



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2021
JÚNIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2021
JÚNIUS

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. június 17-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	29
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	33
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	37
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	37
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	41
3.3. Munkaerőpiac	48
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	52
3.5. Költségek és infláció	54
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	61
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	61
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	63
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	65
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	65
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciónkra	67
5.3. Költségvetési folyamatok	69
6. Kiemelt témák	73
6.1. A 2020. évi gazdasági növekedés karaktere	73
7. A 2021. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	76
Ábrák és táblázatok jegyzéke	77

Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	14
1-2. keretes írás: A nyersanyagárak alakulása	16
1-3. keretes írás: A hitelmoratórium hatása a megtakarítások alakulására	25
1-4. keretes írás: A nyitás hatása a megtakarítások alakulására és az inflációs folyamatokra	27
3-1. keretes írás: Az építőipari kapacitáskihasználtság alakulása	46
3-2. keretes írás: A munkaerőpiaci ciklus helyzete	50
3-3. keretes írás: A maginfláció szerkezetének változása	52
3-4. keretes írás: A termelői és a fogyasztói árak kapcsolata	57
3-5. keretes írás: Az infláció újraelosztó hatása	58

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, illetve a 2021. augusztus 2-ától kibővülő mandátuma alapján a környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját is.

A 2021 első negyedéves GDP adatok jellemzően a vártnál kedvezőbben alakultak, miközben egyre több országban megkezdődött a gazdaságok újraindítása. A globális infláció emelkedett, több országban is inflációs kiugrások jelentkeztek.

2021 első negyedévében a kínai gazdaság teljesítménye már 5,7 százalékkal haladta meg a 2019. negyedik negyedévi szintjét, míg az Egyesült Államoké 0,9 százalékkal elmaradt attól. Az Európai Unió országainak átlagos kibocsátása ugyanakkor még 4,6 százalékkal a 2019. negyedik negyedévi szint alatt maradt. A világkereskedelem és a világ gazdaság ipari termelése már meghaladja a járvány előtti szinteket, és a szolgáltató szektor kilátásai is javultak.

Az eurozóna esetében az infláció a tavaly év végi negatív tartományból januártól kezdve fokozatosan közelített a 2 százalékos értékhez. Az Egyesült Államokban a fogyasztóiár-index 5 százalékra emelkedett májusban, amely 2008 szeptembere óta a legmagasabb érték. A tavaszi hónapokban a régiós országok többségében is jelentősen nőttek a fogyasztói árak. A maginfláció az elmúlt negyedévhez képest Romániában és Csehországban emelkedett, míg Lengyelország esetében részben bázishatás következtében 4 százalék közelébe csökkent.

Az elmúlt időszakban több jegybank is jelezte, hogy az inflációs kilátások emelkedése miatt szükség esetén készen áll a monetáris kondíciók szigorítására.

A Federal Reserve változatlanul hagyta 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, miközben az állampapír és jelzálogfedezett-értékpapír vásárlások legalább az eddigi ütem szerint folytatódni fognak. A döntéshozók szerint az infláció emelkedése főként átmeneti tényezőkhez köthető, azonban az inflációs várakozások is emelkedtek az elmúlt időszakban. Az EKB Kormányzótanácsa változatlanul hagyta az irányadó rátákat és az eszközvásárlási programjának paramétereit. Az EKB folytatja a koronavírus miatt bevezetett eszközvásárlási programjának (PEPP) vásárlásait, amelyek a jegybank jelzése szerint 2021 harmadik negyedévében is szignifikánsan magasabban alakulnak az év első negyedévéhez képest.

A régióban egyik jegybank sem változtatott az alapkamaton az elmúlt negyedévben, ugyanakkor a monetáris kondíciók szigorításának időzítése több ország esetében is központi kérdéssé vált. A régióban a cseh jegybank a kommunikációja alapján az év közepén kamatot emelhet, míg a lengyel döntéshozók közül többen is kamatemelésre vonatkozó üzeneteket fogalmaztak meg.

A pénz- és tőkepiaci hangulat a negyedév első felében a kedvező makroadatok következtében javult, ugyanakkor a negyedév második felében a globális deflációs félelmek erősödése, valamint a kínálati oldalt érintő globális ellátási problémák miatt némileg romlott.

Az elmúlt negyedév első felében a fejlett piaci hozamokban az év eleji jelentős emelkedést követően enyhe korrekció volt megfigyelhető a kedvező pénzpiaci hangulatnak köszönhetően. Az időszak második felében ugyanakkor a világ több országában is megjelenő inflációs kiugrások, valamint a számottevő monetáris és fiskális stimulus következtében tovább erősödő deflációs aggodalmak kedvezőtlenül hatottak a globális pénzpiaci hangulatra. Az Egyesült Államokban az áprilisi infláció vártnál nagyobb megugrása ismét a hosszú hozamok globális emelkedését eredményezte. A nyersanyagárak, különösen az olajárak növekedését egyedi tényezők is fokozták, miközben a pénzpiaci bizonytalanságot a kínálati oldalt érintő globális ellátási problémák is erősítették. A változékony pénzpiaci hangulatban a kockázati mutatók enyhén tovább csökkentek, miközben a pénzpiaci volatilitás a márciusban tapasztalthoz hasonló mértékű maradt.

Az inflációs kockázatok általánosan erősödtek és a hazai inflációs kilátások felfelé tolódtak.

A hazai fogyasztóiár-index 2021 második negyedévében – elsősorban az üzemanyagokhoz kapcsolódó – bázishatások, a dohánytermékek jövedéki adójának emelése és a gazdaság újraindítása következtében átmenetileg 5 százalék körül alakul. A májusi infláció szerkezete megerősíti az újraindításhoz kapcsolódó felfelé mutató inflációs kockázatok megjelenését. A kereslet gyors helyreállása lehetőséget ad az év eleje óta megemelkedett alapanyag-költségek fogyasztói árakban történő érvényesítésére. Április óta a piaci szolgáltatások és az iparcikkek áremelkedése gyorsult, miközben az inflációs alapfolyamat-mutatók is emelkedtek.

Az infláció az év végéig jellemzően a jegybanki toleranciasáv fölött alakul. A második negyedévi kiugrást követően a nyári hónapokban a fogyasztóiár-index csak a korábban vártnál lassabb ütemben csökken 4 százalék közelébe, majd az év végén ismét enyhén emelkedik. Az éves átlagos infláció 2021-ben a márciusi előrejelzéshez képest magasabb, 4,1 százalék lehet. A bázishatások következtében az infláció 2022 elején várhatóan újból a jegybanki toleranciasávba süllyed és a monetáris politikai lépések következtében 2022 közepétől a jegybanki cél körül stabilizálódik.

A Monetáris Tanács megítélése szerint kulcsfontosságú az inflációs várakozások megfelelő horgonyozottságának biztosítása. Az inflációs kilátásokat övező felfelé mutató kockázatok általánosan erősödtek. Az eurozóna és az USA inflációja az év eleje óta nőtt. A nyersanyagárak és a nemzetközi szállítmányozás költségeinek tartós emelkedése magasabb külső inflációs környezet irányába mutat. Az újraindítást követően a lakossági fogyasztás újra élénkül. A hazai gazdaság gyors újraindulásával átmenetileg ismét fellépő keresleti-kínálati súrlódások, az egyes ágazatokban várhatóan újból szűkössé váló munkaerőpiaci kapacitások az élénk bérdinamikával párosulva az inflációs kockázatok növekedését okozzák.

A korai nyitás eredményeként a gazdaság újraindítása a második negyedévben jelentősen felgyorsul, így a hazai gazdaság 2021-ben a korábban vártnál gyorsabban, 6,2 százalékkal bővül.

2021 első negyedévében a hazai GDP 2,0 százalékkal növekedett az előző negyedévhez képest, míg 2,1 százalékkal elmaradt az egy évvel korábbi szinttől. A beérkezett adat érdemben meghaladta az előzetes várakozásokat. A bérdinamika a járvány ellenére élénk maradt, miközben a munkanélküliségi ráta nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony. A hazai lakosság átlagoltottsági szintje az Európai Unió élvonalába tartozik, ami megfelelő alapot adott a gazdaság helyreállításához. Az európai átlagnál korábbi nyitás eredményeként a gazdaság újraindítása a második negyedévben jelentősen felgyorsul. A valós idejű adatok a második negyedévre kétszámjegyű gazdasági növekedést jeleznek. A magyar gazdaság kibocsátása a harmadik negyedévben elérheti a válság előtti szintjét. Az ipar gyors kilábalását a kiskereskedelem követi, míg a járványnak leginkább kitett szolgáltatászektor kilábalása jobban elhúzódik.

A lakossági kereslet a korlátozások fokozatos feloldásával párhuzamosan élénkül. A fogyasztás helyreállítását a magas megtakarítási ráta csökkenése, a háztartások által elmúlt években felhalmozott pénzügyi vagyon, illetve a reáljövedelmek és a lakossági hitelpiac élénk bővülése is támogatja. A beruházások az idei évtől kezdődően ismét pozitívan járulnak hozzá a gazdasági növekedéshez.

Az előrejelzési horizonton a historikusan magas beruházási ráta tovább emelkedik. A vállalati beruházások növekedését több nagy volumenű fejlesztési projekt, a 2020-ban elhalasztott beruházások esetleges megindítása és folytatása, a vállalati hitelezés bővülése, a kedvező finanszírozási környezet, valamint az állami és jegybanki programok egyaránt támogatják. A kormányzati fejlesztések élénkülését a belső és uniós források egyaránt ösztönzik. A lakossági beruházásokat a kormányzat otthonteremtési programjai folyamatosan támogatják.

A hazai export teljesítménye a külpiacok helyreállásával 2021-ben már érdemi javulást mutat. A korábbi években kiépült új exportkapacitások termelése beindul, amivel az export bővülése a teljes előrejelzési horizonton a GDP-növekedés fontos forrása marad. A külső gazdasági környezet 2021 első negyedévében a várakozásoknál kedvezőbben alakult. Az ipari kilátások összességében továbbra is kedvezőek, miközben a korlátozó intézkedések feloldása a szolgáltatások esetében is javította a kilátásokat. Az export és a belső keresleti tételek (háztartások fogyasztása, beruházások) bővülésével párhuzamosan a hazai import is újra emelkedik. A nettó export 2023-ig pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez. Az MNB felfelé módosított növekedési előrejelzése szerint az idei évben a magyar gazdaság 6,2, 2022-ben 5,5, míg 2023-ban 3,5 százalékkal bővül.

A gazdasági kilábalás folytatódásának, valamint a támogatott hitelkonstrukcióknak köszönhetően továbbra is fennmarad a dinamikus hazai hitelbővülés.

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya 187 milliárd forinttal növekedett az első negyedévben. Így a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme – 2,6 százalékpontos lassulás mellett – 6,8 százalék volt márciusban, miközben a kkv szegmensben 17 százalékos éves növekedés volt megfigyelhető. Az NHP Hajrá keretében megkötött szerződések jelentős szerepet játszottak a vállalati hitelezés támogatásában. Az állami és jegybanki hitelprogramok érdemben támogatták a munkahelyek és a magas beruházási ráta megőrzését. A gazdaság helyreállítási folyamatában kiemelt szerephez jutott az NHP Hajrá, azonban a kilábalás gyorsulásával az ilyen széleskörű támogatás fenntartása már nem szükséges. A gazdasági növekedés helyreállításával párhuzamosan ismét a fenntarthatósági szempontok és a célzott megközelítés válik hangsúlyossá. A moratórium hosszabb távú, a jelenlegihez hasonló széleskörű fenntartása esetén a fogyasztóvédelmi és a banki hitelkockázatok is emelkednek, míg a bankok hitelezési kapacitásának esetleges szűkülése a járványból való kilábalás ütemét is lassíthatja. A fentiek tükrében a Magyar Nemzeti Bank a moratórium hosszabbítása esetén kiemelten fontosnak tartja, hogy a programban jelenleg résztvevő adósok többsége újból megkezdje hitele törlesztését, és a program hosszabbításával csak azok éljenek, akik a moratórium nyújtotta védőhálóra valóban rászorulnak. A bankrendszer bőséges likviditása és erős tőkehelyzete a gazdaság kilábalása során is lehetővé teszi a magánszektor finanszírozási igényeinek kielégítését. A vállalati hitelállomány éves növekedése 2022-ben 8 százalékos, 2023-ban pedig 7 százalékos ütemben folytatódik.

2021 első negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 226 milliárd forinttal bővült, ami 14 százalékos éves növekedést jelent. A babaváró hitelek első negyedévi 136 milliárd forintos szerződéskötései is nagymértékben hozzájárultak a dinamikus növekedéshez, amely a program 2022-es lezárultáig támaszt nyújthat a háztartási hitelezésnek. Az előző év azonos időszakával összehasonlítva azonban a lakáscélú hitelek kibocsátása 4, míg a személyi hitelek kibocsátása 29 százalékkal elmaradt a járványt megelőző szinttől. A 2021-től hatályos otthonteremtési intézkedések érdemi támaszt adnak a piacnak: a lakáshitelek kibocsátása márciusban, majd áprilisban is rekordot döntött. Ebben azonban a támogatások év eleji hatályba lépése és az emiatt a tavalyi évről elhalasztott ügyletek is szerepet játszottak. A támogató környezet fennmaradásával a háztartási hitelállomány a következő két évben is 10 százalékos meghaladó mértékben bővíthet.

Az előrejelzési horizonton tovább emelkedik a folyó fizetési mérleg többlete és a gazdaság külső finanszírozási képessége, így folytatódik az ország nettó külső adósságának mérséklődése.

A folyó fizetési mérleg egyenleg növekedésének hátterében a külkereskedelmi többlet emelkedése áll, amit a járványhelyzet javulásával párhuzamosan élenkülő külső kereslet, az ezzel összhangban bővülő ipari termelés, a koronavírussal szembeni védekezési kiadásokhoz kapcsolódó import mérséklődése, valamint az előrejelzési horizonton fokozatosan visszatérő turizmus határoz meg. Ezek hatását ugyanakkor tompítja a belső kereslet élénkülése, valamint a gazdasági helyreállással a külföldi vállalatok profitjának emelkedése, ami a jövedelemegyenleg hiányán keresztül mérsékli a folyó fizetési mérleg többletét. Az EU-transzferek továbbra is érdemben javítják a finanszírozási képességet, ugyanakkor 2023-ban – a jelenlegi EU-s költségvetési ciklus végén – egy átmeneti visszaesés valószínűsíthető. A jelentős mértékű – a GDP 4,5 százalékát megközelítő – finanszírozási képességgel összhangban a külső adósságráták mérséklődése a következő években is folytatódik.

A 2021-es költségvetési törvény módosítása és a 2022-es költségvetési törvény a korábban vártnál magasabb – 2021-ben 7,5 százalékos, 2022-ben 5,9 százalékos – GDP arányos hiányt tervez. A hazai gazdaság teljesítménye várhatóan kedvezőbben alakul a költségvetésben feltételezettekhez képest, ami az előirányzatnál alacsonyabb hiányt is lehetővé tenné. A költségvetésen felüli kiadási tervek alapján ugyanakkor a költségvetési mozgástér várhatóan kihasználásra kerül. A GDP-arányos államadósság a 2020-as 80,4 százalékról 2021 végére 76,8 százalékra, míg az előrejelzési horizont végére mintegy 74 százalékra mérséklődik főként a nominális GDP jelentős növekedése következtében.

A globális folyamatokkal párhuzamosan a hazai hosszú hozamok is növekedtek, azonban a forint az elmúlt negyedévben összességében erősödött az euróval szemben.

Az elmúlt negyedévben az állampapírpiazi hozamgörbe összességében felfelé tolódott, a legnagyobb mértékű emelkedés a görbe hosszú végén volt megfigyelhető. A hazai hosszú hozamok alakulását május első felében elsősorban a régiós inflációs

várakozások megugrása okozta. Azonban a szigorúbb jegybanki kommunikáció és az állampapír-vásárlási program tartós alkalmazására vonatkozó üzenetek hatására korrekció következett be a magyar állampapírpiacon. A forint – a régiós devizáknál kissé nagyobb mértékben – közel 3 százalékkal erősödött az euróval szemben az időszak során.

A makrogazdasági kilátásokat felfelé mutató kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A magasabb külpiaci keresletből eredő erősebb globális reflációt és tartós nyersanyagár-emelkedést feltételező alternatív forgatókönyv az alapelőrejelzésnél magasabb hazai inflációs és enyhén magasabb növekedési pálya felé mutat. A koronavírus-járvány és a gazdasági kilábalás globális elhúzódnása esetén az alappályánál alacsonyabb inflációs és érdemben visszafogottabb növekedési pálya valósul meg. A magyar gazdaság újranyitásának másodkörös inflációs hatásait bemutató forgatókönyv érvényesülése az alappályához képest magasabb inflációs és magasabb növekedési pályával áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés erősödését és a versenyképességi reformok megvalósulását feltételező pályákat tárgyalta.

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

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

¹ Szezonálisan igazított adatok alapján.

² Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.

³ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁴ MNB-becslés.

