi Akcióterv intézkedései, illetve a gazdaság lassulása következtében csökkenő adóbevételek miatt. A 2020-as előzetes hiányadat régiós és nemzetközi összehasonlításban átlagosnak tekinthető. A 2021 elején folytatódó koronavírus-járvány egészségügyi és gazdasági hatásainak enyhítésére, valamint a gazdasági növekedés újraindítására hozott intézkedések következtében előrejelzésünk szerint idén 6,5-7,0 százalék lesz a GDP-arányos költségvetési deficit, majd 2022-től a hiány további mérséklődésére számíthatunk. A bruttó államadósság 2020-ban átmenetileg a GDP 80 százaléka fölé emelkedett, azonban a gazdasági növekedés helyreállításával és a hiány mérséklődésével párhuzamosan előrejelzésünk szerint 2021-től ismét csökkenő pályára áll.

December óta emelkedtek a hazai hosszú lejáratú hozamok.

Összességében felfelé tolódott az állampapírpiazi hozamgörbe, a hozamemelkedés legnagyobb mértékben a görbe középső szakaszán volt megfigyelhető. A hazai hosszú lejáratú hozamok emelkedését elsősorban a fejlett piaci hozamemelkedés okozta, aminek hátterében főként a globális refluációs félelmek és az amerikai gazdaságpolitikával kapcsolatos várakozások állnak. Emellett országspecifikus tényezők is hozzájárultak a hazai hosszú hozamok emelkedéséhez, amelyek főként a hosszú szegmens likviditási kondícióiból fakadtak. A forint a régiós devizák közül a lengyel zloty-val lényegében együtt mozgott az időszak során, míg az euróval szemben összességében gyengült.

A makrogazdasági kilátásokat változatlanul kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A koronavírus-járvány és a gazdasági kilábalás globális elhúzódását feltételező alternatív forgatókönyv az alapelőrejelzésnél alacsonyabb hazai inflációs és érdemben visszafogottabb növekedési pálya felé mutat. A globális refluációt és ebből eredő másodkörös inflációs hatásokat bemutató alternatív forgatókönyv az alappályánál magasabb inflációt és GDP-növekedést feltételez. A feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés erősödését megjelenítő alternatív pálya esetében az infláció magasabb, míg a növekedés visszafogottabb az alapelőrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív szcenárióként a versenyképességi reformok megvalósulását feltételező pályát tárgyalta.

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

	2020	2021	2022	2023
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)¹				
Maginfláció	4,1	3,9 - 4,1	2,9 - 3,0	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,7	2,9 - 3,1	2,7 - 2,8	3,0
Infláció	3,3	3,8 - 3,9	2,9 - 3,0	3,0
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	-2,5	2,6 - 4,5	3,8 - 4,9	3,0
Közösségi végső fogyasztás ⁶	-0,8	2,7 - 3,6	1,5 - 2,6	1,5
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-7,3	5,0 - 7,2	6,4 - 6,6	2,8
Belföldi felhasználás	-2,7	3,0 - 4,8	4,1 - 4,9	2,6
Export	-6,7	8,1 - 9,7	7,4 - 8,0	5,1
Import	-3,9	6,8 - 8,3	6,4 - 6,9	4,1
GDP	-5,0	4,0 - 6,0	5,0 - 6,0	3,5
Munkatermelékenység ⁵	-2,8	4,1 - 5,1	4,2 - 4,7	3,0 - 3,2
Külső egyensúly²				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	0,1	0,5 - 0,6	1,2 - 1,3	1,9 - 2,0
Külső finanszírozási képesség	2,4	3,1 - 3,2	3,5 - 3,6	4,7 - 4,8
Államháztartás²				
ESA-egyenleg	-8,0	(-7,0) - (-6,5)	(-5,0) - (-4,5)	(-3,5) - (-3,0)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	9,9	6,4 - 7,1	7,1 - 7,5	6,9 - 7,1
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	-0,9	(-0,7) - (0,2)	0,7 - 1,1	0,3 - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	9,8	5,2 - 6,2	6,7 - 7,2	7,3 - 7,6
Versenyszféra foglalkoztatottság	-0,5	(-1,1) - (0,1)	1,0 - 1,5	0,4 - 0,7
Munkanélküliségi ráta	4,1	4,2 - 5,0	3,6 - 4,0	3,4 - 3,5
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	11,0	(-0,7) - (-0,3)	0,1 - 1,3	2,9
Lakossági reáljövedelem ⁴	-0,7	2,7 - 3,9	3,5 - 4,5	3,0

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.

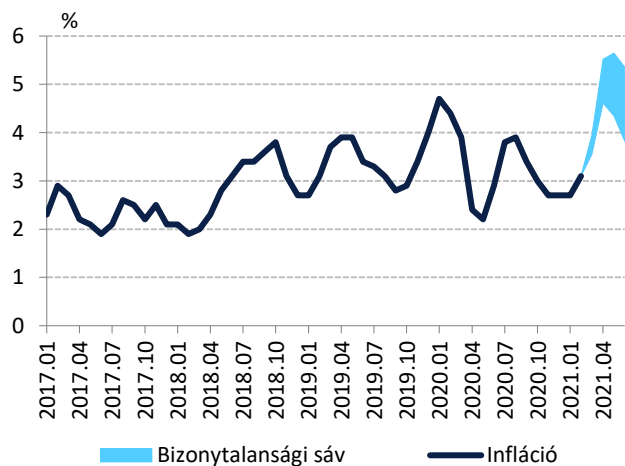
⁶ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

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. Az infláció második negyedévi emelkedésében kínálati, költségoldali hatások és adóintézkedések játszanak szerepet, ezt követően az év második felében várhatóan újból mérséklődik az árdinamika. Az infláció emelkedését elsősorban az üzemanyagárak és a dohánytermékeket érintő jövedéki adó további növelése okozza, de szerepet játszik benne a gazdaság újraindításából eredő, tavaly nyárhoz hasonló inflációs hatás is. Az infláció az idei évben a 3,8–3,9 százalékos tartományban alakulhat. A következő negyedévek átmeneti változékonysága ellenére az inflációs megugrások szerkezete, a munkabérek lassulása és a külső környezet dezinflációs hatása a hazai árak alakulását mérsékli, ezért várhatóan már 2022 első negyedétől a jegybanki cél körül stabilizálódik a fogyasztóiár-index. Az adószűrt maginfláció 2021-ben 2,9–3,1, 2022-ben 2,7–2,8, míg 2023-ban 3,0 százalék lehet előrejelzésünk szerint.

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



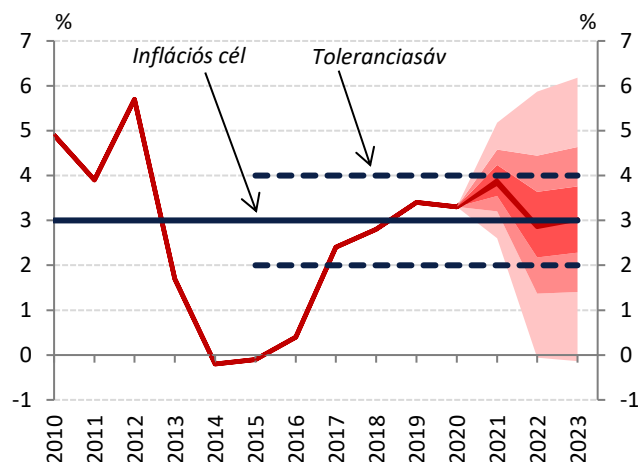
Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv az előrejelzési sávot mutatja a korábbi évek előrejelzési hibájának szórásainak figyelembevételével.

Forrás: KSH, MNB

A fogyasztói árak növekedési üteme az elmúlt hónapokban összességében megfelelt decemberi várakozásunknak. A megelőző hónapok 2,7 százalékos értéke után februárra éves összehasonlításban 3,1 százalékra emelkedett az infláció. Az árazási döntéseket a koronavírus-járvány megjelenését követően nagyobb változékonyság és a szokásostól eltérő szezonális mintázat jellemezte. Az idei év első hónapjaiban ugyanakkor a tavalyinál alacsonyabb átárzás valósult meg. A koronavírus-járvány harmadik hullámának megfékezése érdekében bevezetett korlátozó intézkedések ismét felerősíthetik a mérési torzításokat az inflációban (lásd 2020. júniusi Inflációs jelentés 6.2. kiemelt téma), emellett az átárzásokra, illetve azok szezonálisára is kifejtethet hatásukat.

Az infláció második negyedévi emelkedésében kínálati, költségoldali hatások és adóintézkedések játszanak szerepet, ezt követően az év második felében várhatóan újból mérséklődik az árdinamika. A kiugrás mögött több tényező együttes hatása áll: az emelkedést elsősorban az üzemanyagárak és a dohánytermékeket érintő jövedéki adó további növelése okozza, de szerepet játszik benne a gazdaság újraindításából eredő, tavaly nyárhoz hasonló inflációs hatás is (1-1. ábra). Az üzemanyagok ára a járvány első hullámában igen alacsony szintre süllyedt (lásd 1-1. keretes írás, 1-5. ábra). A benzin áremelkedése rövid távon várhatóan eléri a 30 százalékot az egy évvel korábbi alacsony bázishoz képest, így áprilisban és májusban önmagában mintegy 2 százalékponttal járul hozzá az infláció emelkedéséhez. A jövedékiadó-változások átlagosan 0,8 százalékponttal növelik az inflációt áprilisban és májusban. A gazdaság újraindításából fakadó hatások 2020 nyarán számításaink szerint 0,9 százalékponttal emelték az inflációt (lásd 2020. szeptemberi Inflációs jelentés 3-2. keretes írás), az év végére azonban ez a hatás teljesen eltűnt. 2021-ben a tavalyi év tapasztalatai alapján az

1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2021	2022	2023
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		2,9 - 3,1	2,7 - 2,8	3,0
Maginfláció		3,9 - 4,1	2,9 - 3,0	3,0
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	0,5	4,2	4,2
	Járműüzemanyag és piaci energia	13,8	3,0	3,6
	Szabályozott árú termékek	0,4	2,1	2,1
	Összesen	3,4	2,8	3,0
Infláció		3,8 - 3,9	2,9 - 3,0	3,0

Megjegyzés: Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

Forrás: MNB

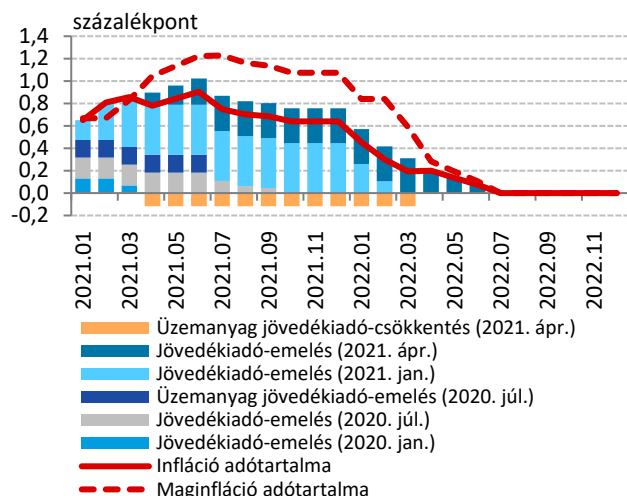
áremelések átmeneti jellegével számolunk (lásd 3-4. keretes írás). Az éves átlagos infláció az idei évben a 3,8–3,9 százalékos tartományban, 2022-től pedig a jegybanki cél körül alakul (1-2. ábra).

A következő negyedévek változékonysága ellenére az infláció szerkezete, a bérék dinamikájának várt mérséklődése és a külső környezet dezinflációs hatása a hazai árak alakulását középtávon várhatóan mérsékli. Az EKB az előrejelzési horizonton továbbra is a 2 százalékos inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál márciusi prognózisa szerint, ugyanakkor emelte a várakozását mind az inflációra, mind a maginflációra vonatkozóan (lásd 1-2. keretes írás). A revízió elsősorban az emelkedő olajárakhoz és az év eleji adatokhoz kapcsolódott. Az eurozóna inflációja januárban 0,9 százalékra emelkedett – és februárban is ezen a szinten stagnált –, melyben a maginflációban megfigyelt meglepetés mellett a németországi átmeneti áfacsökkentés kifutása is jelentős szerepet játszott. Németországban ugyanis 2020. július 1. és 2020. december 31. között általános és ideiglenes áfacsökkentést vezettek be a járványügyi intézkedések keretein belül. Ez 2021 januárjától az éttermi és étkezési szolgáltatások kivételével visszaállt korábbi szintjére. A következő negyedévekben az EKB az infláció számottevő változékonyságára számít, középtávon azonban az eurozónás alapfolyamatok mérsékeltek maradhatnak a gyenge belső kereslet hatására, majd a gazdaság helyreállításával párhuzamosan fokozatosan emelkedhetnek. Ugyanakkor az eurozóna maginflációja még 2023-ban is mindössze 1,3 százalék lehet.

Az adószűrt maginfláció számottevően elmarad az inflációtól, ami az infláció emelkedésének ideiglenes jellegére utal. A vállalatok átárazásaiból és jövedelmezőségi helyzetük rendezésére irányuló törekvéseiből eredő kínálatoldali inflációnövelő hatások emelhetik a fogyasztóiár-indexet. Dezinflációs hatást fejt ki ugyanakkor a béridex várt lassulása, a külső környezet dezinflációs hatása. Az ideiglenes hatások miatt alappályánkon nem számítunk másodkörös hatásokra a munkaerőpiacon, illetve a gazdasági szereplők várakozásaiban, ami szintén az infláció mérséklődését támasztja alá az év második felében. Összességében az adószűrt maginfláció az előrejelzési horizonton átlagosan 3 százalékon alakul. Az adószűrt maginfláció 2021-ben 2,9–3,1, 2022-ben 2,7–2,8, míg 2023-ban 3,0 százalék lehet előrejelzésünk szerint.

Az indirektadó-változások az előrejelzési horizonton az infláció és a maginfláció emelkedésének irányába hatnak. 2021 januárjában ismét emelkedett a dohánytermékek jövedéki adója (1-3. ábra). Az EU-s jogharmonizációval

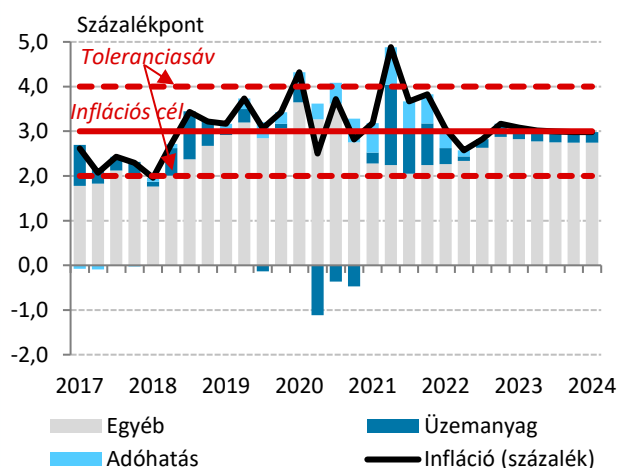
1-3. ábra: Az adóváltozások inflációs hozzájárulása



Megjegyzés: Az üzemanyagon kívüli jövedékiadó-változások a dohánytermékekhez kapcsolódnak.

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

1-4. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Megjegyzés: Az ábra a sávos előrejelzés középvértékét mutatja.

Forrás: KSH, MNB

összhangban a dohánytermékeket érintő jövedékiadó-emelések sorozata 2021 áprilisában tovább folytatódik, azonban ezt követően a jelenlegi információink szerint nem várható további emelési fázis. Az infláció adótartalmát némiképp mérsékli, hogy a NAV bejelentése alapján 2021. április 1-jétől az üzemanyagok jövedéki adója csökken (a benzin esetén literenként 5 forinttal, míg a gázolaj esetében literenként 10 forinttal), ugyanis a Brent típusú kőolaj világpiaci ára 2021 első negyedévében átlagosan az 50 dollár/hordós szintnél magasabban, 60,381 dollár/hordó szinten alakult. Az üzemanyagok jövedékiadó-csökkentése az infláció adótartalmát az idei évben 0,1 százalékponttal mérsékli. Összességében az indirektadó-hatások az inflációt júniusban 0,9 százalékponttal, a 2021-es év egészében 0,7, míg 2022-ben 0,1 százalékponttal emelik, 2023-ban pedig semleges hatásuk lesz.

A maginfláción kívüli tételek esetében idén az üzemanyagok jelentős árnövekedése következtében a decemberi előrejelzésnél magasabb, míg jövőre és 2023-ban azzal megegyező áralakulásra számítunk. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja a jelentős mérséklődést mutató beérkezett adatok hatására a decemberi prognózisnál érdemben alacsonyabban alakulhat, majd jövőre visszatér a historikus átlagnak megfelelő szintre. Az üzemanyagok esetében a határidős jegyzésárak alakulásával összhangban az idei évben az árak számottevő emelkedése (lásd 1-2. keretes írás), míg 2022-ben bázishatás és a korrigáló jegyzésárak együttes hatásaként az árak – decemberi előrejelzésünknel mérsékeltebb – emelkedése prognosztizálható.

A szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, míg a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében a decemberi feltevésünkkel visszafogottabb árdinamikára számítunk. Ennek hátterében a vártnál alacsonyabb bejövő adatok mellett az ingyenes parkolás decemberben feltételezetténél későbbi kivezetésének hatása áll. Összességében a költséghatások kifutásával a maginfláción kívüli tételek árdinamikája az előrejelzési horizont végén 3 százalékon alakul (1-1. táblázat).

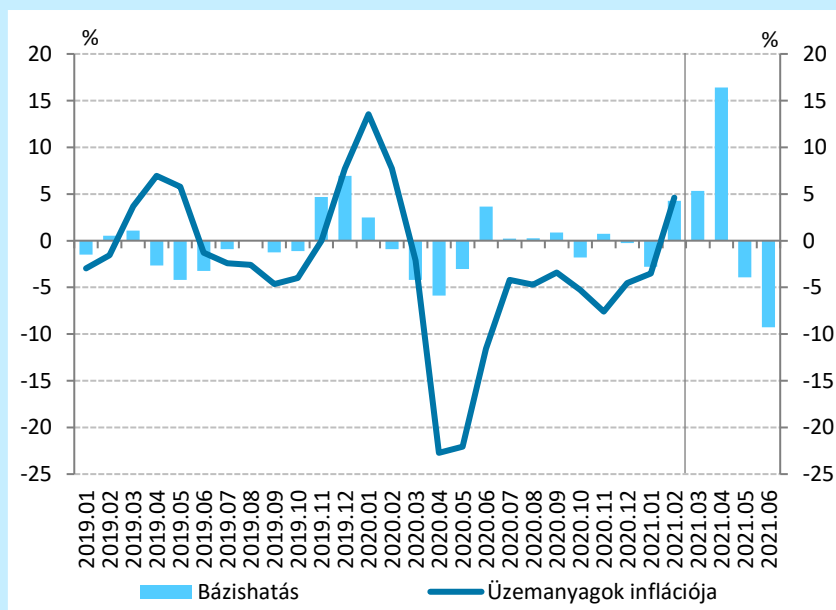
1-1. keretes írás: A 2021 második negyedévi inflációs kiugrások mögött álló tényezők

Az elmúlt negyedévek Inflációs jelentéseiben (2020. szeptember és 2020. december) rendre felhívtuk a figyelmet arra, hogy 2021 elején, illetve tavaszi hónapjaiban az inflációban a korábban megszokottnál nagyobb volatilitás mellett az infláció átmeneti megugrása várható. Az árazási döntéseket a koronavírus-járvány megjelenését követően 2020 során nagyobb változékonyság és a szokásostól eltérő szezonális mintázat jellemezte, ami a járvány harmadik hullámával előretekintve is folytatódhat. Keretes írásunkban részletesebben is kifejtjük azokat a tényezőket, melyek 2021. második negyedévében az átmeneti inflációs kiugrások hátterében állnak.

Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció a következő időszakban változékonyan alakulhat. Az infláció második negyedévi emelkedésében kínálati, költségoldali hatások és adóintézkedések játszanak szerepet, ezt követően az év második felében várhatóan újból mérséklődik az árdinamika.

Az üzemanyagok ára a járvány első hullámában igen alacsony szintre süllyedt, jelenleg azonban az elmúlt évi átlagot jelentősen meghaladja az árszint (1-5. ábra). Az üzemanyagok árának alakulása rövid távon a legfontosabb inflációnövelő tényező, mivel a világpiaci olajárak az elmúlt időszakban számottevő emelkedést mutattak. Ezt a hatást felerősíti, hogy egy évvel ezelőtt éppen mélyponton voltak a globális olaj-, és ennek következtében a hazai üzemanyagárak. Az üzemanyagok áremelkedése rövid távon várhatóan eléri a 30 százalékot az egy évvel korábbi alacsony bázishoz képest, így előrejelzésünk szerint áprilisban és májusban önmagában mintegy 2 százalékponttal járul hozzá az infláció emelkedéséhez.

1-5. ábra: Az üzemanyagárak éves változása és az üzemanyagárhoz kapcsolódó bázishatás alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított adatok.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Másfelől az EU-s jogharmonizációval összhangban a dohánytermékeket érintő jövedékiadó-emelések sorozata a januári emelést követően 2021 áprilisában tovább folytatódik. Ugyanakkor ezzel egyidejűleg az első negyedév során átlagosan 50 dollár/hordó fölé emelkedő olajárak hatására az üzemanyagok jövedéki adója a tavaly júniusi szintre csökken, ami némiképp tompítja a dohányhoz kapcsolódó emelés inflációs hatását. Összességében az indirektadó-hatások az inflációt júniusban 0,9 százalékponttal emelik (1-3. ábra). Ez az adóhatás több mint kétszerese az infláció 2020. évi átlagos adótartalmának: a tavalyi év során ugyanis az infláció adótartalma 0,4 százalékpont volt, melyből 0,3 százalékpontot tettek ki a tavaly életbe lépett dohány és üzemanyag jövedékiadó-emelések.

Végül a vállalatok 2021-ben a szokásos (év eleji) átárazásokat a gazdaság újraindításához igazíthatják (bővebben lásd 3-4. keretes írás). Időzítési kérdés, és alapvetően a járványügyi korlátozások feloldásának időpontjától függ, hogy az átárazások már áprilistól végbemennek, vagy csak később, május-júniustól kerülhet rájuk sor. A gazdaság újraindításából

fakadó hatások 2020 nyarán számításaink szerint 0,9 százalékponttal emelték az inflációt, az év végére azonban ez a hatás teljesen eltűnt. 2021-ben is az áremelések átmeneti jellegével számolunk.

Az átmeneti inflációs kiugrásokat követően várakozásunk szerint az infláció 2022-től már a jegybanki cél körül alakul, ahogy a külső inflációs környezet árleszorító hatása előtérbe kerül, az üzemanyagok inflációja a historikus átlagnak megfelelő szintre csökken, és az inflációt növelő indirektadó-hatások pedig fokozatosan mérséklődnek. Mindezek mellett az árdinamika középtávú mérséklődését vetíti előre, hogy az adószűrt maginfláció 2021 során számottevően elmarad az inflációtól, ami a teljes árindexben lévő rövid távú költséghatásokra utal. Míg az infláció előrejelzésünk szerint 2021 második negyedévében a 4,8-4,9 százalékos tartományban alakul, addig az adószűrt maginfláció több mint egy százalékponttal alacsonyabb, 3,2-3,3 százalék lehet.

1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2021		2022		2023		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2021	2022	2023
EUR/USD	1,21	1,20	1,21	1,20	1,21	1,20	-0,5%	-0,8%	-0,8%
Olajár (USD/hordó)	48,0	63,5	47,8	60,9	47,8	60,7	32,2%	27,5%	27,1%
Olajár (EUR/hordó)	39,8	52,9	39,6	50,9	39,6	50,7	32,9%	28,4%	28,1%
Eurozóna inflációja* (%)	0,7 - 1,0 - 1,1	1,5 - 1,5 - 1,6	0,6 - 1,1 - 1,3	1,0 - 1,2 - 1,5	0,8 - 1,4 - 1,5	1,1 - 1,4 - 1,7	0,5 - 0,5 - 0,8 szp.	0,0 - 0,1 - 0,4 szp.	0,0 - 0,2 - 0,3 szp.
Eurozóna maginflációja (%)	0,8	1,0	1,0	1,1	1,2	1,3	0,2 szp.	0,1 szp.	0,1 szp.
Eurozóna növekedése* (%)	0,4 - 3,9 - 6,0	2,0 - 4,0 - 6,4	3,0 - 4,2 - 4,3	2,2 - 4,1 - 4,5	2,1 - 2,1 - 2,9	2,1 - 2,2 - 2,5	0,1 - 0,4 - 1,6 szp.	(-0,8) - (-0,1) - 0,2 szp.	(-0,4) - 0,0 - 0,1 szp.
Felvetőpiacaink növekedése** (%)	2,8 - 5,7	3,7 - 5,7	3,7 - 4,8	3,6 - 4,4	1,3 - 1,6	2,2 - 2,4	(0,0) - (0,9) szp.	(-0,4) - (-0,1) szp.	0,8 - 0,9 szp.

Megjegyzés: Olajárak esetén éves átlag. *Az EKB márciusi előrejelzési sávja. **21 legfontosabb exportpartnerünk növekedési üteme az exportból vett részaránnyal súlyozva.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

A nemzetközi gazdasági környezetet továbbra is a koronavírus-járvány alakulása határozza meg. A járvány második hulláma a vártnál enyhébb gazdasági hatásokkal járt, azonban a harmadik hullám megjelenése a gazdasági kilátások romlását eredményezte. 2020 negyedik negyedévében külpiacaink növekedése összességében várakozások felett volt. Az ipari termelés kedvezően alakult, miközben a járvány hatásainak jobban kitett szolgáltató szektor teljesítménye visszafogott maradt. A nagyobb régiók gazdasági teljesítményében továbbra is különbségek mutatkoztak. A kínai gazdaság a negyedik negyedévben 6,5 százalékkal bővült éves összevetésben, miközben az Egyesült Államok gazdasági teljesítménye 2,4 százalékkal mérséklődött. Németország gazdasági teljesítménye 3,6 százalékkal csökkent a negyedik negyedévben, azaz kedvezőbben alakult az eurozóna átlagánál (4,9 százalék). A járvány harmadik hullámának megjelenése a gazdasági kilátások romlását eredményezte. A valós idejű indikátorok alapján 2021 elején nemzetközi szinten a gazdasági aktivitás mérséklődése volt megfigyelhető. Jelenleg a járványügyi korlátozások fenntartása, illetve esetleges szigorítása a gazdasági kilátások elhúzódását vetíti előre. Kereskedelmi partnereink jövőbeni teljesítményére vonatkozó várakozások továbbra is bizonytalanok.

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 szemlélítve, a decemberi előrejelzéshez hasonlóan – széles tartományban alakul. Az Európai Központi Bank 2021-re vonatkozóan 2,0 és 6,4 százalék közötti, 2022-ben 2,2 és 4,5 százalék közötti, 2023-ban pedig 2,1 és 2,5 százalék közötti növekedést prognosztizál. Az eurozóna inflációja az aktuális prognózis alapján 2021-ben átmenetileg emelkedik, ami elsősorban az emelkedő olajárakhoz kötődik. Emellett a német átmeneti áfacsökkenés kivezetése és a januári inflációs adatokban tapasztalt meglepetés is hozzájárult a 2021 és 2022-es előrejelzés emeléséhez. Azonban középtávon a gyenge belső kereslettel összhangban az eurozónás alapfolyamatok mérsékeltek maradhatnak. 2023-ban az eurozóna inflációja várhatóan továbbra is az Európai Központi Bank 2 százalékos inflációs célja alatt alakul.

A Brent nyersolaj világpiaci ára a december közepi 50 dollár/hordó szintről március közepére egészen 70 dollár/hordó szintig emelkedett, amire legutóbb 2020 januárjában volt példa. A 40 százalékos áremelkedés hátterében számos tényező együttes hatása áll. Az OPEC+ tagországok január 4-i találkozójukon megállapodtak arról, hogy a korábban tervezett napi 500 ezer hordós termelésnöveléssel ellentétben februárban csupán napi 75 ezer hordóval, míg márciusban további 120 ezerrel növelik a termelésüket. Az olaj árát tovább növelte, hogy a találkozót követően Szaúd-Arábia önkéntes alapon vállalta, hogy februárban és márciusban további napi 1 millió hordóval csökkenti a kitermelését, így az olaj ára 55 dollárig emelkedett.

Februárban az árak 60 dollár/hordó fölé emelkedését az ázsiai országok jó gazdasági teljesítménye, a koronavírus elleni védőoltások piacra kerülése és a globális kereslet alakulását jelentősen befolyásoló kínai üzemanyag eladások hirtelen megugrása támogatták. Kína olajimportja 4,1 százalékkal nőtt az év első két hónapjában a tavalyi év azonos időszakához képest. A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA, International Energy Agency) ugyanakkor frissített februári előrejelzésében, lefelé módosította az idei évre vonatkozó olajkeresleti számait. Az ügynökség szerint a globális olajpiac továbbra is törékeny, ahogy a pandémia limitálja a globális utazási volument és üzleti aktivitást.

A világpiaci olajárak emelkedése ugyanakkor nem torpant meg, a februári 62 dollár/hordó átlagos szintről a Brent nyersolaj hordónkénti világpiaci ára március közepére 70 dollár/hordó közelébe emelkedett. Az árnövekedésben leginkább három tényező játszott szerepet: február közepén az Egyesült Államok középső részét és az olajtermelő Texast rendkívüli hideg és energiakrízis sújtotta, melynek következtében az olajbányászatban és finomításban is komoly lezárások voltak. A texasi hidegfront globális olajpiaci sokk alakult, aminek eredményeképp az amerikai olajkínálat több mint napi 4 millió hordóval szűkült (ez az amerikai olajtermelés közel 40 százalékát jelenti). A Perm-medence, a világ egyik legnagyobb olajfinomító térsége és az amerikai palaolaj-kitermelés központja, a drasztikus kínálatkieséssel jelentős áremelkedést hozott a globális olajpiacokon. A jelentős fagy beköszöntével az amerikai vízi olajszállító útvonalak egy része használhatatlanná vált, ami szállítási nehézségeket és egyéb problémákat okozott az ellátási láncban. Március 4-én az OPEC+ tagországok újabb ülésére került sor. A várakozásokkal – napi 500 ezer hordó – ellentétben mégsem döntöttek a kitermelés növeléséről áprilistól. Mindössze egy hónappal meghosszabbították a jelenleg is érvényben lévő kitermelési korlátozást, beleértve Szaúd-Arábia önkéntesen vállalt napi 1 millió hordós megszorítását is. Áprilistól a kitermelést egyedül Oroszország és Kazahsztán növelik, melyek rendre napi 130 ezer és 20 ezer hordóval emelhetik a kitermelést. A jegyzésárak a találkozót követően 65 dollár/hordó fölé emelkedtek. Végül március 7-én rakétatámadás érte a világ egyik legjobban védett olajpari infrastruktúráját Szaúd-Arábiában. A támadás a kitermelésre nem volt hatással, mivel a rakétákat és drónokat sikerült hatástalanítani a szaúdi erőknek, azonban a geopolitikai feszültség hatására az olaj ára 70 dollár/hordó közelébe ugrott.

A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó euróban kifejezett olajárak a decemberi feltevésünkhöz képest jelentősen magasabban alakulnak a világpiaci folyamatok hatására. Az EUR/USD keresztárfolyamra vonatkozó feltevésünk a decemberi prognózishoz képest enyhén alacsonyabban alakul.

A költségvetési deficit 2021-ben előrejelzésünk szerint 6,5-7 százalék körül alakulhat, majd az előrejelzési horizont végére fokozatosan 3 százalékra mérséklődhet. A költségvetési hiány decemberi várakozásunkhoz viszonyított emelkedését elsősorban a meghozott kormányzati intézkedések okozzák. A helyi iparüzési adó kulcsának kis- és középvállalatokra vonatkozó átmeneti csökkentése 2021-ben GDP 0,3 százalékaival növeli e vállalatok elkölthető jövedelmét. Az ágazati bértámogatásra jogosult ágazatok körét a legújabb korlátozásokban érintett ágazatokra kiterjesztették, az igénybevétel időtartalmát pedig meghosszabbították. 2022-től a 25 év alatti foglalkoztatottak az átlagbér mértékéig mentességet kapnak a személyi jövedelemadó megfizetése alól. Az intézkedés a GDP 0,2 százalékának megfelelő összeget hagy a fiatal munkavállalóknál 2022-ben és 2023-ban is.

Magyarország számára 2021 és 2027 között folyó áron mintegy 20.000 milliárd forintnyi uniós forrás állhat rendelkezésére. Ebből 8000 milliárd forint körül alakulhat a hétéves kohéziós politikai keret és több mint 4300 milliárd forintot tehet ki a Közös Agrárpolitika két pillére (EMGA, EMVA). A válságkezelést célzó Next Generation EU gerincét alkotó Helyreállítási és Alkalmazkodási Eszköz (RRF) forrásai pedig meghaladhatják a 6000 milliárd forintot. A közel 60 százalékban visszatérítendő forrásokat tartalmazó RRF keret lehívásához a tagországoknak a Bizottság országspecifikus ajánlásait követve helyreállítási tervet kell készíteniük 2021. április 30-ig, melyet a Bizottság legkésőbb 2021. június 30-ig értékel. A támogatások folyósítására a vonatkozó uniós rendelet szerint 2026. év végéig kerülne sor.

Az uniós források effektív felhasználása prognózisunk szerint az RRF következtében 2021-et követően enyhén növekedni fog. A kohéziós és a helyreállítási programokkal kapcsolatos forrásfelhasználás összegének évek közötti megoszlását ugyanakkor jelentős bizonytalanság övezi.

A dohánytermékek jövedéki adója az idei január 1-jei növekedés után április 1-jén ismét emelkedik az EU-s szabálynak való megfelelés érdekében. 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. A 2020-ban érvényes ezer darabonkénti 22.800 Ft helyett januártól 24.000 Ft-ra nőtt, majd áprilisban 26.000 Ft-ra emelkedik a jövedéki adó mértéke. A minimumárra vonatkozó adó pedig 37.300 Ft-ra emelkedett, majd április 1-től 39.300 Ft-ra nő a 2020 végén hatályos minimum 34.500 Ft-ról. A mintegy 20 százalékos adóemelés idén 35-40 milliárd forinttal javíthatja a költségvetés egyenlegét.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

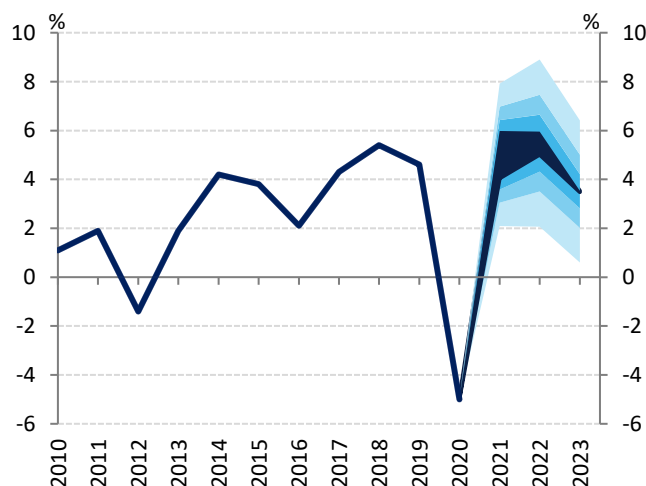
2020 negyedik negyedében a várakozásoknál enyhébb mértékben, 3,6 százalékkal csökkent a hazai GDP az előző év azonos időszakához képest. Előrejelzésünket a gazdasági nyitás időzítése miatt továbbra is bizonytalanság övezi, így a hazai növekedésre sávós becslést készítünk. A várakozásokat meghaladó 2020-as teljesítmény, valamint strukturális és keresleti tényezők is alátámasztják a magyar gazdaságban meglévő gyors helyreállítási képességet. A koronavírus új mutációinak terjedése miatt azonban megérkezett a járvány harmadik hulláma, így a korlátozó intézkedések meghosszabbításra és szigorításra kerültek, ami a termelési láncok ismételt akadozásával együtt a GDP mérséklődését eredményezi 2021 első negyedében. Az átoltottságtól és így a gazdaság újraindításának időzítésétől függően a második vagy harmadik negyedétől várható élénkebb növekedés, így a GDP 4,0 és 6,0 százalék közötti mértékben bővíthet az idei évben. A hazai gazdaság 2022-ben 5,0 és 6,0 százalék közötti mértékben, míg 2023-ban 3,5 százalékkal bővíthet. Hazánk eurozónához viszonyított növekedési többlete a teljes előrejelzési horizonton átlagosan 1,2 százalékpont körül alakul. A prognózisunkban a belső kereslet mellett a nettó export is pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez. A fogyasztás idei évi emelkedését támogatja, hogy a munkaerőpiaci alkalmazkodás a 2009-es gazdasági világválsággal összevetve enyhébb volt, amihez a hiteltörlesztési moratórium, a hitelpiacok működőképességének fennmaradása és a kormányzati munkahelyvédelmi intézkedések (bértámogatások) is hozzájárulnak. 2021-ben az állami és a magánberuházások várhatóan egyaránt bővülnek. A vállalati beruházások növekedését a jelenleg futó kapacitásbővítések mellett új fejlesztési projektek is támogatják. Az élénküléshez hozzájárul a vállalati hitelezés bővülése, a hiteltörlesztési moratórium és a kedvező finanszírozási környezet. A kormányzati otthonteremtési programok támogatják a lakossági beruházásokat. A beruházási ráta tovább emelkedik és 29 százalék közelében stabilizálódik az előrejelzési horizont második felében. A szolgáltatások és az ipar teljesítményének kettőssége a hazai exportban is érezteti hatását. Az ipari termelés és az áruexport a járvány újabb hullámai alatt kedvezőbben alakult, a rövid távú kilátásokat azonban az ellátási láncokban regisztrált szakadások ideiglenesen rontják. A szolgáltatások kilábalása azonban csak a megfelelő szintű átoltottság elérését és a korlátozások feloldását követően indulhat meg.

2020 negyedik negyedében a várakozásoknál enyhébb mértékben 3,6 százalékkal zsugorodott a hazai gazdaság az előző év azonos időszakához képest. Az előző negyedéhez viszonyítva 1,4 százalékkal bővült a GDP, így a magyar gazdaság ellenállónak bizonyult a koronavírus második hullámában.

A koronavírus új mutációinak terjedése miatt megérkezett a járvány harmadik hulláma. Magas frekvenciájú adataink a gazdasági aktivitás mérséklődését jelzik. A korlátozó intézkedések meghosszabbítása és szigorítása a termelési láncok ismételt akadozásával együtt a GDP mérséklődését eredményezi 2021 első negyedében.

A járvány harmadik hullámának lefutása és az átoltottság alakulása továbbra is bizonytalanságot eredményez. A gazdaság újraindításának időzítésétől függően 2021 második vagy harmadik negyedétől várható élénk növekedés. A várakozásokat meghaladó tavalyi gazdasági teljesítmény, valamint strukturális és keresleti tényezők alátámasztják a hazai gazdaságban meglévő gyors helyreállítási képességet. A tavalyi recesszió ellenére a hazai beruházási ráta magas maradt, a munkanélküliségi ráta nemzetközi összevetésben alacsonyban alakult, illetve a hitelpiacok egészséges működése is fennmaradt. A helyreállást keresleti oldalról a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének emelkedése, magas megtakarítási rátája,

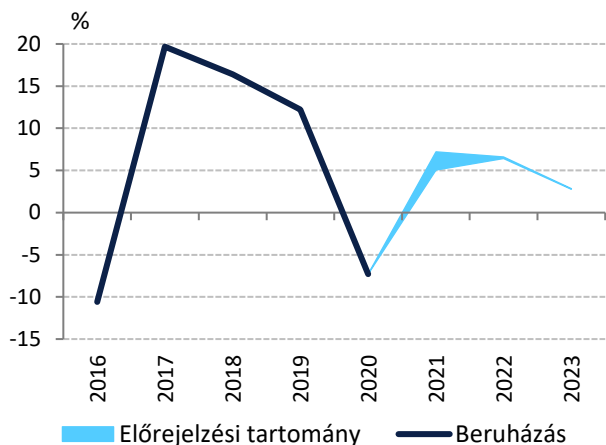
1-6. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-7. ábra: Beruházások éves változása



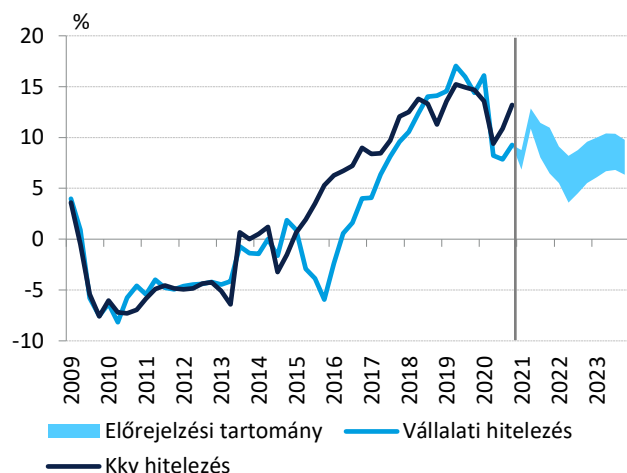
Forrás: KSH, MNB

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

	2020 Tény	2021	2022 Előrejelzés	2023
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	-7,3	5,0 - 7,2	6,4 - 6,6	2,8
Állami beruh.	-	9,4 - 13,3	(-2,0) - (-1,2)	(-8,6) - (-7,6)
Privát beruh.	-	3,8 - 5,5	8,8 - 8,9	5,6 - 5,8
Beruházási ráta	27,5	28,3	28,8 - 29,2	28,7 - 29,1

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

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

korábban felhalmozott vagyona és a magas állami beruházások is támogatják. Előrejelzésünket a gazdasági nyitás időzítése miatt továbbra is bizonytalanság övezi, így a hazai növekedésre sávós becslést készítünk. A gazdaság 2021-ben 4,0 és 6,0 százalék közötti mértékben bővíthet. 2022-ben 5,0 – 6,0 százalék közötti, míg 2023-ban 3,5 százalékos növekedési dinamika várható (1-6. ábra).

A magyar gazdaság eurozónához történő felzárkózása a következő években folytatódik. A hazai gazdaság eurozónához viszonyított növekedési többlete a teljes horizonton átlagosan 1,2 százalékpont körül alakul.

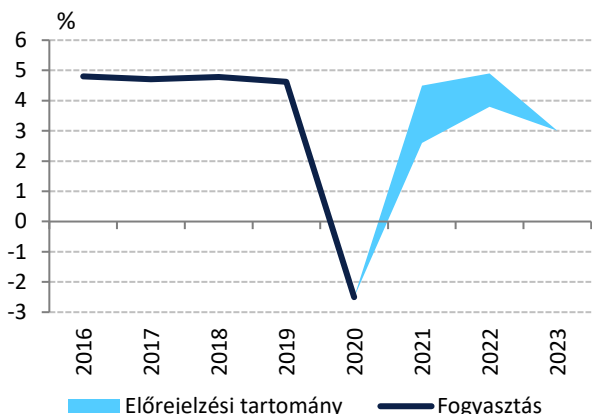
A beruházások bővülése az idei évtől kezdődően támogatja a gazdasági növekedést (1-7. ábra). 2021-ben várakozásunk szerint az állami és a magánberuházások egyaránt emelkednek (1-3. táblázat). A háztartások beruházásai a kormányzati otthonteremtési programoknak köszönhetően az idei évtől emelkednek. A vállalati beruházások növekedését a jelenleg futó kapacitásbővítések mellett új fejlesztési projektek is támogatják. A beruházások bővülését a kedvező kamatkörnyezet, az élénk hitelezési aktivitás, a fizetési moratórium meghosszabbítása, valamint az állami és jegybanki programok is támogatják (1-3. keretes írás).

A vállalati hitelezés élénkülése ösztönzőleg hat a vállalati beruházásokra. A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme korábbi várakozásainknál kissé kedvezőbben alakulhat 2021-ben, mivel a moratórium fél éves meghosszabbítása, illetve a támogatott hitelprogramok kibővítése segíti a magas vállalati hiteldinamika fenntartását (1-8. ábra). A vállalati forrásbevonás és a beruházások élénkülését támogatják a bővülő állami hitel- és garanciaprogramok, valamint az NHP Hajrá! és a Növekedési Kötvényprogram. Az NHP Hajrá! keretében eddig már 28 ezer vállalkozás több mint 1800 milliárd forint forráshoz jutott.

A beruházási ráta tovább emelkedik és 29 százalék közelében stabilizálódik az előrejelzési horizont második felében (1-3. táblázat).

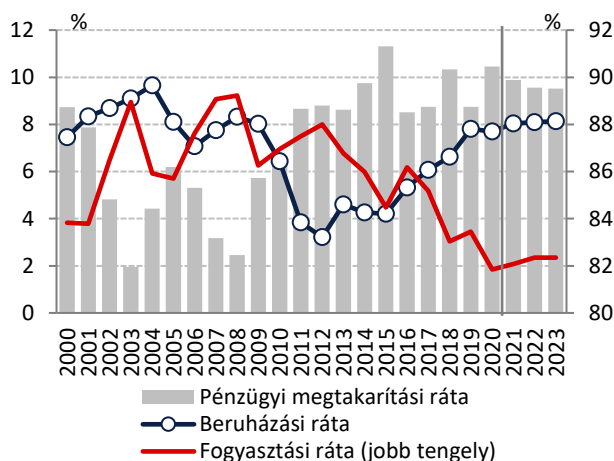
Előrejelzésünk szerint a lakossági fogyasztás elkövetkező negyedévekben várható alakulása elsősorban a korlátozások feloldásának és az átoltottság alakulásának a függvénye (1-9. ábra). 2020 negyedik negyedévében bővült a háztartások fogyasztása, ugyanakkor a járvány harmadik hullámának megfékezésére érvénybe léptetett járványügyi intézkedések miatt az idei első negyedévben a lakossági fogyasztás mérséklődésére számítunk. A korlátozó intézkedések különösen érzékenyen érintik a szolgáltatások fogyasztását, ami a korlátozások feloldását követően

1-9. ábra: Fogyasztás éves változása



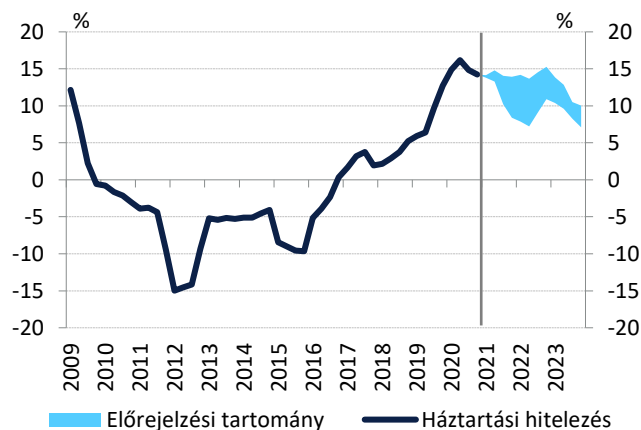
Forrás: KSH, MNB

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



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv átlaga alapján. Forrás: KSH, MNB

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

élénkülhet. A fogyasztás idei évi emelkedését támogatja, hogy a munkaerőpiaci alkalmazkodás a 2009-es gazdasági világválsággal összevetve enyhébb volt, amihez a hiteltörlesztési moratórium, a hitelpiacok működőképességének fennmaradása és a kormányzati munkahelyvédelmi intézkedések (bértámogatások) is hozzájárulnak.

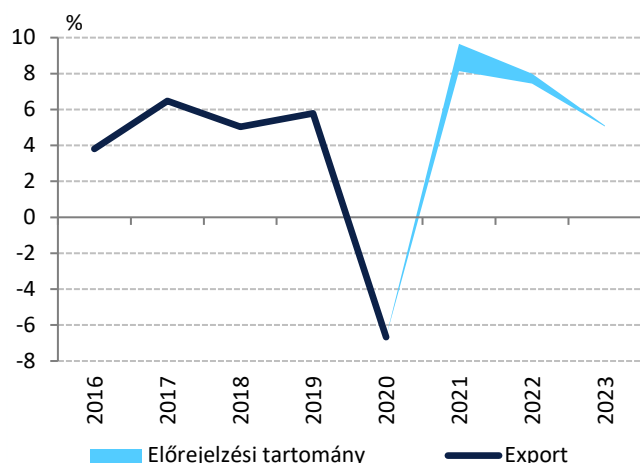
A lakosság megtakarítási rátája 2020-ban jelentősen emelkedett. A korlátozások lazítása után, az emelkedő fogyasztással összhangban, a megtakarítási ráta enyhén mérséklődhet, de továbbra is magas marad az előrejelzési horizonton (1-10. ábra).

A háztartási hitelezés növekedési üteme a koronavírus-járvány negatív reál gazdasági hatásai ellenére is kétszámjegyű maradhat (1-11. ábra). A növekedési ütem enyhén a korábbi várakozásaink fölött alakulhat, a fél évvel meghosszabbított fizetési moratórium, illetve az államilag támogatott hitelprogramok mellett az élénkülő kereslet is támaszt ad a háztartási hitelezésnek. A babaváró hitelek iránti kereslet a romló gazdasági környezet ellenére is erőteljes. Az előrejelzési horizonton várt hitelezési folyamatok hozzájárulhatnak a lakossági fogyasztás visszaesésének mérséklődéséhez.

A koronavírus-járvány második hullámával szemben ellenállóbbnak bizonyult a világgazdaság, azonban a harmadik hullám megjelenése a gazdasági kilátások romlását eredményezte. Külkereskedelmi partnereink jellemzően a várakozásokhoz képest enyhébb visszaesést regisztráltak 2020 utolsó negyedévében, ami kedvező áthúzódó hatásokat eredményez 2021-re. Ugyanakkor a vírus újabb mutációinak elterjedése és a harmadik hullám felfutása egyelőre nem teszi lehetővé a korlátozások feloldását. Az európai országok átoltottsága továbbra is alacsony. Kereskedelmi partnereink jövőbeni teljesítményére vonatkozó várakozások bizonytalanok.

Előrejelzésünk alapján a hazai export teljesítménye az idei évben jelentős javulást mutat, így a nettó export támogatja a gazdaság növekedését (1-12. ábra). 2020 negyedik negyedévében a hazai kivitel várakozásokon felül alakult, elsősorban az ipar kedvező teljesítményének köszönhetően. A szolgáltatások és az ipar teljesítményének kettőssége a hazai exportban továbbra is érezteti hatását. Áruexportunk rövid távú teljesítményére hatással lehet az év elején a járműgyártásban jelentkező félvezetőhiány (részletesen lásd 1-4. keretes írás). Iparági szereplők információi alapján a kieső termelést a gyártók a második negyedév folyamán pótolni tudják, így árukivitelünk is emelkedik. A nemzetközi turizmus hosszan elhúzódó

1-12. ábra: Az export alakulása



Forrás: KSH, MNB

gyengélkedésével párhuzamosan szolgáltatásexportunk az áruexporttal ellentétben hosszabb ideig elmaradhat a járvány előtti szintjétől. A nettó export 2021-ben támogathatja a gazdasági növekedést, amit az árukivitel kedvező alakulása, valamint az év második felében élénkülő szolgáltatásexport magyaráz. Az idei évtől kezdve a belső keresleti tételek, valamint az export dinamikus bővülésének eredményeként az import is korrigálhat. Előrejelzésünkben az export bővülésének dinamikája tartósan meghaladja az importét, ezért a nettó export a teljes horizonton támogatja a növekedést.

1-3. keretes írás: A gazdasági kilábalásban kulcsszerepet betöltő beruházások alakulását meghatározó tényezők

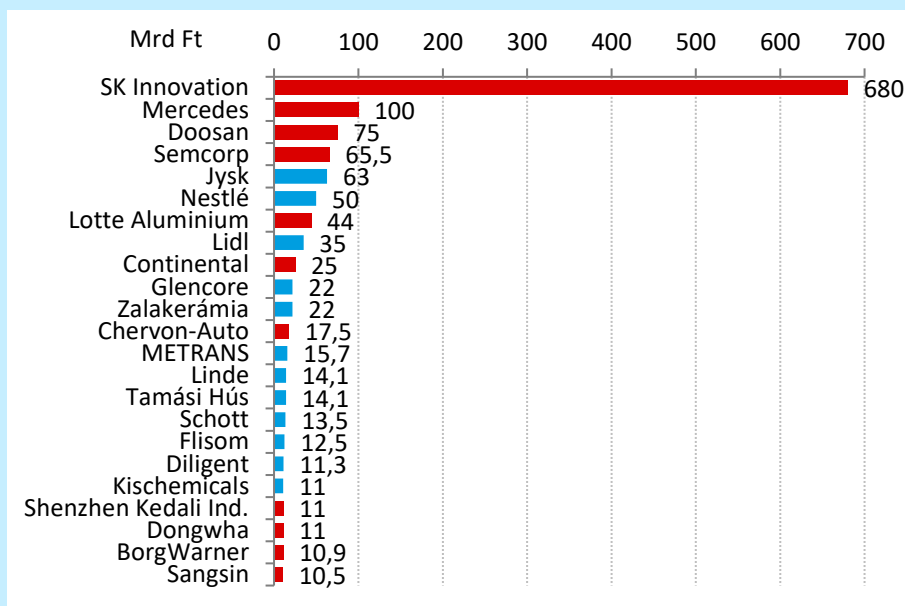
A beruházások meghatározó szerepet töltenek be a válságból történő kilábalásban, mivel nemcsak rövid távon emelik a GDP-t, hanem hosszabb távon is hozzájárulnak a gazdaság növekedéséhez. Keretes írásunkban részletesebben azokat a tényezőket mutatjuk be, amelyek meghatározhatják a beruházások jövőbeli alakulását.

A koronavírus-válságot megelőző elmúlt 2 évben a beruházások adták a gazdasági növekedés közel kétharmadát, valamint a fenntartható gazdasági felzárkózáshoz is tartósan magas beruházási ráta szükséges. A 2009-es válság után hazánkban a belső keresleti tételek (beruházások, háztartások fogyasztása) növekedési hozzájárulása negatív maradt, a kilábalást főként az ipari export és az ezzel együtt járó készletfeltöltés támogatta. Válságtapasztalatok alapján a vállalati készletek feltöltése és a feldolgozóipari export helyreállása gyakorlatilag „automatikusan” bekövetkezik, azonban a beruházások (valamint a munkapiac) helyreállása aktív gazdaságpolitikai lépések nélkül elhúzódhat. A beruházások képezik a fenntartható gazdasági növekedés alapját, így az ehhez szükséges egészséges finanszírozás biztosítása kulcsfontosságú.

A 2008-09-es gazdasági válságot követő kilábalási időszakkal ellentétben 2021 és 2023 között várakozásunk szerint a beruházások pozitívan járulnak hozzá a gazdasági növekedéshez. A beruházások bővülését a kedvező kamatkörnyezet, az élénk hitelezési aktivitás, a fizetési moratórium meghosszabbítása, valamint az állami és jegybanki programok (NHP Hajrá!, NKP) is támogatják. A beruházási ráta tovább emelkedik és 29 százalék közelében stabilizálódik az előrejelzési horizont második felében.

A vállalati beruházások helyreállítását több nagy volumenű, újonnan bejelentett fejlesztési projekt és a 2020-ban elhalasztott beruházások megindítása vagy folytatása egyaránt támogatja. A vállalati beruházási ráta kedvező alakulásához biztos alapot nyújt a vállalati hitelezési dinamika várható alakulása, mely a moratórium féléves meghosszabbítása, illetve a támogatott hitelprogramok kibővítése eredményeként továbbra is magas maradhat. Emellett hazánk előnye a termelés költségintéjében továbbra is jelentős, így hazánk továbbra is vonzó célpont a külföldi beruházók számára, amit az elmúlt hónapokban bejelentett új beruházási projektek is alátámasztanak. A nagyfokú bizonytalanság ellenére a tavalyi évben számos 10 milliárd forintot meghaladó vállalati beruházási projektet jelentettek be, amit az idei év első hónapjában továbbiak követtek, köztük minden idők legnagyobb zöldmezős beruházását (1-13. ábra). Az SK Innovation dél-koreai vállalat mintegy 680 milliárd forintot kitevő projekt keretében harmadik hazai akkumulátorgyárat építi fel a hazánkban.

1-13. ábra: A 2020-ban és 2021-ben bejelentett vállalati nagyberuházások

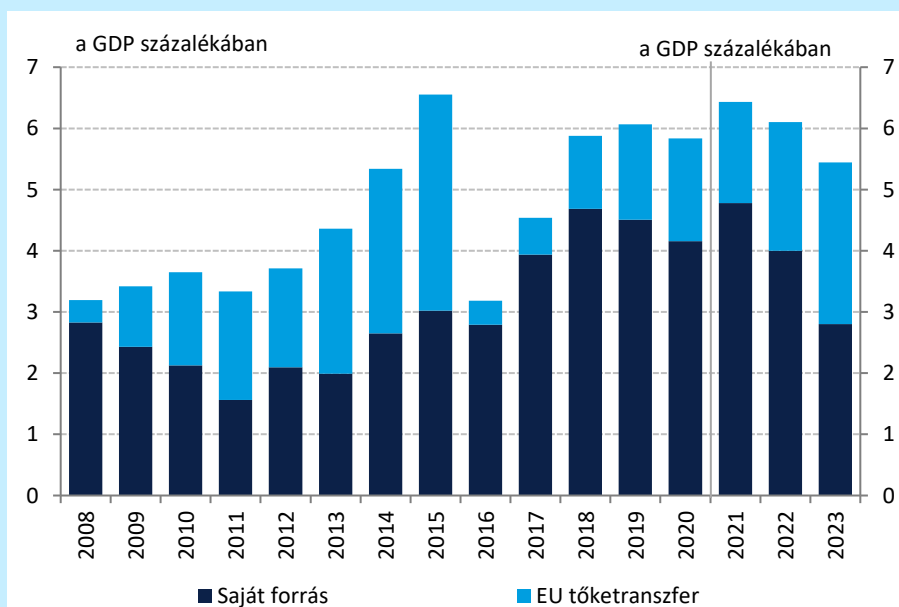


Megjegyzés: Az ábra csak a 10 milliárd forintot meghaladó bejelentett vállalati beruházásokat szemlélteti. Pirossal jelöltük a járműipari beruházásokat.

Forrás: PM, MNB, sajtóinformációk

A nemzetgazdasági beruházások gyors bővüléséhez az állami szektor is hozzájárulhat az idei évben. 2020-ban az állami beruházások visszaesése nemzetközi viszonylatban is magas volt. Előretekintve a 2021-es évi teljesítményt javíthatja, hogy 2020 végén mintegy 1285 milliárd forintnyi beruházási célú forrás került kifizetésre a kormányzati szektor, az állami vállalatok és a magánszektor számára, melynek nagy része az idei évben realizálódhat beruházásként. Az állami beruházások magas szintjét 2021-ben főként a saját forrású beruházások 2020-hoz képesti felfutása magyarázza. 2022-től a várakozásunk szerint az új uniós ciklus hagyományos és a NextGen EU forrásai csak részben ellensúlyozhatják a saját forrású beruházások historikus átlagra való csökkenését 2022-ben és 2023-ban (1-14. ábra). Az uniós Helyreállítási és Alkalmazkodási Eszköz (RRF) forrásaiból Magyarország számára több mint 6 milliárd euró vissza nem térítendő támogatás juthat 2026-ig.

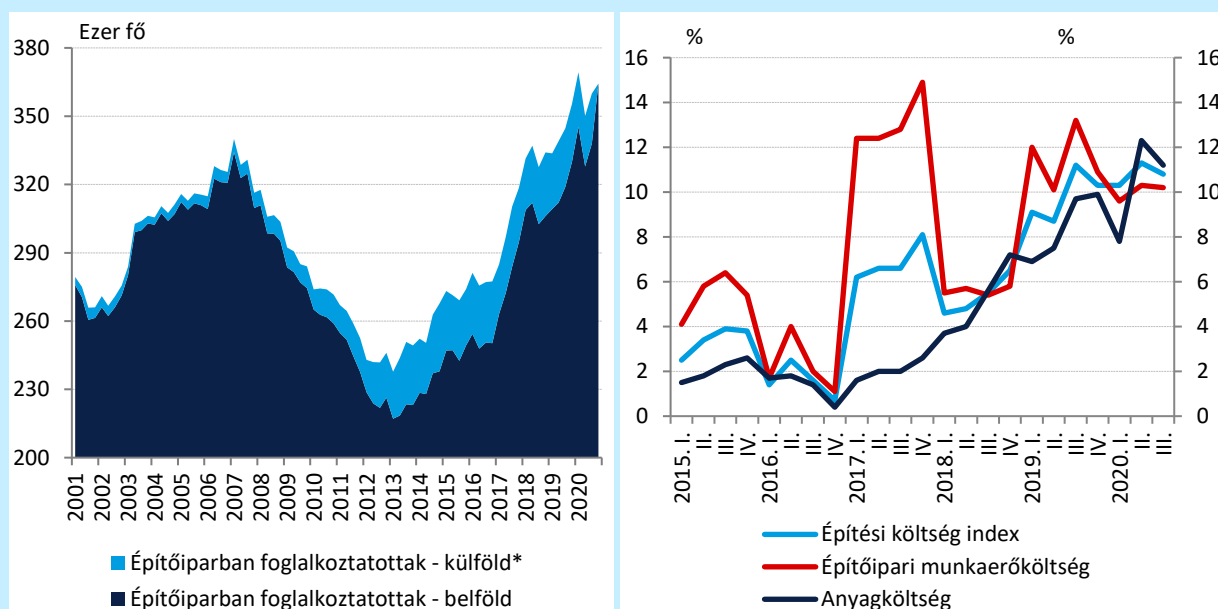
1-14. ábra: A kormányzati beruházások alakulása



Forrás: KSH, MNB

A kormányzati otthonteremtési programok és a lakossági hitelezés dinamikus bővülése támogatja a lakossági beruházások idei évtől várható emelkedését. A kormány októberben számos, a családok otthonteremtését elősegítő intézkedést (kedvezményes lakásáfa, otthonfelújítási program, illetékmentes lakásvásárlás, visszaigényelhető lakásáfa) jelentett be, amelyek támogatják a lakosság beruházási aktivitásának emelkedését 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. A szűkös építőipari kapacitások azonban az árak emelkedéséhez és visszafogottabb ütemű lakossági beruházás-bővüléshez vezethetnek. Az építőipar megrendelése jelentősen csökkentek a tavalyi évben, azonban mind a munkaerő-, mind az anyagköltség emelkedése kétszámjegyű volt (1-15. ábra, jobb panel). Az átmeneti visszaesést követően 2020 harmadik negyedétől emelkedik az építőiparban foglalkoztatottak száma is, ami már meghaladja a 2008-as válság előtti értéket (1-15. ábra, bal panel). Az otthonteremtési intézkedések nagymértékben segítik a családokat, azonban a megnövekvő kereslet – a kínálat egyidejű fejlesztése nélkül – a várhatóan ismét fellépő szakemberhiányt és az árak további emelkedését eredményezheti, ami csökkenti a lakossági beruházások dinamikáját.

**1-15. ábra: Az építőiparban foglalkoztatottak számának alakulása (bal panel)
és az építési költségek éves változása (jobb panel)**



Megjegyzés: *A hazai háztartással rendelkező munkavállalók alapján.

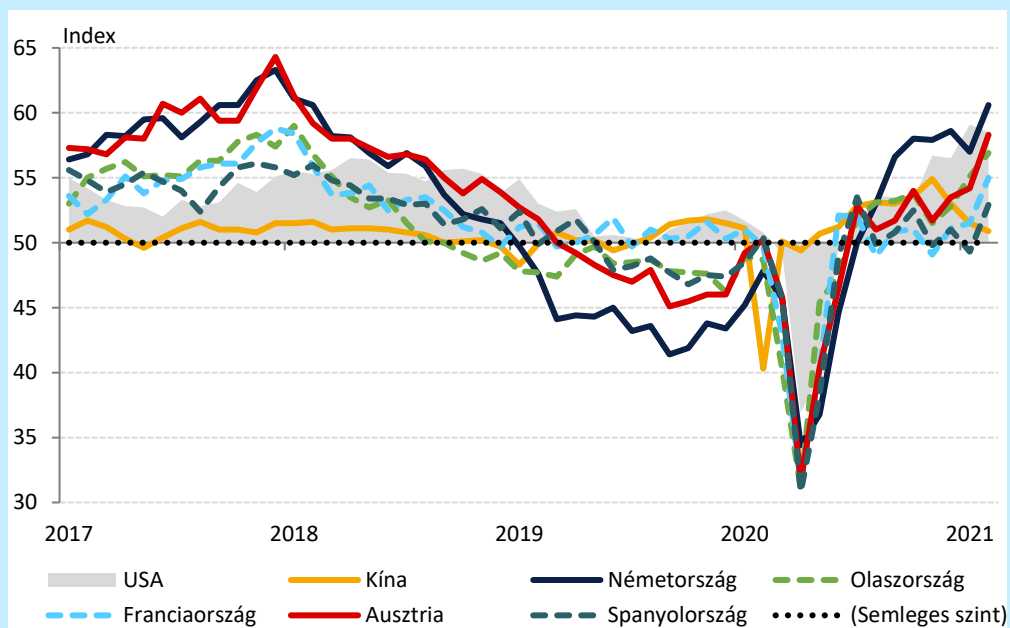
Forrás: KSH, MNB

A járványhelyzet miatt kialakult jelentős bizonytalanság a vállalatok beruházási döntéseiben is megjelenhet. A gazdasági korlátozások elhúzódása a vállalatok pénzügyi helyzetének romlása következtében megemelheti a vállalati csődök számát. A fejlesztések esetleges elmaradása, a megemelkedett csődráta a tőkeállomány erózióján keresztül a hosszú távú növekedési potenciálra is negatívan hathat.

1-4. keretes írás: A feldolgozóipari beszállító láncokban tapasztalt átmeneti fennakadások

2021 elején a beszállítói láncokban újabb szakadások keletkeztek, ami az első negyedéves gazdasági teljesítményre is negatív hatással van. 2020 tavaszán a koronavírus első hullámának megjelenése miatt a globális járműipart hetekig teljes leállás jellemezte. Ennek hatására és az alacsony készlettel történő (úgynevezett „just-in-time” típusú) gyártási folyamatokkal összhangban az autógyártók kevesebb megrendelést adtak le beszállítóik felé. A harmadik negyedévben azonban az autók iránti kereslet nem várt mértékben emelkedett, és ezt a gyártók termelésük számottevő növelésével igyekeztek kielégíteni. A nagyobb kereslet hatására 2021 elejére globális méretű félvezetőhiány alakult ki az autógyártásban, mely piaci elemzések szerint mintegy 1 millió autó legyártását érinti az első negyedévben, és amelynek hatására januárban több országban is romlott a feldolgozóipari hangulat (1-16. ábra). Az üzleti környezet azonban februárban már korrigált, ami a probléma átmeneti jellegét támasztja alá.

1-16. ábra: A feldolgozóipari beszerzésiindexek alakulása



Forrás: Bloomberg

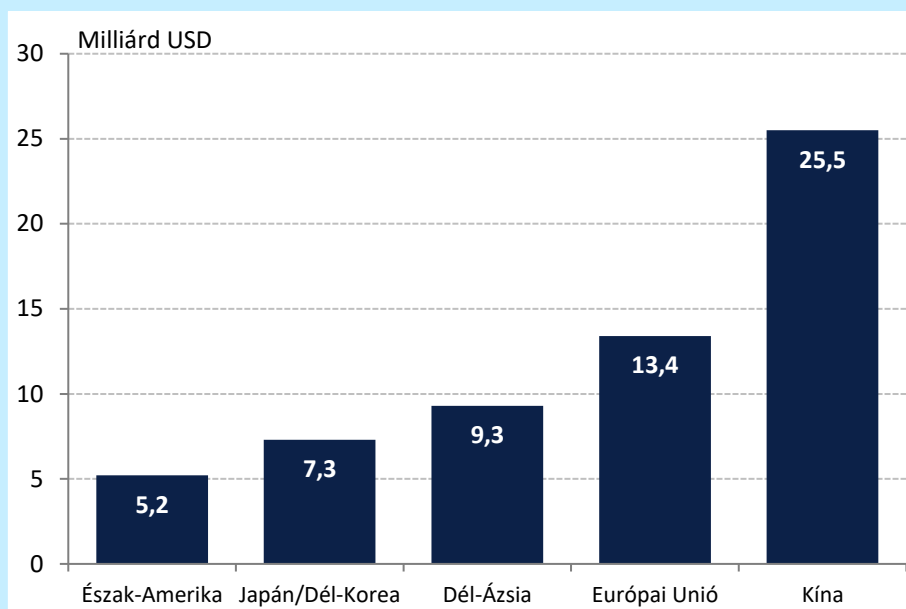
A globális chiphiányt több tényező együttes hatása okozta, ami az autógyártáshoz és más iparágakhoz is érezhetően hatással van. A chipgyártás kiemelkedően koncentrált iparágá vált az évek során, a gyártás alig néhány vállalat kezében összpontosul, az új kapacitások kiépítése rendkívül költséges és megfelelő technológiát igényel. A termelési kapacitások érdemi részét a tavalyi év során – az online eladások emelkedésének köszönhetően – dinamikus növekvő kereslettel rendelkező elektronikai termékek gyártására szakosodott cégek megrendelése foglalták le (a legnagyobb chip gyártó, a tajvani TSMC 2020-as eladásainak mindössze 3 százaléka származott az autógyártásból, míg 48 százaléka az okostelefonokhoz gyártott chip-ekből). Az autógyártáshoz szükséges chip-ek iránti megrendelések csökkenése mellett, az elektronikai ipar megrendelése jelentősen emelkedtek, ami a gyártási kapacitás változatlansága mellett módosította ugyan a gyártási struktúrát, de az elektronikai termékek piaca is érintett lehet. A piac koncentrálttsága miatt az Egyesült Államok és az európai országok is saját gyártókapacitások kiépítésére tettek lépéseket. A TSMC szintén kapacitásnöveléseket jelentett be, 2022-ben mintegy 28 milliárd dollárt készülnek erre költeni.

A chiphiány mellett a többszörösére emelkedő tengeri szállítási költségek is hátráltathatják a termékek kereskedelmét. A nem egyenletes kilábalás miatt egyensúlytalanságok jelentek meg a tengeri szállítási láncokban. A dinamikus bővülő kínai gazdaságban konténerhiány alakult ki, míg a világ több részén a konténerhajók üresen vesztegelnek a kereskedelmi forgalom csökkenése miatt. A jelenség miatt további szakadások keletkezhetnek a beszállítói láncokban, növelve ezzel a világgazdaságban jelenlévő bizonytalanságot.

Magyarország kis nyitott gazdaság, amely mélyen integrálódott az európai (német) járműipari értékláncba, így a globális ellátási lánc-problémák hamar megjelentek a hazai gazdaságban. Becslések szerint a globális chiphiány miatt az Európai

Unió bevételkiesése Kína utána a második legnagyobb lehet 2021-ben (1-17. ábra). A német járműipari termelés 15,5 százalékkal esett vissza januárban. A nemzetközi hiány hazánkban is az autóipari termelési kapacitások visszafogásához vezetett. A hazai ipari termelés munkanaphatástól tisztított adatok szerint 2,8 százalékkal százalékkal mérséklődött 2021 első hónapjában az előző év azonos időszakához képest, amihez elsősorban a járműipart érintő leállások járultak hozzá. **Az ágazati információk szerint ugyanakkor a félvezető hiány magyar gazdaságra gyakorolt hatása csak átmeneti lesz, várakozásaik szerint a hazai autógyártók a második negyedévben pótolni tudják a januárban kiesett termelést.**

1-17. ábra: A járműipar várható árbevétel-kiesése régióként 2021-ben



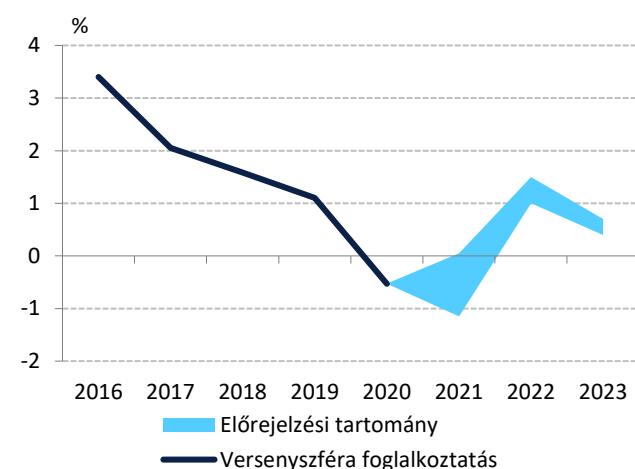
Megjegyzés: Várakozások a jelenlegi volumenkiesés alapján.

Forrás: AlixPartners, Portfolio

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

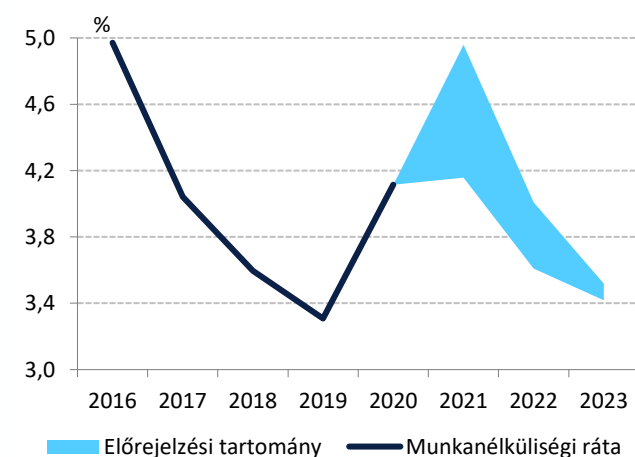
A járvány újabb hullámainak hatására ismét felerősödhetnek a kedvezőtlen foglalkoztatási hatások, azonban ezek mértéke várhatóan kisebb lesz, mint az első hullám során. A versenyszférában foglalkoztatottak száma (-1,1) - 0,1 százalékkal változhat 2021-ben, majd 1,0 – 1,5 százalékkal növekedhet 2022-ben. A munkanélküliségi ráta 2021 első negyedévében éri el a tetőpontot, majd a második negyedétől csökkenésnek indul. 2022 folyamán 4 százalék alá süllyed a munkanélküliség, ezzel újból megközelítve a teljes foglalkoztatottságot. A koronavírus-járvány hatása az idei évi béremeléseket érintheti a legnagyobb mértékben. Ezt követően a bérdinamika a gazdaság újraindításával párhuzamosan erősödhet, de továbbra is elmarad a válság előtti mértéktől. Mindez azonban a teljes előrejelzési horizonton a reálbérek emelkedését eredményezi, ugyanakkor a munkaerő-költségek dinamikája jelentősen mérséklődik.

1-18. ábra: A foglalkoztatás éves változása a versenyszférában



Forrás: KSH, MNB

1-19. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Forrás: KSH, MNB

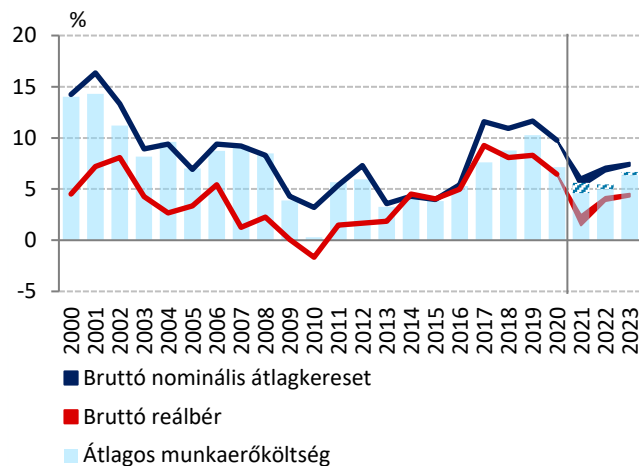
A járvány újabb hullámainak hatására ismét felerősödhetnek a kedvezőtlen foglalkoztatási hatások. Az elhúzódó járványhelyzet nem kedvez a szolgáltató szektorban tevékenykedő vállalatoknak: a munkaintenzív ágazatokban (turizmus, szállítás) lecsökkentek a pénzügyi tartalékok, a meggyengült profithelyzet miatt pedig megnövekedhet az elbocsátások száma. A munkaerő megtartását támogató intézkedések, mint a vállalati moratórium és az ágazati bértámogatás továbbra is hozzájárulnak a kedvezőtlen hatások mérsékléséhez, így az elbocsátások mértéke várhatóan elmarad az előző válságban tapasztaltnál képest.

A versenyszféra foglalkoztatása 2021 első negyedévében mérséklődik, majd a korlátozások feloldásának függvényében a második vagy harmadik negyedétől indulhat növekedésnek. Előrejelzésünk szerint a járvány újabb hullámai miatt a 2021 első negyedévére várt mélypontig 35-70 ezer munkahely szűnhet meg 2020 harmadik negyedévéhez képest. A versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan (-1,1) - 0,1 százalékkal változik 2021-ben, majd 1,0 – 1,5 százalékkal emelkedik 2022-ben (1-18. ábra).

A munkaerőpiac helyreállításával a teljes foglalkoztatottság ismételt megközelítése 2022-ben valósulhat meg. A foglalkoztatás csökkenésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta 4,6 – 5,4 százalékgig emelkedhet 2021 első negyedévében. A gazdaság újraindításával összhangban a munkanélküliségi ráta 2021 második negyedétől csökkenésnek indul, és 2022 folyamán a teljes foglalkoztatottság újbóli megközelítésével 4 százalék alá süllyed (1-19. ábra). Az aktívak számának alakulásában szűk keresztmetszetet jelentenek a demográfiai folyamatok, azonban 2022-től a fiatalok szja-mentességének hatására (részletesen lásd 1-5. keretes írás) az aktivitás növekedésére számíthatunk.

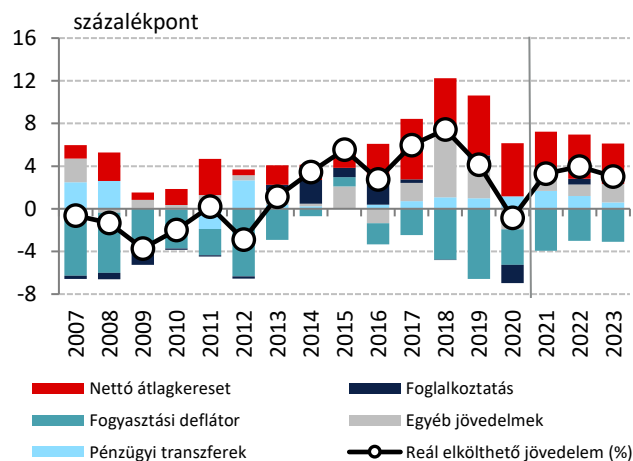
A koronavírus-járvány hatása az idei évi béremeléseket érintheti a legnagyobb mértékben. Ezt követően a bérdinamika a gazdaság újraindításával párhuzamosan erősödhet, de továbbra is elmarad a válság előtti

1-20. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Forrás: KSH, MNB

1-21. ábra: A lakossági reáljövedelem alakulása



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv átlaga alapján.