⁵ Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

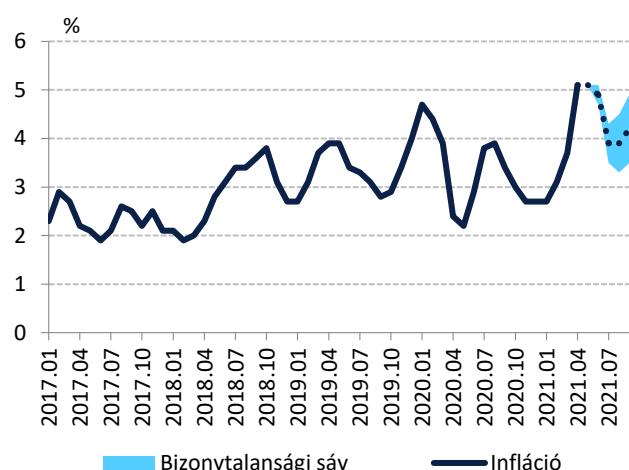
⁶ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transzfereket.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az elmúlt hónapokban az infláció megfelelt a korábbi várakozásunknak, azonban a mérséklődése a korábban vártnál lassabban megy végbe. A fogyasztóiár-index júliustól 4 százalék körüli mértékre, a jegybanki toleranciasáv felső részére csökken, és ezt követően a 2021-es év hátralévő részében is átlagosan ezen szint körül alakul. Középtávon az inflációs kilátások emelkedtek, mivel az élénk kereslet megnöveli a vállalatok mozgásterét, hogy a bér-, a szállítási- és nyersanyagköltségek emelkedését áthárítsák a fogyasztókra. Az infláció az idei évben 4 százalék körül alakul, majd a proaktív monetáris politikai lépések következtében 2022 közepétől a 3 százalékos jegybanki cél körül stabilizálódik, míg az adószűrt maginfláció 2021-ben és 2022-ben 3,1, 2023-ban pedig 3,0 százalék lesz előrejelzésünk szerint. Az inflációs kilátásokat övező felfelé mutató kockázatok általánosan erősödtek, és kiemelt jelentőségű a másodkörös hatások figyelemmel kísérése, illetve elkerülése.

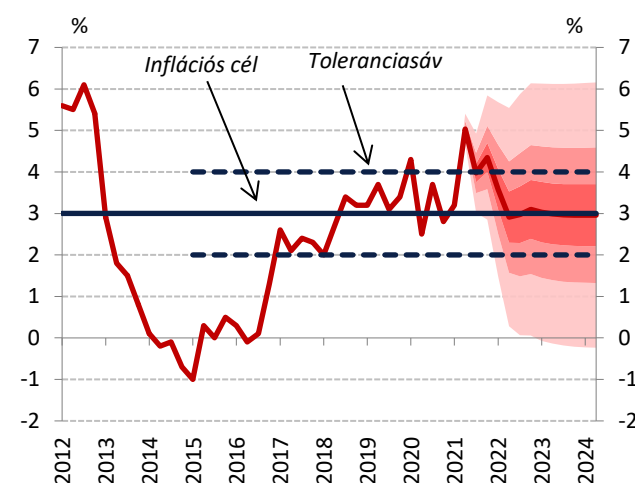
1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv a korábbi évek előrejelzési hibájának szórását mutatja.

Forrás: KSH, MNB

1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

A fogyasztói árak növekedési üteme az elmúlt hónapokban összességében megfelelt márciusi várakozásunknak.

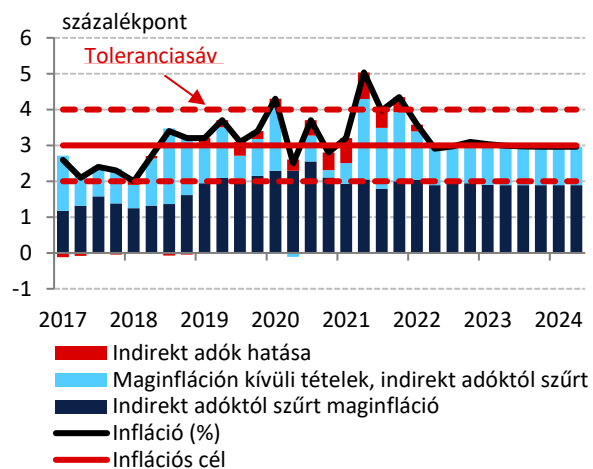
Májusra éves összehasonlításban 5,1 százalékra emelkedett az infláció, döntően az üzemanyagok áremelkedésének – főként bázishatáshoz kapcsolódó – megugrása következtében. Az árazási döntéseket a koronavírus-járvány megjelenését követően nagyobb változékonyság és a szokásostól eltérő szezonális mintázat jellemezte. Az idei év első hónapjaiban a tavalyinál alacsonyabb, áprilisban és májusban azonban a 2020-asnál magasabb átárazás valósult meg. Az összehasonlítást azonban statisztikai hatások (tavalyi árfelírási nehézségek) továbbra is torzítják.

Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció mérséklődése a korábban vártnál lassabban megy végbe.

A fogyasztóiár-index júliustól 4 százalék körüli mértékre, a jegybanki toleranciasáv felső részére csökken, és ezt követően a 2021-es év hátralévő részében is átlagosan ennek a szintnek a közelében alakul (1-1. ábra). Középtávon az inflációs kilátások emelkedtek, így az inflációs cél elérését az MNB számára releváns 5-8 negyedéves horizonton a proaktív monetáris politikai lépések biztosítják. Az infláció az idei évben 4,1 százalékon alakul, majd 2022 közepétől a 3 százalékos jegybanki cél körül stabilizálódik. Az infláció 2022-ben 3,1 százalékon, míg 2023-ban 3 százalékon alakul előrejelzésünk szerint (1-2. ábra). A középtávú inflációs kilátásokat övező felfelé mutató kockázatok általánosan erősödtek és kiemelt jelentőségű a másodkörös hatások figyelemmel kísérése, illetve elkerülése.

Az EKB az eurozóna inflációs, és a hazai árdinamika szempontjából meghatározóbb maginflációs várakozását egyaránt enyhén, 0,1 százalékponttal felfelé revideálta a teljes előrejelzési horizonton. Ennek háttérében a beérkező magasabb tényadatok, a kínálati korlátok, illetve az élénk belső kereslet állt. Bár az eurozóna maginflációja 2023-ban is 1,4 százalék lehet, a nyersanyagárak és a nemzetközi

1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

szállítmányozás költségeinek tartós emelkedése magasabb külső inflációs környezet irányába mutat.

Az inflációs alapfolyamatok esetében a következő időszakban a gazdaság újraindítását követő lakossági fogyasztási-megtakarítási döntések és a magasabb bérdinamika inflációs hatása lesz meghatározó. A lakosság áttoltottságának emelkedésével párhuzamosan április 7-től megkezdődött a járványügyi korlátozások fokozatos feloldása, így a kereslet helyreállása is ehhez igazodhat. Az élénk belső kereslet megnöveli a vállalatok mozgásterét, hogy a bér-, a szállítási- és nyersanyagköltségek emelkedését áthárítsák a fogyasztókra. A fogyasztás fokozatos helyreállása, a magas bérdinamika, illetve az emelkedő szállítási díjak és nyersanyagárak magasabb inflációs alapfolyamatok irányába mutatnak. Az indirekt adóktól szűrt maginflációs előrejelzésünk pályája a korábbi prognózisnál kissé magasabban alakulhat: idén és 2022-ben 3,1, míg 2023-ban 3,0 százalék lesz előrejelzésünk szerint. A hazai gazdaság gyors újraindulásával átmenetileg ismét fellépő keresleti-kínálati súrlódások és az egyes ágazatokban várhatóan újból szűkössé váló munkaerőpiaci kapacitások az élénk bérdinamikával párosulva az inflációs kockázatok növekedését okozzák.

Az indirektadó-változások az előrejelzési horizonton az infláció emelkedésének irányába hatnak (1-3. ábra). Az EU-s jogharmonizációval összhangban 2021. január után áprilisban – a többlépcsős emelés utolsó fázisaként – tovább emelkedett a dohánytermékek jövedéki adója. Ennek esetében a korábbi adóváltozásokat jellemzőnél visszafogottabb begyűrűzést tapasztaltunk. Az infláció idei évi adótartalmát némiképp mérsékli, hogy az olajárak emelkedése következtében a jövedéki adó szabályoknak megfelelően 2021. április 1-jétől az üzemanyagok jövedéki adója csökkent. Összességében az indirektadó-hatások az inflációt 2021-ben 0,6 százalékponttal emelik, míg 2022-ben és 2023-ban semleges hatásuk lesz.

A maginfláción kívüli tételek esetében az üzemanyagárak emelkedése prognosztizálható az idei évre. Az üzemanyagárak inflációja 2021 második negyedévében a világpiacon olajárak elmúlt időszakos emelkedése, illetve bázishatás következtében átlagosan 30 százalék fölött alakulhat, majd az előrejelzési horizonton fokozatosan a historikus átlag közelébe mérséklődik. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja a historikus átlagtól számottevően elmaradhat az idei évben. Ennek hátterében a termékkör árdinamikájának elmúlt hónapokban megfigyelt mérséklődése áll. Ugyanakkor ezt a hatást az idő előrehaladtával ellensúlyozza, hogy a globális élelmiszerárak elmúlt időszakos növekedéséből fakadó árnövelő hatások fokozatosan begyűrűznek a hazai élelmiszerek termelői és

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2021	2022	2023
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		3,1	3,1	3,0
Maginfláció		3,1	3,1	3,0
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	0,8	4,4	4,2
	Járműüzemanyag és piaci energia	16,3	4,5	3,6
	Szabályozott árú termékek	0,4	2,1	2,1
	Alkohol, dohány	10,7	3,3	3,0
	Összesen	6,0	3,2	3,0
Infláció		4,1	3,1	3,0

Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: MNB

fogyasztói áraiba is, melynek következtében a termékkör inflációja emelkedik. A globális élelmiszerárak alakulása a hazai mezőgazdasági termelői árakon keresztül közvetve is 1-2 negyedév alatt gyűrűzik be a fogyasztói árakba, így a globális folyamatok 2021 második felétől járulhatnak hozzá a hazai élelmiszerek árának emelkedéséhez. Ennek következtében a feldolgozatlan élelmiszerek inflációja a következő időszakban magasabban alakul korábbi várakozásunkhoz képest. A globális folyamatokból eredő árnövelő hatások kufutásával 2022-től a historikus átlag körüli, majd 2023-tól annak megfelelő árdinamikára számítunk a termékkör esetében. A szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, míg a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében a márciusi feltevéssünkkel megegyező árdinamikára számítunk. Összességében a költségvetés kufutásával a maginfláción kívüli tételek árdinamikája az előrejelzési horizont végén 3 százalékon alakul (1-1. táblázat).

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

Magyarország egy kis nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseinket alapvetően befolyásolja a külső tényezők alakulása. 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	1,20	1,21	1,20	1,22	1,20	1,22	1,0%	1,6%	1,6%
Olajár (USD/hordó)	63,5	67,3	60,9	67,2	60,7	66,5	6,0%	10,2%	9,5%
Olajár (EUR/hordó)	52,9	55,5	50,9	55,2	50,7	54,7	4,9%	8,5%	7,8%
Eurozóna inflációja* (%)	1,5 - 1,5 - 1,6	1,8 - 1,9 - 1,9	1,0 - 1,2 - 1,5	1,2 - 1,5 - 1,7	1,1 - 1,4 - 1,7	1,1 - 1,4 - 1,7	0,3 - 0,4 - 0,3 szp.	0,2 - 0,3 - 0,2 szp.	0,0 - 0,0 - 0,0 szp.
Eurozóna maginflációja (%)	1,0	1,1	1,1	1,3	1,3	1,4	0,1 szp.	0,2 szp.	0,1 szp.
Eurozóna növekedése*(%)	2,0 - 4,0 - 6,4	2,9 - 4,6 - 6,2	2,2 - 4,1 - 4,5	2,3 - 4,7 - 5,5	2,1 - 2,2 - 2,5	2,1 - 2,2 - 2,2	(-0,2) - 0,6 - 0,9 szp.	0,1 - 0,6 - 1,0 szp.	(-0,3) - 0,0 - 0,0 szp.
Felvetőpiacaink növekedése** (%)	3,7 - 5,7	5,3	3,6 - 4,4	4,3	2,2 - 2,4	2,4	(-0,4) - (1,6) szp.	(-0,1) - 0,7 szp.	0,0 - 0,2 szp.

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

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

A nemzetközi gazdasági környezet alakulásában a kívánt átoltottsági szint elérése lesz meghatározó. A pandémia harmadik hulláma a világ számos országát a korábbi korlátozó intézkedések ismételt szigorítására kényszerítette. 2021 első negyedévében ugyanakkor a harmadik hullám ellenére jellemzően a várakozásoknál jobban teljesítettek a gazdaságok. Az utóbbi időben az európai uniós országok többségében érdemben is megindultak a tömeges oltási programok. Az ipar és a szolgáltatások kettőssége ugyan a korlátozások érvényben maradása miatt továbbra is fennáll, az oltási programok felpörgésével a szolgáltató szektor kilátásai világszinten is jelentősen javultak. A nagyobb régiók gazdasági teljesítményében továbbra is különbségek mutatkoztak. A világ két legnagyobb gazdaságában élénk lehet a gazdasági helyreállítás. 2021 első negyedévében az Egyesült Államok gazdasági teljesítménye 0,4, Kínáé a járvány korai lefutása miatti alacsony bázisnak köszönhetően 18,3 százalékkal haladta meg az előző év azonos időszakában regisztrált szintet. 2021 első negyedévében a kínai gazdaság teljesítménye már 5,7 százalékkal haladta meg a 2019. negyedik negyedévit, míg az Egyesült Államoké mindössze 0,9 százalékkal maradt el attól. Németország gazdasági teljesítménye 3,1 százalékkal csökkent az első negyedévben, azaz kedvezőtlenebbül alakult az eurozóna átlagánál (-1,3 százalék). A kilábalási pályákat a kívánt átoltottsági szint elérése jelentősen befolyásolja.

Az Európai Központi Bank emelt legfrissebb inflációs előrejelzésén, ugyanakkor – a fogyasztói árindexben tapasztalt átmeneti emelkedést követően – továbbra is az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton. Az eurozóna GDP-növekedésére vonatkozó prognózis – a nagymértékű bizonytalanságot szemlélítve, a márciusi előrejelzéshez hasonlóan – széles tartományban alakul. Az Európai Központi Bank 2021-re vonatkozóan 2,9 és 6,2 százalék közötti, 2022-ben 2,3 és 5,5 százalék közötti, 2023-ban pedig 2,1 és 2,2 százalék közötti növekedést prognosztizál. Az eurozóna inflációja az aktuális prognózis alapján 2021-ben átmenetileg jelentősen emelkedik, ami elsősorban az olajárakhoz kapcsolódó bázishatáshoz kötődik. Emellett a német átmeneti áfacsökkenés kivezetése és az ellátási zavarok miatt emelkedő input költségek is hozzájárulnak a 2021-es infláció emelkedéséhez. Azonban középtávon az eurozóna 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 – az áprilisban mutatott jelentős volatilitást követően – az elmúlt időszakban a 70 dollár/hordó szint fölé emelkedett. Áprilisban az olaj árának alakulását elsősorban a globális járványhelyzettel kapcsolatos hírek határozták meg: míg az USA-ban, Európában és Ázsia bizonyos részein javuló fertőzésszámot lehetett megfigyelni, addig Indiában tombolt a pandémia, ami kihatott a globális keresletre. Májusban a Brent nyersolaj világpiaci ára megközelítette, majd június eleje óta meghaladta a 70 dollár/hordó szintet. Májusban az olaj árának változását elsősorban a globális kínálat alakulásával és az OPEC+ döntésekkel kapcsolatos hírek határozták meg. A hónap második felében az olaj ára átmenetileg 65 dollárig csökkent a növekvő amerikai készletek és az iráni kínálat bővülésével, valamint az Iránnal folytatott nukleáris tárgyalásokkal kapcsolatos hírek hatására. Az OPEC+ országok a június 1-jén tartott ülésen a kitermelés növeléséről döntöttek a javuló keresleti tendenciák hatására, így a kartell júliusban 841 ezer hordó addicionális kőolajjal jelenik meg a piacon. A döntés megfelelt a piaci várakozásoknak, ami a Brent nyersolaj világpiaci árát 70 dollár/hordó fölé emelte (az olajárak várható alakulásáról részletesebben lásd az 1-2. keretes írást).

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

A költségvetési deficit 2021-ben előrejelzésünk szerint 7,5 százalék lehet, ami 2022-ben 5,9 százalékra, majd az előrejelzési horizont végére 3,9 százalékra mérséklődhet. A hazai gazdaság idei évi teljesítménye kedvezőbben alakul a költségvetésben feltételezettekhez képest, így a növekedés hatására többlet adóbevétele keletkezik, amely előrejelzésünk szerint felhasználásra kerül 2021-ben, míg 2022-ben fedezi a gyermekesek személyi jövedelemadójának visszatérítését. A kormányzati tervek szerint az állami beruházások 2021-ben meghaladják a GDP 6 százalékát, míg 2022-ben megközelítik a GDP 7 százalékát, melyre elsősorban kormányzati saját beruházási források, a „Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF)” igénybevétele, valamint a Beruházási Alap és a Beruházás Előkészítési Alap együttesen évi 555 milliárd forintot tartalmazó biztosított forrást. A beruházások megvalósulását azonban kockázatok övezik, mert építőipari és adminisztratív kapacitáskorlátok jelentkezhetnek, illetve a megvalósult beruházások tényleges gazdasági hatását visszafoghatja az áremelkedés.