Forrás: KSH, MNB

mértéktől. A vállalatok a bérekben késleltetve alkalmazkodnak a megváltozott gazdasági helyzethez, így 2021-ben az előző évekhez képest lassabb bérdinamikára számíthatunk. A minimálbér és a garantált bérminimum - elmaradva a korábbi évek mértékétől - 4 százalékkal emelkedett februárban, ami szintén a mérsékeltebb idei évi bérdinamika irányába hat.

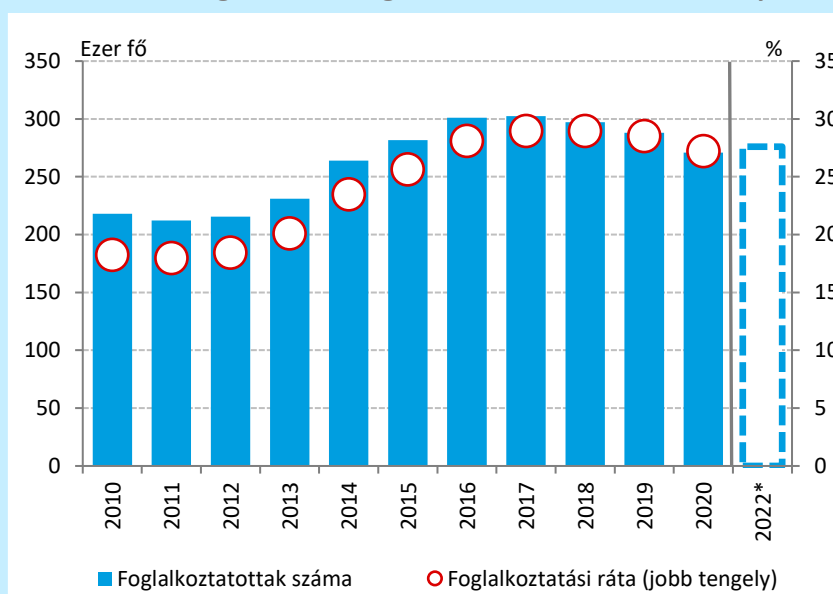
Prognózisunk szerint 2021-ben az éves bérnövekedés 5,2 - 6,2 százalékra lassul a versenyszférában, majd 2022-től újra gyorsuló pályára állhat a bérdinamika, mely a munkaerő iránti kereslet erősödésével fokozatosan emelkedhet (1-20. ábra). A reálbérek növekedési ütemét a koronavírus okozta válság lassította, azonban a válság ellenére az idei évben is a reálbérek emelkedése várható. A munkaerő-költségek dinamikája azonban jelentősen mérséklődik. Az orvosi bérek jelentős emelésével a nemzetgazdasági bérek a versenyszektorban várható mértéknél nagyobb ütemben növekedhetnek 2021-ben és 2022-ben, ami a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét is emeli (1-21. ábra).

1-5. keretes írás: A 25 év alatti szja-mentesség reálgazdasági hatásai

A gazdaság-újraindítási akcióterv részeként a kormány bejelentette, hogy 2022-től személyi jövedelemadó-mentesség illeti meg a 25 év alattiakat. A bejelentés szerint a személyi jövedelemadóra vonatkozó mentesség a 25. életévüket még be nem töltött fiatalok keresetének a nemzetgazdasági átlagjövedelem alatti részére fog vonatkozni. Nemzetközi tapasztalatok szerint azok a fiatalok, akik válság idején lépnek a munkaerőpiacra, hosszú távon is negatív jövedelmi, életszínvonalbeli és akár egészségügyi következményeket szenvednek el. Ezen hatásokat az új intézkedés képes lehet ellensúlyozni.

A 25 év alatti szja-mentesség összesen közel 280 ezer főt érinthet 2022-ben. Az előző évtized során dinamikus emelkedett a foglalkoztatottság a fiatal korosztályban, ugyanakkor a növekedés már a válság előtti években megtorpant. A demográfiai tendenciák következtében a 15-24 éves korosztály teljes létszáma 1 millió fő alá süllyedt 2020-ban, melyből 271 ezren dolgoztak. A korcsoport folytatódó csökkenése nagyrészt ellensúlyozza a munkakereslet várt helyreállításának pozitív hatásait, így 2022-ben mintegy 280 ezer főre becsüljük a 25 év alatti foglalkoztatottak számát (1-22. ábra).

1-22. ábra: A foglalkoztatottság alakulása a 15-24 éves korosztályban



Megjegyzés: Nem tartalmazza azokat a gyedben, gyeken lévőket, akik a támogatás igénybevétele alatt nem dolgoznak. *A demográfiai folyamatok figyelembevételével, 2019. évvel megegyező foglalkoztatási rátát feltételezve.

Forrás: KSH alapján MNB-számítás

A fiatalok jövedelme jellemzően alacsonyabb a nemzetgazdasági átlagnál. 2020-ban a bruttó átlagkereset a nemzetgazdaság egészében 403,6 ezer forint, míg a 25 év alattiak körében 292,1 ezer forint volt. Az érintett korosztály 2022-re becsült keresettömege alapján az adómentesség mintegy 130 milliárd forinttal növeli a rendelkezésre álló jövedelmet és 110 milliárd forint körüli összegben a fogyasztást.

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

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

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

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

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

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.

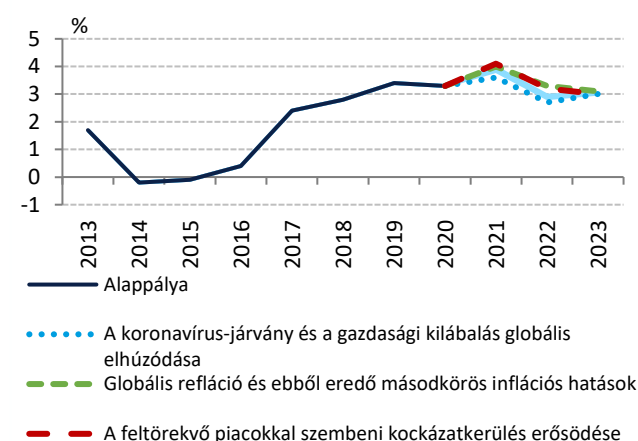
³ A GDP arányában.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

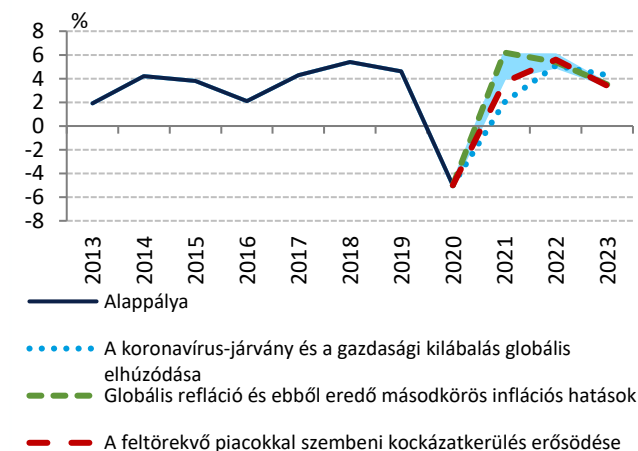
A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A koronavírus-járvány és a gazdasági kilábalás globális elhúzódtását feltételező alternatív forgatókönyv az alapelőrejelzésnél alacsonyabb hazai inflációs és érdemben visszafogottabb növekedési pálya felé mutat. A globális reflációt és ebből eredő másodkörös inflációs hatásokat bemutató alternatív forgatókönyv az alappályánál magasabb inflációt és GDP-növekedést feltételez. A feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés erősödését megjelenítő alternatív pálya esetében az infláció magasabb, míg a növekedés visszafogottabb az alapelőrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a versenyképességi reformok megvalósulását feltételező pályát 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 elhúzódtása

Alappályánkban arra számítunk, hogy a járvány második hulláma miatt bevezetett, majd a harmadik hullám miatt meghosszabbított és szigorított korlátozások következtében a hazai gazdasági teljesítmény 2021 első negyedévében mérséklődhet, majd a második vagy harmadik negyedévtől kezdődően indulhat növekedésnek. Az átoltottság növekedésével a gazdaságok újranyitását követően az idei évi gazdasági növekedést támogatja a lakossági fogyasztás helyreállása, az állami és magánberuházások emelkedése, valamint a külkereskedelem élénkülése.

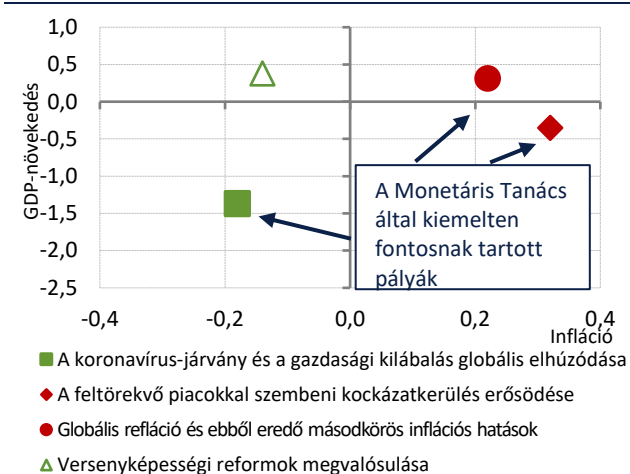
Az alternatív forgatókönyvben a járvány erős negatív reálgazdasági hatása tartósan fennmarad, így mind globálisan, mind a magyar gazdaságban jelentősen lassítja a kilábalás ütemét. Az európai uniós tagállamok esetében különös kockázatot jelent többek közt a magas adósságszint és a strukturális gyengeségek, ami szűkíti a negatív gazdasági hatások mérséklésének mozgásterét. A szolgáltatásokat érintő, vártnál lassabban helyreálló külső kereslet, illetve a visszafogottabb inflációs környezet tartós és jelentős hatást gyakorol a magyar inflációra és növekedésre.

Globális refláció és ebből eredő másodkörös inflációs hatások

A beérkező pozitív makrogazdasági hírek és a növekvő olajárak hatására emelkedett a refláció kockázata a fejlett gazdaságokban, ami hozzájárult a fejlett hosszú hozamok emelkedéséhez. A javuló pénzügyi hangulat és a fejlett kötvénypiacokon kialakuló folyamatok hatására a régiós hosszú hozamok is emelkedtek.

Rövid távon az üzemenyagárak alakulásával és a gazdaság újraindításával jelentkező keresleti-kínálati hatásokkal párhuzamosan átmenetileg inflációs kiugrások jelentkeznek. Az átoltottság gyors növekedése és a

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

megtakarítások visszaesése tovább támogathatják a gazdasági növekedést. Ugyanakkor az inflációs várakozások tartós emelkedése a fejlett gazdaságokban magasabb külső inflációs környezetet eredményezhet közép- és hosszú távon.

A kockázati pályában a vártnál magasabb külső inflációs környezet begyűrűzik a hazai árakba is. A gazdaság helyreállításával jelentkező inflációs kiugrások átmenetiek, ugyanakkor amennyiben másodkörös hatások jelentkeznek a hazai bérekben és az inflációs várakozásokban, akkor az infláció tartós emelkedése irányába hat.

Feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés erősödése

A globális befektetői hangulat 2020 vége óta mérsékelt javulást mutat. A kockázati mutatók javultak és az arany ára kismértékben csökkent. A globális devizapiacra a dollár erősödése volt meghatározó. Az olajárak 2020 vége óta jelentősen emelkedtek. A kedvező hangulathoz hozzájárultak az oltások megindulásával kapcsolatos hírek, a vártnál jobb makrogazdasági adatok és az amerikai költségvetési élénkítő intézkedések elfogadásával és a szabályozás erősödésével kapcsolatos pozitív várakozások is.

Azonban a járványgörbékben tapasztalt felfutás, az átoltottság ütemének lassulása és az új vírusvariánsok megjelenése a kockázatok erősödését eredményezi. Ezen kockázatok megvalósulásával elhúzódhat a gazdasági nyitás és romolhat a pénzügyi hangulat.

Alternatív pályánkban a kockázatkerülés erősödésével megnövekedhet a tőkekiáramlás a feltörekvő gazdaságokból, amely hatására megnő a volatilitás a pénz- és tőkepiacokon, a dollár további erősödését eredményezve. Ennek megfelelően a kockázatosabbnak ítélt feltörekvő gazdaságok deviza- és kötvénypiacai eladási nyomás alá kerülhetnek, ami a sérülékenyebb régiókban a hosszú hozamok emelkedését és az árfolyam gyengülését vonja maga után. A gyengülő árfolyam az importált termékek áremelkedésén keresztül magasabb inflációs pályát vetít előre.

További kockázatok

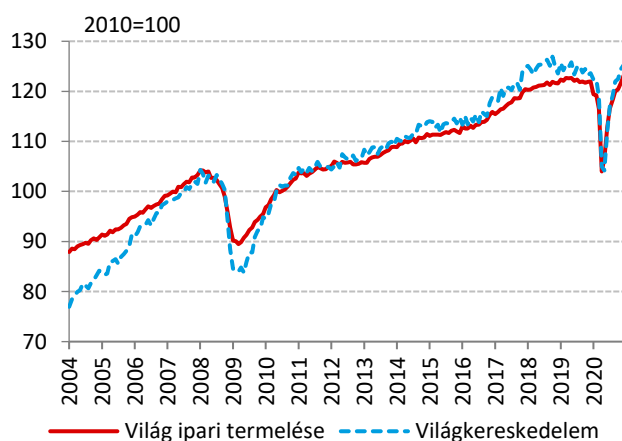
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács egy további alternatív pályát mérlegelt. A további versenyképességi reformok megvalósulását feltételező kockázati forgatókönyvben a versenyképesség javulása a termelékenység és a beruházások oldaláról élénkíti tovább a hazai gazdaságot, ami a gazdaság magasabb potenciális teljesítőképességével van összhangban. A magasabb potenciális növekedés mellett az alapelőrejelzésnél nagyobb GDP-növekedés nem emeli az inflációt.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

A koronavírus-járvány újabb hullámainak visszaszorítására hozott intézkedések az ipari termelést jellemzően kevésbé vetették vissza, mint a tavaszi hónapokban, ezért a negyedik negyedévben a várakozásokhoz képest kedvezőbb gazdasági kibocsátást regisztráltak. Az átoltottság alacsony szintje és a harmadik hullám felfutása miatt a járványügyi korlátozások továbbra is fennállnak, néhol szigorodnak, így a nemzetközi turizmus és a szolgáltatások kilátásait érdemi bizonytalanság övezi. A globális légiforgalom továbbra is jelentősen a korábbi szint alatt alakul, az ipari termelői láncokban pedig újabb szakadások keletkeztek 2021 elején. A globális infláció az elmúlt hónapokban nem változott jelentős mértékben. A fejlett gazdaságok többségében az inflációs ráta továbbra is elmarad a jegybanki céloktól. A régiós országokat tekintve Lengyelországban érdemben a jegybanki cél fölött, míg Romániában és Csehországban a cél közelében alakult a fogyasztóiár-index. 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, valamint az eszközvásárlási és hitelprogramjainak paramétereit. A régiót tekintve a cseh és a lengyel jegybank nem módosított az irányadó rátán, míg a román jegybank további kamatcsökkentést hajtott végre. A lengyel jegybank tavaly év végén devizapiaci intervenciót hajtott végre és jelezte, hogy a piaci kondíciók függvényében, szükség esetén újabb intervencióra kerülhet sor.

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



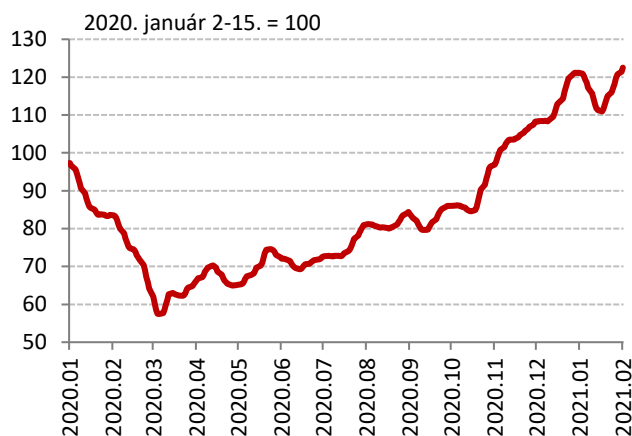
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: CPB

3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

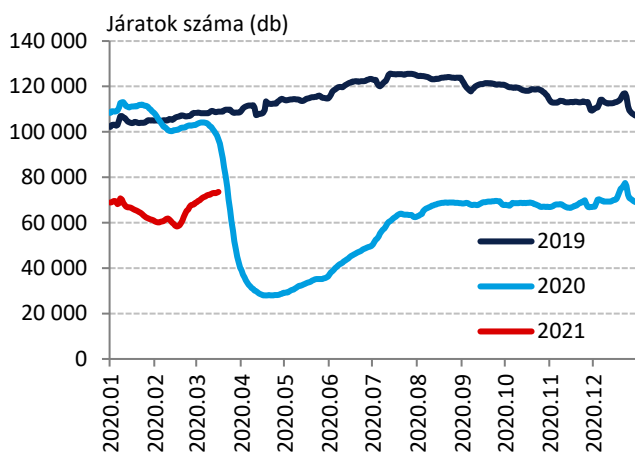
A gazdasági teljesítmény alakulását az elmúlt időszakban is a koronavírus-járvány és az annak megfékezésére hozott intézkedések határozták meg. A járvány újabb hullámai az ipari termelést jellemzően kevésbé vetették vissza, a szolgáltató szektor viszont továbbra is jelentősen kitett a járványügyi korlátozásoknak. A világkereskedelem és a világ ipari termelése már meghaladja a 2020. januári szintet, a március-áprilisi mélypontot követően 2020 év végéig folyamatosan emelkedett mindkét indikátor (3-1. ábra). A globális szállítmányozást mérő Dow Jones tőzsdeindex többéves csúcson alakult az év végén. 2021 elején azonban átmenetileg csökkent a mutató, feltehetően a globális chiphiány (lásd 1-4. keretes írás) és a tengeri szállítmányozás számára elengedhetetlen konténereket érintő logisztikai nehézségek hatására (3-2. ábra). Az index februárban már korrigált, ami a probléma átmeneti jellegét támasztja alá. Jelentős bizonytalanság övezi ugyanakkor a nemzetközi turizmus jövőbeni teljesítményét, amely 2020. augusztus közepe óta lényegében stagnál. A napi kereskedelmi célú repülőjáratok száma a 2020 elejét jellemző 110 ezerről az első hullám legkritikusabb időszaka alatt 30 ezerre csökkent. A mélypontot követően 2020 augusztusára a járatok száma fokozatosan 65-70 ezer köré emelkedett és megközelítőleg ezen a szinten stagnált az év hátralévő részében, majd körülbelül hat hét enyhe csökkenés után 2021. február végén emelkedés indult meg (3-3. ábra). Előretekintve a szükséges átoltottsági szint

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



Megjegyzés: 7 napos mozgóátlag. Forrás: S&P Global

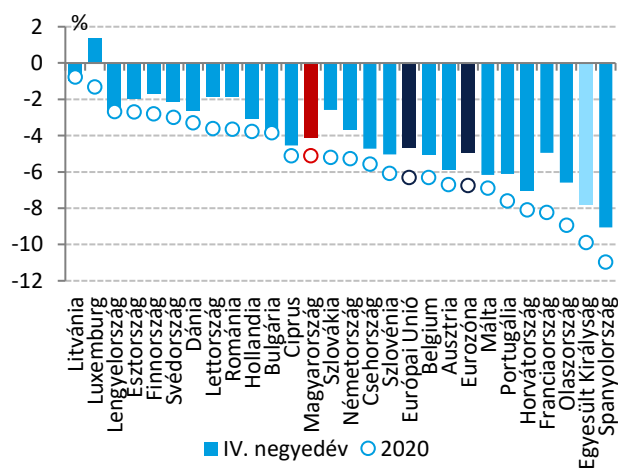
3-3. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása



Megjegyzés: Index 7 napos mozgóátlag alapján.

Forrás: Flightradar24

3-4. ábra: A GDP változása éves összevetésben



Megjegyzés: Szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján.

Forrás: Eurostat

eléréséig az iparág globális kilátásai bizonytalanok maradhatnak.

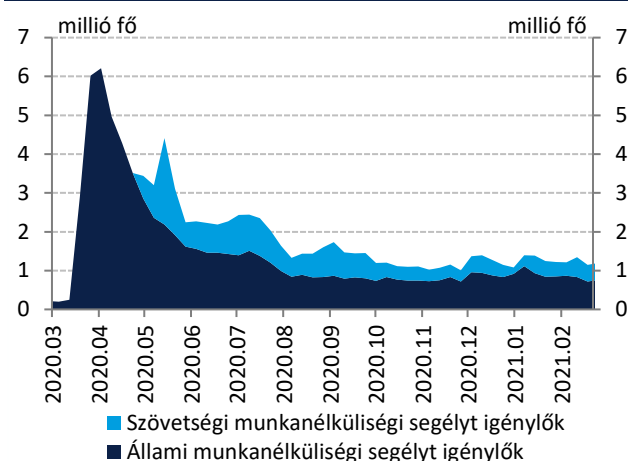
Az európai országok gazdasági teljesítményének alakulása eltérően alakult 2020 során. Az eurozóna gazdasági teljesítménye a negyedik negyedévben 4,9 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az előző negyedévhez képest 0,7 százalékos mérséklődést regisztráltak a japánszezonálisan és munkanaphatással igazított adatok szerint. 2020-ban összességében 6,8 százalékkal zsugorodott az eurozóna gazdasága. Azok az országok, ahol a turizmus súlya a nemzeti összterméken belül nagyobb, jellemzően nagyobb visszaesést tapasztaltak (például: Ausztria, Horvátország, Spanyolország, Portugália, Olaszország). Az európai rangsor élén főként a balti és az északi országok állnak. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága a negyedik negyedévben 3,6 százalékkal maradt el az egy évvel korábbi szintjétől, 2020-ban összességében pedig 5,3 százalékkal zsugorodott (3-4. ábra).

A közép-kelet-európai régiós országok 2020-ban az európai növekedési rangsor első felében végeztek, jellemzően az EU-nál és az eurozónánál jobban teljesítettek. A régióban Románia (-3,7 százalék) és Bulgária (-3,8 százalék) mutatta a legkisebb kontrakciót, és Horvátországban regisztrálták a legnagyobb visszaesést (-8,1 százalék) szezonálisan igazított adatok alapján. Hazánk a régiós versenyben a harmadik helyet foglalja el (-5,1 százalék).

Az Egyesült Államok 3,5 százalékos visszaesést regisztrált 2020-ban. A gazdaság teljesítménye 2,4 százalékkal maradt el 2019 azonos időszakától a tavalyi utolsó negyedévben. A negyedik negyedévben az előző időszakhoz képest növekedni tudott a gazdaság, amit legnagyobb mértékben a beruházások (azon belül a gépberuházások) támogattak. A lakossági fogyasztás szintén pozitívan befolyásolta a teljesítményt, ugyanakkor a nettó export negatívan alakult. A gazdasági helyreállítás lassú ütemben folytatódott, a járvány újabb hullámai során nem tapasztalható olyan mértékű alkalmazkodás a munkaerőpiacon, mint az elsőnél (3-5. ábra).

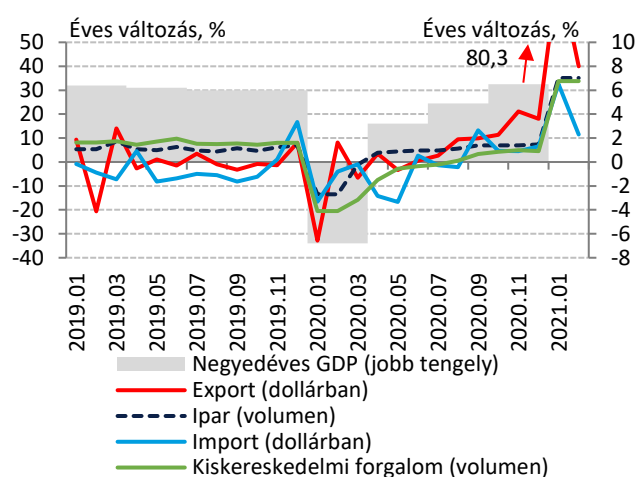
A kínai gazdaság a negyedik negyedévben jelentős ütemben, 6,5 százalékkal, 2020-ban összességében pedig 2,3 százalékkal bővült és mindössze 2020 első negyedévében regisztráltak visszaesést. A termelési indikátorok az év végéig fokozatos emelkedést mutattak (3-6. ábra). Ugyanakkor a járványhelyzet globális elhúzódnása a kínai felvevőpiacokon továbbra is alacsonyabb kereslettel párosulhat.

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



Forrás: Fred

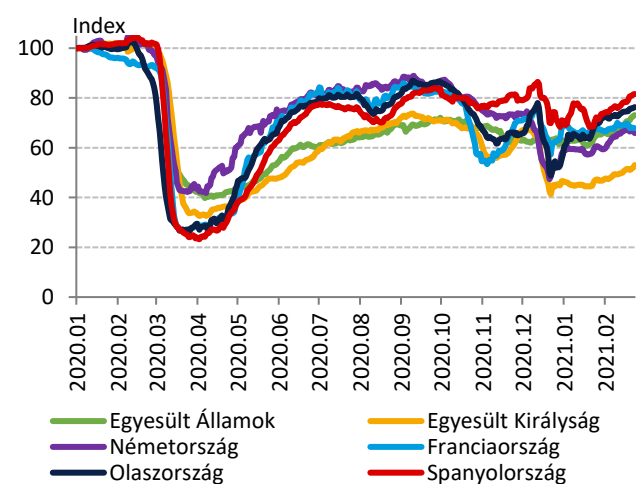
3-6. ábra: Kína egyes makroindikátorainak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: Kínai Statisztikai Hivatal, Trading Economics

3-7. ábra: A Bloomberg valós idejű aktivitási indikátorainak alakulása



Forrás: Bloomberg Intelligence

2020 negyedik negyedében külpiacaink növekedése összességében várakozások felett alakult, azonban az aktivitás továbbra is elmarad a 2019. negyedik negyedévi szinttől (3-7. ábra). A kilábalási pályákat a kívánt átoltottsági szint elérésének időpontja alapvetően meghatározza, azonban az európai uniós országok átoltottsága továbbra is alacsony. Külpiacaink megtakarítási rátája jelentősen emelkedett 2020-ban, ami előretekintve jelentős növekedési tartalékot jelent.

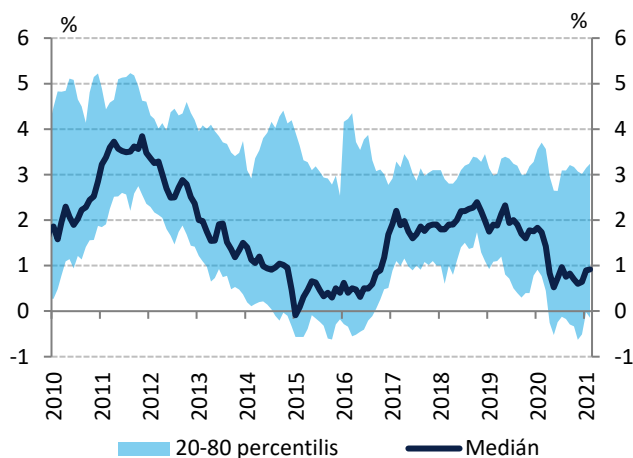
3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

A globális infláció az elmúlt hónapokban nem változott jelentősen (3-8. ábra). A fejlett gazdaságok többségében az inflációs ráta a negyedik negyedévben elmaradt a jegybanki céloktól. Az eurozónában és Japánban negatív tartományba süllyedt a fogyasztóiár-index, az Egyesült Királyságban, Svédországban, Kanadában, Ausztráliában és Kínában 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 (3-9. ábra).

A Federal Reserve döntéshozói márciusi kamatdöntő ülésükön, egyhangú döntéssel, változatlanul hagyták az irányadó ráta célsávját, 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 7639 milliárd dollár körüli szintre (a GDP 36 százalékára) emelkedett az elmúlt hónapokban (részletesen lásd 3-1. keretes írás). A döntéshozók véleménye szerint az amerikai foglalkoztatás helyzete javult, azonban a gazdaság teljesítménye továbbra is a vírus terjedésétől és az arra adott kormányzati reakcióktól függ. 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 egy ideig 2 százalék felett. Az elmúlt időszakban emelkedtek az inflációs várakozások az Egyesült Államokban. Jerome Powell februári kongresszusi meghallgatásán, a felmerülő kérdésekre válaszul elmondta, hogy az infláció átmeneti emelkedését várják a tavaszi hónapok során, azonban az inflációs dinamika tartós megváltozásával nem számol a jegybank.

A japán jegybank döntéshozói januári kamatdöntő ülésükön nem módosították a kamatkondíciókat. A 2020

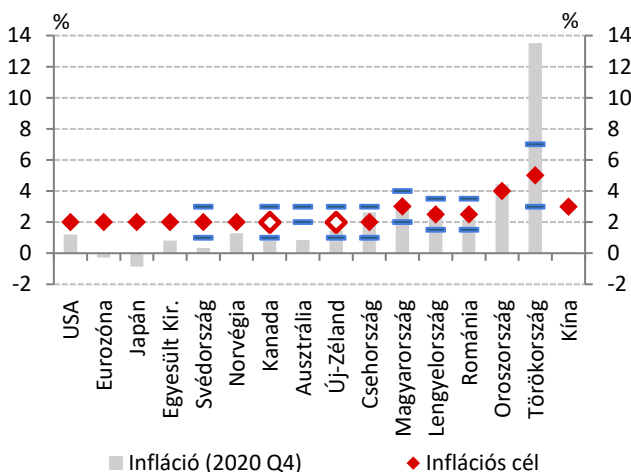
3-8. ábra: Globális inflációs folyamatok



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

Forrás: OECD

3-9. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



Megjegyzés: A két vonal 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

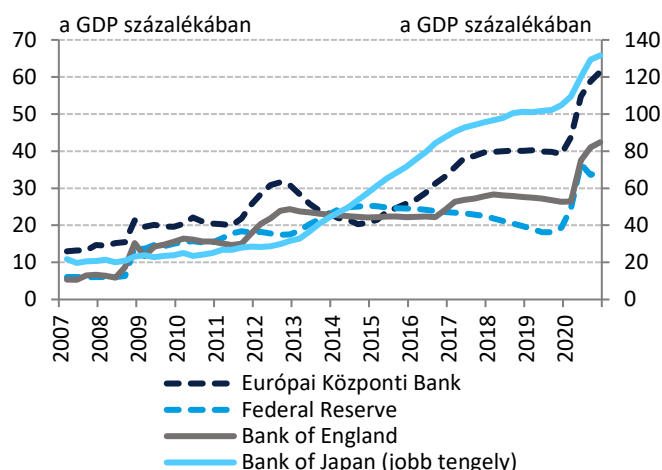
áprilisában indított hitelösztönző programot és az eszközvásárlási programot 6 hónappal meghosszabbította a jegybank. A jegybank mérlegfőösszege a GDP 133 százalékára emelkedett (3-10. ábra). Az előretekintő iránymutatás nem változott, a jegybank szorosan nyomon követi a koronavírus járvány hatását és a már meghozott lépéseken túl kész újabb lazító lépéseket eszközölni, ha szükséges. 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 elmaradhat az inflációs céltól, 2021 és 2022 során is 1,0 százalék alatt alakulhat. A jegybank keretrendszer felülvizsgálatot jelentett be, melynek keretében áttekinti, hogy milyen további lépésekkel tud lazítani a monetáris kondíciókon.

A Bank of England döntéshozói márciusi kamatdöntő ülésükön változatlanul hagyták a monetáris kondíciókat. A jegybank közleménye szerint az állampapír-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. A jegybanki műveletek eredményeképpen a Bank of England mérlegfőösszege a GDP 43 százalékára nőtt. Az éves infláció a novemberi 0,3 százalékról januárra 0,7 százalékra emelkedett, ami azonban továbbra is elmarad a 2 százalékos jegybanki céltól. A jegybank előrejelzése szerint 2021-ben az infláció 2 százalékon, az inflációs cél szintje körül alakulhat. 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.

A kínai jegybank nem változtatott a banki hitelek árazásában irányadó benchmark hitelkamatláb (loan prime rate, LPR) szintjén. Az egyéves LPR így április 20-a óta 3,85 százalék, az ötéves LPR pedig 4,65 százalék. Az infláció a decemberi 0,2 százalékról februárban ismét negatív tartományba, -0,2 százalékra csökkent. A jegybank jelezte, hogy a monetáris politika a jövőben is támogatni fogja a gazdaságot, ugyanakkor továbbra is szem előtt tartják a makrogazdasági és pénzügyi kockázatokat.

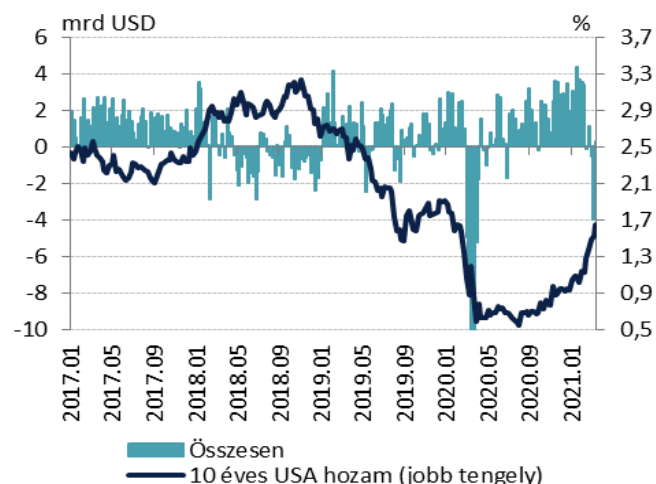
A koronavírus elleni vakcinákkal kapcsolatos kedvező hírek hatására folytatódott a pénzpiaci hangulat javulása, amelyet januárban az amerikai szenátus összetétele körüli bizonytalanság megszűnése is támogatott. Bár január és február végén is átmenetileg nőtt a kockázatkerülés, amelyet az amerikai fiskális stimulussal kapcsolatos bizonytalanság, illetve a megugró fejlett piaci hozamok

3-10. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



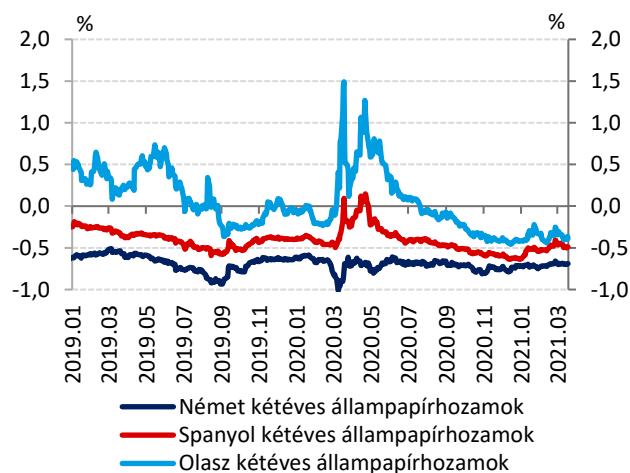
Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

3-11. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása



Forrás: EPFR, Bloomberg

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



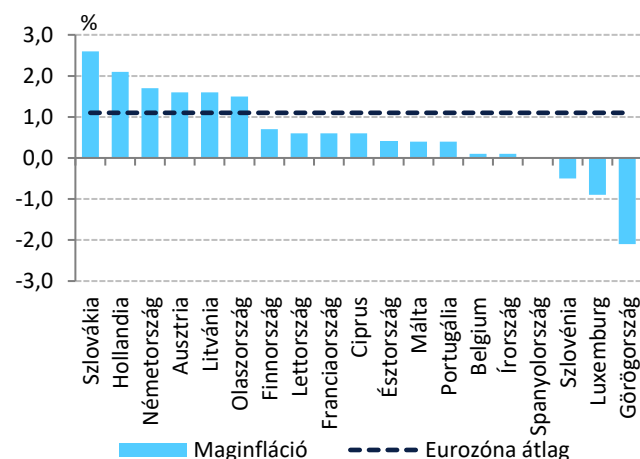
Forrás: Bloomberg

okozhattak. Decemberben fokozódtak a koronavírus elleni vakcinafejlesztésekkel kapcsolatos kedvező várakozások, amelynek következtében január elejéig javult a hangulat a pénzpiacokon. Január elején átmenetileg emelkedett a volatilitás a piacokon, amely a koronavírussal kapcsolatos negatív hírekhez, és az amerikai szenátus végső összetételével kapcsolatos bizonytalanságokhoz volt köthető. Ezt követően előbb mérséklődött, majd január végén átmenetileg ismét nőtt a kockázatkerülés az amerikai fiskális stimulus méretével és ütemezésével kapcsolatos bizonytalanság miatt. Február elején a kockázatkerülés csökkent, majd a korlátozó intézkedések enyhítése körüli bizonytalanság és a fejlett piaci hozamemelkedések hatására átmenetileg újra emelkedett, de összességében javult a hangulat a pénzpiacokon (3-11. ábra). A fejlett és a feltörekvő részvényindexek is többségében emelkedtek, a vezető amerikai és európai tőzszeindexek mintegy 6-11 százalékkal, így újabb historikus csúcsokra kerültek. A dollár a fejlett és a feltörekvő devizákkal, köztük a szűk régió devizáival szemben is többségében erősödött, így az euróhoz és a japán jenhez képest rendre 1,9 és 4,5 százalékkal felértékelődött. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok ugyanakkor jelentősen emelkedtek, az amerikai 80, a német 34, a japán pedig 10 bázisponttal került magasabbra (3-12. ábra). A feltörekvő piaci kötvényhozamok többségében szintén emelkedtek, köztük jellemzően a régió hosszú hozamai is.

Bár továbbra is tartósan laza monetáris politikát vár a piac a fejlett jegybankoktól, kissé korábbra tolódott az első kamatemelés várt időpontja. A piaci árazások alapján a Fed két év múlva kezdheti emelni kamatszintjét, ami a decemberi közepi várakozásoknál enyhén előrébb tolódott. Az EKB jelenlegi kamatkondíciói a piaci árazások alapján 2024 első negyedévéig változatlanok maradnak, így a piaci szereplők ebben az esetben is kissé korábbra árazzák az első kamatemelés lehetőségét a december közepi várakozáshoz képest.

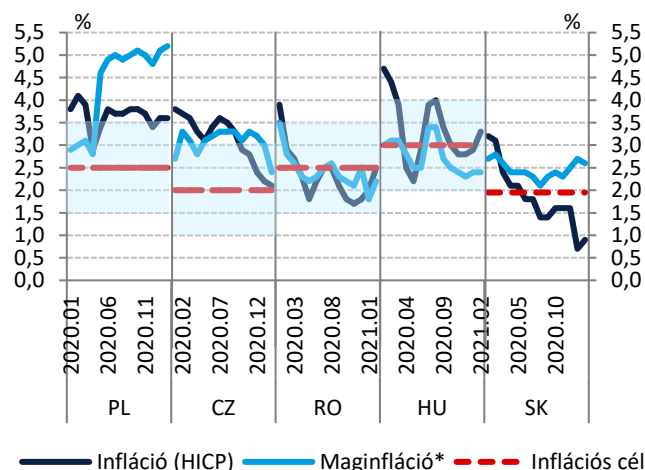
Az euroövezetben ismét pozitív tartományban tartózkodik az infláció. A 2020 második felére jellemző deflációt követően januárban és februárban 0,9 százalékra emelkedett az infláció éves üteme az övezet egészét tekintve. Februárban az inflációs ráta az összes euroövezeti tagállamban a 2 százalékos jegybanki cél alatt alakult, hat ország esetében pedig negatív tartományba süllyedt. A maginfláció az októberben tapasztalt 0,2 százalékos szinten maradt 2020 végéig, majd februárban 1,1 százalékra emelkedett (3-13. ábra). Tagállami szinten vizsgálva februárban vegyesen alakult a maginfláció, Görögországban, Luxemburgban és Szlovéniában negatív

3-13. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2021. február)



Forrás: Eurostat

3-14. 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

tartományban tartózkodott, míg Szlovákiában és Hollandiában az övezeti átlag kétszeresét megközelítő szintre emelkedett.

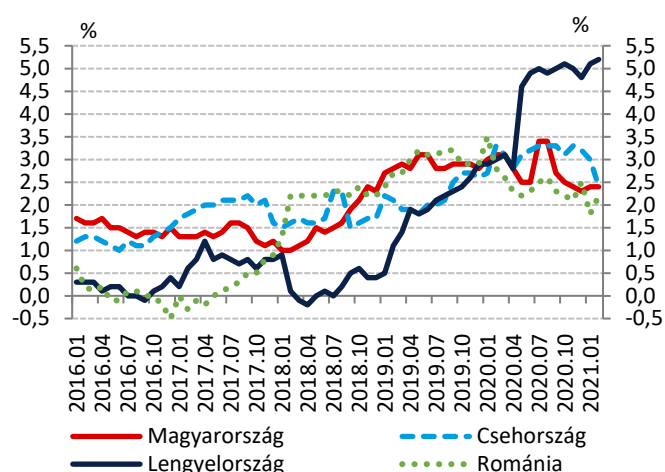
Az EKB Kormányzótanácsa márciusban változatlanul hagyta az irányadó rátákat és az eszközvásárlási programjának paramétereit. Az EKB folytatja a koronavírus miatt bevezetett eszközvásárlási programjának (PEPP) vásárlásait. A vásárlások továbbra is rugalmas módon történnek és legalább 2022 márciusáig vagy mindaddig folytatódnak, míg a koronavírus negatív hatásai jelen vannak. A PEPP keretében vásárolt lejárató értékpapírok legalább 2023 végéig újrabefektetésre kerülnek. A jegybank mérlegfőösszege február végére 7102 milliárd euróra (a GDP 62 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 EKB a következő negyedévben az év első hónapjaihoz képest szignifikánsan magasabb ütemben fogja folytatni a PEPP vásárlásokat.

2020 végén és 2021 elején a régiós országokban eltérően alakultak a fogyasztói árak (3-14. ábra). Lengyelországban decemberben 3,4 százalékra mérséklődött az inflációs ráta, majd februárban 3,6 százalékon alakult, mintegy 1,1 százalékponttal meghaladva az inflációs célértéket. Csehországban a novemberi 2,8 százalékról februárra 2,1 százalékra mérséklődött a fogyasztói árak emelkedésének üteme. Romániában az inflációs ráta november óta növekvő pályára állt: januárban 2,0 százalékra, majd februárban 2,5 százalékra emelkedett. A maginfláció Csehországban mérséklődött, Romániában emelkedett, míg Lengyelországban az elmúlt hónapokban megfigyelt szintek körül alakult (3-15. ábra).

A cseh jegybank döntéshozói decemberi és februári kamatdöntő ülésükön 0,25 százalékon tartották az irányadó rátát. A jegybank várakozásai szerint a fogyasztóiár-index mérséklődése tovább folytatódhat, és 2021 végére megközelítheti a 2 százalékos célt. A jegybank megerősítette korábbi jelzését, miszerint 2021 során fokozatosan emelkedhet az alapkamat.

A lengyel jegybank márciusi kamatdöntő ülésén nem változtatott a 0,1 százalékos irányadó rátán, emellett az egy napos 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, valamint kiemeli, hogy ha szükséges, újabb intervenciót hajthat végre a devizapiacra.

3-15. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban



Forrás: Eurostat

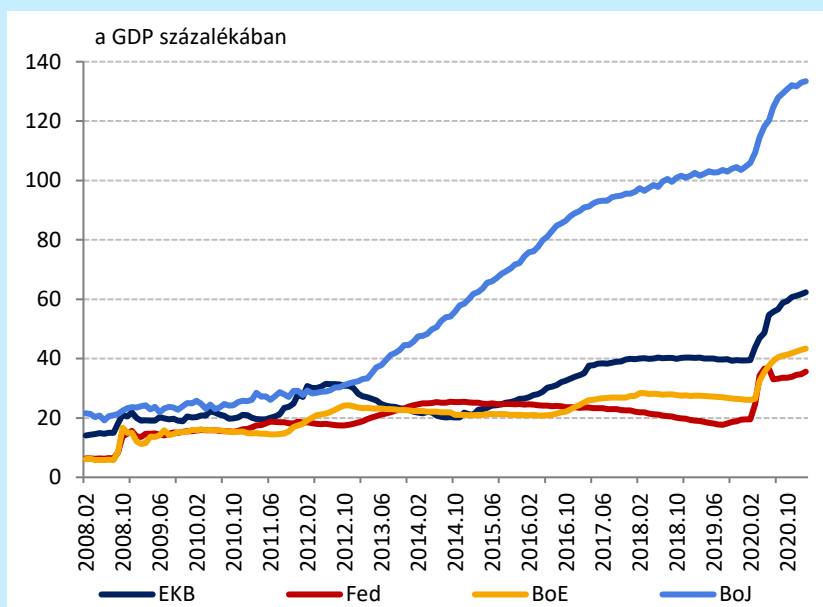
A 2020-as visszaesést követően, a jegybank a gazdaság élénkülésével számol 2021-ben, de megítélése szerint a kilátásokat még jelentős bizonytalanságok övezik a vírus miatt.

A román jegybank döntéshozói az elmúlt időszakban 25 bázisponttal 1,25 százalékra csökkentették az irányadó rátát. A jegybank döntéshozói emellett a kamatfolyosó felső szélét jelentő hitelkamatot 2 százalékról 1,75 százalékra mérsékeltek, a kamatfolyosó alján lévő betéti kamatlábat pedig 1 százalékról 0,75 százalékra csökkentették. A külföldi devizában és a lejben denominált kötelezettségekre vonatkozó kötelező tartalékráta 5 százalékos szintjét nem módosították a döntéshozók. A közlemény szerint bizonytalanságot jelenthetnek a fiskális- és jövedelem politikai változások, a villamosenergia piacának liberalizálása, valamint a külső környezetből és koronavírus járványból fakadó kockázatok.

3-1. keretes írás: A globálisan meghatározó jegybankok mérlegének alakulása

A koronavírus okozta gazdasági válság hatására a globálisan meghatározó jegybankok számos támogató intézkedést vezettek be, melyek a korábbiaknál lényegesen magasabb szintre emelték a jegybankok mérlegét. A vírusválságra reagálva a jegybankok jellemzően csökkentették az irányadó rátájukat, növelték repo műveleteik volumenét, kibővítették meglévő eszközvásárlási- és hitelprogramjaikat és új programok elindításáról is döntöttek. A támogató intézkedések a jegybankmérlegekben jelentős bővülést idéztek elő, ami a vizsgált, globálisan meghatározó jegybankok (Európai Központi Bank, Federal Reserve, Bank of England, Bank of Japan) esetében GDP arányosan 16-26 százalékpontos emelkedést jelentett (3-16. ábra). 2020 elején a japán jegybank mérlegfőösszege a GDP 105 százalékát tette ki, míg a többi vizsgált jegybank esetében ez az érték 20-40 százalék között alakult. A legnagyobb mérlegbővülés a japán jegybank esetében figyelhető meg, melynél 2020. január óta közel 26 százalékponttal emelkedett a mérleg. Az EKB esetében a támogató intézkedések szintén jelentős mértékű, 21 százalékpontos mérlegbővülést eredményeztek. Az angol jegybank mérlege 17 százalékponttal emelkedett, míg a Fed esetében 16 százalékpontos növekedés volt megfigyelhető.

3-16. ábra: A jegybanki mérlegfőösszegek alakulása



Megjegyzés: A GDP arányos mérlegfőösszegek negyedéves gördülő GDP alapján kerültek meghatározásra.

Forrás: EKB, Fed, BoE, BoJ

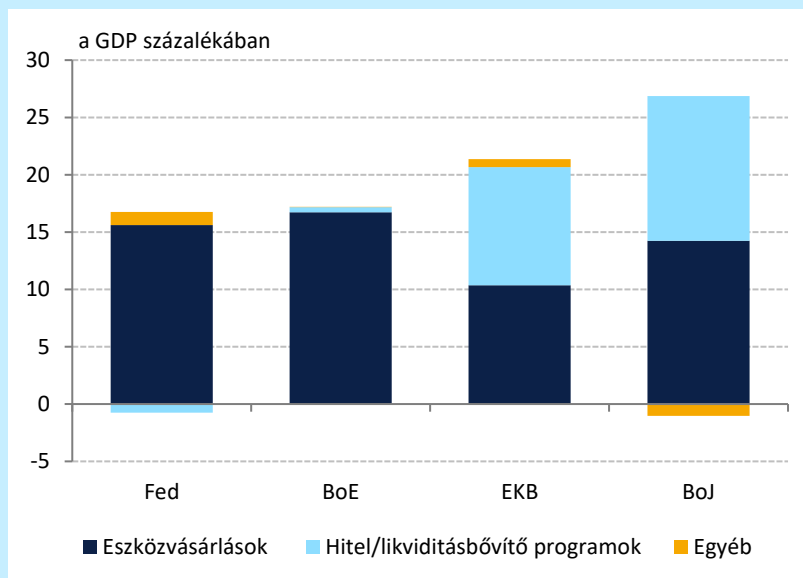
A jegybankmérlegek bővülését elsősorban a nagyvolumenű eszközvásárlási- és hitelprogramok, illetve egyéb likviditásbővítő eszközök idézték elő. A koronavírus okozta válsághelyzetre reagálva a jegybankok a monetáris eszköztáruk széles spektrumát bevetették. Elsősorban az eszközvásárlási, valamint hitel- és likviditásbővítő programok okozták a mérlegek bővülését, míg az „egyéb” tételek hatása többnyire marginális volt (3-17. ábra). A vizsgált, globálisan meghatározó jegybankok esetében ugyan az egyes programok eltérő mértékben járultak hozzá a mérlegbővüléshez, de az általánosan igaz, hogy az eszközvásárlási programok minden jegybanknál meghatározók voltak.

Az EKB és a japán jegybank esetében az eszközvásárlási programok mellett, a hitel- és likviditásbővítő programok is jelentősen hozzájárultak a mérlegbővüléshez. Az EKB 2020 márciusában 120 milliárd euróval (a GDP 1 százaléka) kibővítette a koronavírus megjelenése előtt is alkalmazott eszközvásárlási programját (APP) és új vészhelyzeti eszközvásárlási programot (PEPP) is indított, amelynek keretösszege jelenleg 1850 milliárd euro (a GDP 16 százaléka). Az EKB több likviditásnyújtó (3 hónapos LTRO) és hitelösztönző program (TLTRO III, PELTRO) indításáról és feltételeinek enyhítéséről döntött. A japán jegybank szintén bővítette eszközvásárlási programját, melynek keretében japán államkötvényeket korlátlan mennyiségben, tőzsdén kereskedett részvényalapokat (ETF) 12 ezer milliárd jen (GDP 2 százaléka), míg japán ingatlanalapokat (JREIT) 180 milliárd jen (1,5 milliárd euro) felső keretösszeggel vásárol. A japán jegybank emellett a kis- és közepes méretű vállalkozások támogatása céljából létrehozott egy új refinanszírozási

hitelprogramot is. Az EKB mérlege 2021 februárjára 7102 milliárd euróra (a GDP 62 százalékára), a japán jegybank mérlege pedig 712 ezer milliárd jenre (a GDP 133 százalékára) emelkedett.

Az angol jegybanknál elsősorban az eszközvásárlási program növelte a mérleget. Az angol jegybank a tavalyi évben 450 milliárd fonttal (a GDP 21 százaléka) bővítette meglévő eszközvásárlási programját, melynek keretében kisebb részben vállalati kötvényeket, nagyobb részben pedig állampapírokat vásárol. Emellett a jegybank 2020 tavasza óta működteti az elsősorban kis- és középvállalkozások hitelezését elősegítő TFSME programját, ami közel 70 milliárd fonttal (a GDP 3 százaléka) emelte a jegybank mérlegét. A TFSME okozta mérlegbővülést azonban ellensúlyozta a korábbi hitelprogram (TFS) kifutása, így a két hitelprogram kumulált hatásaként a hitel/likviditásbővítő programok tétel csak kismértékben emelte a jegybank mérlegét (3-17. ábra), amely 2021 február közepére elérte a 919 milliárd fontot (GDP arányosan 43 százalékot).

3-17. ábra: A GDP arányos mérlegfőösszegek változása 2020. január és 2021. január között



Forrás: EKB, Fed, BoE, BoJ

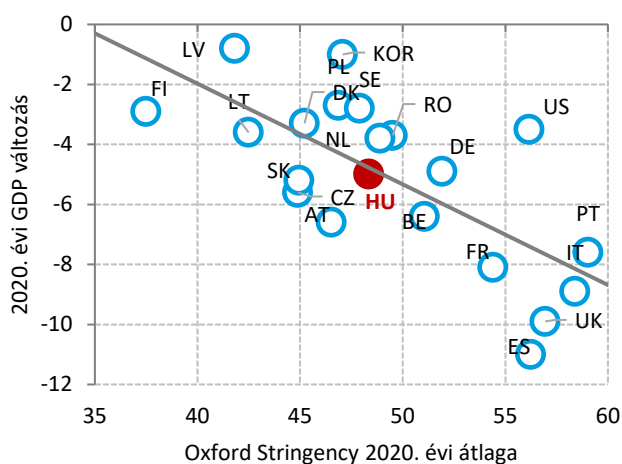
A Fed esetében szintén az eszközvásárlási program bizonyult leginkább meghatározónak. A Fed a tavalyi évben eltörölte állampapír- és jelzálogfedeztetű értékpapír vásárlási programjának felső korlátját, és további 5 új, közvetett eszközvásárlási programot is indított. A Fed emellett a hitelezés támogatása érdekében 2 közvetlen és 3 közvetett, hitelezést biztosító eszközt is bevezetett. A hitel programok mérlegnövelő hatását ellensúlyozta, hogy a jegybank 2020 márciusától fokozatosan leépítette repo műveleteit, melyeket a 2019-es repo piaci zavarokat követően intenzívebben alkalmazott. A hitel/likviditásbővítő programok (3-17. ábra) összességében kismértékben szűkítették a jegybank mérlegét. A Fed mérlege 2021 februárjában 7639 milliárd dollárra (a GDP 36 százalékára) emelkedett.

A koronavírus járvány első hulláma miatt bevezetett jegybanki intézkedések kezdetben meredek emelkedést okoztak a mérlegekben, később a támogató intézkedések fenntartása, illetve kibővítése járult hozzá a mérlegek további növekedéséhez. A monetáris politikai intézkedések egyik legmeghatározóbb elemét az eszközvásárlási programok jelentették, melyeket különböző hitel-és likviditásbővítő programok egészítettek ki. A tavaly tavasszal bevezetett jegybanki programok egy része már kivezetésre került, azonban a jegybankok továbbra is fenntartják támogató intézkedéseik többségét, melyek a jövőben a jegybankmérlegek további emelkedését eredményezhetik.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A hazai gazdaság teljesítménye 2020 negyedik negyedében 3,6 százalékkal maradt el az előző év azonos időszakában mérttől. Az év egészében a várakozásoknál enyhébb mértékű, 5,0 százalékos volt a visszaesés mértéke, amivel hazánk az európai középmezőnyben helyezkedett el. A magyar gazdaság ellenállónak bizonyult a járvány második hullámával szemben: a harmadik negyedéhez képest 1,4 százalékkal került feljebb a kibocsátás naptárhatástól szűrt és szezonálisan tisztított szintje. A gazdasági teljesítményt a feldolgozóipar helyreállása támogatta, miközben a turizmus a novemberi korlátozó intézkedéseket követően ismét visszaesett. Az építőipari teljesítmény a harmadik negyedéves stagnálás után jelentősen javult tavaly év végén. Felhasználási oldalról a negyedik negyedévben a nettó export és a beruházások nőttek az előző év azonos időszakához képest, miközben a készletváltozás és a háztartások fogyasztása negatívan járult hozzá a gazdasági teljesítményhez. A magas frekvenciájú adatok alátámasztják a gazdasági teljesítményben megfigyelhető kettősséget. A termelő ágazatok kibocsátásának helyreállása, ha lassuló ütemben is, de folytatódott, másrészt a piaci szolgáltatások járványügyi korlátozások által érintett részének kilábalása az újraindítás függvénye. A gazdasági kilábalás a koronavírus-járvány harmadik hullámának megjelenésével lelassult, a járvány megfékezésére bevezetett újabb korlátozó intézkedések eltérő mértékben érintik a különböző ágazatokat.

3-18. ábra: A 2020. évi GDP változása és a járványügyi korlátozó intézkedések mértéke



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

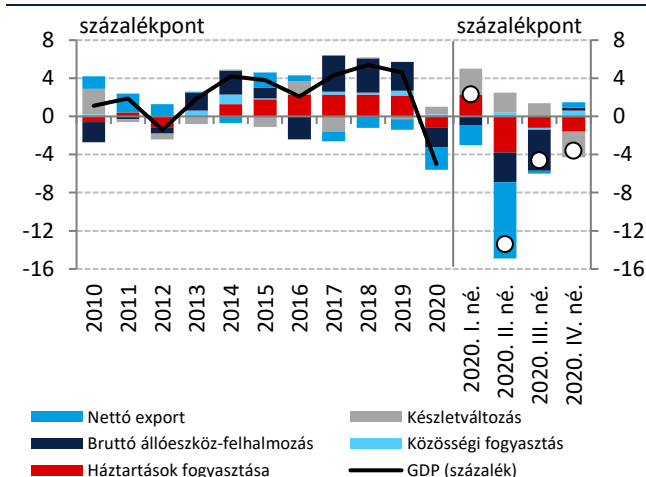
Forrás: Oxford University, Eurostat

2020 negyedik negyedében a bruttó hazai termék 3,6 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, míg szezonálisan igazítva az előző negyedéhez képest 1,4 százalékkal nőtt a GDP. A magyar gazdaság a járvány második hullámában ellenállónak bizonyult. A gazdasági teljesítmény annak ellenére nőtt negyedéves alapon, hogy november közepén újabb korlátozó intézkedéseket vezettek be. A korrekciót a nagyszúlyú járműipari ágazat támogatta, viszont a turizmus, vendéglátás és a szállítás, raktározás ágazat még nem mutatta a kilábalás jeleit.

A hazai gazdasági teljesítmény kisebb mértékben csökkent az eurozóna (-4,9 százalék) és az Európai Unió (-4,6 százalék) átlagánál, így 2020 negyedik negyedében is folytatódott a reálgazdasági konvergencia. A koronavírus-járvány eltérő ütemben kényszerítette korlátozások alkalmazására az európai országokat. Az év egészét tekintve hazánkban a meghozott korlátozó intézkedésekkel arányosan esett vissza a kibocsátás (3-18. ábra).

Felhasználási oldalról a gazdaság tavalyitól elmaradó teljesítményéhez leginkább a háztartások fogyasztása és a készletváltozás járult hozzá, míg a nettó export és a beruházások tompították a visszaesést 2020 negyedik negyedében. A beruházások emelkedése a lakossági és az állami szektornak volt köszönhető, a vállalati szektor fejlesztései ugyanakkor visszaestek éves alapon. A készletváltozás hatása – miután az első három negyedév gazdasági teljesítményéhez rendre pozitívan járult hozzá – a negyedik negyedévben érdemben negatívan alakult. A nettó export növekedésében jelentős szerepe volt az árukereskedelem jelentős javulásának, ugyanakkor a szolgáltatás-külkereskedelem egyenlege továbbra is negatív maradt (3-19. ábra).

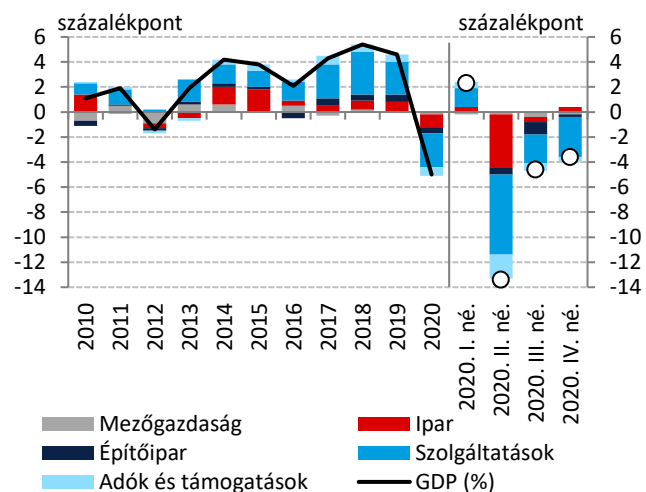
3-19. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



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

Forrás: KSH

3-20. ábra: A GDP-változás termelési oldali felbontása



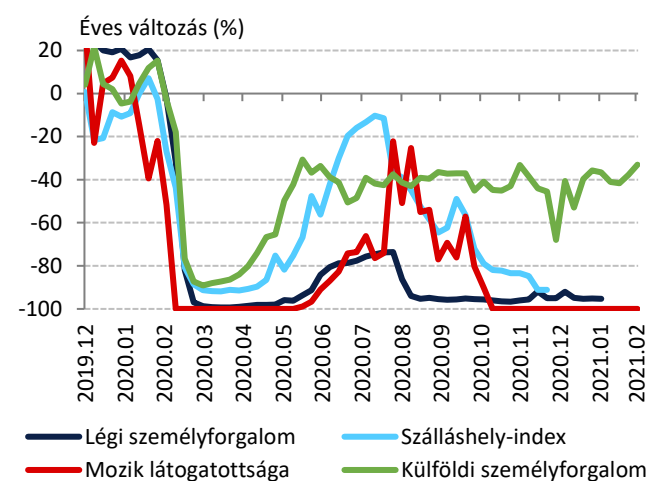
Forrás: KSH

A háztartások fogyasztási kiadásai európai összevetésben csak kis mértékben csökkentek. A fogyasztás relatíve kedvező teljesítményét támogatta, hogy a munkaerőpiaci alkalmazkodás a 2009-es gazdasági világválsággal összevetve enyhébb volt, amihez a hitelpiacok működőképességének fennmaradása, a hiteltörlesztési moratórium, illetve a kormányzati munkahelyvédelmi intézkedések (bértámogatások) is hozzájárultak.

Az ismételten bevezetett korlátozások ellenére a lakáshitelezés élénkülést mutatott a negyedik negyedév során. 2020 negyedik negyedévében a pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 282 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredményeként, mellyel éves szinten 14,2 százalékos növekedés valósult meg. Az állomány bővülését a fizetési moratórium miatt lecsökkent amortizáció, valamint a babaváró hitelkibocsátás továbbra is magas volumene támogatta érdemben. A negyedév során 146 milliárd forint értékben kötöttek a fiatal házaspárok babaváró hitelszerződést, mellyel a termék már a hitelintézeti szektor háztartási hitelállományának mintegy 13 százalékát adja. A személyi hitelek piaca továbbra is jelentősen elmarad a járvány előtti méretétől, míg a lakáshitelpiac új kibocsátása a negyedik negyedévben 1 százalékkal haladta meg a 2019-es év azonos időszaki értékét. A lakáspiac normalizálódásával összhangban, a Hitelezési felmérés alapján 2020 negyedik negyedévében a lakáshitelek iránti kereslet enyhe élénkülése volt megfigyelhető, míg a következő fél évben a bankok nettó értelemben vett 54 százaléka további erősödést vár, feltehetően részben a 2021-ben elindult új lakáspiacot érintő támogatások (pl.: lakásfelújítási támogatás és kölcsön, új lakások öt százalékos áfatartalma, CSOK-hoz kötődő áfakedvezmény) miatt. A fogyasztási hitelek iránti keresletben összességében nem érzékeltek változást a válaszadó intézmények, azonban a következő 6 hónapra előretekintve a bankok nettó 27 százaléka már élénkülést vár. A háztartási hitelezés bővülés a januári adatok alapján visszafogottan alakult, az előző év azonos időszakától 30 százalékkal elmaradva 37 milliárd forintot ért el.

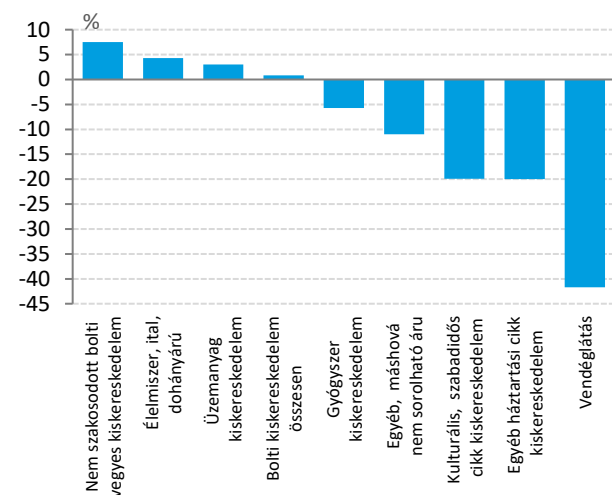
Termelési oldalon a szállítás, raktározás és a szálláshelyszolgáltatás, vendéglátás ágazatok teljesítettek gyengén, míg a visszaesést legnagyobb mértékben az ipar, valamint egyes szolgáltató ágazatok (információ, kommunikáció; pénzügyi szolgáltatások) növekedése mérsékelte (3-20. ábra). A járvány első hullámában nagy visszaesést elszenvedő ipar a harmadik negyedévi visszapattanás után a negyedik negyedévben is meghaladta az egy évvel korábbi teljesítményét. A turizmushoz köthető szálláshelyszolgáltatás és vendéglátás helyreállása megszakadt a novemberben életbe lépett korlátozó intézkedések

3-21. ábra: A turisztikai kereslet alakulása



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

3-22. ábra: A bolti kiskereskedelem és vendéglátás forgalmváltozása, január 29- február 26



Megjegyzés: Az előző év azonos időszakához képest.

Forrás: KSH

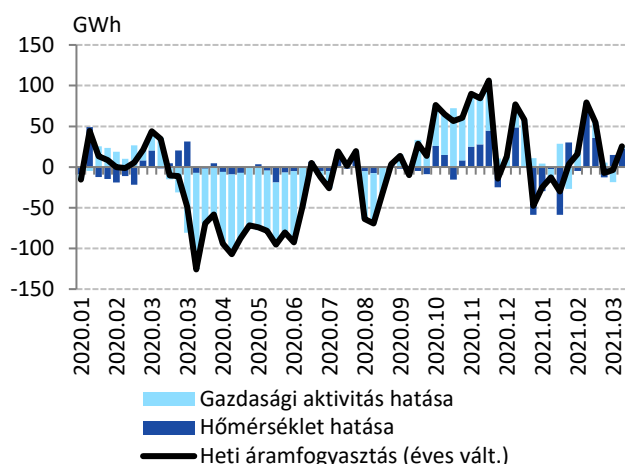
hatására. Az építőipari teljesítmény ugyanakkor javulni kezdett, a harmadik negyedévhez képest jelentősen növekedett. A szállítás, raktározás ágazatban a tavaszi visszaesés óta továbbra sem indult meg a helyreállítás. Az információ és kommunikáció szektor változatlanul folytatta az előző negyedévek jellemző dinamikus bővülését (+6,3 százalék).

A turisztikai ágazatnak és a szórakoztató iparnak a harmadik negyedévben megfigyelt részleges korrekcióját követően, a novemberben bevezetett korlátozó intézkedések hatására, ismételt visszaesését figyelhettük meg (3-21. ábra). A vendégéjszakák száma decemberben ismét az áprilisi mélypont közelében alakult, 92,4 százalékkal mérséklődött a forgalom volumene éves bázison. A negyedik negyedév egészét tekintve 80 százalékkal elmaradt a forgalom az egy évvel korábbi szintjétől. 2020 év végéhez hasonlóan, januárban is 90 százalékos visszaesést láthattunk a vendégéjszakák számában a tavalyi szinthez képest. A szálláshelyek belföldi eredetű kereslete januárban tavalyi forgalmának 14 százalékát érte el, a külföldi vendégéjszakák száma pedig tavalyi forgalmának 6 százalékára mérséklődött. A hazai turisztikai kereslet a korlátozó intézkedések oldódásával a harmadik 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 októberben még a tavalyi szint 27 százalékát elérte, majd a novemberben bevezetett korlátozó intézkedések megtiltották a mozik üzemelését, így az utolsó negyedév jelentős részében bevétel nélkül maradt az ágazat. A budapesti repülőtér forgalmi statisztikái alapján a nyári korrekciót követően, a szeptemberben bevezetett határzár következtében a negyedik negyedévben a tavalyi szint 4-6 százalékát érte el a nemzetközi utasszám, a 2021-es évből beérkezett januári adatokban egyelőre nem látszik jele a forgalom visszaépülésének. A közúton érkező külföldi eredetű személyforgalom a tavalyi szint 50-60 százalékán tartózkodott a második félév egészében, a korlátozó intézkedések novemberi bevezetése nem jelentett lényegi változást.

A harmadik hullám megjelenésével, a szigorított korlátozó intézkedések következtében a turisztikai kereslet kilábalása még a korábban vártnál is lassabb lehet.

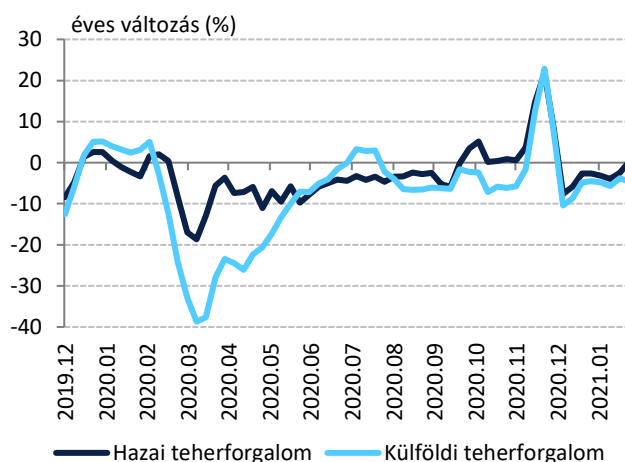
A novemberi lezárások óta továbbra is enyhén elmarad a kiskereskedelmi forgalom a tavalyi szintjétől. Augusztus óta ismét negatív dinamikát figyelhetünk meg a tartós termékek forgalmában, december óta pedig a nem-tartós

3-23. ábra: Heti áramfogyasztás éves változása



Forrás: ENTSO-E alapján MNB becslés

3-24. ábra: Közúti teherforgalom változása



Forrás: NÚSZ Zrt. Üzleti Intelligencia, MNB-számítás

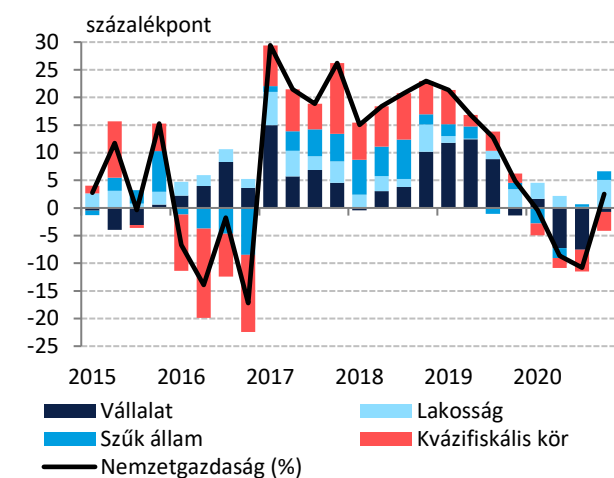
terméértékesítések is mérséklődtek éves bázison. A csomagküldő és internetes kiskereskedelmi forgalom dinamikája az őszi lezárásokkal párhuzamosan ismét emelkedett, a negyedik negyedévben 39 százalékkal emelkedett az üzlet típus forgalma. Az év utolsó hónapjaiban – a járvány második hullámának következtében – a kiskereskedelmi forgalom tavaszi időszakhoz hasonló ártrendeződését figyelhattuk meg, melyben nagyobb hangsúlyt kapott az online tér (részletesen lásd 3-2. keretes írás). Januárban a kiskereskedelmi forgalom volumene 2,6 százalékkal csökkent 2020 azonos időszakához képest. A gépjármű és járműalkatrész forgalom továbbra is jelentősen elmarad tavalyi forgalmától (januárban -25,5 százalék), valamint a vendéglátás forgalmában is látszik a koronavírus-járvány újabb hullámának hatása (január 29 és február 26 között -41,7 százalék) (3-22. ábra).

A negyedik negyedévben is folytatódott az ipari termelés korrekciója, a kibocsátás a negyedik negyedévben 2,9 százalékkal meghaladta az egy évvel korábbi szintjét. Az ipari teljesítmény javulása Európa-szerte jellemzően a külföldre termelő ágazatok korrekciójának köszönhető. Augusztustól már a nagy súlyú járműgyártás is támogatta a kilábalást, decemberben 13,8 százalékkal haladta meg az ágazat termelése az egy évvel korábbi szintet. A hazai exportértékesítések szeptember óta a tavalyi szintek felett tartózkodtak, decemberben 9,4 százalékkal meghaladták tavalyi szintjüket. Az exportrendelések is korrigáltak az őszi hónapokban, viszont decemberben ismét csökkenést figyelhattunk meg éves bázison.

Az energiafelhasználási adatok alapján a járvány első hullámához hasonlóan, a második hullám alatt sem sérültek az ipari kapacitások, az energiafelhasználás szeptember vége óta jellemzően meghaladta a tavalyi szintet (3-23. ábra). 2021 elején az félvezető piacán kialakult globális hiány számos hazai autógyártó szerepelőt is érintett, akik a termelésük korlátozására kényszerültek (részletesen lásd 1-3. keretes írás). A beszállítói láncokban tapasztalt sűrűlődések ellenére február eleji felmérés alapján a legnagyobb exportáló vállalatok a kapacitáskihasználtság emelkedésére számítanak az elkövetkező hónapokban.

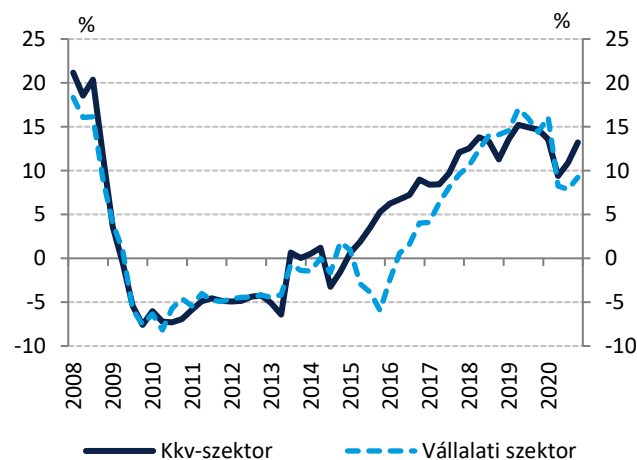
A közúti teherforgalom volumene a hazai ipari teljesítmény mellett a logisztika (szállítmányozás, raktározás) alakulásáról adhat képet, mely az ágazatok elhúzódnak helyreállításáról tanúskodik (3-24. ábra). A járvány hatására jelentősen visszaeső külföldi eredetű teherforgalom decemberben átmenetileg korrigált, ugyanakkor januárban ismét a tavalyitól elmaradó aktivitást figyelhetünk meg a szállítványozásban. A hazai közúti teherforgalomban is hasonló tendenciákat láthattunk az utóbbi időszakban.

3-25. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH

3-26. 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.

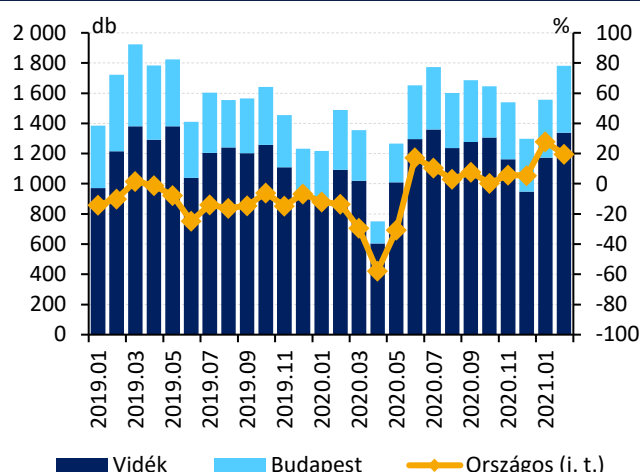
Forrás: MNB

A megelőző negyedévekkel ellentétben, a nemzetgazdasági beruházások volumene bővülni tudott a negyedik negyedévben. Az előző év azonos időszakához viszonyítva 2,5 százalékkal emelkedett a beruházási aktivitás (3-25. ábra). A bővüléséhez elsősorban a gép- és berendezésberuházások növekedése járult hozzá, de az építési beruházások is emelkedtek éves bázison. 2020 negyedik negyedévében az állam és az államhoz köthető vállalatok beruházásai felemás képet mutattak, a költségvetési szervek beruházásai számottevően bővültek, viszont az államhoz közvetetten kapcsolódó (kvázifiskális) ágazatok beruházásai mérséklődtek az előző év azonos időszakához viszonyítva, a lakosság beruházási aktivitása – az átadott új lakások érdemi emelkedésével párhuzamosan – jelentős mértékben bővült.

A vállalati hiteldinamika közel kétszámjegyű növekedést ért el a negyedik negyedévben. A vállalati hitelállomány a teljes pénzügyi közvetítőrendszer mérlegében 273 milliárd forinttal növekedett 2020 negyedik negyedévében, mellyel az éves növekedési ütem 9,3 százalékot tett ki (3-26. ábra). A vállalati hitelezésen belül a kkv hitelállomány éves növekedési üteme 13,2 százalék volt decemberben, melyet az NHP Hajrá keretében a negyedév során megkötött mintegy 660 milliárd forint értékű szerződés érdemben támogatott. 2020 negyedik negyedévében széles bázisú növekedés valósult meg, a legnagyobb állománynövekedés a kereskedelem és gépjárműjavítás és az ingatlanügyek ágazatban volt. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 34 százaléka 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 valószínűsítenek. Az üzleti célú ingatlanhitelek iránt azonban a kereslet visszaesését jelezte a bankok nettó értelemben vett 12 százaléka a negyedévben, ám előretekintve már nem várják a részpiacra a kereslet további csökkenését.