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

1-2. keretes írás: A nyersanyagárak alakulása

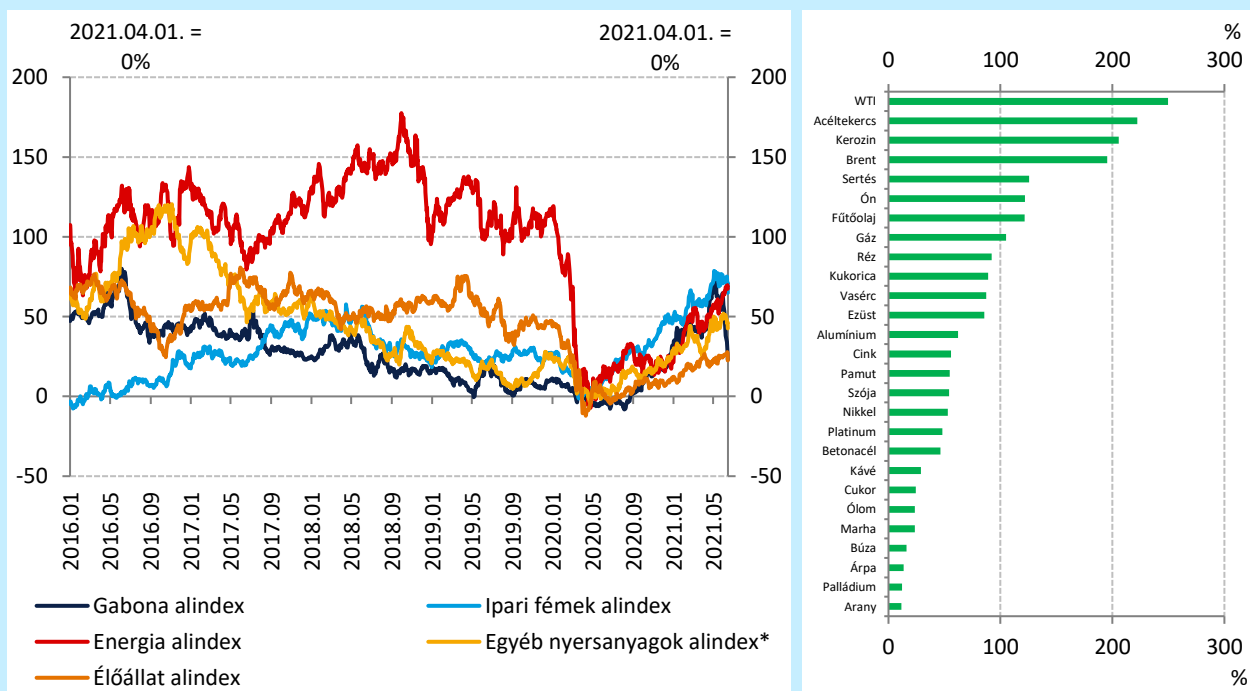
A koronavírus-járvány első, akut szakasza után az árak nagy mértékű emelkedése volt megfigyelhető a nyersanyagok széles körénél. Az árak emelkedésében egyszerre játszott szerepet az újranyitással koncentráltan megjelenő kereslet, valamint a kínálati szűkösség, mivel a pandémia miatt leálló termelés csak nehezen tud újraindulni és bővülni.

Néhány termék esetében kiemelten nagy volt az áremelkedés. Az olajtermékek árai elsősorban a közlekedés és turizmus leállása miatt estek be a pandémia elején, amelyet 150-250 százalékos emelkedés követett 2020 április elejétől. Az acélárak szintén 200 százalék fölötti emelkedésében geopolitikai feszültségek (pl.: USA által korábban kivetett vámok hatása, az ausztrál-kínai gazdaságdiplomáciai kapcsolatok romlása), míg a sertéshús árak közel 150 százalékos növekedésében a korábbi sertéspestis járvány is közrejátszott. Ugyanakkor még a mérsékelt áremelkedést mutató nyersanyagok is 15-20 százalékkal növekedtek (1-4. ábra).

A nyersanyagok termékkörét vizsgálva a legnagyobb áremelkedés az ipari fémek esetében történt, amit a gazdaságok újranyitása mellett a gazdaságok „zöldülése” is erősített. A „zöld infrastruktúra” fejlesztése várhatóan a szél- és napenergia irányába fogja eltolni az energiatermelést, ami jelentős acél, alumínium és réz igényt fog előidézni. Ezzel párhuzamosan az autópár az elektromos autók gyártásának irányába fog elmozdulni, ami a nikkel, a kobalt és a lítium iránti keresletet növelheti meg leginkább. A fémiparok feszességét tovább növeli, hogy a lelőhelyek jellemzően földrajzilag koncentráltan helyezkednek el, így a geopolitikai kockázatok további bizonytalanságot vihetnek a kínálati alkalmazkodásba. Egyes országok ugyanis olyan intézkedéseket hozhatnak, amivel megváltoztathatják a globális keresleti-kínálati viszonyokat (pl.: export korlátozások, vámok kivetése).

Az élelmiszeripari alapanyagok árai kisebb mértékben, de szintén emelkedtek, amiben főként a pandémia során bevezetett korlátozások játszottak szerepet, hiszen a betakarító vendégmunkások mozgásának korlátozása, illetve egyes országok készletfelhalmozása árfelhajtó hatású volt. Emellett a kedvezőtlen időjárási körülmények következtében a termékek is károkat szenvedtek. A mezőgazdasági termékek árainak emelkedése ugyanakkor az inflációban is megjelenik (ld. a termelői és fogyasztói árak kapcsolatáról szóló 3-3. keretes írást).

1-4. ábra: A Bloomberg nyersanyag indexek (bal panel) és az egyes nyersanyagárak alakulása (jobb panel)
2020. április 1. óta

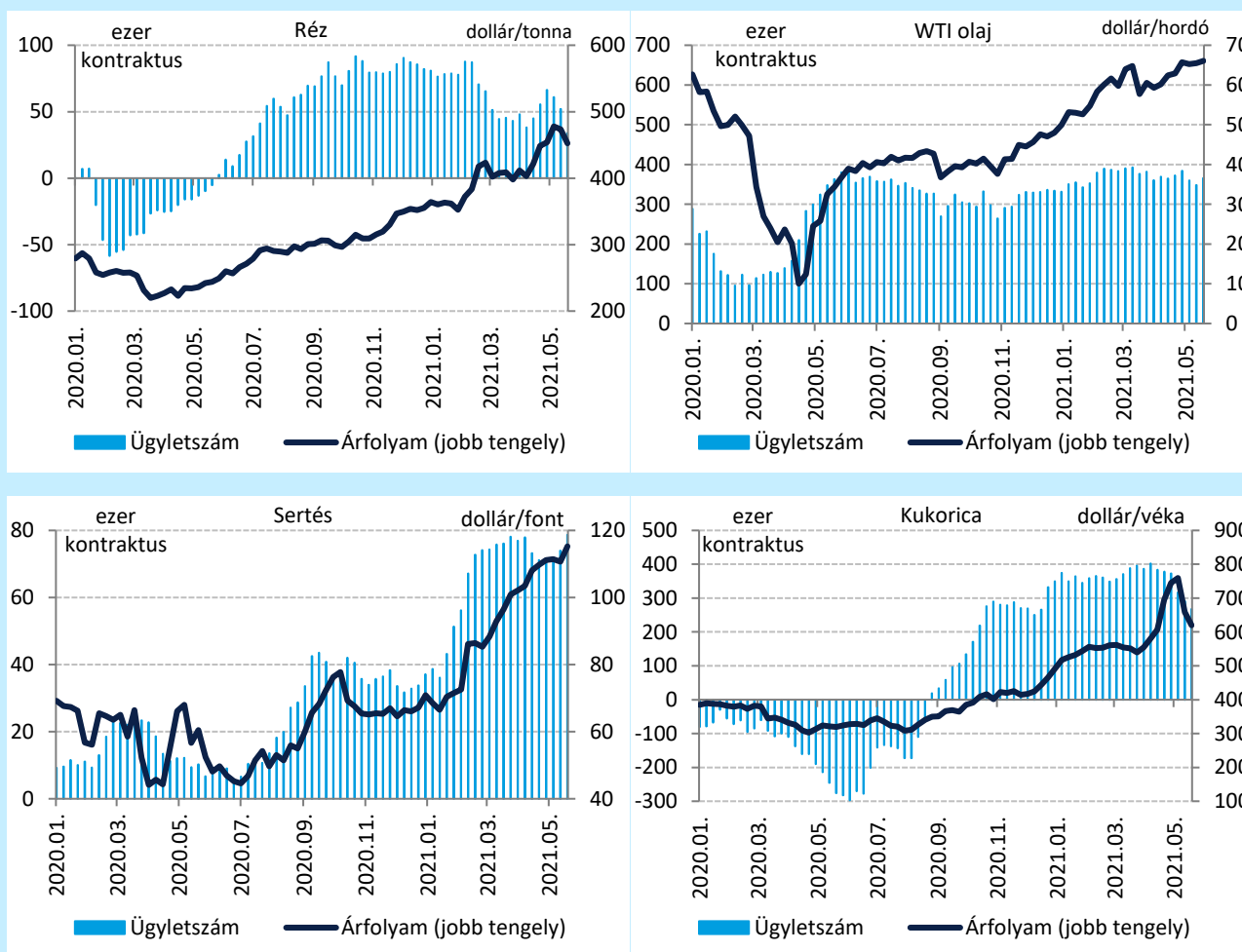


Megjegyzés: *Az egyéb nyersanyagok közé a kávé, cukrot és pamutot sorolják.

Forrás: Bloomberg

A pénzügyi piaci pozíciófelvételek is növelték a nyersanyagárakat. Az amerikai határidős piacokon a vételi oldal erősödése volt tapasztalható a befektetők pozícionáltságában több kiemelt nyersanyag tekintetében is. Látványosan változott a nettó pozícionáltság a réz és kukorica termékek esetében, ahol 2020 közepén még a short pozíciók domináltak, de mostanra nettó értelemben vételivé vált a – jellemzően spekulatív céllal pozíciót felvevő piaci szereplők – pozícionáltsága. Ugyanakkor más termékeknél is a vételi pozíciók erősödése volt megfigyelhető. A sertéshús határidős piacán a nettó long nyitott kontraktusok száma 20 ezerről 120 ezer közelébe emelkedett, a WTI esetében pedig 100 ezerről 400 ezerre (1-5. ábra). A kávé és a gáz piacán az elmúlt hónapokban már szintén a vételi pozíciók vannak többségben. A nyersanyag ETF-ekbe szintén jelentős forrásbeáramlás történt az elmúlt évben, mintegy nettó 10 milliárd dollár értékben. A befektetők főként a nyersanyagok széles körét tartalmazó alapokat keresték, de az ipari fémekre fókuszáló ETF-ekbe is az átlomány 46 százaléka áramlott.

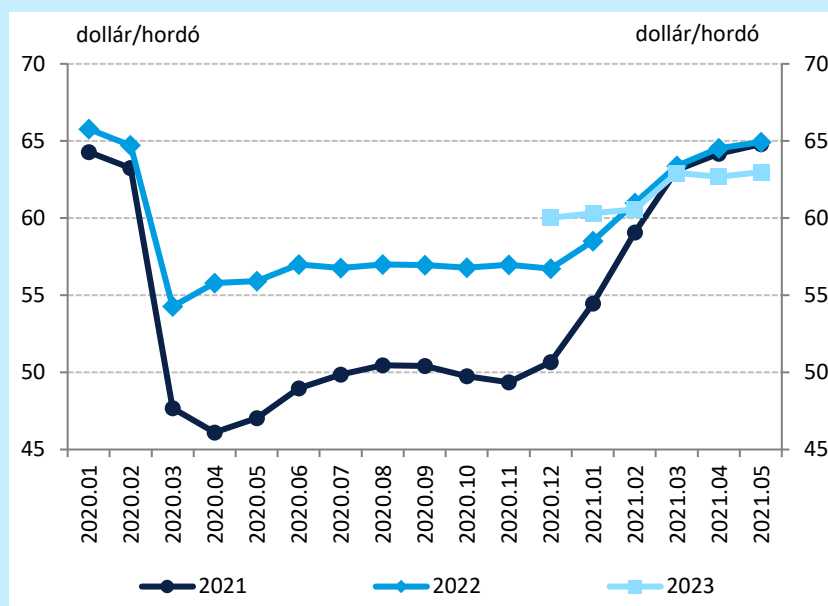
1-5. ábra: A spekulatív célú befektetői pozícionáltság (nettó nyitott kontraktusok száma) a főbb nyersanyagok határidős piacán és azok árfolyama



Forrás: Bloomberg, CFTC

Az olajárakra és az ezekre vonatkozó elemzői várakozásokra jelentős hatással voltak a járvánnyal és a bevezetett korlátozó intézkedésekkel kapcsolatos fejlemények. A Reuters által május végén megkérdezett elemzők hordónként átlagosan 64,8 dolláros árat várnak 2021-ben a Brent típusú nyersolajra, ami a 2020-as éves átlagos olajárnál (43,2 dollár) jóval magasabb. Az elemzők többsége előretekintve sem számol érdemi korrekcióval, mivel a 2021-es éves átlagos olajra vonatkozó legfrissebb elemzői konszenzus az év első öt hónapjában tapasztalt átlagos árnál (63,5 dollár) is magasabb. Az olajárak nagymértékű emelkedése a hazai üzemanyagárakba és ezzel a szállítási költségekbe is beépülve jelentős emelkedést okozhat az inflációban. Bár a következő évekre vonatkozó elemzői várakozások is felfelé módosultak, a 2021-es olajárakhoz képest már nem várnak további olajáremelkedést (1-6. ábra). Még hosszabb távon pedig 2025-ig éves átlagban 65 dollár alatti olajra számítanak, ami mögött az olajpiaci egyensúly helyreállítására vonatkozó várakozás állhat.

1-6. ábra: A Brent típusú nyersolaj éves átlagáira vonatkozó havi elemzői konszenzus



Megjegyzés: 2021-re 39, 2022-re 37 és 2023-ra 24 elemző adott előrejelzést május végén.

Forrás: Refinitiv, Reuters

A nyersanyagárak emelkedése az alapanyagköltségek növekedésén keresztül, míg az olajárak az üzemanyagárakon és a szállítási költségeken keresztül inflációt emelő hatásúak, így növelik az inflációs kockázatokat. Amennyiben pedig egy újabb nyersanyagpiaci szuperciklus alakulna ki, az hosszú távon is globális inflációs nyomást generálhat.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

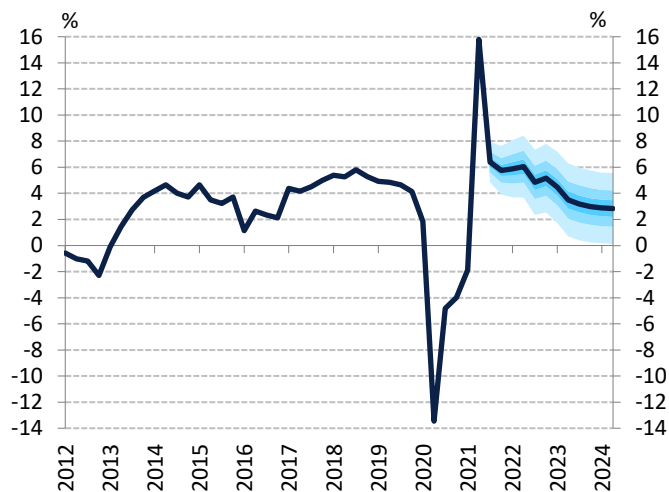
2021 első negyedében a várakozásoknál dinamikusabban, 2,0 százalékkal bővült a hazai gazdaság negyedéves bázison, az előző év azonos időszakától pedig 2,1 százalékkal maradt el a GDP az év első három hónapjában. A várakozásokat meghaladó első negyedéves teljesítmény alátámasztja a magyar gazdaságban meglévő gyors helyreállítási képességet. A korlátozó intézkedések feloldásával elsősorban a szolgáltató szektor teljesítményének javulása várható, amelynek köszönhetően a helyreállítás üteme a harmadik negyedévig fokozatosan gyorsul. A gazdasági növekedéshez a belső kereslet és a nettó export is pozitívan járul hozzá az előrejelzési horizonton, és ezzel a hazai GDP idén 6,2 százalékkal, 2022-ben 5,5 százalékkal, míg 2023-ban 3,5 százalékkal bővülhet. A lakosság reáljövedelme az idei évben ismét emelkedik, ami elsősorban a kedvező munkaerőpiaci kilátásoknak köszönhető. A fogyasztás növekedéséhez a megtakarítási ráta csökkenése is hozzájárul, ami részben a hitelezés korábbi emelkedéséből, részben pedig a bruttó megtakarítási ráta csökkenéséből fakad. 2022-ben továbbá a családok gazdasági teljesítményétől függő szja-kiengedése várhatóan mintegy 560 Mrd forinttal növeli a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét, melynek becslésünk szerint mintegy felét fordítják a családok fogyasztásra, a fennmaradó részt pedig megtakarítják. 2021-ben és 2022-ben az állami és a magánberuházások egyaránt bővülnek. A kormányzati otthonteremtési programok folyamatosan ösztönzik a lakossági beruházásokat. Mindezek következtében a beruházási ráta tovább emelkedik, és 29 százalék körül stabilizálódik az előrejelzési horizont második felében. A szolgáltatásexport kilábalásának elhúzódásával a szolgáltatások és az ipar teljesítményének kettőssége a hazai exportban továbbra is fennáll, ugyanakkor a közeljövőben ennek fokozatos mérséklődése várható. Az ipari termelés és az áruexport kedvező teljesítményéhez az is hozzájárul, hogy az elmúlt időszak nagy FDI-beruházásai (pl. akkumulátorgyárak) termelőre fordulnak. A rövid távú kilátásokat azonban az ellátási láncokban jelen lévő súrlódások ideiglenesen ronthatják. Az áruexport jelentős bővülése a piaci részesedésünk további javulását eredményezi. Előrejelzésünk alapján a hazai export teljesítménye az idei évben kétszámjegyű növekedést mutathat, és a belső keresleti tételek, valamint az export dinamikus bővülésének eredményeként az import is jelentős mértékben korrigálható.