Az építőipari kibocsátás 2020 negyedik negyedévében, a harmadik negyedévi visszaesnél kisebb mértékben, 4,2 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A két főcsoport közül az épületek építése 6,0 százalékkal emelkedett, ugyanakkor az egyéb építmények továbbra is 14,7 százalékos mérséklődést mutattak. A rendelkezésre álló európai adatok alapján a hazai építőipari termelés dinamikája 2020 negyedik negyedévében az európai átlag alatt alakult. Januárban 11,0 százalékkal bővült a kibocsátás volumene éves bázison, valamint a hó végi építőipari szerződésállomány 11,5 százalékkal meghaladta az egy évvel korábbi szintjét. Az

3-27. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban



Forrás: Lakáspiaci közvetítői adatok.

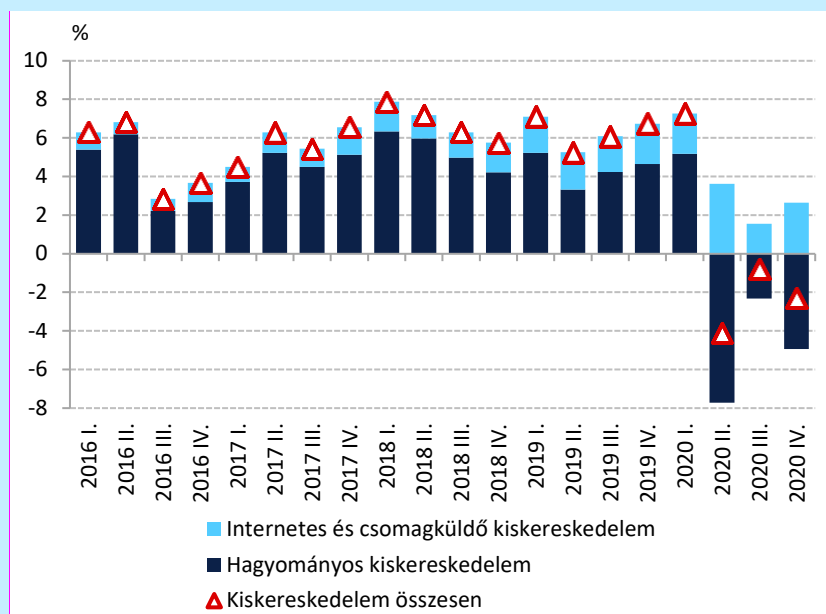
építőipari szerződésállomány csökkenő trendje a tavalyi év végén megtört, emelkedés volt megfigyelhető a szerződések volumenében, a bővülés az épületek, valamint a jellemzően államhoz köthető egyéb építmények szerződésállományát egyaránt érintette.

Az ingatlanpiaci közvetítők adatai alapján 2020 negyedik negyedévében éves alapon kismértékben emelkedett a lakáspiaci tranzakciók száma, amit 2021 első két hónapjában dinamikus tranzakciószám-emelkedés követett. 2020 negyedik negyedévében éves összevetésben a tranzakciók száma Budapesten 4,3 százalékkal, vidéken 1,4 százalékkal, országos szinten pedig 3,6 százalékkal emelkedett (3-27. ábra). Negyedéves összehasonlításban csökkent a tranzakciók száma, amely a használt lakások esetén az adásvételek számának szezonális jellegét tükrözi, az új ingatlanok esetén azonban a szokásosnál nagyobb mértékű, mintegy 17 százalékos negyedéves visszaesésben szerepet játszhatott a 2021-től érvényes otthonteremtési kedvezmények miatti kivárás is. Ezt támasztja alá, hogy 2021 első két hónapjában jelentős mértékben élénkült a lakáspiaci kereslet, ami a tranzakciók számának növekedésében is megnyilvánult. 2021 januárjában és februárjában Budapesten 16,0 százalékkal, vidéken 26,0 százalékkal, országosan pedig 23,4 százalékkal több tranzakció valósult meg, mint az előző év első két hónapjában. 2020 harmadik negyedévében országos átlagban 1,6 százalékkal emelkedtek nominálisan a hazai lakásárak az MNB lakásárindex szerint. Budapesten a második negyedévben tapasztalt mérséklődést követően 2,0 százalékkal emelkedtek a lakásárak a harmadik negyedévében. Előzetes adatok alapján a negyedik negyedévében országos átlagban és a fővárosban is folytatódott az áremelkedés. A negyedik negyedévben országosan 2,4 százalékkal, Budapesten pedig 1 százalékkal nőttek a lakásárak nominális értelemben.

3-2. keretes írás: Az online kereskedelem helyzete

A koronavírus-járvány jelentős többlet-keresletet eredményezett a magyar internetes kiskereskedelemben, mérsékelve ezzel a teljes kiskereskedelem visszaesését. A szegmens piaci részesedése a járványt megelőző időszakban is már növekvő trendet mutatott: 2018-ban megközelítőleg 5, 2019-ben pedig 6 százalék feletti volt a részesedése a teljes kiskereskedelmi forgalomból. 2020-ban ez az arányszám megközelítette a 9 százalékot, a koronavírus-járvány miatti lezárások idején érdemben átlépve a 10 százalékos szintet is. A szegmens jelentősen hozzájárult ahhoz, hogy a kiskereskedelem 2020. évi visszaesése mérsékelt maradjon (3-28. ábra). Az e-kereskedelemhez közvetetten sorolható készétel-házhozszállítás ugyancsak gyors növekedésnek indult az időszak alatt.

3-28. ábra: A kiskereskedelem volumenváltozása üzletcsoportonként



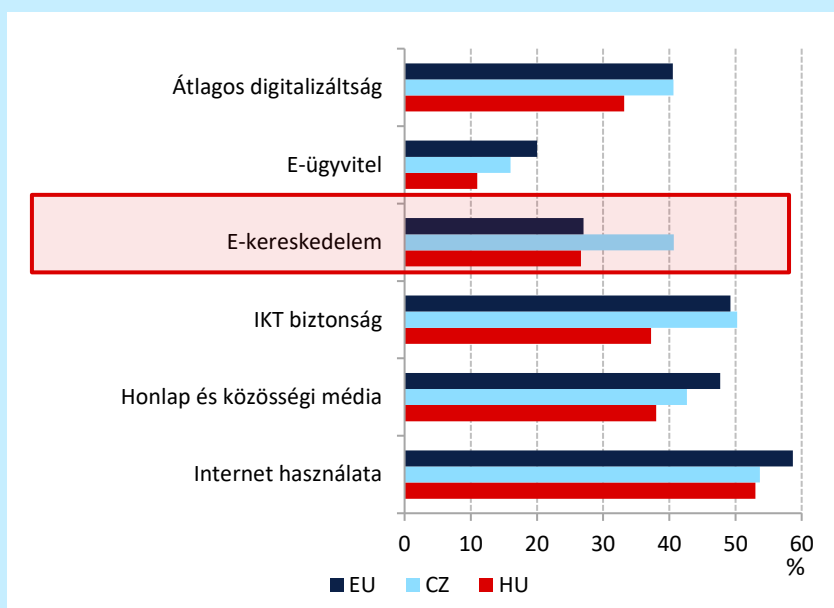
Megjegyzés: naptárhatással igazított adatok alapján.

Forrás: KSH alapján MNB-számítások.

Nemzetközi összevetésben a magyar e-kiskereskedelem aránya továbbra is elmarad az uniós átlagtól, illetve a visegrádi országoktól. Uniós átlagban 11 százalék körüli volt a koronavírus-járvány előtt az online kiskereskedelem súlya, míg Csehországban 13 százalék környékén alakult az arány (McKinsey, 2020). A koronavírus-járvány hatására az uniós átlagban 14 százalék közelébe, Csehországban 16 százalék fölé emelkedett az e-kereskedelem aránya, így a magyar lemaradás 5-7 százalékpontra becsülhető. A lengyel és a szlovák arány a magyarnál magasabb, de az EU átlagtól elmarad.

A régiós országokhoz viszonyított e-kiskereskedelem terén látott elmaradás tapasztalható a kiskereskedelmen kívüli ágazatokban is. A magyar vállalatok digitalizációjában általánosságban is jelentős a fejlődési potenciál, azonban ez különösen igaz az e-kereskedelmi csatornák használatára (3-29. ábra). Egy 2020-as felmérés alapján a magyar vállalatok 14 százaléka használta ki az e-kereskedelmi csatornák adta lehetőségeket, ami kevesebb, mint fele a régióban éllovasnak számító cseh és horvát aránynak, miközben a digitális kereskedelem mindinkább a gazdaság kulcsterületévé válik. A nagyvállalati szegmensben minden második cseh vállalat értékesített online, míg Magyarországon csak 35 százalékos az arány. A cseh vállalatok árbevételének 30 százaléka származott online csatornákról szemben a magyarországi 23 százalékkal (az EU- átlag 20 százalék).

3-29. ábra: Digitalizáció a vállalatok körében 5 dimenzió mentén



Megjegyzés: 20 mutató alapján. Az adatok kérdezési éve 2018, 2019, vagy 2020.

Minden esetben a legfrissebb adat került figyelembevételre.

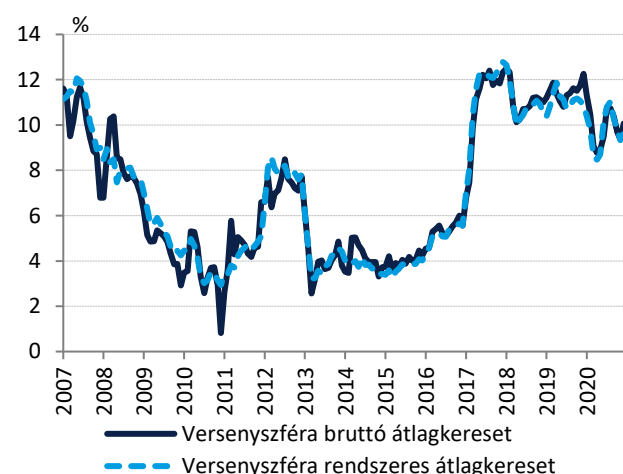
Forrás: Eurostat alapján MNB-számítások.

Az online kiskereskedelem elterjedése segíthető a lakosság digitális íráskészségeinek javításával. Az Európai Bizottság megbízásából készített Digitális Gazdaság Index (DESI) internet készségeket mérő alindexe alapján 2019-ben a magyar lakosság digitális készségei több mint 20 százalékkal maradnak el az uniós átlagtól (Európai Bizottság 2020). A koronavírus-járvány, illetve a vállalatokat érintő új digitális kötelezettségek (e-számla) jelentősen növelték a digitális technológiákkal való interakciókat, így feltehetően kedvezően érintette a lakosság ilyen technológiákra való nyitottságát.

3.3. Munkaerőpiac

2020 negyedik negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 10,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A bérimdexet torzító statisztikai hatások mértéke tovább mérséklődött a második és a harmadik negyedévhez viszonyítva. A Munkaerő-felmérés új módszertana következtében a foglalkoztatás szintje jelentősen felfelé módosult. A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma átlagosan 4 millió 623 ezer fő volt a negyedik negyedévben, ami 27 ezer fővel maradt el az előző év azonos időszakától. A járvány újabb hullámainak negatív gazdasági hatása leginkább a foglalkoztatottak számának januári csökkenésében jelent meg. Februárban ugyanakkor – a feldolgozóipar kivételével – javultak a foglalkoztatottságra vonatkozó várakozások.

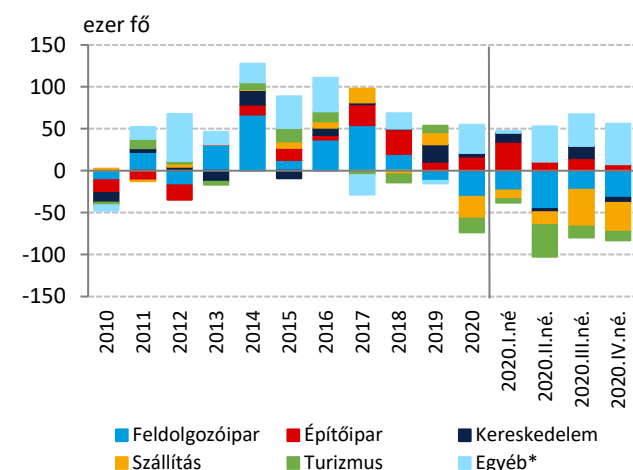
3-30. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-31. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása



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

Forrás: KSH

3.3.1. Bérek

2020 negyedik negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 10,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, enyhén elmaradva a harmadik negyedév átlagától. A rendszeres átlagkereset 9,6 százalékkal nőtt éves alapon, így a prémiumkifizetések meghaladták az előző évben regisztrált mértéket (3-30. ábra). A járvány által leginkább érintett szolgáltató ágazatokban (szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás; egyéb szolgáltatás) az éves bérnövekedés 2 százalék alá csökkent.

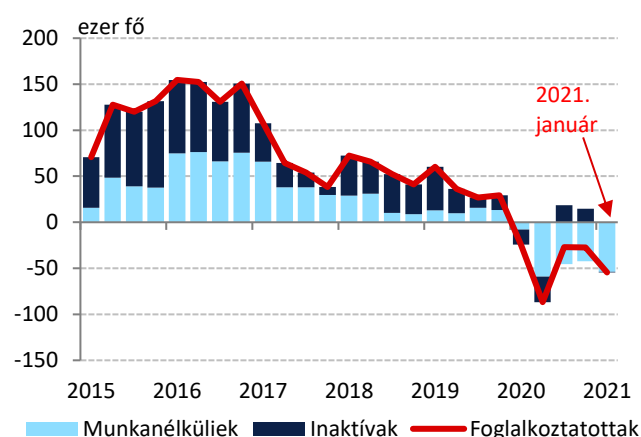
A teljes munkaidős bérimdexet befolyásoló statisztikai hatások mértéke tovább mérséklődött a második és a harmadik negyedévhez képest. A részmunkaidősök hatása – a részmunkaidősök arányának válság előtti szintre való visszatérésével – kifutott év végére.

3.3.2. Foglalkoztatás és munkanélküliség

A koronavírus járvány újabb hullámai alatt a munkaerőpiac eddig ellenállóbbnak bizonyult, mint az első hullámnál. Ehhez jegybanki és kormányzati intézkedések (hitelmoratórium, bértámogatások) is hozzájárultak. 2021. március 9-ei adatok alapján az ágazati bértámogatást összesen 117 ezer munkavállalóra vették igénybe, akiknek közel háromnegyede a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás területén dolgozik.

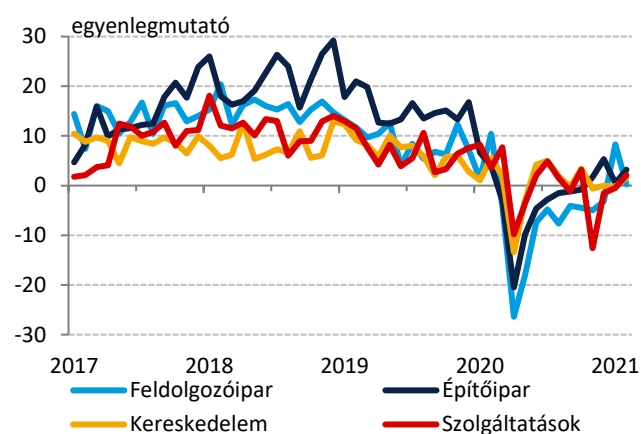
A Munkaerő-felmérés szerint a foglalkoztatás mindössze 27 ezer fővel maradt el 2020 negyedik negyedében az előző év azonos időszakától. A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma átlagosan 4 millió 623 ezer volt ezekben a hónapokban. A versenyszféra foglalkoztatás 0,8 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, negyedéves összevetésben pedig 0,2 százalékkal mérséklődött. A versenyszférán belül az építőiparban, az információ, kommunikációs ágazatban és a pénzügyi, biztosítási tevékenységeknél emelkedett a létszám éves alapon, míg a kereskedelemben, a feldolgozóiparban és egyes piaci szolgáltatások esetében (turizmus, szállítás) csökkent (3-31. ábra). Januártól a KSH új módszertan szerint számítja a foglalkoztatottak számát, mely jelentősen

3-32. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



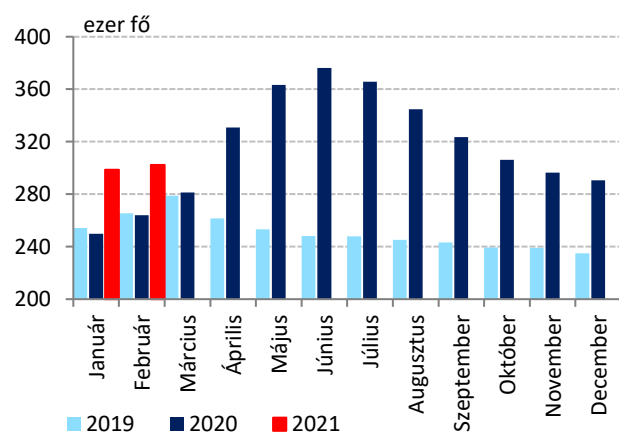
Megjegyzés: 2021. I. negyedéve helyett január havi adatok állnak rendelkezésre. A munkanélküliek és az inaktívok számának változása ellentétes előjellel szerepel. Forrás: KSH

3-33. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében



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

3-34. ábra: A regisztrált álláskeresők számának alakulása



Forrás: NFSZ

megemelte a foglalkoztatás szintjét (az új módszertannal bővebben a 3.3-as keretes írás foglalkozik).

2021. januárjában a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma 4 millió 537 ezer főre mérséklődött, ami az előző év azonos időszakához képest 55 ezer fős csökkenést jelent (3-32. ábra). A csökkenést a külföldi telephelyen dolgozók számának visszaesése okozta, 72 ezer fővel kevesebben dolgoztak külföldi telephelyen, mint egy évvel korábban. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta a negyedik negyedéves 4,2 százalékról januárban 4,6 százalékra emelkedett. Nemzetközi összehasonlításban ugyanakkor továbbra is alacsonynak tekinthető a hazai munkanélküliség.

Az ESI – konjunktúra hangulatot monitorozó – vállalati felmérése egyelőre nem utal további létszámcsökkentésre a foglalkoztatásban. A következő 3 hónapra vonatkozó foglalkoztatási várakozások januárban még vegyes képet mutattak az ágazatokról, februárban viszont – a feldolgozóipar kivételével – javultak a várakozások (3-33. ábra). Az építőiparban, a kereskedelemben és a szolgáltató ágazatokban is létszámemelést terveznek a vállalatok.

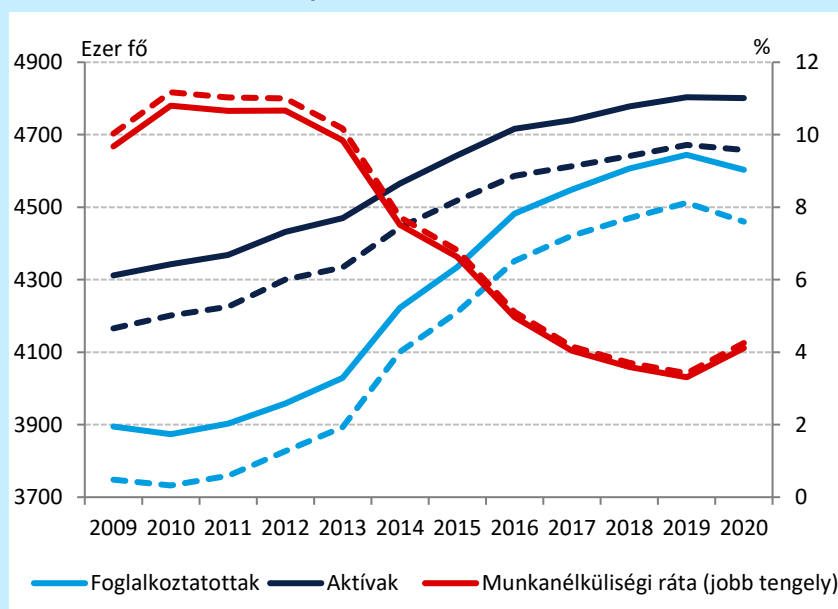
A regisztrált munkanélküliek esetében enyhe emelkedés figyelhető meg (3-34. ábra). A regisztrált álláskeresők száma a júniusi csúcspontot követően folyamatosan mérséklődött, majd az év elejétől – nagyrészt szezonális hatások következtében – ismét emelkedésnek indult. Februárban 38 ezer fővel volt magasabb az álláskeresők száma, mint egy évvel korábban.

3-3. keretes írás: A munkaerő-felmérés módszertani változásának hatásai

2021 januárjától a KSH új módszertan szerint közli a Munkaerő-felmérés adatait. A változást az Európai Unió módosuló szabályozása indokolja. A módszertani módosítás eredményeként a gyermekgondozási ellátás (gyed/gyese) mellett dolgozókon túl azok is foglalkoztatottnak minősülnek, akik az ellátás igénybevétele előtt dolgoztak utoljára, a távollét idején pénzbeli juttatásban részesülnek, és azt követően visszatérhetnek korábbi munkahelyükre. További módszertani változások történtek a diákok, segítő családtagok és a szezonális munkát végzők számbavételénél is, de ezek lényegében nem változtattak a foglalkoztatási adatokon.

A foglalkoztatottak és az aktívak száma 120-150 ezer fővel nőtt a korábbi módszertanhoz képest, ami az éves változást is érintette kisebb mértékben. 2020-ban az aktívak száma 142,4 ezer fővel, a foglalkoztatottak száma 142,8 ezer fővel haladta meg a korábbi értéket (3-35. ábra). A foglalkoztatás az előző évhez képest mindössze 0,9 százalékkal (41,3 ezer fővel) mérséklődött, míg a korábbi módszertan alapján a csökkenés 1,1 százalékkal (51,7 ezer fő) volt. A munkanélküliek száma gyakorlatilag nem változott, ugyanakkor az aktívak magasabb száma miatt a munkanélküliségi ráta lefelé módosult. A munkanélküliségi ráta a tavalyi évben 4,3 százalékkal helyett 4,1 százalékkal tette ki az új módszertan szerint.

3-35. ábra: A főbb munkaerőpiaci mutatók alakulása a Munkaerő-felmérésben

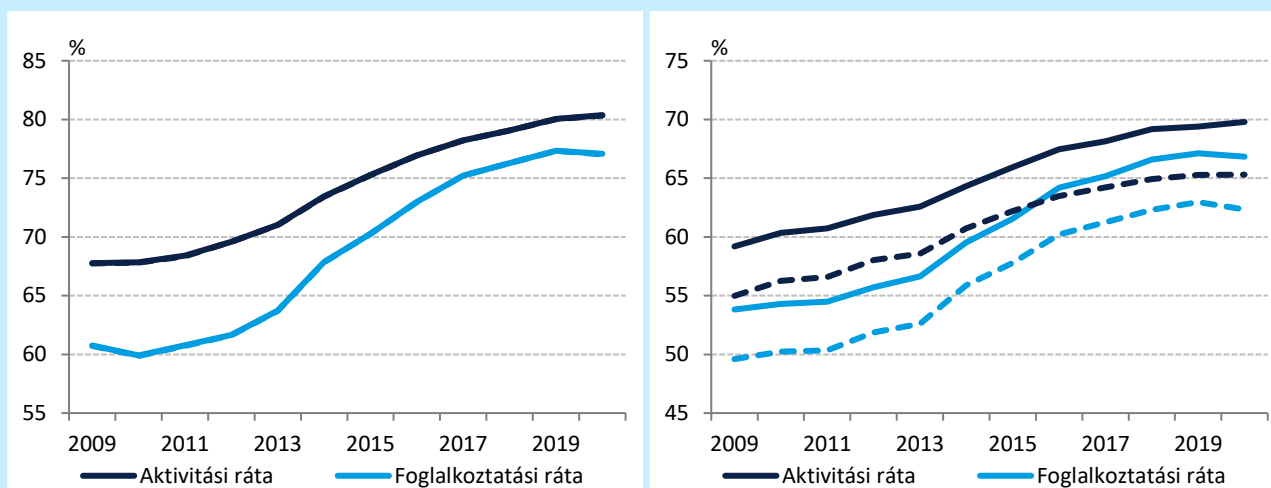


Megjegyzés: A korábbi módszertan szerinti értékek szaggatott vonallal vannak jelölve.

Forrás: KSH

A módszertani változás jellegéből fakadóan a nők munkaerőpiaci mutatói emelkedtek, míg a férfiak esetében lényegében nem történt változás. 2020-ban a 15-64 éves nők 69,8 százaléka volt gazdaságilag aktív és 66,8 százalékukat tekintette foglalkoztatottnak a KSH a Munkaerő-felmérés új módszertana szerint (3-36. ábra). A korábbi számbavételhez képest ez +4,5 százalékpontos módosítást jelent mindkét mutatónál. A férfiaknál az aktivitási ráta 80,4 százalékra, míg a foglalkoztatási ráta 77,1 százalékra emelkedett, a módosítás hatása a kerekítéstől eltekintve nem éri el a 0,1 százalékpontot sem.

3-36. ábra: Az aktivitási ráta és a foglalkoztatási ráta alakulása nemenként
(férfiak - bal panel, nők - jobb panel)



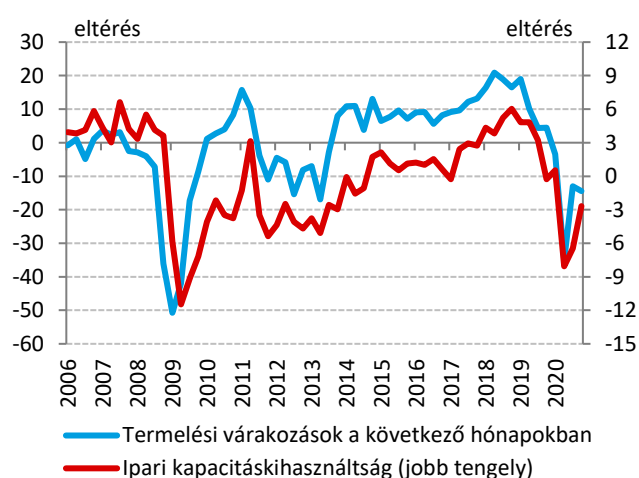
Megjegyzés: 15-64 évesek. A korábbi módszertan szerinti értékek szaggatott vonallal vannak jelölve.

Forrás: KSH

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A hazai gazdaság talpra állása tovább folytatódott 2020 negyedik negyedéve során. 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 gazdaság újraindítása miatt a kínálati oldalon fellépő szűkösség átmenetileg az infláció emelkedésének irányába hat. Azonban ezek a hatások 2020 őszéhez hasonlóan rövid távon oldódhatnak, és a gazdasági ciklus dezinflációs hatásai kerülnek előtérbe. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága javult 2020 második felében.

3-37. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

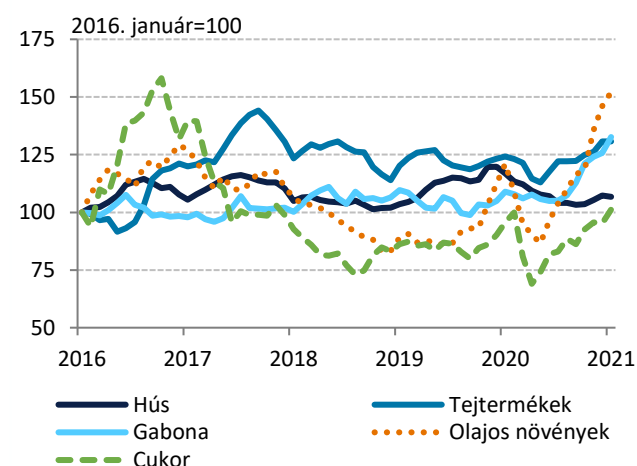
Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója javult a negyedik negyedévben, de továbbra is negatív tartományban van. A kereslet korrekciójával a kibocsátási rés mérséklődhetett az elmúlt negyedévben. A ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi. A járvány következtében 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 szolgáltatások alacsonyabb kapacitáskihasználtsága inkább kínálati természetű. A gazdaság újraindítása miatt a kínálati oldalon fellépő szűkösség átmenetileg az infláció emelkedésének irányába hat. Azonban ezek a hatások 2020 őszéhez hasonlóan rövid távon oldódhatnak, és a gazdasági ciklus dezinflációs hatásai kerülnek előtérbe.

Kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága 2020 negyedik negyedévében javult, de továbbra is alacsony szinten alakul (3-37. ábra). A kedvező negyedik negyedévi adatok ellenére a koronavírus-járvány következtében a világgazdaság teljesítményét övező bizonytalanság jelentős maradt. A hazai feldolgozóipari vállalatok jövőbeli termelési várakozásai enyhén csökkentek a negyedik negyedévben. Várakozásunk szerint a gazdaság kilábalása átmenetileg megakadt, és az aktivitás újra csökkenni fog a következő hónapokban. Az eurozóna gazdasági teljesítménye érdemben visszaesett 2020-ban – illetve egyes forgatókönyvek szerint tartósan gyengén alakulhat.

3.5. Költségek és infláció

Az árak növekedési üteme november óta éves összehasonlításban változatlanul 2,7 százalékon alakult, majd februárra 3,1 százalékra emelkedett. Februárban az árak emelkedéséhez az üzemanyagok magasabb árdinamikája járult hozzá. Az árazási döntéseket a koronavírus-járvány megjelenését követően nagyobb változékonyság és a szokásostól eltérő szezonális mintázat jellemezte. 2020 szeptemberétől a dezinflációs hatások erősödésével párhuzamosan az év utolsó hónapjaiban általánosan alacsonyabb árdinamika volt megfigyelhető. Az adószűrt maginfláció az elmúlt hónapokban átlagosan 3,4 százalékon alakult. Az elmúlt hónapokban a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek, illetve a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – nem változtak érdemben.

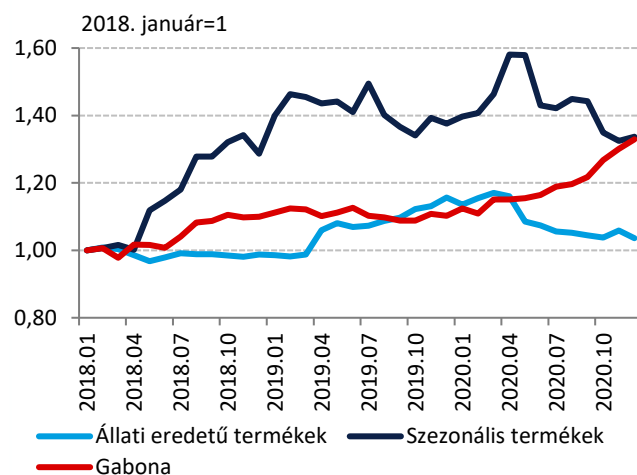
3-38. ábra: A világgazdasági élelmiszerárak alakulása



Megjegyzés: Reálértékben vett árindexek.

Forrás: FAO

3-39. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

3.5.1. Termelői árak

A világgazdasági élelmiszerárak alakulását az elmúlt időszakban emelkedés jellemezte. Az áremelkedés elsősorban az olajos növényekhez, a gabonafélékhez, illetve a cukor és a tejtermékek áraihoz kapcsolódott. A gabonafélék (búza, kukorica) és a cukor esetében az árak növekedését a 2020/2021-es mezőgazdasági év vártnál alacsonyabb terméseredményeire vonatkozó kilátások mellett a kínálat szűkülése okozta, míg a tejtermékek árait a globális kereslet megugrása emelte. Mindössze a hústermékek árai mutattak csökkenést, mivel az újabb sertéspestis-járvány következtében a vezető európai termelők, főként Németország exportját felfüggesztették a főbb ázsiai piacok irányába (3-38. ábra).

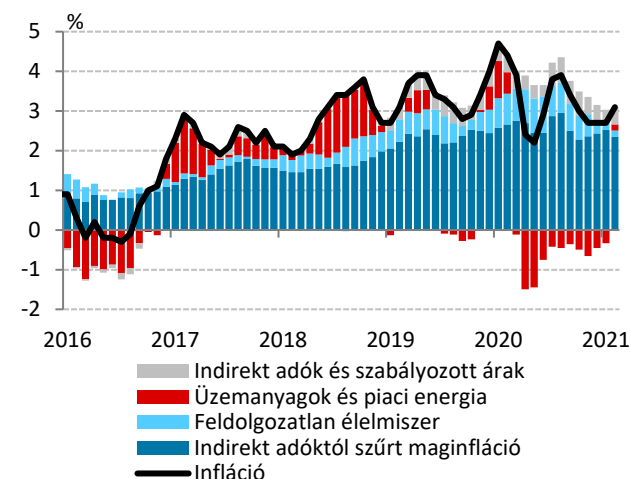
A hazai mezőgazdasági termelői árak aggregált növekedése éves összehasonlításban az előző negyedévekhez képest érdemben lassult 2020 negyedik negyedévében. A gyümölcsök esetében a negyedik negyedévben az átlagos termelőiár-emelkedés az előző évhez viszonyítva átlagosan 25 százalék körül alakult, ami közel fele a harmadik negyedévet jellemző 40 százalékos árdinamikának. Ezt az áremelkedést ellensúlyozta a burgonya árának számottevő csökkenése, így összességében a szezonális zöldségek és gyümölcsök termelői árai mérséklődtek. Az állati eredetű termékek esetében a sertéshús termelői ára a sertéspestis áremelő hatásainak kikutatását követően – a márciusi 55,1 százalékos jelentős árnyövekedés után – tavaly év végén már 33,6 százalékkal csökkent. A gabonafélék árai 2020 negyedik negyedévében az előző évhez képest közel 20 százalékkal emelkedtek (3-39. ábra).

A fogyasztási cikkek esetében a hazai termelő árak a historikus átlagtól elmaradó mértékben emelkedtek 2021 januárjáig az előző év azonos időszakához képest. A teljes ipar belföldi értékesítési árai az elmúlt hónapokban éves összehasonlításban szintén a historikus átlagnál alacsonyabb mértékben emelkedtek.

3.5.2. Fogyasztói árak

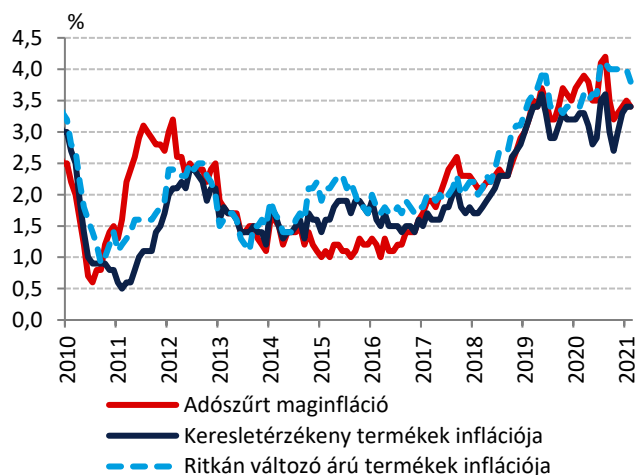
Az árak növekedési üteme novembertől januárig éves összehasonlításban változatlanul 2,7 százalékon alakult,

3-40. ábra: Az infláció dekompozíciója



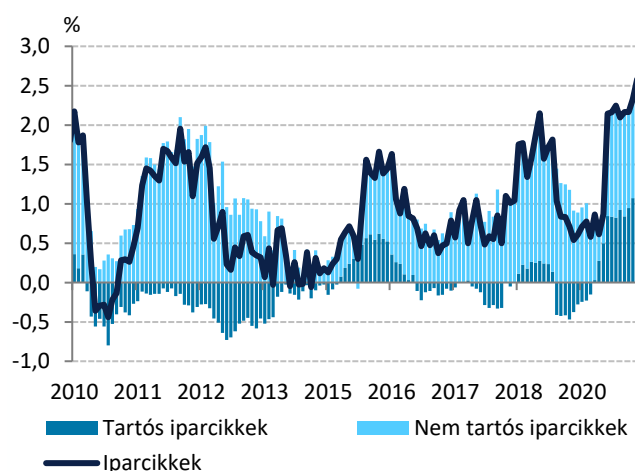
Forrás: MNB-számítás

3-41. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-42. ábra: Az iparcikkek árváltozása



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

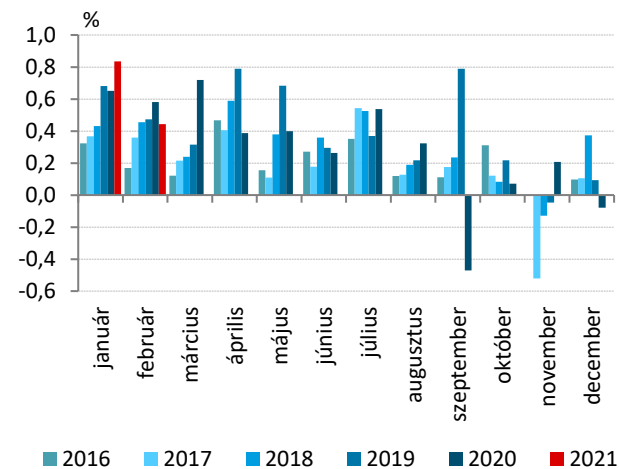
majd februárban 3,1 százalékra emelkedett. Februárban az árak emelkedéséhez az üzemanyagok magasabb árdinamikája járult hozzá. Az árazási döntéseket a koronavírus-járvány megjelenését követően nagyobb változékonyság és a szokásostól eltérő szezonális mintázat jellemezte. 2020 szeptemberétől a deflációs hatások erősödésével párhuzamosan az év utolsó hónapjaiban általánosan alacsonyabb árdinamika volt megfigyelhető. Az idei év első hónapjaiban a tavalyinál alacsonyabb átárzás valósult meg (3-40. ábra).

Az adószűrt maginfláció az elmúlt hónapokban átlagosan 3,4 százalékon alakult. A mutató emelkedéséhez decemberben a dohánytermékek jelentős piaci áremelése, míg januárban a mobiltelefon, internet szolgáltatások áraiban bekövetkezett korrekció járult hozzá. Az elmúlt hónapokban a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek, illetve a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – nem változtak érdemben (3-41. ábra). Az Eurostat módszertana alapján számított maginflációs mutató – a volatilis energia, élelmiszer, alkohol és dohánytermékek nélküli infláció – vegyes képet mutat: míg Lengyelországban meghaladja a jegybanki inflációs cél körüli toleranciasávot, addig hazánk és Románia esetében a toleranciasávon belül alakul, az inflációs céltól enyhén elmaradva, Csehország esetében pedig enyhén meghaladja az inflációs célt (lásd 3-1. alfejezet).

Az iparcikkek éves inflációja az elmúlt hónapokban emelkedett. A termékkörön belül a tartós iparcikkek inflációja nőtt, míg a nem tartós iparcikkek inflációja nem mutatott számottevő változást (3-42. ábra). A tartós iparcikkek januári áremelkedése döntően az új személygépkocsik árindexének növekedéséhez kapcsolódott. Februárban a tartós iparcikkek inflációjának emelkedését részben a termékkör általános árnövekedése, részben pedig a tavalyi használtautóár-csökkenés bázishatása okozta.

A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban mérséklődött, és átlagosan 3,7 százalékon alakult. A korábbi évek átlagánál alacsonyabb, illetve csökkenő havi árdinamikát főként a mobiltelefon, internet szolgáltatások, árának csökkenése okozta (részletesebben lásd 3-4. keretes írás) (3-43. ábra). Előbbi termékkör esetében azonban januárban az árak korrekcióját tapasztalhattuk. Ugyanakkor a koronavírus-járvány megfékezése érdekében bevezetett korlátozó intézkedések a szolgáltatások elérhetőségét, illetve keresletét is csökkentették, melyek hatása az árakban szintén megjelent.