Az első negyedévben a várakozásoknál dinamikusabban, 2 százalékkal bővült a hazai gazdaság negyedéves bázison, az előző év azonos időszakától pedig 2,1 százalékkal maradt el a GDP az év első három hónapjában. A magyar gazdaság ellenállónak bizonyult a koronavírus harmadik hullámában is. A várakozásokat meghaladó teljesítmény alátámasztja a gazdaságban meglévő gyors helyreállítási képességet.

A koronavírus-járvány harmadik hullámának visszaszorulása, a kedvező átoltottsági szint mellett április 7-én elindított gazdasági nyitás és az előző évi alacsony bázis következtében a második negyedévben érdemben bővül a gazdasági teljesítmény. A növekedéshez legnagyobb mértékben a szolgáltatások és az ipar hozzáadott értékének emelkedése járulhat hozzá (1-8. ábra).

A korlátozó intézkedések feloldásával elsősorban a szolgáltató szektor teljesítményének javulása várható, amelynek köszönhetően a helyreállítás üteme a harmadik negyedévig folyamatosan gyorsul. A fokozatos gazdasági nyitásnak köszönhetően a második negyedév közepétől kezdve már érdemi lazítások mellett indulhattak újra egyes szolgáltató ágazatok (pl. vendéglátás, szálláshelyszolgáltatás), így negyedéves alapon a szektor teljesítményének jelentős növekedését várjuk. A dinamika még erőteljesebb lehet a harmadik negyedévben, amikor a

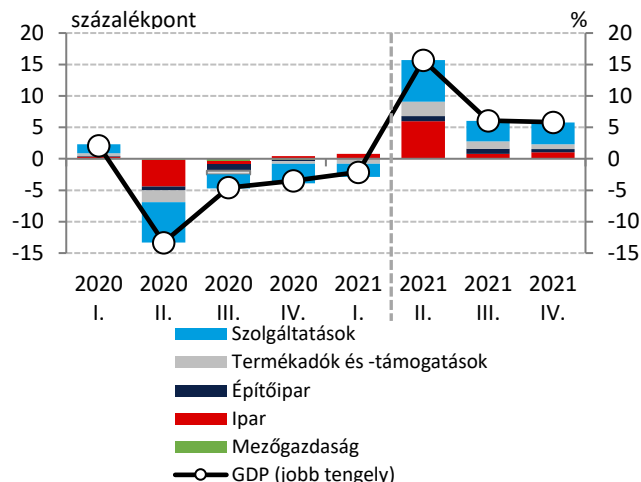
1-7. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján

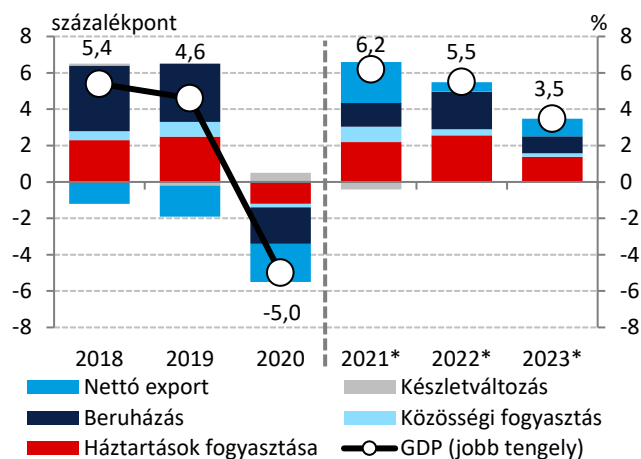
Forrás: KSH, MNB

1-8. ábra: A GDP termelés oldali felbontása és előrejelzése



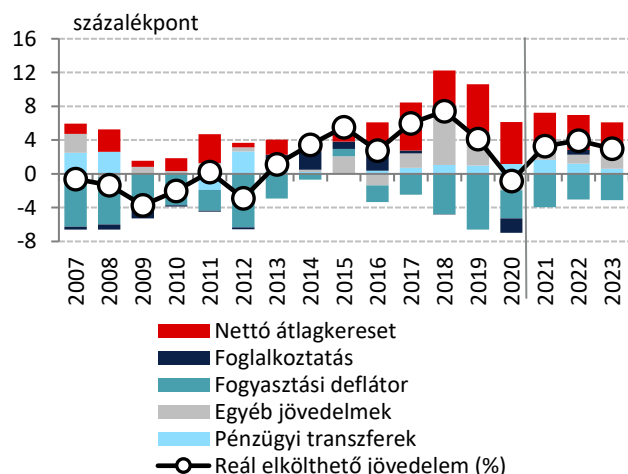
Forrás: KSH, MNB

1-9. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése



Megjegyzés: *MNB-előrejelzés. A községi fogyasztás tartalmazza a községi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transzfereket. Forrás: KSH, MNB

1-10. ábra: A lakossági reáljövedelem alakulása



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv átlaga alapján

Forrás: KSH, MNB

gazdasági nyitás hatásai már teljes mértékben éreztetik a hatásukat.

Várakozásunk szerint az idei évben 6,2 százalékos gazdasági növekedés valósulhat meg. Az előrejelzési horizonton a belső kereslet és a nettó export is pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez, így a hazai GDP 2022-ben 5,5 százalékkal, míg 2023-ban 3,5 százalékkal bővíthet (1-7. és 1-9. ábra).

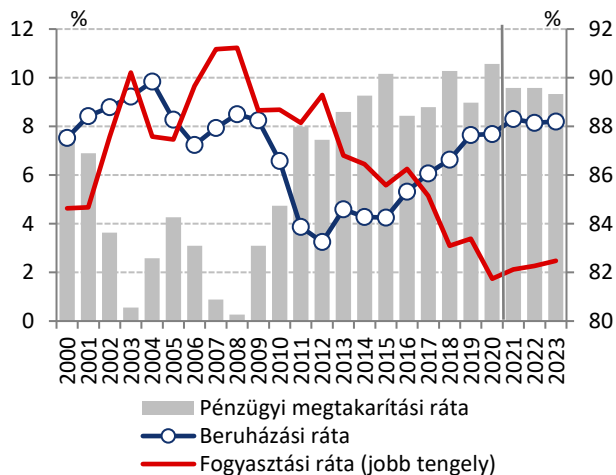
A magyar gazdaság eurozónához történő felzárkózása a következő években folytatódik. A hazai gazdaság eurozónához viszonyított növekedési többlete pozitív marad – a teljes horizonton átlagosan 1,3 százalékpont körül alakul –, azonban csökken a válság előtti, 2013–19 közötti időszak 2,2 százalékos többletéhez képest.

A lakosság rendelkezésre álló jövedelme 2021-től ismét emelkedik, amit a nettó keresetnövekedés érdemi bővülése támogat (1-10. ábra) Az alkalmazotti bérek 2021 eleji emelkedése érdemben meghaladta korábbi várakozásainkat. Emellett az állami transzferek összege is magasabban alakul, valamint az egyéb jövedelmek (például: egyéni vállalkozói jövedelmek) is emelkednek. Ez összességében a lakosság reáljövedelmének növekedését vetíti előre 2021-ben. A kedvező munkaerőpiaci kilátásoknak köszönhetően a nettó keresetnövekedés a teljes előrejelzési horizonton kedvezően alakul.

A gazdasági nyitás következtében a lakossági fogyasztás fokozatos bővülésére számítunk a második negyedévtől – a vártnál gyengébb első negyedévi adatok ellenére. A korlátozások áprilisban kezdődő, többlépcsős feloldásának hatása fokozatosan jelentkezhet. A bejövő adatok alapján a háztartások fogyasztása az év első három hónapjában a vártnál kedvezőtlenebbül alakult. A lakossági fogyasztás 4,8 százalékkal esett vissza az első negyedévben éves összevetésben. A járványügyi korlátozások elsősorban a szolgáltatások fogyasztását vetették vissza, így helyreállási potenciál főként a vendéglátás és a szálláshelyszolgáltatások körében azonosítható. E szolgáltatások esetében az elhalasztott fogyasztás részleges pótlására számítunk, azonban a fogyasztás helyreállásának idejét bizonytalanság övezi.

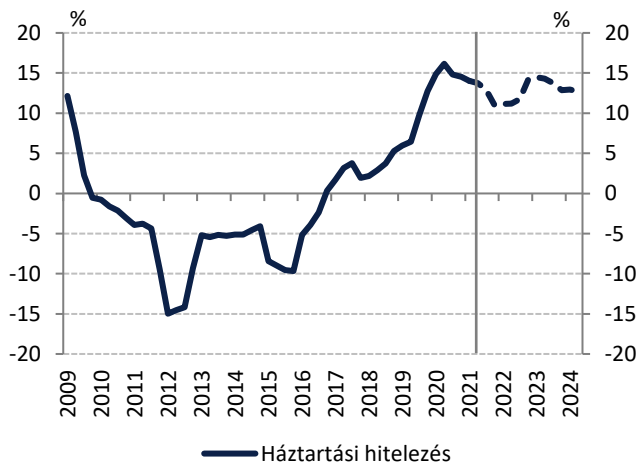
A fogyasztás növekedéséhez a reáljövedelmek bővülése mellett a megtakarítási ráta csökkenése is hozzájárul, ami részben a hitelezés korábbi emelkedéséből, részben pedig a bruttó megtakarítási ráta csökkenéséből fakad. A koronavírus-járvány a lakosság nettó pénzügyi megtakarításainak jelentős emelkedését eredményezte, amihez a nagyobb óvatosság és a kényszermegtakarítások emelkedése is hozzájárult (1-11. ábra). 2020-ban az

1-11. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB

1-12. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

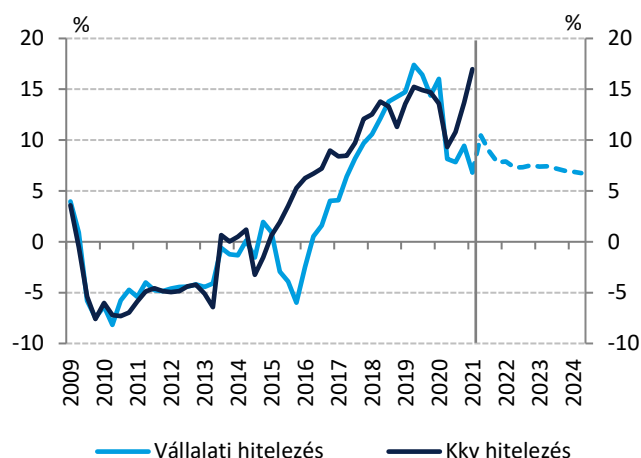
óvatossági célból eredő pénzügyi tartalékok és a kényszermegtakarítások felhalmozódása a nettó pénzügyi megtakarítások jelentős emelkedését eredményezték, mely az idei évtől támaszt jelenthet a fogyasztás bővülése számára. A lakosság mozgását korlátozó intézkedések teljes feloldását követően a megtakarítási ráta mérséklődésére számíthatunk (ld. 1-3. keretes írás), és átmenetileg a reáljövedelmek bővülését meghaladó mértékben nőhet a fogyasztás. A fogyasztásokat emeli 2022-ben továbbá, hogy a családok gazdasági teljesítménytől függő szja-kiengedése várhatóan mintegy 560 Mrd forinttal növeli a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét, melynek becslésünk szerint mintegy felét fordítják a családok fogyasztásra, a fennmaradó részt pedig megtakarítják.

2021 első negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya a tranzakciók eredőjeként 226 milliárd forinttal bővült, amellyel a fennálló hitelállomány 14 százalékos éves növekedése volt megfigyelhető. A járvány harmadik hulláma ellenére a háztartási hitelek piacán nem történt érdemi változás 2020 negyedik negyedévéhez képest. A lakáscélú hitelek szintje lényegében elérte a járvány előtti szintjét (a kibocsátás az előző év azonos időszaki szinthez képest csupán 4 százalékkal kevesebb), míg a személyi hitelek kibocsátása 29 százalékkal maradt el 2020 első negyedétől. Az állomány amortizációjának visszafogásán keresztül a fizetési moratórium jelentősen támogatta a háztartási hitelállomány bővülését, emellett a babaváró hitelek első negyedévi 136 milliárd forintos szerződéskötései is nagymértékben hozzájárultak a dinamikus növekedéshez. A program egészen 2022-es lezárultáig támaszt nyújthat a háztartási hitelezésnek.

A háztartási hitelezés növekedési üteme a koronavírus-járvány negatív reálgazdasági hatásai ellenére előretekintve is kétszámjegyű maradhat (1-12. ábra). A növekedési ütem enyhén a korábbi várakozásaink fölött alakulhat, a három hónappal 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 helyreállításához.

A beruházások bővülése az idei évtől kezdődően ismét támogatja a gazdasági növekedést. 2021-ben és 2022-ben várakozásunk szerint az állami és a magánberuházások egyaránt emelkednek.

1-13. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



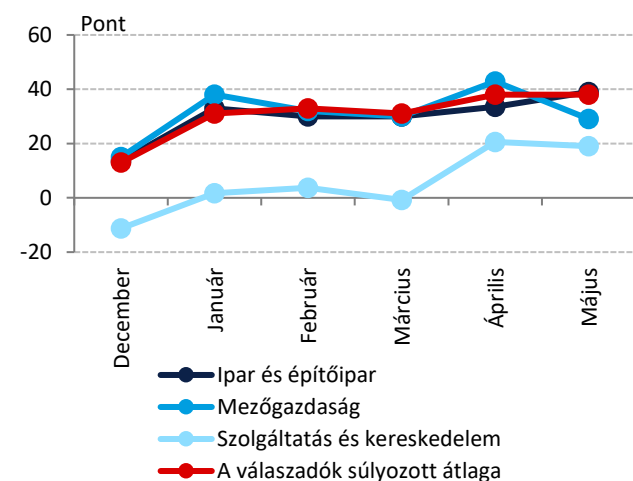
Megjegyzés: Tranzakciós alapú éves változás. A kkv szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza. A teljes vállalati növekedési ütem a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállomány alapján.

Forrás: MNB

A vállalati hitelezés élénkülése ösztönzőleg hat a vállalati beruházásokra. A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme a tényadatok tükrében a korábbi várakozásainknál kissé kedvezőtlenebbül alakulhat 2021-ben, azonban a moratórium három hónapos meghosszabbítása, illetve a támogatott hitelprogramok kibővítése segíti a magas vállalati hiteldinamika fenntartását (1-13. ábra). A vállalati forrásbevonás és a beruházások élénkülését támogatják a bővülő állami hitel- és garanciaprogramok, valamint a Növekedési Kötvényprogram.

A vállalati beruházások helyreállítását több nagy volumenű fejlesztési projekt és a 2020-ban elhalasztott beruházások esetleges megindítása vagy folytatása egyaránt támogatja. A beérkező adatok alapján a vállalati fejlesztések 2021 első negyedévében visszafogottan alakulhattak. Ugyanakkor kedvező jel a jövőre nézve, hogy az MNB Konjunktúra felmérése alapján emelkedett a következő negyedévben beruházást tervező vállalatok aránya (1-14. ábra). Különösen a szolgáltatások területén volt jelentős a növekedés. A vállalatok optimisták a járványt követő gazdasági kilátásokkal és hazánk versenyképességével kapcsolatban. A korábban bejelentett nagy volumenű fejlesztési projektek támogatják a vállalati beruházások helyreállítását, és a 2020-ban elhalasztott beruházások is újraindulhatnak vagy folytatódhatnak.