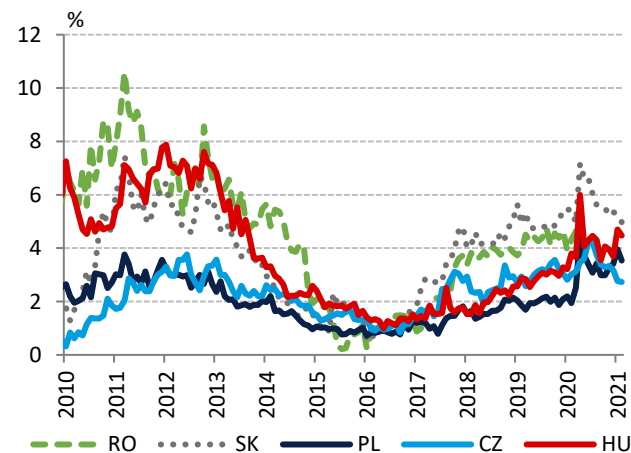
3-43. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.

Forrás: KSH, MNB

3-44. ábra: Inflációs várakozások a régióban



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

Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

Az alkohol- és a dohánytermékek ára átlagosan közel 10 százalékkal emelkedett november óta. Ezt részben az okozta, hogy decemberben a korábbi években megfigyeltnél jelentősebb mértékű piaci áremelés történt. Emellett januártól a dohánytermékek esetében újabb jövedékiadó-emelés lépett életbe. A dohánytermékek jövedékiadó-emelésének esetében a korábbi adóváltozásokat jellemző begyűrűzést tapasztaltunk.

Az élelmiszereket összességében a historikus átlagnál alacsonyabb árdinamika jellemezte az elmúlt hónapokban, és mind a feldolgozott, mind a feldolgozatlan élelmiszerek esetében fokozatosan mérséklődő árindex 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 mérséklődését a termékek széles köre magyarázta.

Az üzemanyagok ára az elmúlt időszakban a világpiaci olajárak alakulásával összhangban emelkedett. A Brent kőolaj világpiaci árának alakulását a korábbi hónapokban jelentősen befolyásolta a koronavírus elleni védőoltások piacra kerülése és a globális kínálat szűkülése (a rendszeres OPEC+ megállapodások következtében), mellyel párhuzamosan a globális kereslet alakulását számottevően meghatározó Kínában elemzések szerint az üzemanyag eladások visszatértek a korábbi növekedési fázisba.

A szabályozott termékek árai a téli hónapokban számottevően csökkentek. A szabályozott termékek árait alacsonyan tartotta a 2020. novemberben ismét bevezetésre került ingyenes parkolás árcsökkentő hatása.

Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció összességében megfelelt a decemberi Inflációs jelentés előrejelzésének. A decemberi inflációs adat az élelmiszerárak vártnál alacsonyabb árdinamikája következtében elmaradt prognózisunktól, ugyanakkor ezt januárban ellensúlyozta az üzemanyagárak a kőolaj világpiaci áralakulásával összhangban megvalósult emelkedése.

3.5.3. Inflációs várakozások

A lakosság inflációs várakozásai az elmúlt időszakban összességében emelkedtek. 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 vegyes képet mutattak: Csehországban emelkedtek, Szlovákiában mérséklődtek, míg Lengyelországban lényegében nem változtak (3-44. ábra).

3-4. keretes írás: Az év eleji inflációs folyamatok értékelése

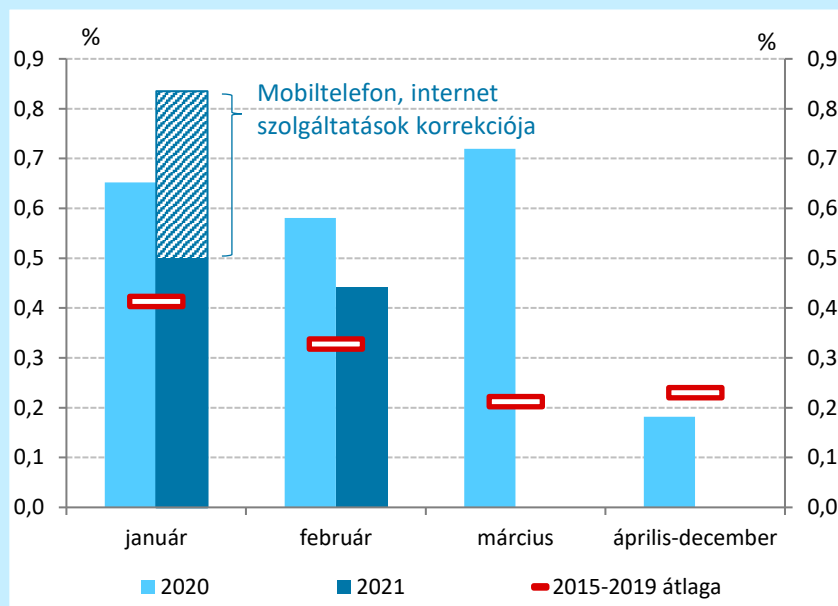
Normál időszakban az adott évi árdinamikára vonatkozó legfontosabb információt az év első hónapjainak adatai adják. Különösen igaz ez a tartós inflációs tendenciákat megragadó adószűrt maginfláció, ezen belül is az annak mintegy harmadát adó piaci szolgáltatások esetében. Historikus tapasztalatok alapján a piaci szolgáltatások esetében a vállalatok átárazásai tipikusan az év elején jelennek meg a fogyasztói árakban. Ez jellemzően a január-februári időszakot érinti, és általánosságban kijelenthető, hogy magasabb (alacsonyabb) januári-februári áremelkedést gyakran magasabb (alacsonyabb) egész éves árdinamika követ. Az év hátralévő részében mindössze egyedi tényezők okozhatnak számottevő áremelkedést vagy árcsökkenést (például az elmúlt években a mobiltelefon, internet szolgáltatások esetében több alkalommal).

Az árazási döntéseket a koronavírus-járvány megjelenését követően nagyobb változékonyság és a szokásostól eltérő szezonális mintázat jellemezte 2020-ban, így a korábbi átárazási gyakorlatban jelentős változások történtek. A piaci szolgáltatások esetében még a március havi árváltozások is kiemelkedően magasak alakultak (3-45. ábra). A nyári hónapokban az infláció augusztusra 3,9 százalékig emelkedett. Míg a korábbi években a nyári hónapokban történő ármódosítás kevésbé volt jellemző, addig tavaly érdemben emelkedett azon termékek és szolgáltatások aránya, ahol magasabb árnövekedés történt. A korlátozások fokozatos feloldása következtében néhány részpiacon megugrott a kereslet, illetve egyes termékek esetén a termelési láncok fokozatos helyreállása miatt átmenetileg korlátozott elérhetőség volt jellemző. A gazdaság első hullám utáni újraindulását követő magasabb árdinamikához a megelőző hónapokban elmaradt átárazások érvényesítése mellett egyes esetekben az áremelések előrehozása is hozzájárulhatott, döntően bizonyos piaci szolgáltatások (például éttermi étkezés, üdülés) esetében. Ezt követően szeptembertől a deflációs hatások erősödését figyelhettük meg: az infláció októberben már a jegybanki 3 százalékos célon alakult, novembertől pedig 2,7 százalékon stagnált.

A 2021-es inflációs folyamatok alakulásában szerepet játszanak majd a koronavírus hatására megváltozott fogyasztói szokások is. A Központi Statisztikai Hivatal számára a koronavírus-járvány a 2021-es fogyasztóiár-index súlyok kialakításában a korábban megszokott gyakorlattól eltérően változásokat hozott. Alapesetben az aktuális fogyasztói kosár összetétele a két évvel korábbi fogyasztás-szerkezetet tükrözi. Az idei évre vonatkozó súlyok meghatározásakor azonban a KSH a 2019-es fogyasztási adatok figyelembe vétele mellett azon termékek és szolgáltatások esetében, ahol a járváynak jelentősebb hatása volt, kiigazítást alkalmazott az Eurostat nemzetközi gyakorlatának ajánlását követve. A 2021. évi fogyasztóiár-indexben a megváltozott fogyasztói szokásokkal összhangban az élelmiszerek és iparcikkek súlya jelentősen emelkedett, míg a piaci szolgáltatások, az üzemanyagok, illetve a szabályozott árú termékek súlya számottevően csökkent. A piaci szolgáltatások körében az étkezéshez kapcsolódó szolgáltatások súlya mindössze enyhe mérséklődést mutatott, miközben a legnagyobb csökkenés az üdülési szolgáltatások körében volt megfigyelhető.

A koronavírus-járvány megfékezése érdekében bevezetett korlátozások miatt az év nem a megszokott gazdasági működés szerint indult. Ennek következtében a korábbi időszakot jellemző év eleji mintázatot a gazdaság újraindítása átalakíthatja oly módon, hogy a vállalatok a szokásos átárazásaikat 2021-ben a gazdaság újraindításához és a korlátozások feloldásához igazíthatják. Januárban a piaci szolgáltatások árai havi összehasonlításban 0,8 százalékponttal nőttek. A korábbi évek átlagánál magasabb havi árdinamikát a mobiltelefon, internet szolgáltatások árának emelkedése okozta. Ettől eltekintve a szolgáltatások árváltozása a tavalyi évnél alacsonyabban, de a historikus átlagnak megfelelő mértékben alakult volna, ahogyan az a februári adatok alakulásában is megfigyelhető (3-45. ábra).

3-45. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozásainak alakulása



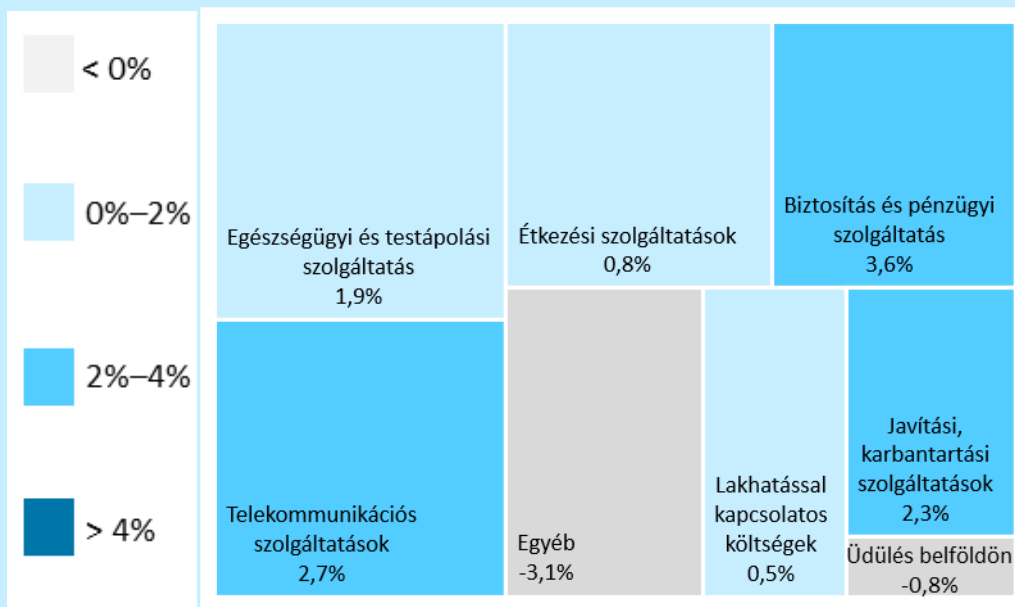
Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

A piaci szolgáltatások árváltozása több tényezőtől függ: a költségek alakulásától, a vállalkozások jövedelmezőségi helyzetétől, illetve a gazdaság ciklikus helyzetétől. Ezeknek a tényezőknek fontosságát a járványhelyzet számottevően felnagyította, mivel a vállalatoknak el kellett térniük a megszokott gazdasági működéstől. A bevezetett korlátozások leginkább az étkezési és üdülési szolgáltatásokat érintették. A járványügyi intézkedések következtében az étkezési szolgáltatások elérhetősége korlátozottá vált (bezárások, illetve elviteles szolgáltatásra történő átállás), míg a belföldi üdülési szolgáltatások igénybevétele 2020 november közepétől gyakorlatilag megszűnt. Az étkezési szolgáltatások különösen fontosak, mivel súlyukat tekintve a piaci szolgáltatások több mint 15 százalékát teszik ki, továbbá jelentős szerepük van a termékkör év eleji átárazásaiban is.

Össességében a piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban mérséklődött, és átlagosan 3,7 százalékon alakult. Az év eleji átárazásokat részleteiben tekintve megállapítható, hogy az árak emelkedése a szolgáltatások széles körében visszafogottan alakult. A legmagasabb átárazást a biztosítási és pénzügyi szolgáltatások esetében tapasztalhattuk (3,6 százalék), melynek hátterében az áll, hogy az év elején változik a legtöbb, fordulónapjához érkező kötelező gépjárműfelelősség-biztosítás díja (3-46. ábra).

3-46. ábra: Egyes piaci szolgáltatások inflációja 2021 februárjában



Megjegyzés: Adószűrt éves változás. Az egyes téglalapok méretei az adott szolgáltatás főcsoporton belüli súlyát jelölik, míg a téglalapok színe az árváltozás mértékét jelöli. A szürke téglalapok árcsökkenést, míg az egyre sötétebb kékkel jelölt téglalapok egyre nagyobb áremelkedést jelölnek.

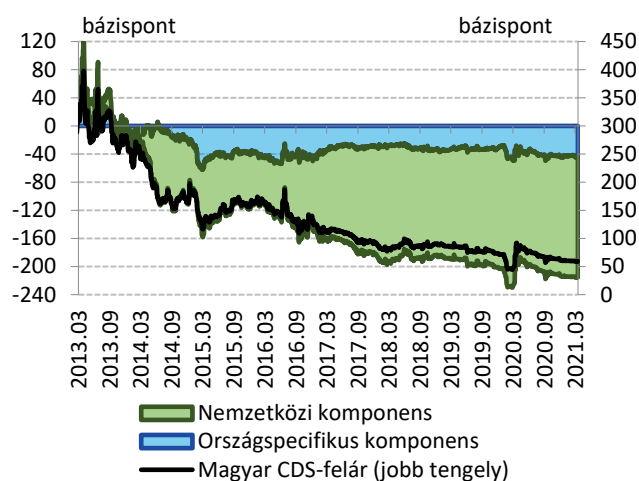
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

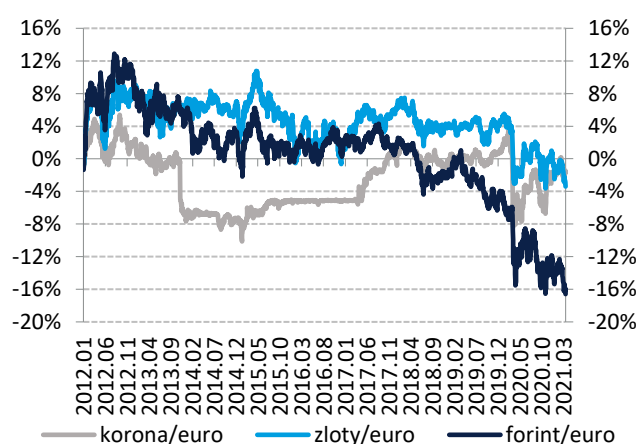
Az időszak első felében a vakcinával kapcsolatos kedvező hírek és az amerikai szenátus összetételének véglegessé válása javította, ugyanakkor az amerikai fiskális stimulussal kapcsolatos bizonytalanság, illetve a megugró fejlett piaci hozamok január és február végén átmenetileg rontották a globális befektetői hangulatot. A VIX index az időszak eleji 22 százalékról január és február végén átmenetileg 37, illetve 29 százalékra emelkedett, majd az időszak végére 21,6 százalékig csökkent. A fejlett és többségében a feltörekvő részvényindexek is emelkedtek az időszak folyamán. A reflációs félelmek miatt a fejlett piaci kötvényhozamok jelentősen emelkedtek. A változékony nemzetközi hangulat ellenére a magyar hitelkockázati felár szűk sávban mozgott és összességében 2 bázisponttal mérséklődött. A fejlett piaci hozamemelkedés hatására a régiós állampapír hozamok is emelkedtek, de a hazai 10 éves hozam közel 60 bázispontos emelkedésében országspecifikus tényezők is szerepet játszottak. A bankközi hozamgörbe is felfelé tolódott. A forint a lengyel zloty-val szorosan együtt mozgott az időszak során, december végéig gyengültek, majd erősödtek, de az időszak végére újra leértékelődtek, így összességében a cseh korona kivételével gyengültek a régiós devizák az euróhoz képest.

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



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

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára a változékony nemzetközi befektetői hangulat ellenére az elmúlt negyedévben szűk sávban mozgott és az időszak végére csökkent (4-1. ábra). Az időszak során 2 bázisponttal mérséklődött az 5 éves CDS felár, amihez a nemzetközi tényező csökkenése járult hozzá. A CDS felár így jelenleg 59 bázispont körül tartózkodik.

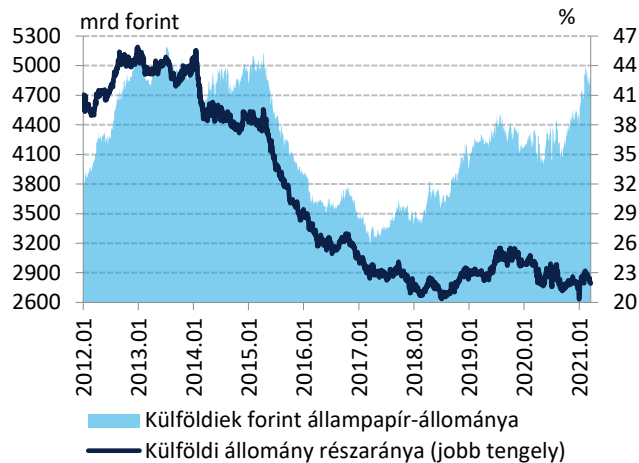
4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint a régiós devizáknál enyhén nagyobb mértékben, 4,8 százalékkal értékelődött le az euróval szemben. A régióban a lengyel zloty szorosan együtt mozgott a forinttal, és az időszak során 4,4 százalékkal gyengült, míg a cseh korona 0,7 százalékkal erősödött (4-2. ábra). December végéig a forint és a zloty 3-3,5 százalékkal gyengült, míg a cseh korona lényegében nem változott az euróval szemben. Ezt követően a javuló nemzetközi hangulattal párhuzamosan erősödtek a régiós devizák, ugyanakkor az időszak második felében ismét gyengültek, és a cseh koronát kivéve összességében leértékelődtek a negyedév során. A forint a dollárral szemben 6 százalékkal értékelődött le, míg a régiós devizák közül a zloty hasonló, 6,3 százalékos, míg a cseh korona ennél kisebb, 1 százalékos mértékben gyengült.

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 2020. év eleji emelkedést követően tavaly március közepétől erőteljesen csökkent, májustól viszont jellemzően emelkedett, és az elmúlt három hónap során további 247 milliárd forinttal nőtt. A forint állampapírokon belüli tulajdoni részarány kissé csökkent, így 21,9 százalékon alakult.

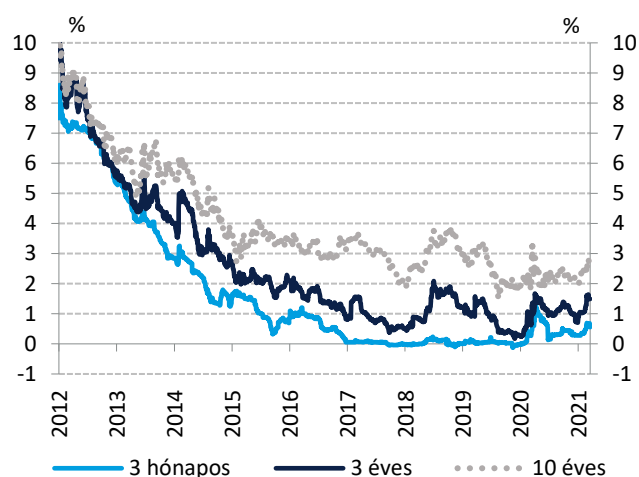
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

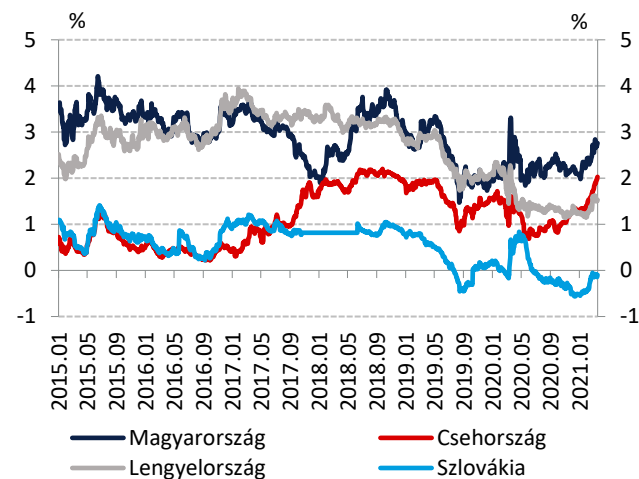
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

A diszkontkincstárjegyek aukcióin néhány esetben a meghirdetett összeg alatt, ugyanakkor az államkötvény aukciókon a meghirdetett, vagy annál nagyobb mennyiségekben fogadott el ajánlatokat az ÁKK. Az aukciós átlaghozamok minden futamidőn emelkedtek az elmúlt negyedévben. A 3 hónapos DKJ aukción közel 20, míg a tízéves aukción nagyobb mértékben, megközelítőleg 55 bázisponttal emelkedett az átlaghozam: így az időszak végén előbbi esetében 0,59, utóbbinál 2,75 százalékon alakultak az aukciós átlaghozamok.

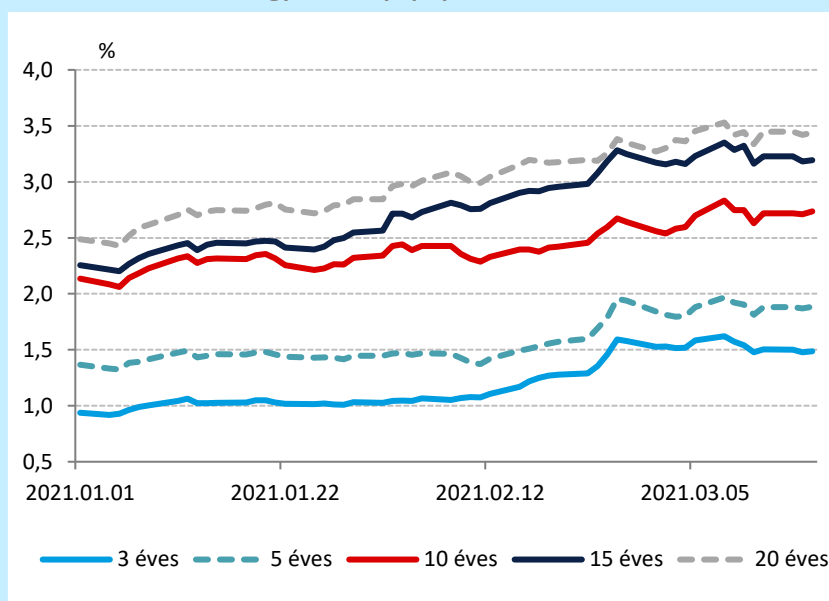
Az állampapír-piaci hozamgörbe teljes szakaszán emelkedtek a hozamok (4-4. ábra). A rövid szakaszon már január elejétől kissé emelkedtek a hozamok, majd február második felétől nagyobb mértékű emelkedés mutatkozott. A középső szakaszon január elején nagyobb emelkedés, majd február közepéig csak enyhe mozgás volt, amelyet végül egy jelentős hozamemelkedés követett. A hosszabb futamidőknél január elején még folytatódott a decemberben elkezdődött hozamcsökkenés. Ezt követően azonban erőteljesebb emelkedést mutattak a hosszú hozamok, így összességében 45 bázisponttal felfelé tolódott a hozamgörbe vége (részletesen 4-1. keretes írás). A 10 éves benchmark hozam összességében 58 bázisponttal emelkedett az időszak során, melyben a január közepi benchmark-váltás is szerepet játszott. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR mindössze enyhén, 2 bázisponttal 77 bázisponttra emelkedett.

A régiós hosszú referenciahozamok emelkedtek az időszak során (4-5. ábra). A tízéves forinthezám közel 60 bázisponttal emelkedett. A cseh, lengyel és szlovák hosszú hozamok pedig rendre 70, 15, illetve 45 bázisponttal kerültek feljebb.

4-1. keretes írás: A hosszú futamidejű forint állampapírok hozamának alakulása az idei évben

Év eleje óta az állampapírpiazi hozamok – a nemzetközi folyamatokkal összhangban – emelkedtek, ugyanakkor az emelkedés mértéke és háttere nem volt egységes, lejáratától és az adott állampapír-piaci sorozattól is függött. Amíg a rövidebb lejáratokon (3-10 év) 50-60 bázispontos emelkedés figyelhető meg, addig a hosszabbakon (15-20 év) 90-100 bázispontos növekedés tapasztalható. Az 5 éves hazai állampapír hozama az év elején tapasztalt 1,37 százalékos szintről 1,89 százalékra emelkedett. A 10 éves papír 2,7, míg a 15 és 20 éves papírok hozamai pedig 3 százalék fölé nőttek. A hozamgörbe hosszabb vége erőteljesebben emelkedett az elmúlt hetekben (4-6. ábra).

4-6. ábra: A magyar állampapírpiazi hozamok elmozdulása



Forrás: Bloomberg

A hazai hozamemelkedés elsődleges oka a fejlett hozamok emelkedése volt, melynek háttérében elsősorban a globális refrációs fejlemények állnak. Az elmúlt időszakban a fejlett gazdaságokban megnövekedtek az inflációs várakozások, ugyanakkor a vezető jegybankok egyelőre nem ütöttek meg szigorúbb hangnemet. A Fed a korábbinál magasabb infláció tolerálását kommunikálja, míg az ausztrál jegybank növelte a vásárolt állampapírok mértékét. Ez a piaci szereplőknél tovább növelheti egyrészt az inflációs várakozásokat, másrészt az inflációval kapcsolatos bizonytalanságot. Mindkettő a hosszú lejáratú hozamok kockázati prémium komponensét emelő tényező. Ez tükröződött is az amerikai fix kamatozású és inflációkövető kötvények hozamkülönbségének emelkedésében.

A hazai hozamok ugyanakkor nemcsak követték a fejlett és régiós hozamok emelkedését, hanem egyes futamidők esetében meg is haladták azok növekedését, azaz a növekedés háttérében országspecifikus tényezők is meghúzódtak. Év eleje óta a hazai felárak a 10 év feletti szegmensben jelentősen, míg a rövidebb futamidőkön kisebb mértékben emelkedtek. A 15 éves futamidő esetében a lengyel és a német hozamokhoz képesti felárak mintegy 50 bázisponttal emelkedtek, a cseh felár pedig 21 bázisponttal nőtt. A 10 éves futamidőn a lengyel és a német hozamhoz képest 17, illetve 28 bázisponttal nőttek a hozamfelárak, míg a román felár 36 bázisponttal emelkedett. A cseh és az amerikai hozamhoz képesti felárak azonban 10 éves futamidőn csökkentek, 14 és 21 bázisponttal. Az ötéves pontnál is több esetben emelkedtek a szpredek, a legnagyobb mértékben a német és a román hozamhoz képest (4-1. táblázat).

4-1. táblázat: A hazai zérókupon hozamfelárak változása

	5 év				10 év				15 év			
	01.01.	02.25.	03.16.	változás	01.01.	02.25.	03.16.	változás	01.01.	02.25.	03.16.	változás
Lengyel	82	114	99	16	85	97	102	17	70	121	121	51
Cseh	53	70	30	-23	82	93	68	-14	82	139	104	21
Román	-135	-78	-83	52	-103	-97	-68	36	-130	-109	-86	44
Amerikai	97	110	95	-2	114	102	93	-21	96	110	95	-1
Német	208	247	245	37	264	280	292	28	265	314	314	50

Forrás: Bloomberg

A hazai országhozzáértékelés azonban stabilan alakult, így nem ez okozta a hozamfelárak emelkedését. A hazai CDS-felárak továbbra is stabilak és a magyar devizakötvények felárai is inkább csökkentek, amik azt sugallják, hogy a magyar szuverén adósság kockázati megítélése nem változott. Továbbá az idei évre vonatkozó makrogazdasági előrejelzések kedvező képet festenek hazánkról, a Bloomberg elemzői konszenzusa alapján a magyar GDP növekedés a legmagasabb lehet a régióban, míg a hiány várt értéke megfelel a régiós átlagnak. Emellett az S&P és a Fitch február 12-én megjelent előrejelzése is gyors gazdasági kilábalást, 4,6, illetve 4,9 százalékos növekedést prognosztizált az idei évre vonatkozóan.

Az adósságkezelő év eleje óta jelentős mértékű kötvénykibocsátást hajtott végre. Az ÁKK az idei tervezett bruttó mintegy 3000 milliárd forintos kötvénykibocsátásából az év eddigi részében több mint 1200 milliárd forintot hajtott végre. Ez azt jelenti, hogy a tervezett kötvénykibocsátás körülbelül 40 százaléka két és fél hónap alatt megvalósult. Ráadásul folytatva a tavaly elindított hosszítási stratégiát, a kibocsátások mintegy 40 százaléka a 10 feletti szegmensre koncentrálódott, ami az államadósság hosszítása szempontjából előnyös, ugyanakkor átmenetileg kínálati nyomást okozhatott a görbe leghosszabb szakaszán. Ez a túlkínálat az év hátralévő részében korrigálódhat, ami a hozamok csökkenésének irányába hathat.

A hazai hosszú szegmensben a sorozatok mérete alacsonyabb és a befektetői szerkezet koncentráltabb. A 10 év feletti sorozatok közül a 33/A, a 34/A és a 41/A sem kerültek még be a fontosabb feltörekvő piaci kötvényindexekbe (igaz a 33/A már elérte az 1 milliárd dolláros sorozatméretet, így ez várhatóan hamarosan megtörténik). Ez egyrészt csökkenti a sorozatok iránti keresletet, másrészt az alacsonyabb állomány miatt kedvezőtlenebb lehet az értékpapír likviditása. Ezen értékpapírok esetében a tulajdonosi szerkezet is koncentrált. A jegybank és a külföld együttes tulajdona 60-80 százalék között alakul, a hazai szektorok állománya alacsony.

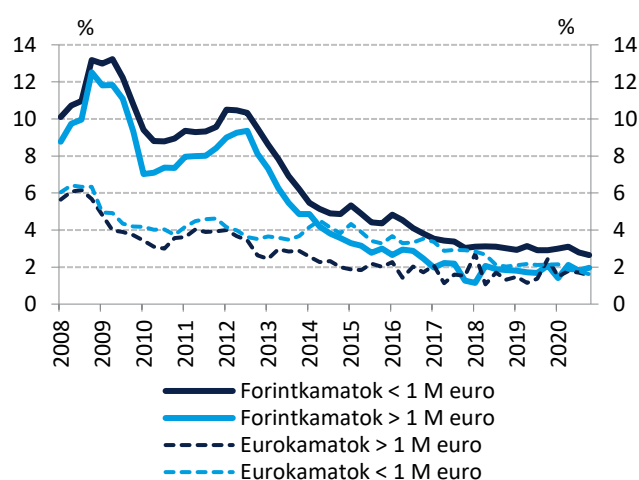
A keresleti oldalt gyengíthette, hogy a bankközi hozamok gyorsabb emelkedése miatt a kamatswap kamatokhoz képesti felárak csökkentek, ami a 15 év alatti futamidők esetén a fedezett állampapírvásárlás vonzerejét csökkentette. Az állampapírhozamok bankközi hozamokhoz képesti felára a 10 év alatti futamidők esetén fokozatosan csökkentek, míg a leghosszabb szegmensben előbb emelkedtek, majd az utóbbi hetekben mérséklődtek. Az 5 év körüli futamidőkön február közepén negatívvá vált a bankközi hozamokhoz képesti felár, amely miatt a piaci szereplők állampapírpiazi kereslete a szegmensben erősen csökkenhetett. Emellett további keresleti tényező, hogy az MNB fedezett hiteleszközén nyújtott likviditás is csökkent az elmúlt hetekben, ami mérsékelhette az állampapírpiazi keresletet az ötéves futamidőn. Az 5 éves hozamban látható növekedéshez hozzájárulhatott az is, hogy az amerikai hozam is ebben a szegmensben emelkedett a legnagyobb, és elemzésünk szerint a hazai piaci folyamatok érzékenyek erre.

A Monetáris Tanács március 9-i döntése értelmében a Magyar Nemzeti Bank állampapír-vásárlásai az egyes sorozatoknál meghaladhatják az 50 százalékos limitet, amennyiben az állampapírpiazi stabilitási és likviditási helyzete ezt indokolta teszi. A MT közleményében jelezte, hogy a döntése a vásárlási mennyiségeket nem érinti, csak azok szerkezetét. A döntést követően a hazai állampapírhozamok és a felárak mérséklődtek.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A negyedik negyedévben az üzleti célú ingatlanhitelek érintő, szektorspecifikus okokra visszavezethető szigorítást leszámítva érdemben nem változtak a vállalati hitelezési feltételek, míg 2021 első félévére előretekintve szűkkörű szigorítást irányoztak elő a bankok. A lakáscélú hitelek feltételeiben nem történt változás 2020 végén, míg a fogyasztási hitelek negyedik negyedévben szintén változatlan feltételeit az első félévben a bankok érdemi hányada lazíthatja. A vállalati euróhitelek és kisösszegű forintbitelek átlagos finanszírozási költsége mérséklődött a vizsgált időszakban, akárcsak a hosszú távon fix kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége. A negyedév során megkötött, legalább 5 évre kamatfixált lakáshitelek szerződések 71 százaléka Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel (MFL) minősítéssel rendelkezett, biztosítva a hosszabb távon kiszámítható törlesztőrészeket. A negyedév folyamán a reálkamatszint érdemben nem változott, melyet az inflációs várakozások és a kamatok egyidejű mérséklődése magyaráz.

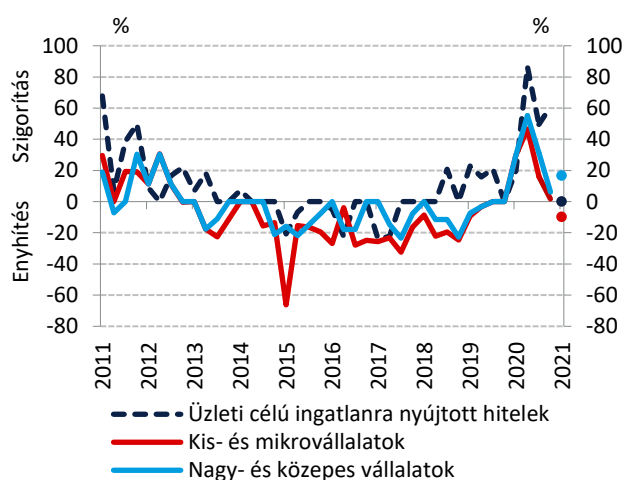
4-7. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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

4-8. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegegensben



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

A vállalati forint- és eurohitelek finanszírozási költségei érdemben nem változtak 2020 negyedik negyedévé során.

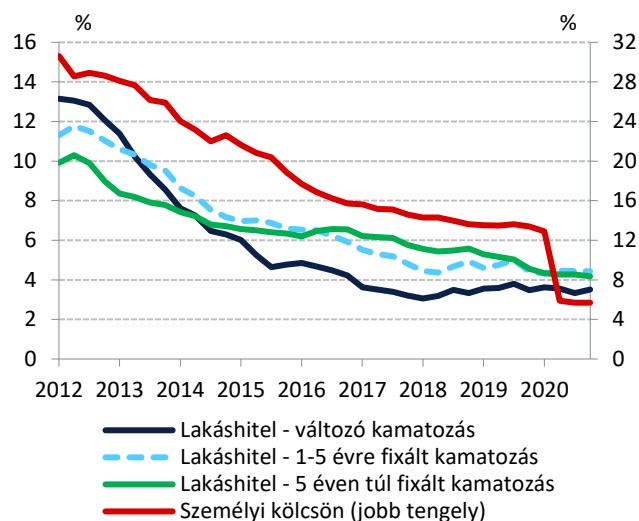
Az új vállalati forint hitel-szerződések simított átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 15 bázisponttal mérséklődött, míg nagyösszegű hitelek esetében 15 bázispontos emelkedés volt megfigyelhető az előző negyedévhez képest (4-8. ábra). Ezzel az átlagos forint hitel-kamat 2,2 százalékot tett ki decemberben. A kis- és nagyösszegű euróhitelek kamatszintje szintén kis mértékben, 17, illetve 13 bázisponttal csökkent a negyedév során, ezzel december végén az eurohitelek átlagos finanszírozási költsége 1,6 százalékon állt. A nagyösszegű forintkamatok emelkedését nagyrészt a 3-havi BUBOR növekedése magyarázza, míg a kisösszegű forintkamatok, valamint eurokamatok csökkenését elsősorban a kamatfelárak mérséklődése okozta.

Az üzleti célú ingatlanhitelek hitelezési feltételei szigorodtak a negyedév során. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 6 százaléka szigorított a hitelhez jutás feltételein a negyedik negyedév során, s a következő fél évre előretekintve nettó értelemben vett 17 százalék tervezte feltételek további szigorítását. Az üzleti célú ingatlanhitelezés kondícióin azonban a válaszadó hitelintézetek nettó értelemben vett 61 százaléka szigorított a kereskedelmi ingatlanpiac több szegmensének kilátásait övező bizonytalanság miatt. 2021 első félévére előretekintve azonban az üzleti célú ingatlanhitelezés kondíciói változatlanok maradhatnak a Hitelezési felmérés válaszai alapján (4-9. ábra).

4.2.1. Háztartási hitelkondíciók

A negyedév során csökkent a hosszú távon fix kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége. A 2020 negyedik negyedévében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 1–5 évre kamatfixált hitelek esetében előző negyedévi szintjén, 4,4 százalékon állt, míg az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált lakáshitelek esetében 9 bázisponttal, 4,2 százalékra csökkent az átlagos

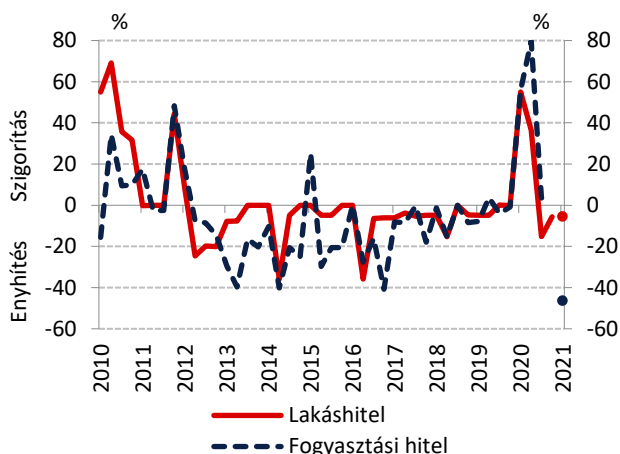
4-9. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

Forrás: MNB

4-10. 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

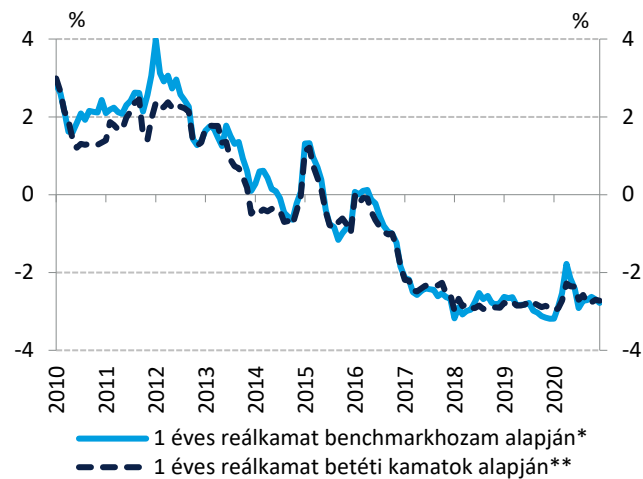
hitelköltség (4-10. ábra). 2020 negyedik negyedévében a legalább 5 éves kamatperiódussal elérhető Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek volumene a negyedéves lakáshitel-kibocsátás 71 százalékát adta. A fedezetlen fogyasztási hiteleket érintő THM-korlátozás miatt továbbra is 5,7 százalékos átlagos THM jellemezte a személyi kölcsönöket, azonban 2021-től a hitelintézetek ismét piaci hitelköltségek mellett nyújthatnak fogyasztási hiteleket.