1-14. ábra: A beruházásokkal kapcsolatos várakozások



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

Forrás: MNB konjunktúraindex

Az állami beruházások jelentős mértékben bővülnek a kormányzati tervek alapján (1-3. táblázat). Az állami fejlesztések magas szintjét az idei évben főként a saját forrású beruházások 2020-hoz képesti felfutása magyarázza, míg 2022-től az EU források aránya növekszik. A kormányzati szektor beruházási teljesítménye a 2020. évi 6,4 százalékos GDP-arányos értékéről historikusan magas szintre emelkedhet 2022-ben: a kormányzati tervek szerint megközelítheti a GDP 7 százalékát. 2023-tól azonban az állami beruházások érdemi csökkenésére számítunk a saját források mérséklődésének következtében.

Az állami beruházások idei és jövő évi növekedése jelentős áremelkedést és import-növekedést idézhet elő.

A volumenbővülés várakozásaink szerint a folyó áras emelkedésnél érdemben alacsonyabb lehet 2021-ben és 2022-ben. A kormányzati beruházások többsége építmenyberuházás és az elmúlt években egyre effektívebbé váltak a kínálati korlátok az építőiparban, ami az árak emelkedését eredményezte. A koronavírus-válság következtében valamelyest enyhültek a kínálati korlátok, de az idei évben ismét szűk keresztmetszetté válhat a munkaerő, míg az alapanyagok ára meredeken emelkedik, és ellátási problémák is akadályozzák az ágazat termelését. A hadiipari fejlesztések következtében bővülnek a

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

	2021	2022 Előrejelzés	2023
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	4,7	7,5	3,2
Állami beruházás	0,2	7,4	-11,8
Privát beruházás	6,1	7,5	7,7
Beruházási ráta	27,9	28,9	29,1

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

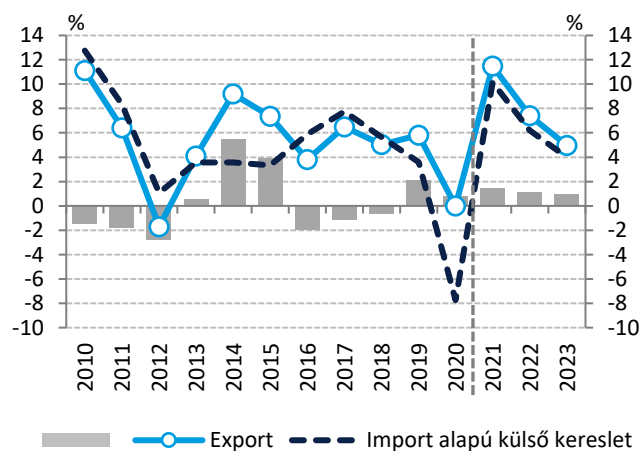
Forrás: KSH, MNB

gépberuházások, amelyek importintenzitása azonban magasabb, mint az építményberuházásoké, így GDP-hatásuk is mérsékeltebb.

A háztartások beruházásai a kormányzati otthonteremtési programoknak köszönhetően emelkednek. A kormány októberben számos, a családok otthonteremtését elősegítő intézkedést (kedvezményes lakásáfa, otthonfelújítási program, illetékmentes lakásvásárlás, visszaigényelhető áfa) jelentett be, amelyek támogatják a lakosság beruházási aktivitásának emelkedését a következő években. Az otthonfelújítási program már 2021 első felétől hozzájárul a háztartások beruházásainak bővüléséhez, míg az előrejelzési horizont második felében a lakásépítések emelkedése is támogatja majd a növekedést. Ugyanakkor, lefelé mutató kockázatok azonosíthatók itt is, mivel a szűkös építőipari kapacitások az árak emelkedéséhez és a lakossági beruházás visszafogottabb ütemű bővüléséhez vezethetnek.

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

1-15. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Forrás: KSH, MNB

Külső keresletünk dinamikusabban bővíthet a márciusi Inflációs jelentésben vártnál kereskedelmi partnereink importigényes ágazatainak gyors kilábalása következtében (1-15. ábra). A világkereskedelem növekedése az első negyedévben is folytatódott, amit támogatott a világ országainak várakozásokat meghaladó gazdasági teljesítménye. A világ két legnagyobb gazdaságában, Kínában és az Amerikai Egyesült Államokban a korábban bejelentett amerikai fiskális stimulusnak is köszönhetően az idei évre dinamikus növekedés várható. Az európai kilátások szintén javultak valamelyest a kedvező beérkező adatok, valamint az oltási kampányok előrehaladása következtében.

Előrejelzésünk alapján a hazai export teljesítménye az idei évben kétszámjegyű növekedést mutathat (1-15. ábra). A szolgáltatások és az ipar teljesítményének kettőssége a hazai exportban továbbra is érezteti hatását, azonban a közeljövőben ennek már fokozatos csökkenésére számíthatunk. Árukivitelünk a – legtöbb országhoz hasonlóan – jól teljesítő, főként exportra termelő feldolgozóiparnak, valamint az alacsony bázisnak köszönhetően kedvezően alakulhat. Rövid távú teljesítményére ugyanakkor hatással lehet a világ gazdaságában 2020 vége óta fennálló félvezetőhiány. Emellett a korábbi évek FDI-beruházásai termelőre fordulnak, és az áruexport jelentős bővülése a piaci részesedésünk javulását eredményezi. Az akkumulátorgyárak termelése és exportja az ipari

statisztikákban is megjelenik. A nemzetközi turizmus hosszan elhúzódó gyengélkedésével párhuzamosan szolgáltatásexportunk az áruexporttal ellentétben hosszabb ideig elmaradhat a járvány előtti szintjétől. Mindemellett az európai országokban egyre inkább megközelítik a megfelelő átoltottsági szinteket, ami javítja a turisztikai szektor kilátásait. A hazai szolgáltatásexport várhatóan 2021 második felében dinamizálódhat, teljesítményével pedig hozzájárul a kivitel nemzetközi szinten is magas alakulásához, exportpiaci részesedésünk növekedéséhez.

Az idei évtől kezdve a belső keresleti tételek, valamint az export dinamikus bővülésének eredményeként az import is jelentős mértékben 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 hitelmoratórium hatása a megtakarítások alakulására

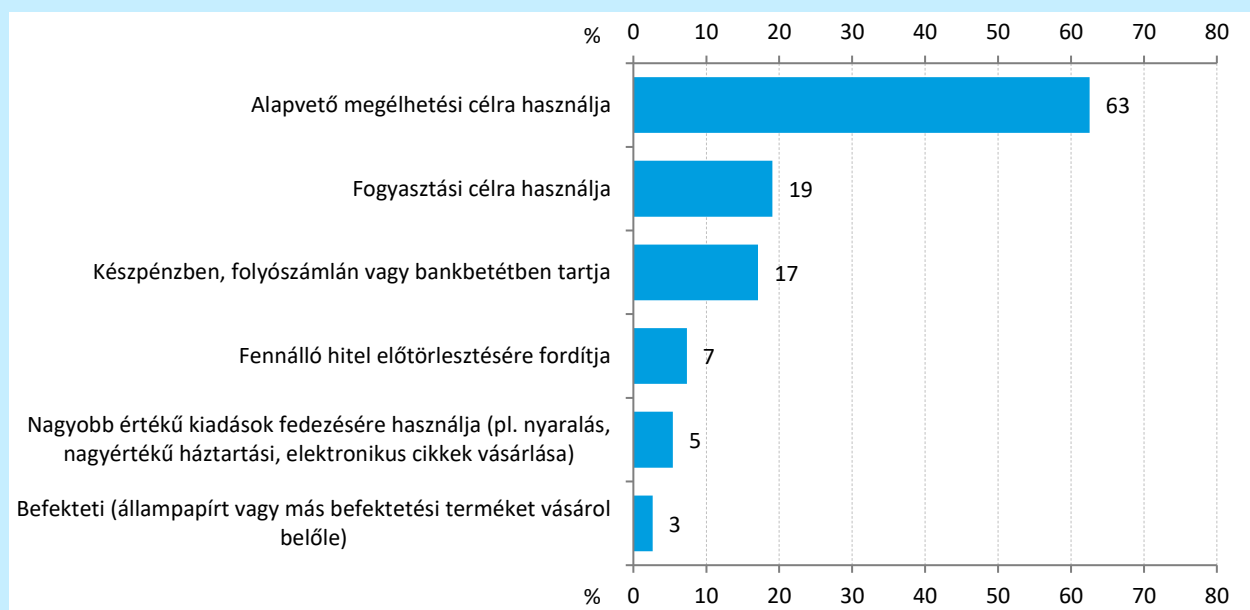
A lakosság pénzügyi vagyonának elmúlt időszakban megfigyelt növekedésére hatást gyakorolt a 2020 márciusában bevezetett – először 2020. év végéig tervezett, később 2021. szeptember 30-ig meghosszabbított – fizetési moratórium.

A moratórium hatálya minden olyan lakossági (és vállalati) hitelszerződésre kiterjed, amelyet 2020. március 18-ig folyósítottak. A törlesztési kötelezettségek automatikusan felfüggesztésre kerültek, az adósok azonban jelezhettk bankjuknál, hogy nem kívánnak élni a moratórium lehetőségével. A program elsődleges célja azon adósok segítése volt, akiknek fizetési nehézségei adódtak a koronavírus-járvány hullámainak, valamint a megelőzést szolgáló izolációs, korlátozó lépések negatív gazdasági hatására. Azonban a moratórium általános érvényűsége megengedi, hogy olyanok is éljenek a lehetőséggel, akiknek érdemben nem csökkent, esetleg nőtt a jövedelmük ezen időszak alatt.

Az MNB 2021 márciusában online kérdőíves felmérést végzett a lakossági hiteladósok körében. A felmérésben mintegy 44 ezer háztartás válasza érkeztek be, és az eredmények hiteltípus és moratóriumi státusz szerinti reprezentativitását 2020. végi adatok alapján készült súlyozás biztosítja. A kérdőív kitért az ügyfelek tartozásaira, szociodemográfiai, munkaerőpiaci és jövedelmi helyzetükre, emellett a – bármely hitelükkel – moratóriumban lévő ügyfelek esetében a törlesztési képességük alakulására vonatkozó kérdések is szerepeltek.

A felmérésre adott válaszok alapján a moratóriumban részt vevők többsége fogyasztási célra költi jövedelmének azt a hányadát, amelyet egyébként hiteltörlesztésre fordítana (1-16. ábra). Az érintettek közel kétharmada saját bevallása szerint alapvető megélhetési célokra költi el, 19 százalékuk egyéb fogyasztási célt, 5 százalékuk olyan nagyobb értékű kiadást jelölt meg, mint a nyaralás vagy nagyértékű tartós fogyasztási cikkek megvásárlása. A megkérdezettek egy jelentős része azonban azt válaszolta, hogy megtakarítja vagy befekteti a megmaradt összeget – az adósok e körében tehát emelkedtek az elmúlt több mint egy év során a megtakarítások.

1-16. ábra: A moratórium miatt megmaradt törlesztőrészek felhasználása



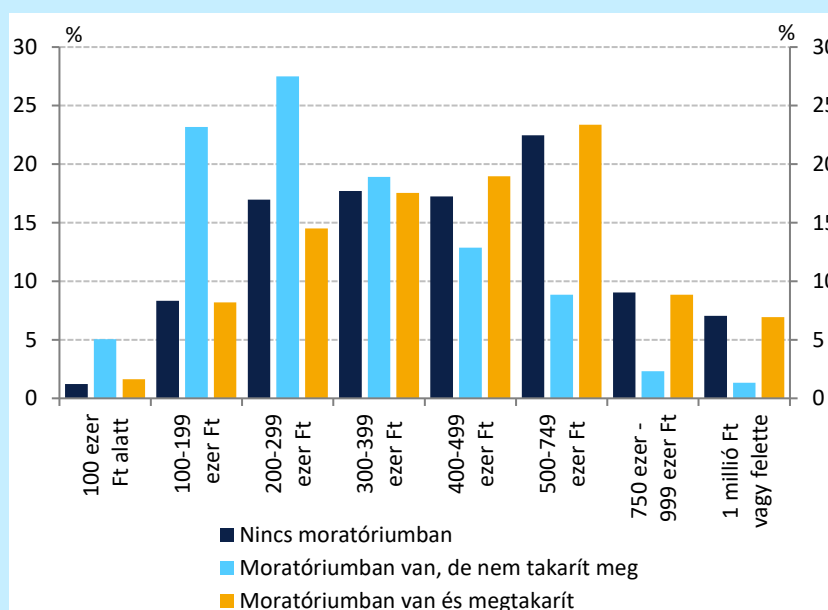
Megjegyzés: Több válasz is megjelölhető volt.

Forrás: MNB Moratórium kérdőíves felmérés, 2021. március.

A felmérés alapján a moratóriumban részt vevők 19 százaléka (részben vagy egészben) megtakarítja vagy befekteti a törlesztési kötelezettség szüneteltetésével rendelkezésre álló többletforrásokat. A moratóriumban részt vevő adósok 13 százaléka az egész összeget félreteszi, a fennmaradó 6 százalék fogyasztási célra vagy hitelkiváltásra költötte legalább egy részét a felszabadult elkölthető jövedelemnek. A termékszerkezetet tekintve a megtakarító moratóriumosok lényegesen nagyobb arányban rendelkeznek lakáshittel, és kevésbé jellemző rájuk a személyi kölcsön és a folyószámlahitel megléte, mint a nem megtakarító moratóriumos adósokra. Ezzel összefüggésben tendenciájában a fennálló hitelállományuk is nagyobb, mint azoknak, akik elköltik a felszabaduló összeget.

A megtakarító moratóriumosok jövedelmük (1-17. ábra) és megtakarításaik alapján lényegesen jobb anyagi helyzetben vannak, mint a moratórium többi résztvevője. A 400 ezer forint feletti nettó háztartásjövedelműek aránya körükben közel 60 százalék, míg a nem megtakarítók között 25 százalék. A megtakarításnak óvatossági motivációt nyújthat az, hogy 37 százalékuk jövedelemcsökkenéssel szembesült a koronavírus-járvány kezdete óta, 20 százalékuk pedig romló pénzügyi helyzetre számít a következő egy évben. Mivel ezen adósok esetében a magas adósságállományhoz magas jövedelmek társulnak, a háztartási szintű jövedelemarányos törlesztőrészletet tekintve nem kifizítettek. A megtakarító moratóriumosok között felülreprezentáltak a felsőfokú iskolai végzettségűek, a középkorúak és a budapestiek, míg gyermekszám szerint nincs érdemi különbség a csoportok között.

1-17. ábra: Jövedelemeloszlás a hiteladós-csoportok körében



Megjegyzés: Aktuális havi nettó háztartásjövedelem. Forrás: MNB Moratórium kérdőíves felmérés, 2021. március.

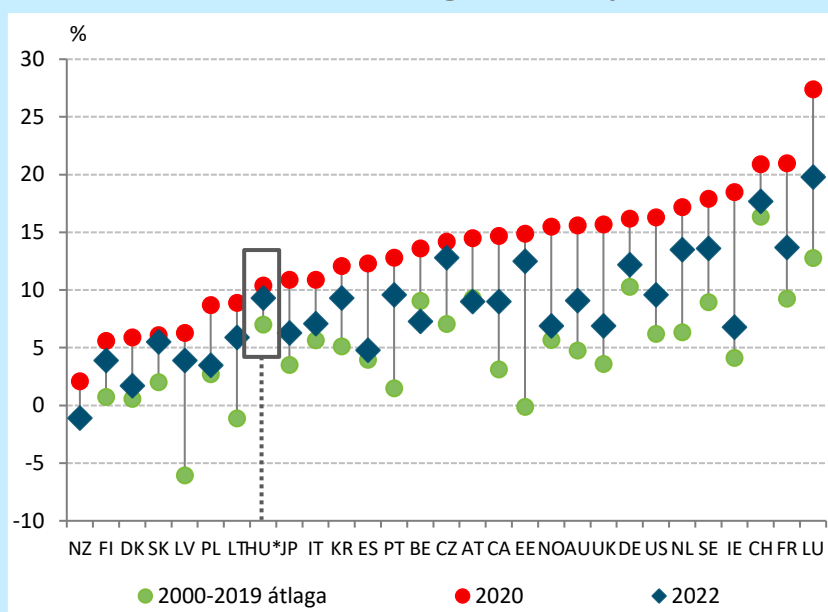
Össességében tehát a moratóriumban részt vevők 19 százaléka képzett pénzügyi vagyont a törlesztési kötelezettség szüneteltetésével rendelkezésére álló többletforrásokból. E csoportban jellemzőbb a lakáshiteles ügyfélkör, az adósok jövedelmi és megtakarítási helyzete pedig összességében kedvezőbb, mint a többi moratóriumosé, így jövedelemarányos kifizettségük sem jelentős. Megtakarításaik szintje hazai viszonylatban magasnak mondható, mivel egy 2019-es MNB-felmérés alapján a teljes népességnek csak a negyede rendelkezett legalább 3 hónapra elegendő megtakarítással (ha a háztartás minden keresője elveszítené az állását, és fenntartanák az aktuális életszínvonalat). Ez a megtakarító moratóriumos ügyfelek körében mintegy 50 százalék, míg a moratórium többi résztvevője esetében mindössze 14 százalék.

1-4. keretes írás: A nyitás hatása a megtakarítások alakulására és az inflációs folyamatokra

A lakossági megtakarítások meghatározó szerepet töltenek be a koronavírus-járvány következtében kialakuló válságból történő kilábalásban, mivel ezek csökkenése a háztartási fogyasztás bővülésével párosulhat. Keretes írásunkban bemutatjuk, hogy a megtakarítások változása hogyan befolyásolhatja az inflációs folyamatok jövőbeli alakulását.

A koronavírus-járvány a lakosság nettó pénzügyi megtakarításainak jelentős emelkedését eredményezte, amihez a nagyobb óvatosság és a kényszermegtakarítások emelkedése járult hozzá. A járvány társadalmi és gazdasági hatása a háztartások viselkedésének megváltozását eredményezték: óvatosabbak lettek, és megnőtt a pénzügyi megfontoltság. Emellett a járvány megfékezése érdekében hozott korlátozó intézkedések miatt kényszermegtakarítások halmozódtak fel a lakosság körében. Ezek következtében a háztartások megtakarításai világszerte historikusan magas szintet értek el 2020-ban az OECD adatai alapján, jóval meghaladva a járvány előtti időszakot jellemző értékeket (1-18. ábra). A járvány lecsengését követően a gazdaságok helyreállításával párhuzamosan a megtakarítási ráta érdemben csökkenhet, ami keresleti oldalon a lakossági fogyasztás ideji és jövő évben várható jelentősebb növekedését vetíti előre.

1-18. ábra: A háztartások nettó megtakarítási rátájának változása



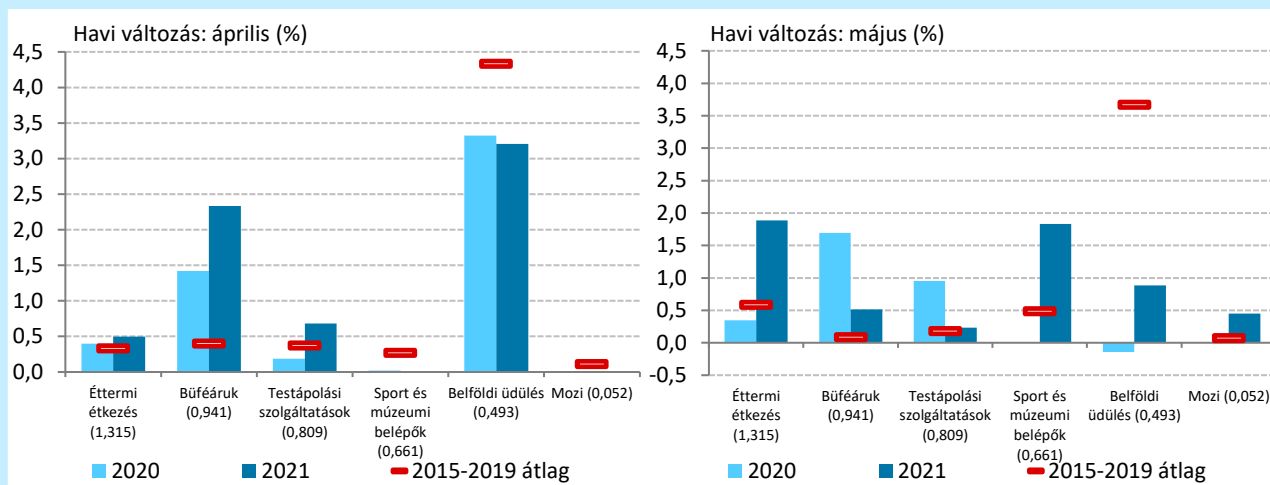
Megjegyzés: Portugália, Franciaország és az Egyesült Királyság esetén a bruttó megtakarítási rátát jelenítettük meg. Az OECD és az MNB eltérő módszertan alapján számította a megtakarítási rátát. Forrás: OECD, MNB becslés*

A korlátozások által érintett szolgáltatások esetében jelentős helyreállítási potenciál azonosítható. Az elmaradt fogyasztás pótlását célzó hirtelen élénkülő kereslet azonban nagyobb mértékben emelheti a piaci szolgáltatások inflációját. A járványhelyzet során bevezetett intézkedések leginkább a vendéglátással és szálláshelyekkel kapcsolatos szolgáltatásokat érintették, így a gazdaság többlépcsős nyitásának hatásai elsőként ezen szolgáltatásokon keresztül jelentkezhetnek. Emellett az elhalasztott fogyasztás pótlására is számíthatunk, ami a szolgáltatókat a profithelyzet helyreállítását célzó áremelésekre ösztönözheti.

A lakosság átoltoztságának emelkedésével párhuzamosan április 7-től megkezdődött a járványügyi korlátozások fokozatos feloldása. Április 24-én már kinyithattak a vendéglátóhelyek teraszai, május 1-jétől pedig újra elérhetővé váltak többek között a szálláshely szolgáltatások, az állatkertek, uszodák, fitness-termek, mozik, színházak. Az áprilisi adatok elsősorban a büféárak és a belföldi üdülési szolgáltatások esetében mutattak nagyobb havi árváltozásokat, utóbbi esetében azonban az átárazás mértéke elmaradt a 2015–2019 közötti átlagtól (1-19. ábra, bal panel). Májusban a szolgáltatások árainak emelkedéséhez főként az éttermi szolgáltatások árnövekedése járult hozzá, ami a korábbi évekhez képest jelentősebb (1,9 százalékos) havi áremelkedést mutatott (1-19. ábra, jobb panel). Összességében a nyitás által közvetlenül érintett szolgáltatások a teljes fogyasztói kosár 4,3 százalékát (a piaci szolgáltatások 16 százalékát) teszik ki, és

egy nagyobb átárazásnak jelentősebb inflációs hatása lehet. A sport és múzeumi belépők a szabályozott árú termékek és szolgáltatások közé tartoznak, így ezen főcsoport közel 5 százalékát érintheti a nyitás hatása. A múzeumbelépők általában januárban árazódnak át, míg a sportbelépők árát az mozzatja jobban, ha adott évben van valamilyen nagyobb szabású rendezvény hazánkban. Emiatt bár szabályozott árakról beszélhetünk, a szabályozott energiaárakhoz képest nem teljesen fix az árazásuk, így ezek esetében is megfigyelhetünk majd a nyitáshoz kapcsolódó hatásokat. A májusi adatok alapján a sport és múzeumi belépők, illetve a mozik esetében a tavalyinál, valamint a korábbi évek átlagánál is nagyobb az átárazás. A következő hónapokban ugyanakkor továbbra is kiemelt figyelemmel kell kísérni, hogy a nyitás hatása milyen mértékben változtatja meg az ilyenkor szokásos mintázatot.

1-19. ábra: A 2021-es nyitás által érintett piaci szolgáltatások április (bal panel) és május (jobb panel) havi árváltozásainak alakulása



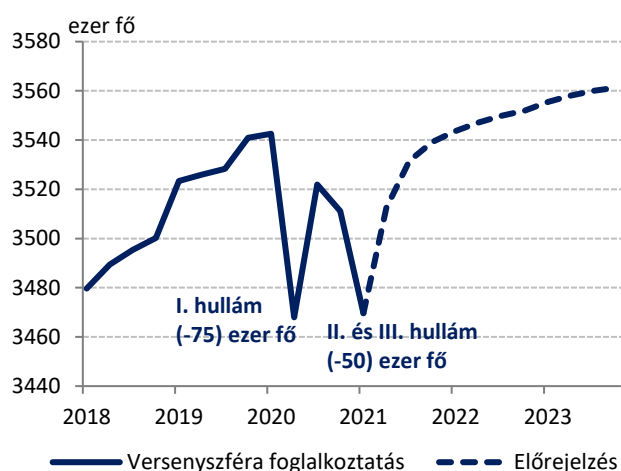
Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás. Zárójelben a fogyasztói kosárban betöltött súlyok (százalék) szerepelnek.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB számítás

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

A járvány újabb hullámainak kifutásával a munkaerőpiaci korrekció és kilábalás a vártnál gyorsabban mehet végbe. A széleskörű átoltottság, a korlátozások feloldása és a munkaerőkereslet növekedése következtében a versenyszféra a vártnál hamarabb érheti el a válság előtti foglalkoztatottsági szintjét. A munkanélküliségi ráta 2021 második negyedévéől várhatóan csökkenésnek indul. A teljes foglalkoztatottság ismételt megközelítése 2021 második felében következhet be a munkanélküliségi ráta 4 százalék alá csökkenésével. A 2021. év eleji beérkező adatok a tavalyinál alacsonyabb, de továbbra is magas bérdinamikát vetítenek előre, amelynek fennmaradását támogatja a gazdaság helyreállása következtében növekvő munkaerőkereslet és az ezzel együtt feszesező munkaerőpiac.

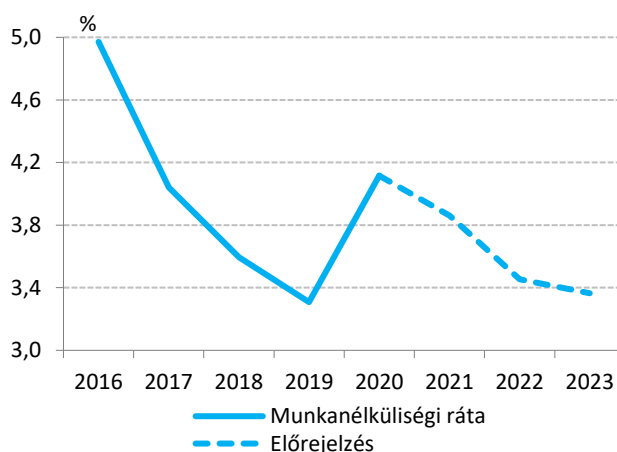
1-20. ábra: A foglalkoztatás alakulása a versenyszférában



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok

Forrás: KSH, MNB

1-21. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Forrás: KSH, MNB

A járvány újabb hullámainak kifutásával a munkaerőpiaci korrekció és kilábalás a vártnál gyorsabban mehet végbe.

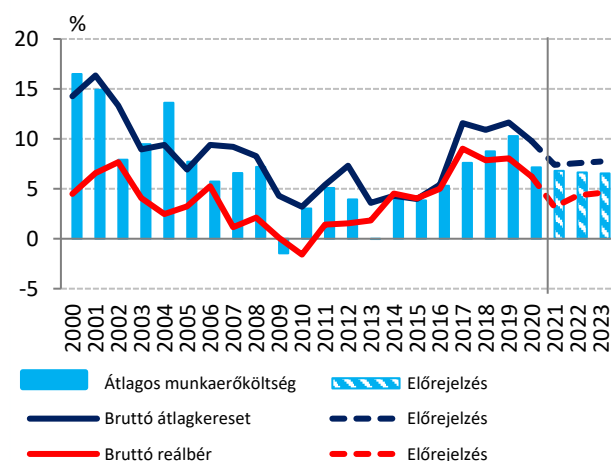
Az első hullámot gyors és érdemi munkaerőpiaci korrekció követte, ami előretekintve is a munkaerőpiac válságállóságára utal. Emellett a következő három hónapra vonatkozó foglalkoztatási várakozások is azt mutatják, hogy a vállalatok április-májusban már mindegyik ágazatban létszámbővítést terveztek. Ezáltal a versenyszféra foglalkoztatásában gyors korrekcióra számítunk 2021 második negyedévéől. Továbbá, egyes ágazatokban már most a termelés szűk keresztmetszetét jelentheti a munkaerő (ld. 3-2. keretes írás). A munkaerőkereslet növelését célzó eszközök helyett ezért célszerű előtérbe kerülniük a munkaerőpiaci sűrűlődség csökkentését célzó, munkaerő minőségét támogató és aktív munkaerőpiaci politikáknak.

A széleskörű átoltottság, a korlátozások feloldása és a munkaerőkereslet növekedése következtében a versenyszféra a vártnál gyorsabban érheti el a válság előtti foglalkoztatottsági szintjét. Előrejelzésünk szerint a versenyszférában foglalkoztatottak száma összességében érdemben nem változik 2021-ben, majd 1,1 százalékkal emelkedik 2022-ben (1-20. ábra).

A munkaerőpiac helyreállásával a teljes foglalkoztatottság ismételt megközelítése 2021 második felében valósulhat meg. A foglalkoztatás növekedésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta várhatóan 4,0 százalékra csökken 2021 második negyedévében, majd a koronavírus gazdasági hatásainak kifutását követően a teljes foglalkoztatottság újbóli megközelítésével 4 százalék alá süllyed 2021 második felében (1-21. ábra). Az aktívak számának alakulásában alapvetően korlátozó tényezőt játszanak a demográfiai folyamatok, azonban 2022-től a fiatalok szja-mentességének hatására az aktivitás további növekedésére számítunk.

Az év eleji beérkező adatok a 2020-as évnél mérsékeltebb, de továbbra is magas bérdinamikát vetítenek előre. A koronavírus-járvány az első negyedéves bérezést enyhén érintette. A dinamikus gazdasági növekedés miatt a munkaerő-kereslet ismét jelentősen élénkül, ezzel pedig a munkaerőpiac ismét feszessé válik. A munkavállalókért

1-22. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Forrás: KSH, MNB

folytatott élesedő verseny szintén a reálbérek tartós emelkedését vonják maguk után.

Prognózisunk szerint 2021-ben az éves bérnövekedés 7,4 százalékon alakul a versenyszférában, majd az erős bérdinamika az előrejelzési időszak további részében is fennmarad (1-22. ábra). Az orvosi bérek jelentős emelésével a nemzetgazdasági bérek a versenyszektorban várható mértéknél nagyobb ütemben növekedhetnek 2021-ben és 2022-ben.

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

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

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

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

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

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

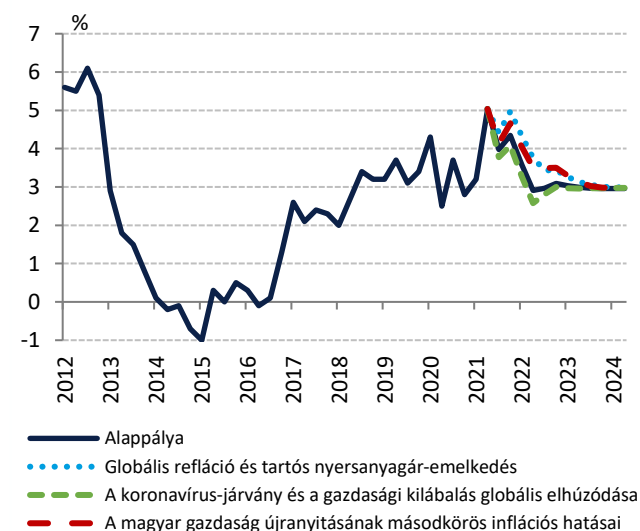
³ A GDP arányában.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A globális reflációt és tartós nyersanyagár-emelkedést feltételező alternatív forgatókönyv az alapelőrejelzésnél magasabb hazai inflációs és enyhén magasabb növekedési pálya felé mutat. A koronavírus-járvány és a gazdasági kilábalás globális elhúzódása esetén az alappályánál alacsonyabb inflációs és érdemben visszafogottabb növekedési pálya valósul meg. A magyar gazdaság újraindításának másodkörös inflációs hatásait bemutató forgatókönyv érvényesülése az alappályához képest magasabb inflációs és magasabb növekedési pályával áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scénárióként a feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés erősödését és a versenyképességi reformok megvalósulását feltételező pályákat tárgyalta.

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



Forrás: MNB

Globális refláció és tartós nyersanyagár-emelkedés

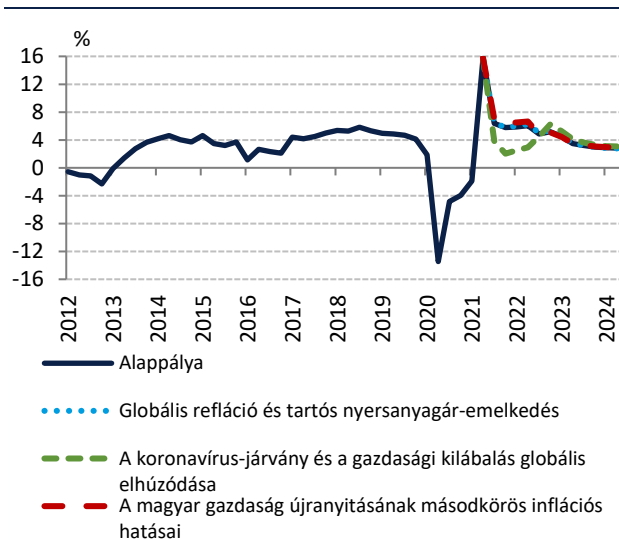
2021 első félévét a koronavírus-járvány elleni küzdelemben globálisan az oltási folyamat megkezdése és az átoltottság fokozatos emelkedése határozta meg. Az oltási folyamat előrehaladásával a gazdasági kilátások is kedvezőbbé váltak, amely tükröződött a javuló bizalmi indikátorokban, az emelkedő inflációs várakozásokban és a nyersanyagárak alakulásában is.

A fontosabb nyersanyagok árai globálisan jelentős növekedést mutatnak az idei évben, számottevően meghaladva a koronavírus-járvány előtti szinteket is. A nyersanyagár-emelkedés hátterében a kilábalás hatására élenkülő kereslet mellett nagy szerepe van a piaci várakozásoknak is. Összességében a piaci spekuláció számottevően hozzájárulhat a nyersanyagárak további emelkedéséhez. Amennyiben az inflációs várakozások globális emelkedését további spekulatív nyersanyagár-emelkedés kíséri, az hosszabb távon akadályozza a globális gazdasági növekedést.