A bankok mind a lakás-, mind a fogyasztási hitelek feltételeit változatlanul hagyták a negyedév során. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2020 negyedik negyedévében a bankok összességében nem változtattak a lakáshitelek feltételein, habár nettó értelemben vett 36 százalékuk jelezte a hitelkamat és forrásköltség közötti szpred csökkentését. 2021 első félévére előretekintve sem terveznek változtatni a lakáscélú hitelek sztenderdjein (4-11. ábra). A fogyasztási hitelek tekintetében sem változtak a hitelhez jutás feltételei a negyedik negyedév során, míg a következő fél évre előretekintve a bankok nettó értelemben vett 47 százaléka lazítást helyezett kilátásba, amit a felárak mérséklése, és a minimálisan megkövetelt hitelképességi szint enyhítése révén szándékoznak megvalósítani. Az enyhítés mögötti tényezőként elsősorban a lakáspiaci folyamatok állnak, ami összefüggésben áll a 2021 januárjától elindult, illetve kiterjesztett családtámogatási programokkal.

4.2.2. Reálkamatok alakulása

Az egy évre előretekintő reálkamat nem változott érdemben a negyedév folyamán. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamatszint az állampapírpiaci hozamok alapján becslülve 8 bázisponttal csökkent, míg a betéti kamatok alapján becslülve 7 bázisponttal nőtt 2020 negyedik negyedévében. Ennek következtében az előbbi reálkamatszint -2,8 százalékon, az utóbbi -2,7 százalékon állt decemberben (4-12. ábra). A negyedéves inflációs várakozások változása a reálkamatszint növekedése, míg a benchmarkhozamok változása a reálkamatszint csökkenése irányába hatott.

4-11. 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.

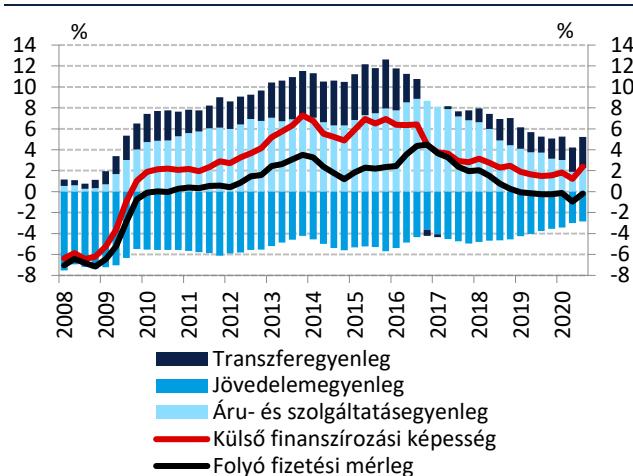
Forrás: MNB, Reuters poll

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2020 harmadik negyedében a gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 2,4 százalékára emelkedett, míg a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 0,2 százalékára mérséklődött. A külső egyensúlyi folyamatok harmadik negyedévi javulásához mindhárom tényező hozzájárult. Az áru- és szolgáltatásegyleg emelkedésében az emelkedő ipari termelés hatására növekvő exportárbevétel, valamint a cserearányok javulása mellett a belföldi szereplők mérsékelt felhasználása is tükröződött. A jövedelemegyleg hiányának mérséklődését továbbra is a külföldi vállalatok jövedelmének mérséklődése határozza meg, miközben a transzferegyleg többlete tovább bővült. A finanszírozási adatok szerint folytatódott a nettó FDI-beáramlás, miközben a GDP-arányos nettó külső adósság mérséklődött. Az előzetes havi adatok alapján a negyedik negyedévben tovább emelkedett a folyó fizetési mérleg egyenlege és a gazdaság finanszírozási képessége.

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



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

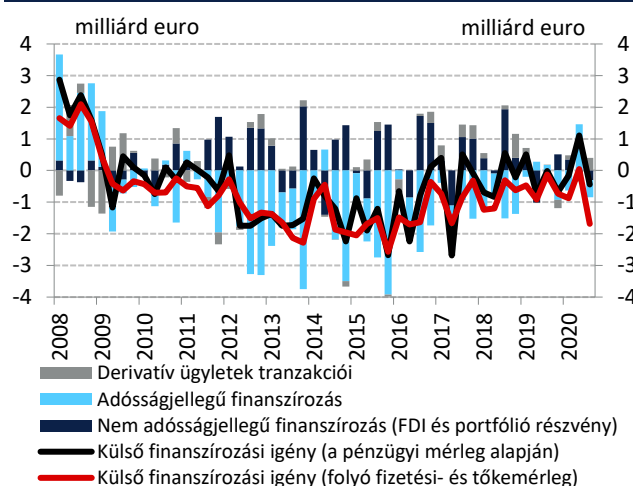
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

A gazdaság külső finanszírozási képessége a harmadik negyedévben a GDP 2,4 százalékára bővült, amivel párhuzamosan a folyó fizetési mérleg egyenlege is javult (5-1. ábra). A járvány külső egyensúlyi mutatókra kifejtett hatásai mérséklődtek a harmadik negyedévben, aminek hatására egyaránt javult a folyó fizetési mérleg egyenlege, valamint a nettó finanszírozási képesség is. A külkereskedelmi egyenleg – 2016 óta először bekövetkező – emelkedését a gyorsuló kivitel mellett a belső kereslet mérséklődése, valamint a cserearányok javulása is támogatta. Az export – előző negyedévhez képest végbement – bővülésében kiemelt szerepet játszanak az autógyárak éves szinten emelkedő exportértékesítései. Az energiahordozók árcsökkenésével összhangban javuló cserearány továbbra is jelentősen támogatja a külkereskedelmi többletet. A külföldi tulajdonú vállalatok alacsonyabb profitja a jövedelemegyleg mérséklődő hiányában tükröződött, miközben a transzferegyleg is tovább emelkedett a harmadik negyedévben. Az év utolsó negyedévére rendelkezésünkre álló előzetes, havi adatok alapján a folyó fizetési mérleg tovább emelkedett. Az egyenleg javulásához főként az áru- és szolgáltatásegyleg emelkedése járult hozzá, de a jövedelemegyleg javulása is támogatta – mivel a transzferegyleg többlete mérséklődött, a finanszírozási képesség bővülése elmaradt a folyó egyenlegben tapasztalttól.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

2020 harmadik negyedében tovább nőttek a nettó FDI források, míg az adósságjellegű és a portfólió-részvény források csökkentek (5-2. ábra). Elsősorban a jövedelmek újrabefektetésének köszönhetően bővült a nettó közvetlentőke-befektetések értéke. Ennek hatását azonban ellensúlyozta, és összességében a nem adósságjellegű források kiáramlásához vezetett a belföldiek folytatódó

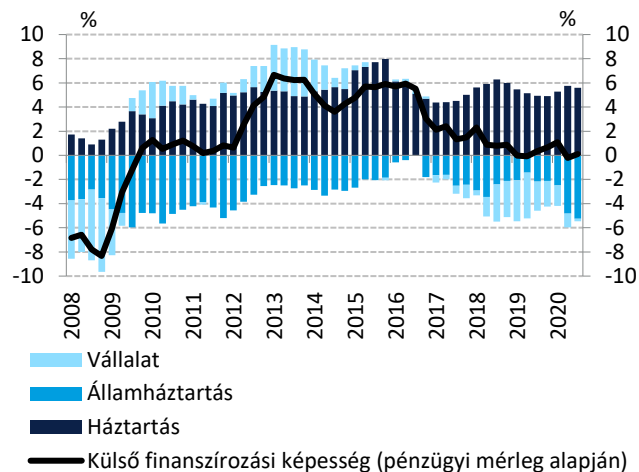
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

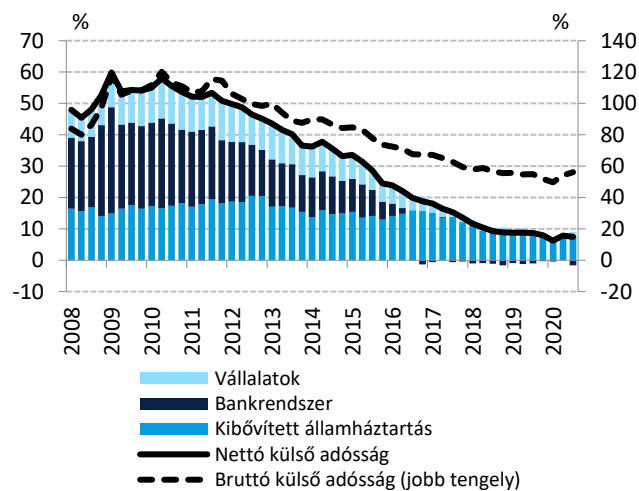
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



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

külföldi részvényvásárlása. Az adósságjellegű források szektorális alakulását jelentősen befolyásolta a jegybank által a negyedév végén – átmenetileg – a bankrendszer számára juttatott devizalikviditás: növelte a konszolidált állam forrásbeáramlását, míg a bankszektornál a forráskiáramlás növekedésével járt együtt (a negyedév során a bankok nettó külső adóssága 2,4 milliárd euróval mérséklődött). A konszolidált állam forrásai 1,4 milliárd euróval emelkedtek, amihez a devizalikviditás nyújtása mellett a külföldiek forint-állampapír-vásárlása is hozzájárult. A vállalatok nettó adóssága a külföldi követelések mérséklődése mellett enyhén emelkedett. Az előzetes adatok alapján a negyedik negyedévben bővültek az adósság jellegű források, amit részben a vállalati követelések folytatódó mérséklődése, részben a külföldiek tovább emelkedő forintállampapír-vásárlása magyaráz.

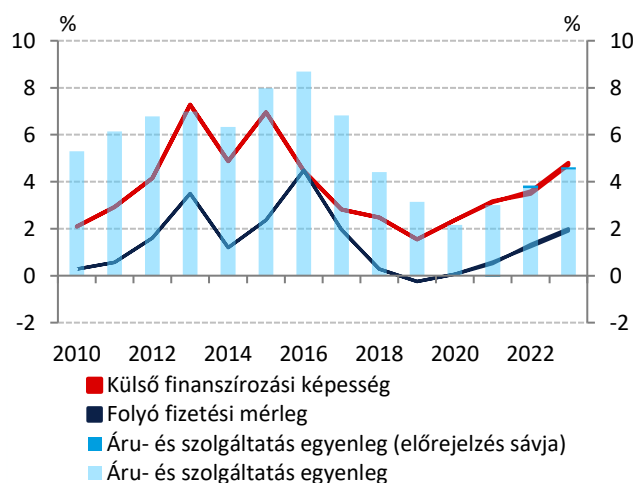
A szektorok megtakarítási folyamatai szerint a finanszírozási képesség emelkedése abból adódott, hogy a magánszektor javuló pozícióját csak részben ellensúlyozta az állam növekvő finanszírozási igénye (5-3. ábra). A járványhelyzet a megtakarítási folyamatokat is érintette: a háztartások nettó pénzügyi 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 összehúzódása miatt mérséklődő adóbevétel mellett a járvány elleni védekezés növekvő költségeire és a gazdaságvédelmi intézkedésekre volt visszavezethető. Az előzetes adatok alapján a negyedik negyedévben a megtakarítási folyamatok nem változtak érdemben: az állam finanszírozási igénye tovább emelkedett, miközben a magánszektor – elsősorban a lakosság – nettó pénzügyi megtakarítása tovább bővült.

2020 szeptember végén a nettó külső adósság a GDP 7 százalékának közelébe mérséklődött (5-4. ábra). A mutató második negyedéves emelkedését követően az adósság jellegű források kiáramlásával összhangban mérséklődött a nettó külső adósság. A tranzakciók hatásait – az előző negyedévi növeléssel szemben – nem ellensúlyozta sem a nominális GDP alakulása, sem pedig az ártértékelődés. A bruttó külső adósság emelkedésében részben a negyedév során megvalósuló devizakötvény-kibocsátás, valamint a negyedév végén a bankoknak nyújtott devizalikviditás is szerepet játszott, melynek finanszírozására a jegybank a nemzetközi szervezetekkel fennálló keretmegállapodásait is felhasználhatja.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2020-ban többletbe fordult, míg a gazdaság finanszírozási képessége a GDP 2 százaléka körül alakult. 2021-től kezdve a járvány hatásainak fokozatos enyhülésével összhangban emelkedő külső kereslettel, az importot növelő – járványhoz kapcsolódó – beszerzések mérséklődésével és az ipari termelés növekedésével összhangban emelkedhet a külkereskedelmi többlet. A jövedelemegyenleg hiánya enyhén emelkedhet, aminek hátterében a gazdasági növekedéssel összhangban emelkedő vállalati jövedelmezőség áll, ugyanakkor ennek hatását részben ellensúlyozza a kamategyenleg további mérséklődése. Összességében a folyó fizetési mérleg többlete fokozatosan emelkedik az előrejelzési horizonton, és 2023-ra eléri a GDP 2 százalékát. Az EU-transzferek emelkedő felhasználása mellett a gazdaság nettó finanszírozási képessége 2023-ra megközelíti a GDP 5 százalékát. A szektorok megtakarítása szerinti pozíciót vizsgálva az államháztartás hiánya az egyszeri járványügyi kiadások megszűnésének, valamint az emelkedő adóbevételek következtében fokozatosan mérséklődik. A lakosság 2020-ban megugró nettó pénzügyi megtakarítása a vírus hatásainak mérséklődésével összhangban fokozatosan csökken az előrejelzési horizonton, de továbbra is magas marad, míg a vállalatok finanszírozási képessége a beruházási dinamika emelkedésével fokozatosan mérséklődik.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



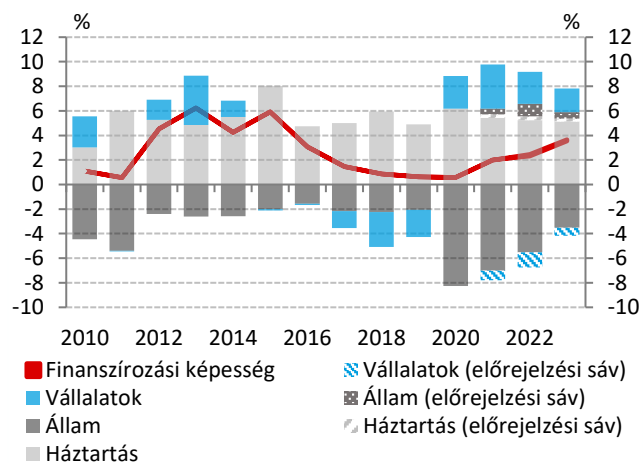
Megjegyzés: A GDP százalékában.

Forrás: MNB

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2020-ban többletbe fordult. Az előrejelzési horizonton is fennmaradó javulás hatására a mutató többlete 2023-ban eléri a GDP 2 százalékát (5-5. ábra). A külkereskedelmi egyenleg, valamint a folyó transzferek felhasználásának kedvező alakulása a korábban vártnál jobb, többletet mutató folyó fizetési mérleget eredményezett 2020-ban (részletesebben lásd a 5-1. keretes írást). A külkereskedelmi egyenleg érdemben emelkedik az előrejelzési horizonton, aminek legnagyobb része 2021-ben figyelhető meg: egyrészt jelentősen csökkennek a járványhoz kapcsolódó importot növelő kiadások, másrészt felvevőpiacaink növekedése tovább javítja a külkereskedelmi egyenleget, amit az előrejelzési horizont második felén a turizmus várható helyreállása is támogat. A javuló nettó export felé mutatnak az ipari termelés 2020 végi adatai is, melyek már meghaladták annak egy évvel korábbi értékét. A kamatkiadás folytatódó enyhe mérséklődése ellenére a vállalati jövedelmezőség helyreállásával a külföldi vállalatok nyeresége emelkedik, ami a jövedelemegyenleg nagyobb hiányához vezet. Ezek eredőjeként a folyó fizetési mérleg többlete stabilan emelkedik az előrejelzési horizonton, és 2023-ban elérheti a GDP 2 százalékát. A folyó fizetési mérleg dinamikájával párhuzamosan emelkedhet a gazdaság külső finanszírozási képessége is, ami főként a (részben a NextGenEU forrásokból származó) EU-transzfer felhasználásnak köszönhetően alakul magasabban a folyó mérlegnél. A mutató többlete 2023-ban megközelíti a GDP 5 százalékát.

A külső egyensúlyi mutatók előrejelzésének bizonytalanságát a két pályája közötti sáv mutatja be. A magasabb növekedési pálya mentén gyorsabb emelkedést mutató belső felhasználás magasabb importot eredményez, valamint a vállalati jövedelmezőség dinamikusabb helyreállásával a külföldi vállalati profit gyorsabb növekedéshez, és így a jövedelemegyenleg magasabb

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



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

Forrás: MNB

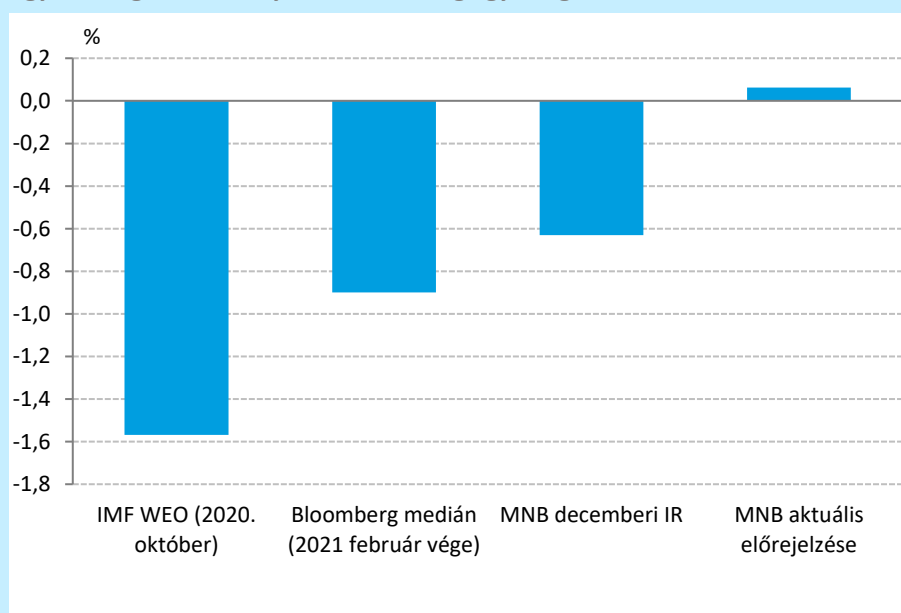
hiányához vezet. A fenti hatások ellenére mindkét pályán a finanszírozási képesség emelkedésére számítunk az előrejelzési horizonton.

A szektorok megtakarítása alapján az államháztartás fokozatosan csökkenő hiánya mellett enyhén mérséklődik a magánszektor finanszírozási képessége az előrejelzési horizonton (5-6. ábra). A járvány elleni védekezési kiadások és a visszaeső adóbevételek hatására 2020-ban megemelkedett költségvetési hiány 2021-től fokozatosan mérséklődik az előrejelzési horizonton. Ennek hátterében az áll, hogy egyrészt a ciklikus folyamatokból adódó kedvezőbb gazdasági környezetben nőnek a bevételek, másrészt az alacsonyabb kiadások is a hiány 2020-hoz viszonyított mérséklődése irányába hatnak. A lakosság 2020-ban megugró nettó pénzügyi megtakarítása a vírus hatásainak mérséklődésével és a korlátozások lazításával összhangban emelkedő fogyasztással enyhén mérséklődhet, de továbbra is magas marad. A beruházási aktivitás megtorpanása miatt a vállalatok nettó megtakarítókká váltak 2020-ban. 2021-től kezdve a javuló jövedelmezőséggel, valamint a – lakossági folyamatokhoz hasonlóan – a beruházási aktivitás emelkedésével, illetve a gazdasági környezet helyreállításával összhangban emelkedő beruházással a vállalati szektor nettó pozíciója mérséklődik.

5-1. keretes írás: A korábbi várakozásoknál kedvezőbb volt a folyó fizetési mérleg 2020. évi egyenlege

Magyarország folyó fizetési mérlegének egyenlege többletet mutatott 2020-ban, ami érdemben kedvezőbb, mint azt az előrejelzések mutatták. A folyó fizetési mérlegre vonatkozó előrejelzések a 2019-es enyhe hiányt követően a válság hatására jellemzően az egyenleg romlását vetítették előre 2020-ra vonatkozóan (5-7. ábra). Ennek háttérében az állt, hogy az év első felében az export – külső kereslet visszaeséséhez, és turizmus ágazat leállításához kapcsolódó - jelentős mérséklődésével szemben az import csak kisebb lassulást mutatott. Ebben a vírus kezeléséhez kötődő egészségügyi beszerzések egyszeri importot növelő hatása is szerepet játszott. Az év második feléhez közeledve ugyanakkor a lezárások hatására mérséklődő belső felhasználás, és a 2020 utolsó negyedében – az ipari termelés helyreállása mellett – éves összevetésben bővülő kivitel hatására az export-import olló pozitívba fordult. Ennek megfelelően jelenlegi becslésünk szerint a folyó fizetési mérleg egyenlege emelkedett a 2019-es szinthez képest, és többletbe fordult.

5-7. ábra: Magyarország 2020-as folyó fizetési mérleg egyenlegére vonatkozó múltbeli várakozások értéke



MNB, Bloomberg, IMF

Előretekintve a folyó fizetési mérleg további javulását várjuk, és a többlet 2021-ben megközelítheti a GDP 1 százalékát, és az előrejelzési horizont végére a GDP 2 százalékáig emelkedhet. A külkereskedelmi többlet emelkedéséhez hozzájárulnak a kedvező ipari termelés és a külső keresleti adatok mellett az FDI-beáramláshoz kapcsolódóan kiépülő új kapacitások is. Továbbá a nettó export emelkedését támogatja az átlottottság emelkedésével összhangban várhatóan fokozatosan újrainduló turizmus ágazat korrekciója. Ezekkel összhangban a folyó fizetési mérleg egyenlege már rövid távon többletbe fordulhat, és 2023-ig a GDP 2 százalékára emelkedhet. A folyó fizetési mérleg emelkedésének és a tőkemérleg – főként EU-források felhasználáshoz kapcsolódó - többletének köszönhetően a gazdaság finanszírozási képessége is emelkedhet.

A beáramló külföldi befektetések hatására kiépülő új ipari kapacitások, valamint a EU-források felhasználásával emelkedő termeléssel összhangban többletes finanszírozási képesség a nettó külső adósság mérséklődésének folytatódásával jár. Az FDI beáramlás továbbra is támogatja a hazai ipari kapacitás bővülését. Az új beruházások bejelentése szempontjából 2020 sem jelentett törést, és számos új, a hazai autóipar megújulását támogató beruházás került bejelentésre az év során. Ide sorolhatók az akkumulátor-gyártókapacitások kiépítésével kapcsolatos bejelentések (pl. SK Innovation, Samsung, GS Yuasa), mellyel az elektromos autózáshoz elengedhetetlen alkatrész egyik regionális központjává válhat Magyarország, ami így az exportot is támogatja. Ezen felül a hazai gazdasági környezetet támogató beruházások finanszírozását az EU források felhasználása is segíti, melynek mértéke a következő évek során – részben a helyreállítási alapok felhasználásának is köszönhetően – emelkedhet. Ezek hatására a nettó külső adósság mérséklődése a következő években is tovább folytatódhat, és a historikusan alacsony állomány tovább mérséklődhet.

5.3. Költségvetési folyamatok

A koronavírus járvány elleni védekezés és a Gazdaságvédelmi Akcióterv intézkedései, valamint a mérséklődő adóbevételek hatására 2020-ban a költségvetés hiánya az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a GDP 8 százalékára emelkedett. Az elmúlt időszakban hozott intézkedések (helyi iparűzési adó csökkentése a kis- és középvállalatok részére, az ágazati bértámogatás meghosszabbítása és kiterjesztése, a 25 év alattiak személyi jövedelemadó mentessége) hatását csak részben ellensúlyozza a korábban vártnál kedvezőbb növekedési előrejelzés, így a hiány csökkenése lassabb lehet a korábban vártnál, és az előrejelzési horizont végén csökkenhet ismét 3 százalékra. Előrejelzésünk szerint 2021-ben a költségvetés hiánya a GDP 6,5-7 százaléka között alakulhat, míg 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 magas költségvetési hiány és a gazdasági növekedés lassulása következtében 2020-ban átmenetileg 80,6 százalékra emelkedett, de 2021-től az államadósság ismét csökkenő pályára áll előrejelzésünk szerint.

5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

Megjegyzés: A GDP százalékában. A 2020. évi ESA-egyenleg az előzetes pénzügyi számlákban szereplő államháztartás nettó finanszírozási igényét mutatja. A költségvetés ESA-egyenlegére vonatkozó előzetes tényadatot a KSH április elején közli az EDP jelentés keretében, amely eltérhet a pénzügyi számlákban szereplő nettó finanszírozási igénytől. Az elsődleges ESA-egyenleg és a fiskális keresleti hatás pontbecslések a hiányra vonatkozó előrejelzési sávok középpontjával konzisztensek. *A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása.

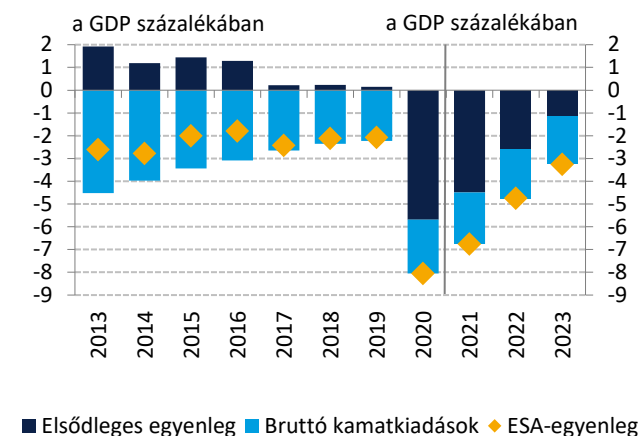
Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

A kormányzati szektor GDP-arányos eredményszemléletű hiánya 2020-ban 8 százalék volt az előzetes pénzügyi számla adatok alapján, míg előrejelzésünk szerint 2021-ben 6,5-7 százalék lesz (5-1. táblázat). A magas 2020-as deficitet a gazdaság lassulása, a koronavírus-járvány elleni védekezés költségei, illetve a Gazdaságvédelmi Akcióterv intézkedései eredményezték. A gazdaság lassulása csökkentette a tervezetthez képest az adóbevételeket, a költségvetési intézkedések pedig jelentős többletforrást juttattak a gazdaságba, így élénkítve a lassuló növekedést, anticiklikus fiskális politikát eredményezve. A 2020-as előzetes hiányadat régiós és nemzetközi összehasonlításban átlagosnak tekinthető. Az Európai Bizottság legfrissebb becslése szerint az Európai Unióban átlagosan 8,4 százalék, míg a régiós országokban 8,2 százalék volt a hiány 2020-ban.

A 2021. évi költségvetési hiány várhatóan a GDP 6,5-7 százalékát éri el. A járvány harmadik hulláma, valamint az elmúlt időszak kormányzati intézkedései (a helyi iparűzési adó csökkentése a kis- és középvállalatok részére, ágazati bértámogatás kiterjesztése, a kiadásokat érintő egyedi kormányhatározatok) következtében a hiány csökkenése lassabb lehet 2021-ben a decemberi Inflációs jelentésben szereplő prognózisunkhoz viszonyítva. 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 százalékos hiánykritérium fölött alakulhat. A 2020-ban az uniós fiskális szabályokat részlegesen felfüggesztő mentesítő záradék alkalmazása 2022-ig fennmaradhat a Bizottság ajánlása alapján, így a 3

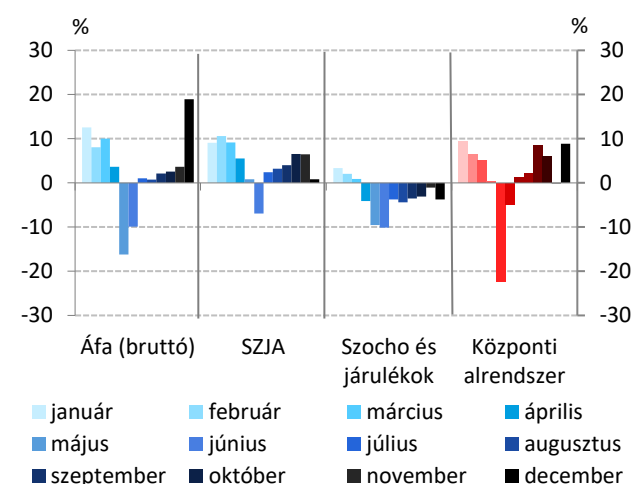
5-8. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása



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

Forrás: KSH, MNB

5-9. ábra: Egyes fontos adónemek és a központi alrendszer bevételeinek változása az előző év azonos hónapjához képest 2020-ban



Forrás: MÁK

százalékos uniós szabálynak előreláthatólag még 2022-ben sem szükséges megfelelni.

5.3.2. A 2020. évi egyenleg

A költségvetés GDP-arányos eredményszámla hiánya 8 százalék volt 2020-ban az előzetes pénzügyi számla adatok alapján (5-8. ábra). A negyedik negyedévben az eredményszámla deficit nagysága a GDP 15,6 százalékának felelt meg. Az adó- és járulékbévételek a számottevő első félévi visszaesés után fokozatos, mérsékelt emelkedést mutattak, ugyanakkor a korábbi dinamikánál alacsonyabb értéken stabilizálódtak (5-9. ábra). A járvány egészségügyi és gazdasági hatásainak kezelését célzó közvetlen költségvetési hatással járó intézkedések a GDP mintegy 12 százalékát tették ki. Az intézkedések körülbelül harmadát átcsoportosításokból, a tartalékok felhasználásából, adóemelésből (kiskereskedelmi adó, pénzügyi szervezetek hozzájárulása), valamint az európai uniós források átcsoportosításából fedezte a költségvetés. Számításaink szerint így az intézkedések nettó pénzforgalmi egyenleghatása a GDP 8,3 százaléka volt (5-2. táblázat).

5.3.3. A 2021. évi egyenleg

A 2021. évi eredményszámla hiány eléri a GDP 6,5-7 százalékát, összhangban a decemberben közzétett költségvetési tervekkel. A költségvetési hiány korábban várthoz viszonyított emelkedését elsősorban a gazdasági helyreállítást célzó kormányzati intézkedések okozták. A helyi iparűzési adó kulcsának kis- és közép vállalatokra vonatkozó átmeneti csökkentése 2021-ben a GDP 0,3 százalékaival növeli e vállalatok elkölthető jövedelmét.

A járvány harmadik hullámának kezelésére bevezetett korlátozó intézkedések ellentételezésül az ágazati bértámogatásra jogosult ágazatok körét a legújabb korlátozásokban érintett ágazatokra kiterjesztették, az igénybevétel időtartalmát pedig meghosszabbították. Az ágazati bértámogatást 2020 novemberétől vehetik igénybe a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás szektorokban tevékenykedő vállalatok.

A kedvezőbb gazdasági környezetben egyrészt a ciklikus folyamatokból adódó magasabb bevételek, másrészt az alacsonyabb kiadások egyaránt a hiány 2020-hoz viszonyított mérséklődése irányába hatnak.

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

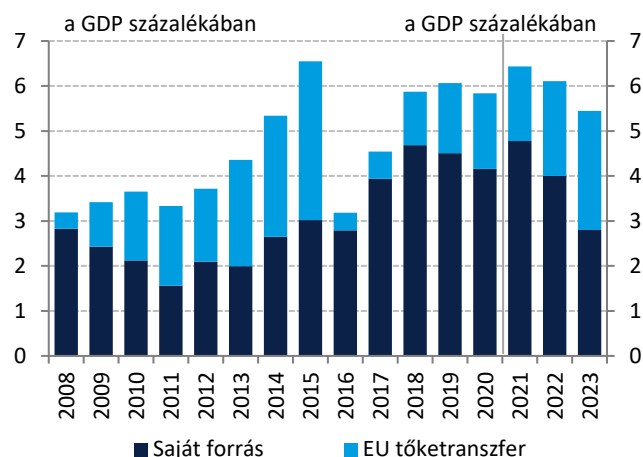
5-2. táblázat: A kormányzati intézkedések költségvetési hatása 2020-ban (a GDP százalékában)

Költségvetési hatással járó intézkedések	12,1
1. Adócsökkentések és családtámogatási intézkedések	0,9
2. Munkahelyvédelem	0,6
3. Gazdaságvédelmi programok	8,5
4. Járvány elleni védekezés kiadásai	2,2
Forrásteremtő intézkedések	3,8
1. Bevételelnövelő intézkedések	0,3
2. Költségvetési átcsoportosítások	3,0
3. Uniós források átcsoportosítása	0,5
Költségvetési egyenlegre gyakorolt hatás	-8,3

Megjegyzés: A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől. Pénzforgalmi hatások, melytől az ESA-egyenlegre gyakorolt hatás eltérhet.

Forrás: Pénzügyminisztérium, MNB

5-10. ábra: A kormányzati beruházások alakulása



Forrás: KSH, MNB

következtében növekvő adóbevételek, valamint a kormányzati kiadások (beruházások, dologi kiadások és pénzügyi transferek) GDP-arányos mérséklődése támogatja. 2022-től a 25 év alatti foglalkoztatottak az átlagbér mértékéig mentességet kapnak a személyi jövedelemadó megfizetése alól. Az intézkedés a GDP 0,2 százalékának megfelelő összeget hagy a fiatal munkavállalóknál 2022-ben és 2023-ban.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

A legjelentősebb kockázat a koronavírus-járvány harmadik hullámának gazdaságra gyakorolt hatásával kapcsolatos. Egy elhúzódó harmadik hullám az adóbevételek további mérséklődéséhez vezethet, továbbá újabb költségvetési intézkedéseket tenne szükségessé. Alappályánkban a kormányzati szektor beruházási kiadásai 2020 után növekedhetnek és 2021-ben a GDP 6 százaléka felett teljesülhetnek (5-10. ábra). A kormányzati beruházásokat növelik a járvány elleni védekezés egyes kiadásai és egyes egyedi beruházási intézkedések is. A tényleges gazdasági hatást csökkentheti, ha a kapacitáskorlátok miatt a többlet beruházási források nem kerülnek maradéktalanul felhasználásra.

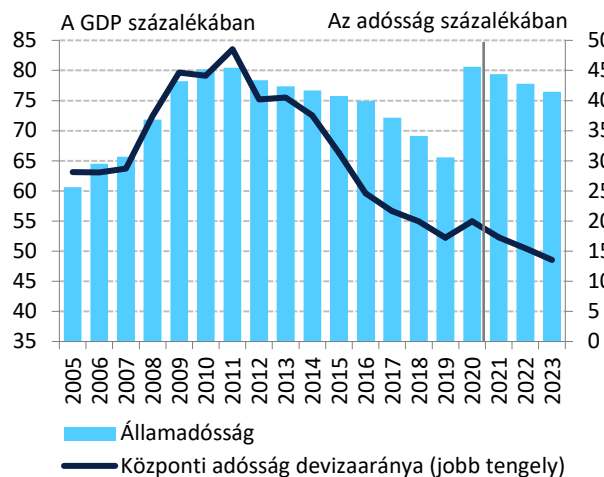
Előrejelzésünk alakulását az európai uniós forrásbeáramlások mértékét érintő érdemi bizonytalanságok övezik. A transferek felhasználása az eredményszámla-egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat, míg a támogatások megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását befolyásolja.

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2020 év végén a bruttó államadósság a GDP 80,6 százaléka volt. Az adósságráta így mintegy 15 százalékponttal emelkedett a 2019. év végi 65,5 százalékos értékéhez képest. Az államadósság emelkedésének irányába hatott a magas költségvetési hiány, a likvid tartalékok (KESZ és devizabetét) növelése, valamint az ártértékelődés és a nominális GDP növekedésének lassulása is.

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság az átmeneti emelkedést követően, 2021-ben ismét folyamatosan csökkenő pályára áll, és 2021. év végére 79,5 százalék alá csökken (5-11. ábra). Az MNB-nél tartott kormányzati betétek állománya 2745 milliárd forintot tett ki 2020 végén, amelyek jövőbeli felhasználása hozzájárulhat az államadósság további csökkenéséhez. Prognózisunk szerint a tavalyi átmeneti emelkedést követően évente átlagosan 1-1,5 százalékponttal csökken az államadósságráta értéke, ami így 2023 végére 77 százalék alá mérséklődhet. A tavalyi devizakötvény-kibocsátások

5-11. 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

következtében 2020 végére a központi államadósság devizaaránya 19,9 százalékra emelkedett, azonban az előrejelzési horizonton tartósan negatív nettó devizakibocsátás az arány mérséklődését eredményezi, ami így idén 17 százalék közelébe, 2023 végére pedig 14 százalék alá csökkenhet.

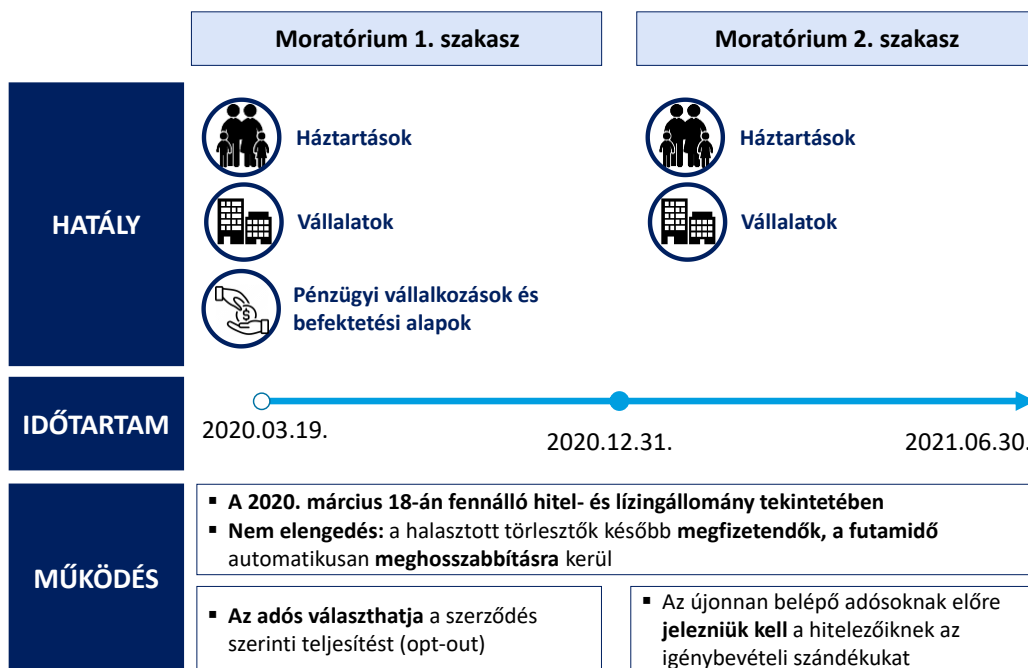
6. Kiemelt témák

6.1. A fizetési moratórium eredményei a lakossági és vállalati szegmensben

A hazai fizetési moratórium az adósok széles körében és hosszú távon biztosít lehetőséget a hiteltörlesztések felfüggesztésére. A Kormány az MNB javaslatával összhangban álló döntése alapján minden 2020. március 18-ig folyósított hiteltartozás törlesztési kötelezettsége automatikusan, külön kérelem nélkül első körben 2020 végéig felfüggesztésre került a koronavírus-járvány negatív gazdasági hatásainak mérséklése érdekében. A fizetési moratórium igénybevétele opcionális, az adósok természetesen dönthetnek úgy, hogy folytatják hitelek törlesztését. A moratórium miatt elmaradt kamattörlesztések nem kerülnek elengedésre, azokat az ügyfeleknek a moratórium lejáratát követően évente egyenlő részletekben kell megfizetniük. A fizetendő törlesztőrészlet a moratórium lejáratát követően nem emelkedhet, e helyett az ügyletek hátralévő futamideje fog növekedni. Az elhalasztott kamatfizetések sem a moratórium időszaka alatt, sem azt követően nem kerülnek tőkésítésre, így az adósok tartozásuk ilyen módon való átstrukturálásával kedvező feltételek mellett hidalhatják át esetleges likviditási nehézségeiket.