Az olajárak emelkedése a szállítási költségek emelkedéséhez vezet, amihez ezen túlmenően a szállítás korábbi egyensúlyának megbomlása (konténerhiány) is hozzájárult. Az ipari fémek áremelkedése mögött a jelentősen megnövekedett globális kereslet áll. A globális chiphiány az ipari termelésben okozott fennakadásokat. Amennyiben nem rendeződik a kereslet és kínálat egyensúlya a félvezetők piacán, úgy az iparcikkék áremelkedésén keresztül az infláció növekedése várható.

Az élelmiszeripari alapanyagok piacán is jelentős mértékű áremelkedés valósult meg az elmúlt időszakban, aminek mögöttes okai többségében a világjárványra vezethetők vissza. A korlátozások bevezetését követően számos országban a készletek felhalmozása, illetve a betakarító vendégmunkások mozgásának korlátozása volt

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



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján.

Forrás: MNB

megfigyelhető. Emellett a kedvezőtlen időjárási körülmények következtében a termékek jelentős károkat szenvedtek el.

A globális nyersanyagárak viselkedése ciklikus, és az elmúlt időszakban megfigyelhető jelentős mértékű emelkedés alapján **a piaci elemzők egy újabb árupiaci szuperciklust feltételeznek, ami a tartós áremelkedés következtében növeli a reflációs kockázatokat.**

Alternatív pályánkban a külső kereslet további javulásával a globális nyersanyagárak tartósan tovább emelkednek, amelyhez a piaci várakozások is hozzájárulnak. Az inflációs várakozások globális emelkedése a piaci várakozások által erősített további nyersanyagár-emelkedéssel együtt hosszabb távon akadályozza a globális gazdasági növekedést. Az alternatív pálya megvalósulása esetén a külső inflációs környezet a vártnál magasabban alakul, ami begyűrűzik a hazai árakba.

A koronavírus-járvány és a gazdasági kilábalás globális elhúzódnása

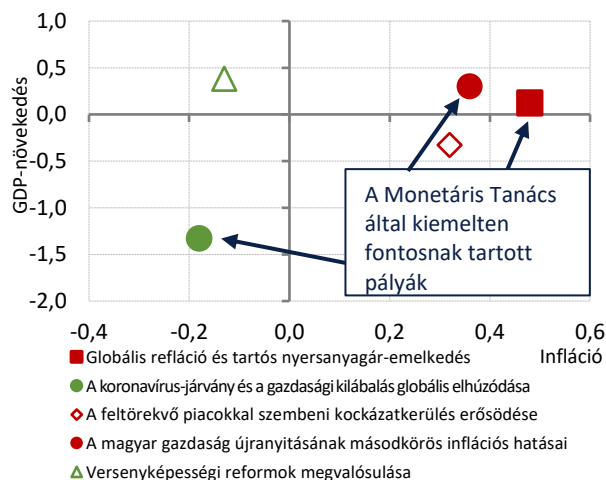
Március óta általánosan csökkent a bizonytalanság mértéke az oltási folyamat globális előrehaladásával párhuzamosan, azonban a járvány továbbra sem szűnt meg. A vírus újabb mutánsai újabb járványhullámok kialakulásához vezethetnek. Ebben az esetben sor kerülhet a gazdaságok újbóli lezárására, azonban a vakcinák széleskörű elérhetősége miatt kisebb a valószínűsége a tartós és elhúzódó járványhullámok bekövetkezésének.

Ezenkívül a kilábalás szempontjából kockázatot jelent, hogy a jelenleg tapasztalt helyreállítás eltérő mértékű a különböző szektorokban. A légi közlekedés tartós visszaesése következtében a nemzetközi turizmus helyreállása várhatóan elhúzódik, ez pedig a szolgáltatásexport lassú helyreállítását vetíti előre. Mindez jelentősen visszafoghatja azon gazdaságok kilábalását, amelyek működésében számottevő súlya van a turizmusnak.

Alappályánkban a növekvő átoltottság következtében nem számítunk újabb járványhullámra. A gazdaságok újraindítását követően a világ gazdaság gyors kilábalása következik be, a csökkenő bizonytalanság és a növekvő bizalom segíti a légi közlekedés helyreállítását, így a globális turizmus is fokozatosan visszatér korábbi szintjére.

Az alternatív forgatókönyvben a vírus egy újabb hulláma erős negatív reálgazdasági hatással jár, így mind globálisan, mind a magyar gazdaságban átmenetileg megakad, és lassabb ütemben folytatódik a kilábalás. A szolgáltatásokat érintő vártnál lassabb külső kereslet, illetve 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

visszafogottabb inflációs környezet tartós és jelentős negatív hatást gyakorol a magyar inflációra és növekedésre.

A magyar gazdaság újraindításának másodkörös inflációs hatásai

2021 áprilisában elkezdődött a koronavírus-járvány elleni védekezés érdekében bevezetett korlátozó intézkedések fokozatos feloldása, ezzel elindult a gazdaság többlépcsős nyitása. A koronavírus-járvány a lakosság nettó pénzügyi megtakarításainak jelentős emelkedését eredményezte, amihez a nagyobb óvatosság és a kényszermegtakarítások emelkedése járult hozzá. A hazai nettó megtakarítási ráta, amelynek átlaga 2000 és 2019 között 7,0 százalék volt, 2020-ban 10 százalék fölé emelkedett. Az OECD globálisan a megtakarítási ráták érdemi csökkenésére számít 2022-ig, ami keresleti oldalon a lakossági fogyasztás idei és jövő évben várható jelentős növekedését vetíti előre.

A kereslet visszaesése a legnagyobb mértékben a vendéglátás és szálláshely-szolgáltatásokat érintette, amelynek fogyasztásában jelenleg jelentős helyreállítási potenciál azonosítható. A gazdaság többlépcsős nyitásának hatásai elsőként ezen szolgáltatások fogyasztásában jelentkezhetnek, azonban a fogyasztás helyreállításának mértékét bizonytalanság övezi. Egy az elhalasztott fogyasztás gyorsabb – a megtakarítási ráta jelentős mértékű visszaesésével járó – pótlását célzó hirtelen élénkülő kereslet a piaci szolgáltatások árindexének nagyobb emelkedéséhez vezethet.

A gazdaság újraindítása a fogyasztást és az inflációt érintő átmeneti hatásokon túl másodkörös hatásokkal is járhat. Bizalmi indikátorok alapján a munkaerőhiány egyre nagyobb korlátozó tényezőt jelent a gazdaságban, ami a munkaerőpiac feszesebbé válására mutat rá. A magasabb árak beépülnek az inflációs várakozásokba, és a munkavállalók növelik bérigényüket. A gazdaság helyreállása következtében ciklikusan feszesező munkaerőpiac hozzájárulhat a tartósan magas bérdinamikához. A bértömeg növekedése élénkíti a fogyasztási keresletet, ezáltal támogatja a gazdaság nyitást követő fellendülését, miközben költség- és keresleti oldalról is inflációs nyomást eredményez a gazdaságban. A tartósan magas bérdinamika ugyanis a vállalati költségek emelkedésén keresztül kényszerítheti áremelésre a meggyengült profithelyzetű vállalatokat.

Alternatív pályánkban a fogyasztás erőteljesebb pótlásával számolunk – amelynek során a felhalmozott megtakarítások gyors csökkenése nagyobb többletfogyasztást generál –, ami lehetővé teszi az érintett szolgáltatások nagyobb mértékű átárzását. A helyreállással párhuzamosan a feszesező

munkaerőpiac magasabb bérdinamika irányába mutat. A bértömeg növekedése tovább élénkíti a fogyasztási keresletet. A járványidőszak alatt meggyengült profithelyzetű vállalatok a magasabb költségek miatt további áremeléseket hajtanak végre. A magasabb árak beépülnek az inflációs várakozásokba, és a munkavállalók növelik bérigényüket, amelynek érvényesítését a feszesedő munkaerőpiac lehetővé teszi. Így a gazdaság újraindításának másodkörös hatásai ár-bérspirálhoz vezetnek.

További kockázatok

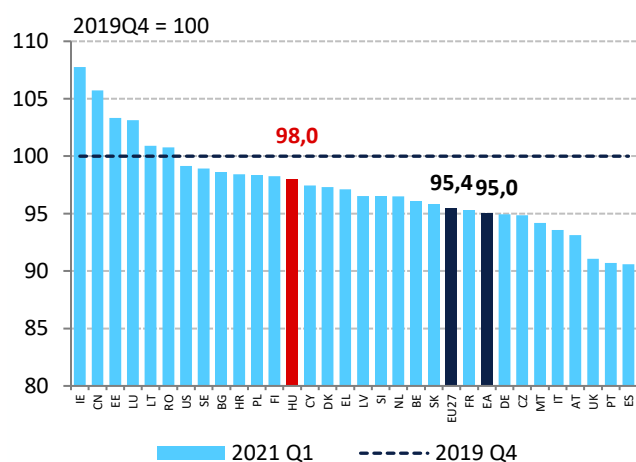
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács két további alternatív pályát mérlegelt. A feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés erősödése esetén a globálisan meghatározó jegybankok a vártnál gyorsabb ütemű normalizációba kezdenek, amelynek hatására megnövekszik a tőkeáramlás a feltörekvő gazdaságokból, ami összességében a hazai infláció emelkedéséhez vezet. 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 2021 első negyedéves GDP adatok a vártnál kedvezőbben alakultak a legtöbb gazdaságban, azonban az országok kilábalása eltérő mintázatot mutat. Az Európai Unió országainak többsége még nem érte el a válság előtti gazdasági teljesítményét. Azok az országok, ahol a turizmus súlya a nemzeti összterméken belül nagyobb, jellemzően lassabb kilábalást mutatnak. A globális légitranszport továbbra is jelentősen a korábbi szint alatt alakul. Az átoltottság emelkedésével javultak a szektor kilátásai, azonban így is elhúzódó helyreállítás várható. A koronavírus-járvány újabb hullámainak visszaszorítására hozott intézkedések az ipari termelést jellemzően kevésbé vetették vissza. A globális félvezetőhiány a korábbi várakozásokkal ellentétben nem okozott visszaesést az első negyedévben, ugyanakkor előretekintve továbbra is lefelé mutató kockázatot jelent. Az elmúlt időszakban a jegybankok továbbra is támogató monetáris politikát folytattak, azonban már több jegybank esetében is felmerült az esetleges monetáris szigorítás időzítésének kérdése.

3-1. ábra: A GDP szintjének alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján.

Forrás: Eurostat, Trading Economics

3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

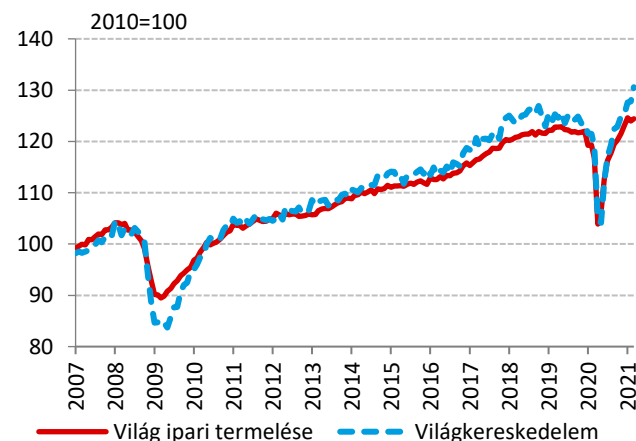
A 2021 első negyedéves GDP adatok a vártnál kedvezőbben alakultak a legtöbb gazdaságban, azonban az országok kilábalása eltérő mintázatot mutat. A világ két legnagyobb gazdaságában élénk lehet a gazdasági helyreállítás. 2021 első negyedévében a kínai gazdaság teljesítménye már 5,7 százalékkal haladta meg a 2019. negyedik negyedévit, míg az Egyesült Államoké mindössze 0,9 százalékkal maradt el attól. Az Európai Unió átlagos teljesítménye 4,6 százalékkal alakult a 2019. negyedik negyedévi alatt. Azok az országok, ahol a turizmus súlya a nemzeti összterméken belül nagyobb, jellemzően lassabb kilábalást mutatnak. A legnagyobb elmaradás Spanyolország és Portugália esetében azonosítható. A GDP szintje mindössze Írország, Észtország, Luxemburg, Litvánia és Románia esetében haladta meg a válság előtti (3-1. ábra).

A gazdasági teljesítmény alakulását az elmúlt időszakban is a koronavírus-járvány és az annak megfékezésére hozott intézkedések határozták meg, azonban az oltási programok felpörgésével a szolgáltató szektor kilátásai világszinten is jelentősen javultak. A járvány újabb hullámai az ipari termelést jellemzően kevésbé vetették vissza, a szolgáltató szektor viszont továbbra is kitett a járványügyi korlátozásoknak. Külpiacaink megtakarítási rátája jelentősen emelkedett 2020-ban, ami előretekintve jelentős növekedési tartalékot jelent.

A világ ipari termelése már 2020 szeptemberében meghaladta a járvány előtti szintjét, és azóta is a fölött alakul (3-2. ábra). A globális félvezetőhiány a korábbi várakozásokkal ellentétben nem okozott visszaesést az első negyedévben, ugyanakkor előretekintve továbbra is lefelé mutató kockázatot jelent.

A szolgáltatások terén továbbra is a turizmus az egyik legjobban kitett szektor. A koronavírus a globális

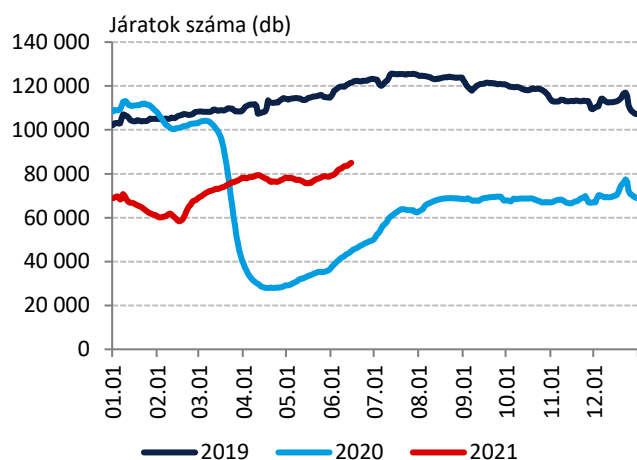
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: CPB

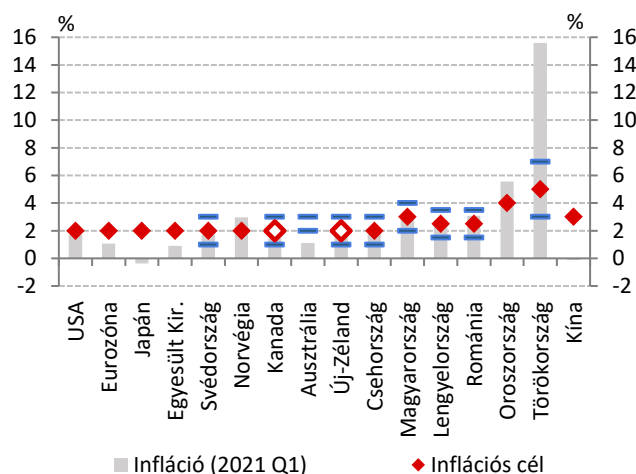
3-3. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása



Megjegyzés: Index 7 napos mozgóátlag alapján

Forrás: Flightradar24

3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



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

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

turizmusban és a kapcsolódó ágazatokban teljes leállást okozott. Az átoltottság emelkedésével javultak a szektor kilátásai, azonban így is lassú helyreállítás várható. A napi kereskedelmi célú repülőjáratok száma a tavalyi második félevesi átlagos 65-70 ezerről enyhén csökkent februárra, majd márciustól emelkedésnek indult és jelenleg 80 ezer körül alakul, ami továbbra is jelentősen elmarad a 2019-es adatoktól (3-3. ábra).

3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

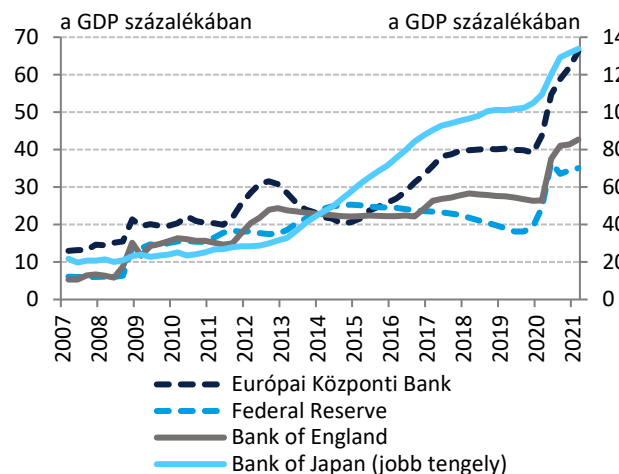
A globális infláció az elmúlt hónapokban emelkedett. A fejlett gazdaságok többségében az év első negyedében az inflációs ráta ugyan továbbra is elmaradt a jegybanki céloktól, az elmúlt hónapokban azonban számottevő emelkedés volt megfigyelhető (3-4. ábra). Ennek nyomán egyre több jegybank esetében vált meghatározó kérdéssé az esetleges monetáris politikai szigorítás megkezdésének időzítése.