A koronavírus-járvány elhúzódása és a 2020 szeptemberétől tapasztalt újbóli erősödése újabb járványügyi intézkedések bevezetését tette szükségessé (6-1. ábra). Az elhúzódó járvány potenciális negatív gazdasági hatásainak ellensúlyozására a Kormány a fizetési moratórium 6 hónapos meghosszabbítása mellett döntött a 2020. március 18-ig folyósított háztartási és vállalati hitelek esetében. A Kormány döntése értelmében a fizetési moratóriummal élt adósok esetén a fizetési moratórium változatlan feltételek mellett 2021. június 30-ig érvényben marad, míg a moratóriummal még nem élő adósoknak a fizetési moratórium igénybevételeire vonatkozó szándékukat írásban vagy elektronikusan kell jelezniük a hitelezőiknek.

6-1. ábra: A fizetési moratórium első és második szakaszának fő jellemzői

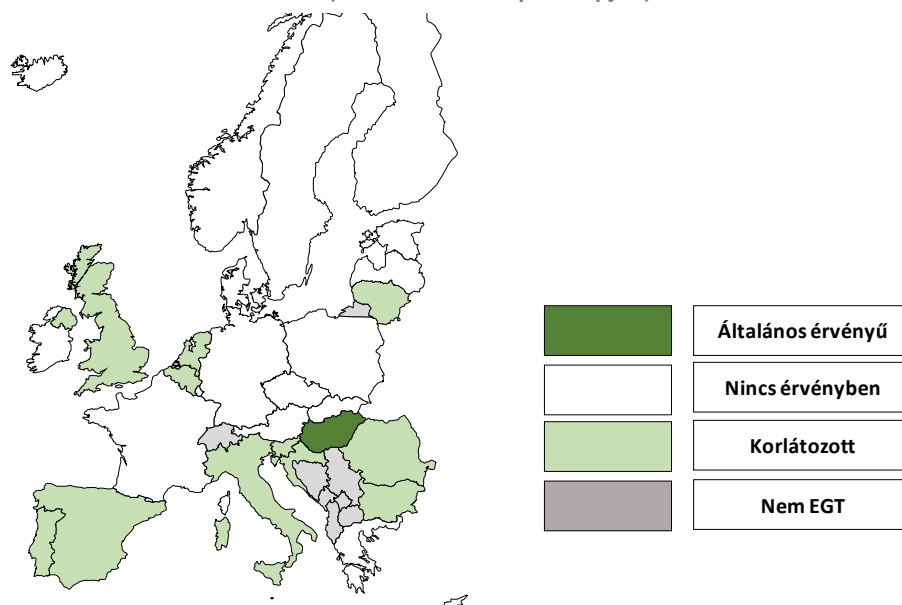


Forrás: MNB

A magyarországi moratórium nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő válságkezelési eszköz. Az Európai Unióban általánosnak mondható volt a fizetési moratóriumok bevezetése: a skandináv országok kivételével valamilyen formában szinte mindenhol vezettek be fizetési moratóriumot (6-2. ábra). A bevezetett intézkedések részleteiben azonban számos eltérés mutatkozik. Az Európai Unióban kilenc ország esetében a jogszabályi forma helyett bankszövetségi ajánlasként került kialakításra a fizetési moratóriumra vonatkozó gyakorlat. Magyarországtól eltérően az igénybevétel számos országban nem automatikus, hanem igényléshez kötött, több esetben pedig jellemző, hogy csak bizonyos feltételek teljesülése (pl. munkanélküliség, járványnak kitett iparágban való működés vagy foglalkoztatottság) esetén érhető el a törlesztés szüneteltetése. A moratórium időszaka széles skálán mozog: az északi országokra rövid, 3-6 hónapos periódus,

míg a déli és közép-kelet európai régió országaira Magyarországhoz hasonlóan hosszabb 6-9 hónapos időtartam volt jellemző kezdetben. A járvány elhúzódó jellegére válaszul több országban a moratórium meghosszabbítása mellett döntöttek, Magyarországtól eltérően azonban jellemzően az érintettek szűkebb körére – például igazolt jövedelemcsökkenés munkanélküliség esetén vagy a turizmusban dolgozókra – vonatkozóan, jellemzően év végéig vagy 2021. júniusáig. A hosszabbítások eredményeként Európában jelenleg 13 országban van érvényben moratórium.

6-2. ábra: A fizetési moratóriumok nemzetközi gyakorlata az EGT államokban és az Egyesült Királyságban (2021.02.02-i állapot alapján)

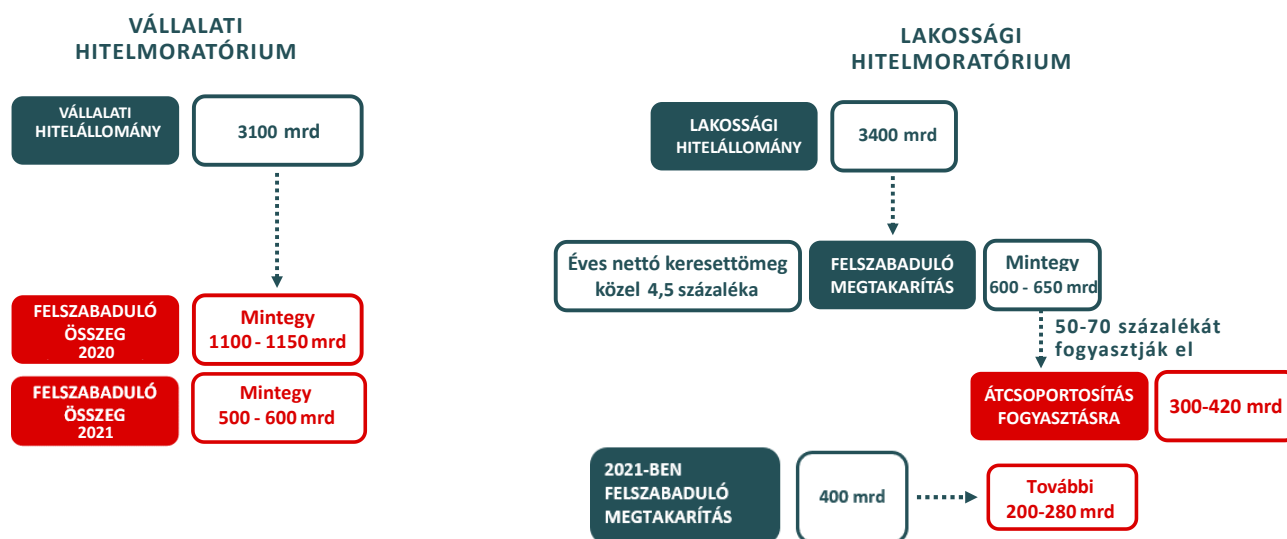


Megjegyzés: A „Nincs érvényben” jelölés azon országokra értendő, ahol nem volt moratórium, vagy a belépésre rendelkezésre álló idő járt le. Forrás: ESRB, MNB gyűjtés

A hazai moratóriumban való nagyarányú részvétel 2020 végéig töretlen maradt. A fizetési moratórium népszerűségét jelzi, hogy a program márciusi indulásakor mintegy 1,6 millió háztartási adós és 50 ezer vállalati ügyfél élt a moratórium lehetőségével. 2020. decemberében a moratórium alatt álló lakossági hitelállomány a 2020. március 18-ig kihelyezett, moratóriumra jogosult hitelállomány 54 százalékát (~3400 Mrd Ft) tette ki, míg a vállalati hitelállomány 39 százaléka (~3100 Mrd Ft) állt moratórium alatt.

A fizetési moratórium jelentősen támogathatta a reálgazdasági szereplők likviditási helyzetét. Becslésünk szerint a fizetési moratórium eredményeként mintegy 1700-1800 milliárd forint, a 2020. évi GDP 3,6-3,8 százalékát kitevő többlet likviditás maradhatott a lakossági és vállalati adósoknál 2020-ban, hozzájárulva ezzel a járvány okozta pénzügyi stabilitási és reálgazdasági kockázatok enyhítéséhez. A 2020. évi likviditási hatásból a háztartások 600-650 milliárd forinttal, a vállalkozások 1100-1150 milliárd forinttal részesedhettek. A fizetési moratórium meghosszabbítása előzetes becsléseink alapján további mintegy 900-1000 milliárd forintot, a 2020. évi GDP 1,9-2,1 százalékának megfelelő összeget hagyhat a reálgazdasági szereplőknél 2021. június 30-ig, amelyből 500-600 milliárd forint maradhat a vállalkozásoknál és mintegy 400 milliárd forint a háztartásoknál.

6-3. ábra: A vállalati és lakossági hitelmoratórium hatása



Forrás: MNB

A lakossági hitelekre vonatkozó törlesztési moratórium enyhítette a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének csökkenését, ami hozzájárulhatott a háztartások fogyasztásának nemzetközi összevetésben enyhe visszaeséséhez 2020-ban (6-3 ábra). A törlesztés átmeneti elhalasztása lehetőséget biztosított arra, hogy a lakosság a rendelkezésére álló jövedelme egy részét fogyasztásra, vagy beruházásra fordítsa. Becslésünk szerint a 2020-ban felszabaduló megtakarítás az éves nettó keresettömeg közel 4,5 százaléka volt és 2021-ben is eléri a keresettömeg 2,7 százalékát. A moratórium igénybevétele hozzájárul a fogyasztás szintjének gyorsabb helyreállításához, várakozásaink szerint a felszabaduló összeg 50-70 százalékát fordíthatják fogyasztásra a háztartások.

6.2. A 2020-as évre adott jegybanki előrejelzések értékelése

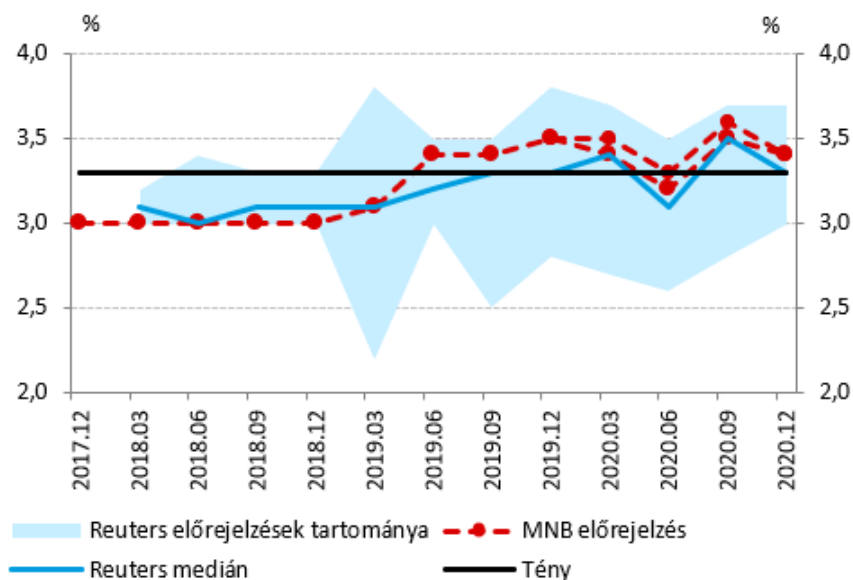
Elemzésünk célja annak bemutatása, hogy a fő makrogazdasági változók előző naptári évi értékére adott előrejelzések mekkora pontossággal teljesültek. Emellett azt is megvizsgáljuk, hogy a jegybank előrejelzési teljesítménye hogyan viszonyul a piaci elemzőkéhez. A 2020-as évre a vizsgált változók esetén először 2017 decemberében készítettünk előrejelzést. A 2020. márciusi Inflációs jelentéstől kezdve a koronavírus-járvány következtében kialakult bizonytalan helyzet miatt átmenetileg szakítottunk azzal a gyakorlattal, hogy egy kitüntetett alappálya köré építjük prognózisunkat, így az előrejelzés sávosan került publikálásra. Összességében a 2020-as inflációra vonatkozó várakozásunk a tényadattal összhangban alakult. A gazdasági növekedés, illetve a versenyszféra bér- és létszámnövekedése esetében a koronavírus megjelenését követően nagyobb visszaesés volt várható, azonban hazánk ellenállóbbnak bizonyult a vírus második hullámával szemben.

6.2.1. Infláció

2020-ban az éves átlagos infláció 3,3 százalékon alakult. Előrejelzésünket a koronavírus-járványt megelőző időszakban a kedvező belső folyamatok, illetve az adóváltozások infláció emelő hatása, továbbá a visszafogott külső inflációs környezet határozta meg. A belső folyamatok esetében azt feltételeztük, hogy az erős belső kereslet növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ami az árdinamika növekedését okozhatja. A magas bérdinamika miatti költségek növekedéséről és az ebből fakadó inflációs hatásokról ugyanakkor azt gondoltuk, hogy azokat ellensúlyozza a vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó csökkentése. A kormányzat által elfogadott 2020. évi adócsomag alapján a dohánytermékek jövedéki adója januárban és júliusban emelkedett. Ennek hatását csak részben tudta ellensúlyozni a szálláshely szolgáltatások áfájának 18-ról 5 százalékra történő csökkentése 2020. január 1-jétől. Ami a külső inflációs környezet hatását illeti, előrejelzéseinkben azzal számoltunk, hogy az eurozónából érkező inflációs hatások továbbra is mérsékeltek maradnak, így fékezik a hazai áremelkedés ütemét.

Az elmúlt két évben összességében a 3 százalékos jegybanki inflációs célt enyhén meghaladó árdinamikát tartalmaztak előrejelzéseink. 2019 júniusától a prognózisokat döntően a bejelentett jövedékiadó-emelések hatására emeltük a későbbi tényadattal lényegében megegyező szintre. Feltevéseinket 2020 márciusától legnagyobb részben a koronavírus-járvánnyal kapcsolatos fejlemények (volatilis olaj- és élelmiszerárak, korlátozó intézkedések, nyári átárazások és megváltozott szezonális stb.) hatására módosítottuk. 2020 szeptembertől a későbbi tényadatoknál enyhén magasabb inflációra számítottunk, bár a koronavírus gazdasági hatásai miatt az előrejelzéseket a szokásosnál nagyobb bizonytalanság övezte. A Reuters felmérésében részt vevő piaci elemzők várakozásai 2019 elejétől széles sávban szóródtak, így 2020-as előrejelzéseik bizonytalansága növekedett. Ennek ellenére a Reuters 2020-ra jelzett átlagos mediánja lényegében megegyezett a később megismert tényadattal (6-4. ábra).

6-4. ábra: A 2020. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések alakulása

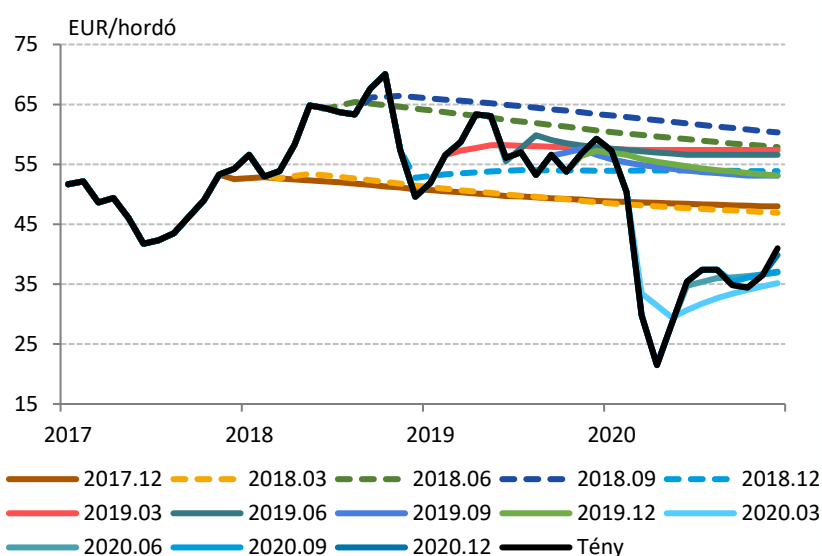


Megjegyzés: A sáv a Reuters által megkérdezett elemzők előrejelzéseinek terjedelmét mutatja. A 2020. márciusi Inflációs jelentéstől kezdve a koronavírus-járvány következtében kialakult bizonytalan helyzet miatt átmenetileg szakítottunk azzal a gyakorlattal, hogy egy kitüntetett alappálya köré építjük prognózisunkat, így az MNB előrejelzés sávosan került publikálásra.

Forrás: KSH, MNB, Reuters

A 2020-ra vonatkozó előrejelzések változtatását a világpiaci olajárak volatilis alakulása is befolyásolta (6-5. ábra). A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó Brent nyersolaj euróban kifejezett világpiaci ára a koronavírus-járvány következtében historikus mélypontra, 22 EUR/hordó szintig esett a globálisan bevezetett lezárások és korlátozó intézkedések miatt hirtelen zuhanó kereslet hatására. Az olaj ára 2020 nyarára 37 EUR/hordó szintig korrigált, és 2020 decemberére 41 EUR/hordó szintig emelkedett. A Brent nyersolaj világpiaci árának alakulását az OPEC+ termeléskorlátozási tárgyalásai, illetve az országok járványügyi intézkedéseivel kapcsolatos fejlemények határozták meg 2020 második felében, melyek egyaránt befolyásolták az olajpiaci keresleti és kínálati viszonyokat.

6-5. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása

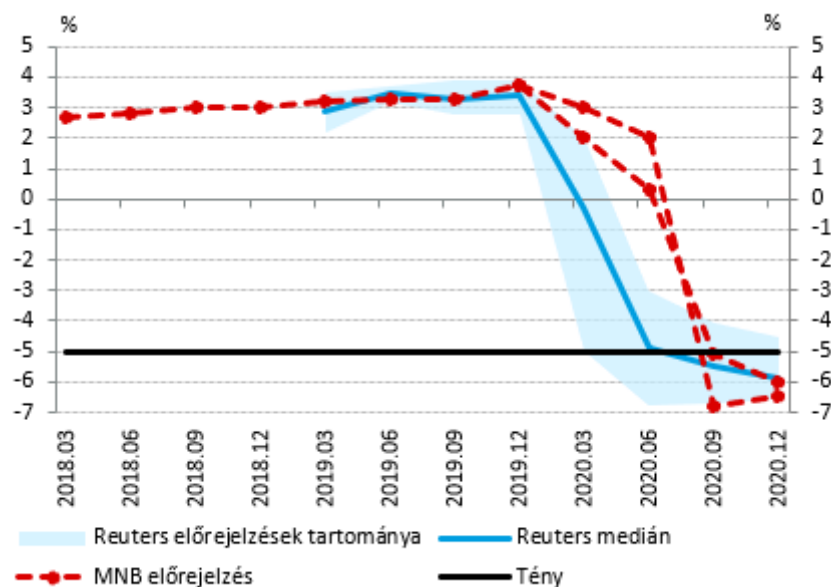


Forrás: Bloomberg

6.2.2. Gazdasági növekedés

A 2020-as évben a koronavírus-járvány gazdasági hatásai miatt a hazai GDP 5 százalékkal csökkent éves összevetésben. A tavalyi évre adott jegybanksi és piaci előrejelzések 2019 végéig enyhén emelkedtek, és 3 százalék feletti növekedéssel számoltak (6-6. ábra). Előrejelzésünkben arra számítottunk, hogy az előző évekhez hasonlóan a belső keresleti tételek továbbra is támogatják a növekedést. A vállalatok beruházási tevékenysége a kedvező finanszírozási környezettel összhangban élénk marad. A kedvező jövedelmi folyamatok segítik a háztartások fogyasztásának további emelkedését. Külkereskedelmi partnereink recessziós kockázatai csökkentek 2019 végére, ugyanakkor a tartósan visszafogott külső konjunktúra fennmaradását mutatták a prognózisok. A koronavírus hazai megjelenése után 2020 márciusában lefelé módosítottuk GDP előrejelzésünket, azonban a járvány gazdasági hatásait érdemi bizonytalanság övezte. A második negyedévben a hazai gazdaság teljesítménye jelentősen visszaesett, a járvány első hulláma azokat az ágazatok támadta, amelyek korábban a magyar növekedés motorját adták.

6-6. ábra: A 2020. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



Megjegyzés: A sáv a Reuters által megkérdezett elemzők előrejelzéseinek terjedelmét mutatja. A 2020. márciusi Inflációs jelentéstől kezdve a koronavírus-járvány következtében kialakult bizonytalan helyzet miatt átmenetileg szakítottunk azzal a gyakorlattal, hogy egy kitüntetett alappálya köré építjük prognózisunkat, így az MNB előrejelzés sávosan került publikálásra.

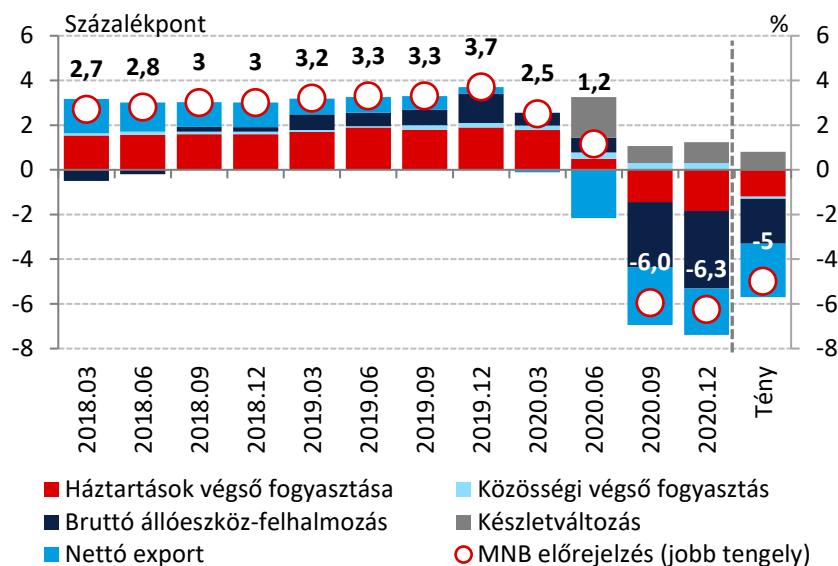
Forrás: KSH, MNB, Reuters

A 2020 első felében publikált előrejelzéseinkben a GDP enyhe emelkedésére számítottunk. Korábbi módszertanunktól eltérve nem csak elfogadott lépésekkel számoltunk, hanem feltételes előrejelzést készítettünk. Prognózisunk két feltevés mellett készült: egyrészt, hogy a koronavírus esetében globálisan nem következik be súlyos második hullám, másrészt, hogy a kormányzati beruházások gyors növelése már idén képes támogatni a recesszióba süllyedő gazdaságot. 2020 második felében láthatóvá vált, hogy ezen feltevések nem teljesültek. A koronavírus esetében az első hullám után megérkeztek a vírussúlyosabb újabb hullámok, ami körülbelül 3 százalékponttal mérsékelte a tavalyi GDP-t. Az egészségügyi védekezés prioritásai mellett a kormányzati beruházások felpörgetése csak a tavalyi év végén volt megfigyelhető. Amennyiben a kormányzati fogyasztás és beruházások 2020 egészében kétszámjegyű bővülését mutattak volna, az a hazai gazdasági teljesítmény visszaesését 2,0 – 2,5 százalékponttal tompíthatta volna.

2020 második felétől – a járvány második hullámának megjelenésével – előrejelzésünkben a GDP nagyobb visszaesésre számítottunk, ami összhangban volt a piaci elemzők várakozásaival is. Azonban hazánk ellenállóbbnak bizonyult a vírus második hullámával szemben (6-7. ábra). A korlátozások újbóli bevezetése egyes szolgáltatások teljesítményét ismét negatívan érintette, ugyanakkor a termelő ágazatok kibocsátásának helyreállása, ha lassuló ütemben is, de folytatódott, ami a várakozásoknál kedvezőbb év végi külkereskedelmi teljesítményben is megnyilvánult. A háztartások fogyasztása az

EU átlagánál kisebb mértékben csökkent 2020-ban, amit a 2009-es gazdasági világválsággal összevetve enyhébb munkaerőpiaci alkalmazkodás, a jól működő hitelpiacok és a célzott jegybanki és kormányzati programok (hiteltörlesztési moratórium, bértámogatások) segítettek. A beruházások szintje a negyedik negyedévben ismét emelkedni tudott éves összevetésben, ami szintén hozzájárult a vártnál enyhébb 2020-as GDP visszaeséshez.

6-7. ábra: A 2020-ra vonatkozó GDP-előrejelzés felhasználás oldali dekompozíciója



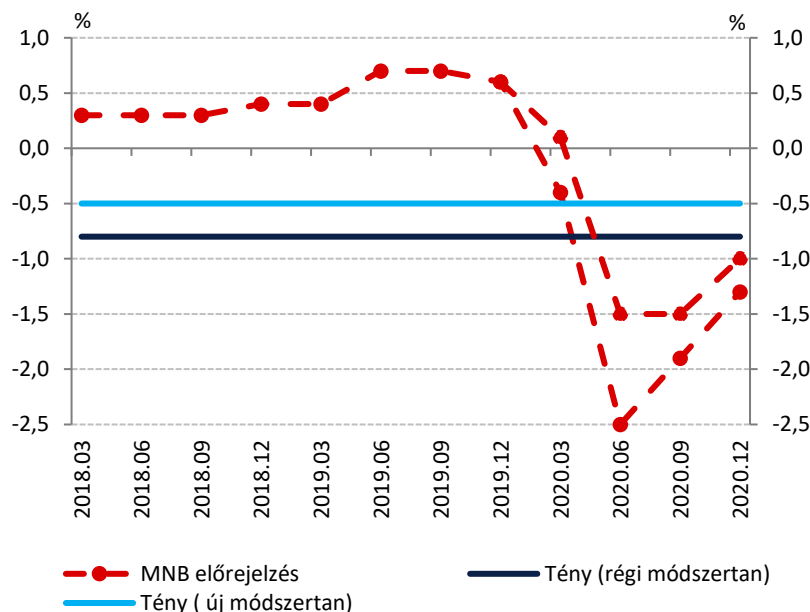
Forrás: KSH, MNB

6.2.3. Munkaerőpiac

2020-ban a versenyszférában foglalkoztatottak száma 0,5 százalékkal mérséklődött. A korábbi prognózisok szerint a gazdasági növekedéssel párhuzamosan a versenyszféra magas munkaerő-kereslete támogatja a létszám emelkedését. A demográfiai folyamatok mellett az előző évek dinamikus létszámbővülésével összhangban a potenciálisan bevonható munkaerő-tartalék historikusan alacsony szintre csökken, így egyre effektívebb korlátot jelent a foglalkoztatás-bővülés számára. A vállalatok által tervezett létszámbővítéseket a munkaerő-tartalék szűkössége mellett a munkaerő nem megfelelő képzettsége és a munkavállalási mobilitás hiánya is jelentősen megnehezíti. 2019 végéig a versenyszféra foglalkoztatás mérsékelt (0,3-0,7 százalékos) emelkedését prognosztizáltuk 2020-ra a további, dinamikus bővülést korlátozó tényezők miatt.

A koronavírus-járvány miatt a munkaerőpiaci folyamatokat is érdemi bizonytalanság övezte, a foglalkoztatás a tavalyi év során a vártnál ellenállóbbnak bizonyult. A járvány okozta gazdasági hatások 2020 második negyedévéétől a munkaerőpiacon is jelentkeztek, a korábbi válságtapasztalatok alapján több mint 100 ezer munkahely megszűnésére számítottunk. Az előző válsághoz képest azonban a vállalatok kisebb mértékben csökkentették a létszámot, inkább a ledolgozott munkaórákat fogták vissza. Az elbocsátások mértékét a jól működő hitelpiacok, a moratórium és a bértámogatások hatékonyan mérsékeltek 2020-ban. Emellett a KSH módszertani változást hajtott végre a Munkaerő-felmérés szerinti foglalkoztatottak számában (bővebben lásd a 3-3. keretes írást), amely további 0,3 százalékponttal felfelé módosította a 2020. évi dinamikát (6-8. ábra).

6-8. ábra: A 2020. évi versenyszféra létszámindekre vonatkozó MNB-előrejelzések

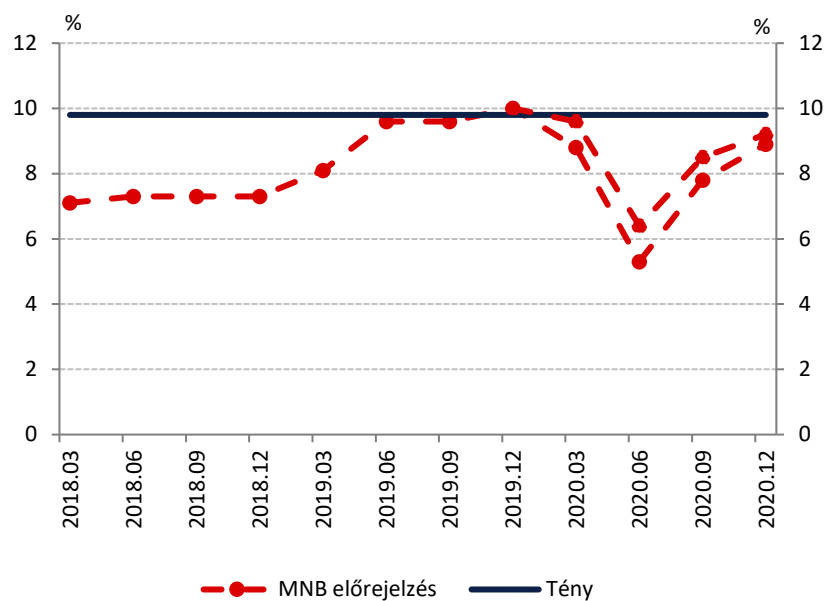


Megjegyzés: 2020 márciusától az MNB előrejelzés sávosan került publikálásra, az ábrán az előrejelzés sávközepe szerepel. A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokat.

Forrás: KSH, MNB

2020-ban lényegében nem befolyásolta a bérek dinamikáját a válság, a járványt megelőző prognózisainkkal összhangban, 9,8 százalékkal emelkedett a bruttó átlagkereset a versenyszférában. A 2020-as évre adott, legkorábbi előrejelzésekben azt feltételeztük, hogy a termelői reálbérek (reál munkaerőköltség) növekedése a termelékenység emelkedésével összhangban alakul. A 2019. év eleji bérezési döntések azonban arra utaltak, hogy az intenzív verseny a munkaerő megtartásáért és felvételéért magasabb béremelésre készíti a vállalatok jelentős részét. A tartósan feszes munkaerőpiaci kondíciók következtében jelentősen felfelé, 10 százalék közelébe módosítottuk a versenyszféra bérprognózist 2020-ra is (6-9. ábra). A járvány megjelenésével azzal számoltunk, hogy a gazdasági helyzet gyors megváltozása felülírja a korábban meghozott béremelési döntéseket. Előrejelzésünkkel ellentétben a vállalatok végül sem a rendszeres béreket, sem az év végi jutalmakat nem fogták vissza, feltehetően az idei évre halasztva a bérekben történő alkalmazkodást.

6-9. ábra: A 2020. évi versenyszféra bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



Megjegyzés: 2020 márciusától az MNB előrejelzés sávosan került publikálásra, az ábrán az előrejelzés sávközepe szerepel. A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokat.

Forrás: KSH, MNB

7. A 2021. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

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

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

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

Forrás: MNB

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

	2021				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	-0,9	0,0	4,0	0,0	3,1
nem feldolgozott	-3,5	0,0	4,0	0,0	0,5
feldolgozott	0,5	0,0	3,9	0,0	4,4
Ipari termékek	1,0	0,0	0,4 - 0,5	0,0	1,4 - 1,5
tartós	1,3	0,0	0,0	0,0	1,3
nem tartós	0,8	0,0	0,6 - 0,8	0,0	1,4 - 1,6
Piaci szolgáltatások	0,8	0,0	2,7 - 2,9	0,0	3,5 - 3,7
Piaci energia	1,2	0,0	0,8	0,0	2,0
Alkohol, dohány	3,1	1,5	1,0 - 1,3	6,3	11,9 - 12,2
Üzemanyag	2,5	1,2	13,5	-1,5	15,7
Szabályozott árak	-1,1	0,0	1,5	0,0	0,4
Infláció	0,6	0,2	2,5 - 2,6	0,5	3,8 - 3,9
Maginfláció	1,2	0,2	1,7 - 1,9	0,8	3,9 - 4,1

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzó hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzó hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzó és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-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: Az adóváltozások inflációs hozzájárulása	14
1-4. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója	14
1-5. ábra: Az üzemanyagárak éves változása és az üzemanyagárhoz kapcsolódó bázishatás alakulása	15
1-6. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	19
1-7. ábra: Beruházások éves változása	20
1-8. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	20
1-9. ábra: Fogyasztás éves változása	21
1-10. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	21
1-11. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása	21
1-12. ábra: Az export alakulása	22
1-13. ábra: A 2020-ban és 2021-ben bejelentett vállalati nagyberuházások	23
1-14. ábra: A kormányzati beruházások alakulása	23
1-15. ábra: Az építőiparban foglalkoztatottak számának alakulása (bal panel) és az építési költségek éves változása (jobb panel)	24
1-16. ábra: A feldolgozóipari beszerzésimendzser-indexek alakulása	25
1-17. ábra: A járműipar árbevétel-kiesése régióként	26
1-18. ábra: A foglalkoztatás éves változása a versenyszférában	27
1-19. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása	27
1-20. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	28
1-21. ábra: A lakossági reáljövedelem alakulása	28
1-22. ábra: A foglalkoztatottság alakulása a 15-24 éves korosztályban	29
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	32
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	32
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	33
3-1. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása	34
3-2. ábra: A Dow Jones Global Shipping Index alakulása	35
3-3. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása	35
3-4. ábra: A GDP változása éves összevetésben	35
3-5. ábra: Az újonnan benyújtott munkanélküli segélykérelmek alakulása az Egyesült Államokban	36
3-6. ábra: Kína egyes makroindikátorainak alakulása	36
3-7. ábra: A Bloomberg valós idejű aktivitási indikátorainak alakulása	36
3-8. ábra: Globális inflációs folyamatok	37
3-9. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	37
3-10. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	38
3-11. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása	38
3-12. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok	38
3-13. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2021. február)	39
3-14. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban	39
3-15. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban	40
3-16. ábra: A jegybanki mérlegfőösszegek alakulása	41
3-17. ábra: A GDP arányos mérlegfőösszegek változása 2020. január és 2021. január között	42

3-18. ábra: A 2020. évi GDP változása és a járványügyi korlátozó intézkedések mértéke	43
3-19. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	44
3-20. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása	44
3-21. ábra: A turisztikai kereslet alakulása	45
3-22. ábra: A bolti kiskereskedelem és vendéglátás forgalomváltozása, január 29- február 26	45
3-23. ábra: Heti áramfogyasztás éves változása	46
3-24. ábra: Közúti teherforgalom változása	46
3-25. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	47
3-26. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	47
3-27. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban	48
3-28. ábra: A kiskereskedelem volumenváltozása üzletcsoportonként	49
3-29. ábra: Digitalizáció a vállalatok körében 5 dimenzió mentén.....	50
3-30. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása	51
3-31. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása	51
3-32. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása	52
3-33. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	52
3-34. ábra: A regisztrált álláskeresők számának alakulása	52
3-35. ábra: A főbb munkaerőpiaci mutatók alakulása a Munkaerő-felmérésben.....	53
3-36. ábra: Az aktivitási ráta és a foglalkoztatási ráta alakulása nemeként (férfiak - bal panel, nők - jobb panel).....	54
3-37. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban	55
3-38. ábra: A világpiaci élelmiszerárak alakulása	56
3-39. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása.....	56
3-40. ábra: Az infláció dekompozíciója	57
3-41. ábra: Az inflációs alapmutatók	57
3-42. ábra: Az iparcikkek árváltozása	57
3-43. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása	58
3-44. ábra: Inflációs várakozások a régióban	58
3-45. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozásainak alakulása	60
3-46. ábra: Egyes piaci szolgáltatások inflációja 2021 februárjában	61
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	62
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	62
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	63
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	63
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	63
4-6. ábra: A magyar állampapírpiaci hozamok elmozdulása	64
4-7. ábra: A hazai zérókupon hozamfelárak változása	65
4-8. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába	66
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegekben	66
4-10. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje	67
4-11. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegekben	67
4-12. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása	68
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	69
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	69
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	70
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	70
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	71
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	72
5-7. ábra: Magyarország 2020-as folyó fizetési mérleg egyenlegére vonatkozó múltbeli várakozások értéke	73
5-8. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása.....	75
5-9. ábra: Egyes fontos adónemek és a központi alrendszer bevételeinek változása az előző év azonos hónapjához képest 2020-ban.....	75

5-10. ábra: A kormányzati beruházások alakulása	76
5-11. ábra: Az államadósság várható alakulása	77
6-1. ábra: A fizetési moratórium első és második szakaszának fő jellemzői	78
6-2. ábra: A fizetési moratóriumok nemzetközi gyakorlata az EGT államokban és az Egyesült Királyságban (2021.02.02-i állapot alapján)	79
6-3. ábra: A vállalati és lakossági hitelmoratórium hatása	80
6-4. ábra: A 2020. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések alakulása	82
6-5. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása	82
6-6. ábra: A 2020. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések	83
6-7. ábra: A 2020-ra vonatkozó GDP-előrejelzés felhasználás oldali dekompozíciója	84
6-8. ábra: A 2020. évi versenyszféra létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések	85
6-9. ábra: A 2020. évi versenyszféra bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések	86

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	13
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	16
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása	20
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	30
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal	31
4-1. táblázat: A hazai zérókupon hozamfelárak változása	65
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók	74
5-2. táblázat: A kormányzati intézkedések költségvetési hatása 2020-ban (a GDP százalékában)	76
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra (százalékpont, illetve százalék)	87
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)	87

Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2021. március

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

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.