Az euroövezetben 2 százalékra emelkedett az infláció. A tavalyi év végi negatív tartományból januártól kezdve fokozatosan közelített a 2 százalékos értékhez az infláció. A maginfláció az idei év elején történt megugrást követően fokozatosan csökkent, majd 0,9 százalékra emelkedett májusban.

Az EKB Kormányzótanácsa júniusban változatlanul hagyta az irányadó rátákat és az eszközvásárlási programjának paramétereit. Az EKB folytatja a koronavírus miatt bevezetett eszközvásárlási programjának (PEPP) vásárlásait, melyek a jegybank jelzése szerint a következő negyedévben is szignifikánsan magasabban alakulnak az év első hónapjaihoz képest. Az eurozónában növekvő inflációt az EKB döntéshozói egyelőre átmeneti jelenségnek tartják. A jegybank mérlegfőösszege június közepére 7700 milliárd euróra (a GDP 68 százalékára) emelkedett (3-5. ábra). Az EKB mindaddig fenntartja a laza monetáris irányultságát, míg az infláció nem konvergál tartósan a jegybank inflációs céljához.

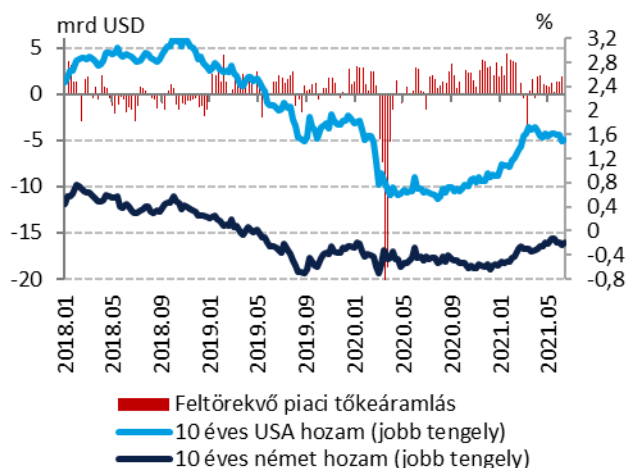
A Federal Reserve döntéshozói júniusi kamatdöntő ülésükön, egyhangú döntéssel, változatlanul hagyták az irányadó ráta célsávját, amely így továbbra is 0-0,25 százalékos szinten maradt. Jerome Powell jegybankelnök a döntés után jelezte, hogy a döntéshozók már foglalkoztak az eszközvásárlási program mérséklésének kérdéskörével, azonban annak tényleges módosítása még továbbra sem került megvitatásra. 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.

3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

3-6. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása



Forrás: EPFR, Bloomberg

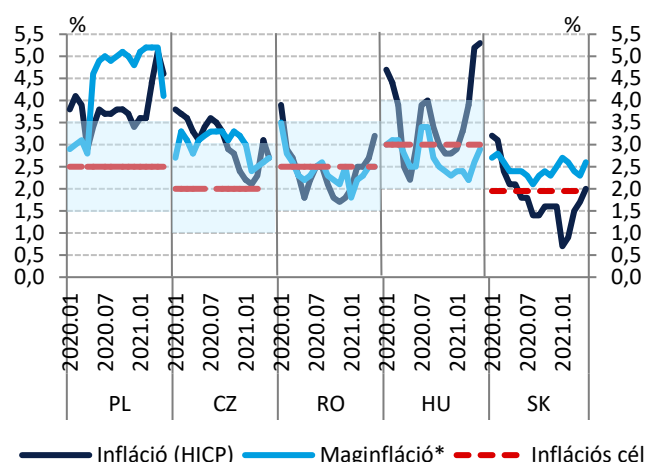
Bejelentették ugyanakkor a Másodlagos Piaci Vállalati Hiteleszköz (SMCCF) keretében vásárolt eszközök leépítésének megkezdését. A jegybank mérlegfőösszege június közepére 8001 milliárd dollárra (a GDP 36,3 százalékára) emelkedett. Áprilisban és májusban is jelentősen nőtt az infláció.

A japán jegybank döntéshozói áprilisi kamatdöntő ülésükön nem módosították a kamatkondíciókat. A 2020. áprilisban indított hitelösztönző program változatlan paraméterek mellett folytatódik. A jegybank mérlegfőösszege májusban a GDP 135,8 százalékára emelkedett. Az előretekintő iránymutatás nem változott, a jegybank szorosan nyomon követi a koronavírus-járvány hatását, és a már meghozott lépéseken túl kész újabb lazító lépéseket eszközölni, ha szükséges. A jegybank a keretrendszer felülvizsgálat eredményeképpen közölte, hogy fenntartja a hozamgörbe-kontrollal kiegészített mennyiségi és minőségi lazítást, valamint a 10 éves japán államkötvény hozamának 0 százaléktól való eltérését ± 25 bázispontban határozta meg.

A Bank of England döntéshozói májusi kamatdöntő ülésükön változatlanul hagyták az irányadó rátát, de csökkentették az állampapír-vásárlások ütemét. A közlemény szerint 2021 májusa és augusztusa között az eddigi 4,4 milliárd font helyett 3,4 milliárd font értékben fog hetente állampapírokat vásárolni a jegybank.

A pénz- és tőkepiaci hangulat változóképpen alakult. A március óta eltelt időszak első felében az oltási programok, illetve a kedvező beérkező makroadatokat követően javult a befektetői hangulat, ugyanakkor az emelkedő nyersanyagárak, valamint a kínálati oldalt érintő globális ellátási problémák – így például a globális chip- és konténerhiány – következtében növekvő globális infláció kedvezőtlenül hatott a pénzpiacokra. A globális befektetői hangulatot továbbra is meghatározza az oltási programok előrehaladása, a járványhelyzet változása és az ahhoz kapcsolódó korlátozó intézkedések feloldása. Az elmúlt időszakban megjelent gazdasági előrejelzések és a beérkező tényadatok, illetve leading indikátorok egyaránt gyors gazdasági kilábalást vetítenek előre. A számottevő monetáris és fiskális stimulus, valamint a nyersanyagokban tapasztalt árfolyamemelkedés következményeként emelkedő inflációs tényadatok és várakozások ezzel szemben kedvezőtlenül hatottak a globális pénzpiaci hangulatra. Az elmúlt hónapban a nyersanyagárak, különösen az olajárak emelkedését egyedi tényezők – amerikai olajvezeték-elleni informatikai támadás – is fokozták. Másrészt pedig a kínálati oldalt érintő globális ellátási problémák – így például a globális chip- és

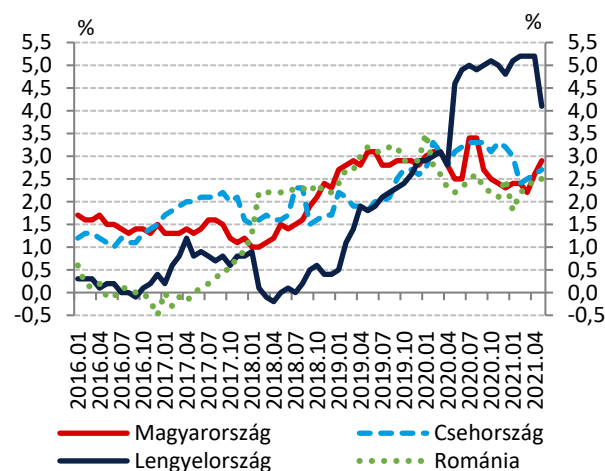
3-7. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban



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

Forrás: Eurostat

3-8. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országában



Forrás: Eurostat

konténerhiány – is akadályt jelenthetnek majd az újranyitó gazdaságok megugró keresletének kielégítésénél, ami a fogyasztói árak emelkedését vonhatja maga után. A változékony pénzügyi hangulatban a kockázati mutatók enyhén tovább csökkentek, miközben a pénzügyi volatilitás a márciusban tapasztaltnál hasonló mértékű maradt. A fejlett és a feltörekvő részvényindexek is többségében emelkedtek, a vezető amerikai és európai tőzsdeindexek mintegy 5-10 százalékkal, így újabb historikus csúcsokra kerültek. A dollár a fejlett és a feltörekvő devizákkal, köztük a szűk régió devizáival szemben többnyire gyengült, így az euróhoz és a fonthoz képest rendre 1,0 és 0,9 százalékkal értékelődött le, míg a jenhez képest enyhén erősödött. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok vegyesen alakultak, az amerikai és a japán lényegében nem változott, míg a német 20 bázisponttal került magasabbra (3-6. ábra). A feltörekvő piaci kötvényhozamok érdemben emelkedtek, köztük a régió hosszú hozamai is.

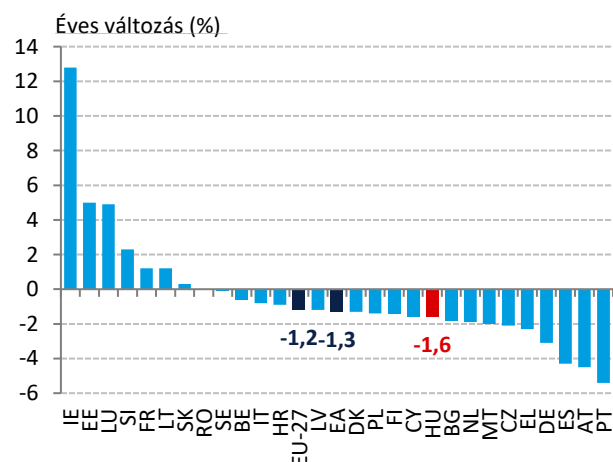
Továbbra is tartósan laza monetáris politikát vár a piac a fejlett jegybankoktól. A piaci árazások alapján a Fed 2022 közepén kezdeti emelni kamatszintjét, ami a március közepi várakozásokhoz képest enyhén meredekebb kamatpályát jelent. Az EKB jelenlegi kamatkondíciói a piaci árazások alapján 2023 közepén szigorodhatnak, így a piaci szereplők korábban árazták a kamatemelés lehetőségét a március közepi várakozáshoz képest.

A régióban egyik jegybank sem változtatott az alapkamaton, de a monetáris politika szigorításának időzítése több ország esetében is központi kérdéssé vált. A cseh jegybank 0,25 százalékon tartotta az irányadó rátát, és megerősítette, hogy az idei év közepén várható az első kamatemelés. A lengyel jegybank 0,1 százalékon tartotta az alapkamatot és jelezte, hogy a 4,7 százalékos májusi infláció tovább emelkedhet a következő hónapokban. A román jegybank sem változtatott a monetáris politika irányultságán, de rövid távon jelentősen emelte az inflációs előrejelzését. A tavaszi hónapokban a régiós országok többségében jelentősen emelkedtek a fogyasztói árak (3-7. ábra). A maginfláció az elmúlt negyedévhez képest Romániában és Csehországban emelkedett, míg Lengyelország esetében részben a szolgáltatások inflációjának tavalyi megugrásához kapcsolódó bázishatás következtében csökkent (3-8. ábra).

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A hazai gazdaság teljesítménye a várakozásoknál kedvezőbben alakult 2021 első negyedévében, mivel 2,0 százalékkal nőtt a GDP az előző negyedévhez képest. A magyar gazdaság ellenállónak bizonyult a járvány harmadik hullámával szemben is, ezért a GDP idei első negyedévi szintje már csak 2,0 százalékkal maradt el a válság előtti, 2019. negyedik negyedévi értékétől. Az év első három hónapjában gazdasági teljesítményt a feldolgozóipar helyreállása támogatta, miközben a turizmus a meghosszabbított korlátozó intézkedések következtében változatlanul gyengén teljesített. Az építőipari teljesítmény a tavalyi harmadik negyedév óta folyamatosan javul, ám az idei első negyedévben továbbra is elmaradt az egy évvel korábbi szintjétől. Felhasználási oldalról a nettó export és a közösségi fogyasztás jelentős növekedést mutatott fel 2021 első negyedévében, míg háztartások fogyasztásának visszaesése és a készletváltozás negatívan hatott a gazdasági teljesítményre. A kedvező bejövő adatok mellett a megkezdődő nyitási folyamat is élénkítette a gazdaságot a második negyedév elején a magas frekvenciájú adatok alapján, ami már a szolgáltatások élénküléséből is fakad. A külföldi eredetű személyforgalom idén áprilistól kezdve fokozatosan közelít a két évvel korábbi szintjéhez, a mozik látogatottságában és a légi személyforgalomban azonban még nem indult meg a helyreállítás. A Google mobilitás indexeinek többsége jelentős forgalomművekedést jelez az utóbbi hónapokban a kiskereskedelmi és vendéglátóhelyeken, a munkahelyeken, valamint a tranzitállomásokon. Az energiafelhasználási adatok alapján az ipari kapacitások sértetlenül vészték át a világjárványt, az energiafelhasználás szeptember vége óta jellemzően meghaladta a tavalyi szintet. Az ipari termelés kedvező alakulását jelzi a hazai utakon bonyolított teherforgalom is, ugyanakkor az adatokat a járvány kitörése előtti évvel összehasonlítva némileg kedvezőtlenebb képet kapunk.

3-9. ábra: A GDP éves változása 2021 első negyedévében az Európai Unió országaiban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

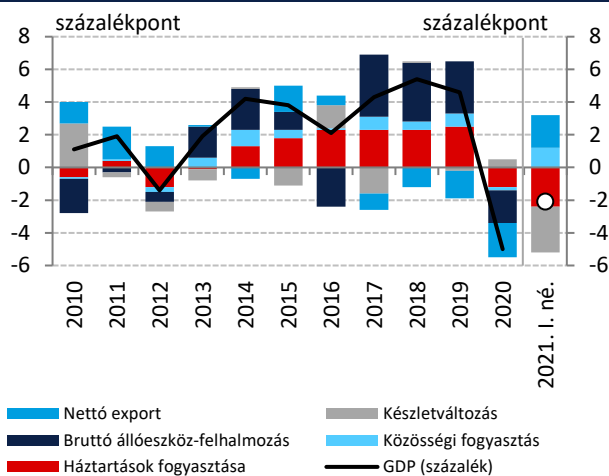
Forrás: Eurostat

2021 első negyedévében a várakozásoknál dinamikusabban, 2,0 százalékkal nőtt a bruttó hazai termék az előző negyedévhez képest szezonálisan igazítva, ami 2,1 százalékos csökkenést jelentett az előző év azonos időszakához képest. A magyar gazdaság a járvány harmadik hullámában is ellenállónak bizonyult, a GDP szintje 2,0 százalékkal maradt el a 2019. negyedik negyedévi értékétől. A gazdasági teljesítmény annak ellenére nőtt negyedéves alapon, hogy a vonatkozó időszakban először enyhébb, majd márciustól szigorúbb korlátozó intézkedések voltak érvényben. A hazai gazdasági teljesítmény szezonálisan kiigazított visszaesése (-1,6 százalék) nagyobb volt az eurozóna (-1,3 százalék) és az Európai Unió (-1,2 százalék) átlagánál (3-9. ábra).

Felhasználási oldalról a nettó export és a közösségi fogyasztás jelentős növekedést mutatott fel 2021 első negyedévében, míg a gazdaság tavalyitól elmaradó teljesítménye leginkább a háztartások mérsékelt fogyasztásához és a készletek csökkenéséhez köthető (3-10. ábra). A nemzetgazdasági beruházások nem változtak érdemben, a vállalati szektor beruházásainak csökkenését ellensúlyozta az állami és a lakossági szektor fejlesztéseinek bővülése. A készletváltozás hatása – a negyedik negyedévhez hasonlóan – érdemben negatív volt. A közösségi fogyasztás jelentősen, több mint 5 százalékkal emelkedett. A nettó export növekedésében fontos szerepe volt az árukereskedelem jelentős javulásának, ugyanakkor a szolgáltatás-külkereskedelem egyenlege továbbra is negatív maradt.

A háztartások fogyasztási kiadásai európai összevetésben közepes mértékben csökkentek. A fogyasztást egyfelől

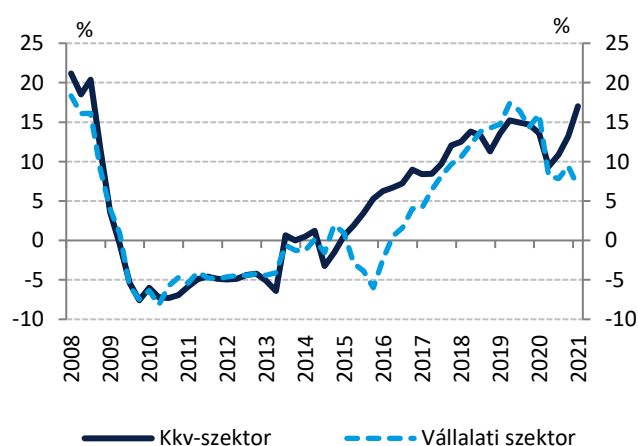
3-10. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



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

Forrás: KSH

3-11. 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.

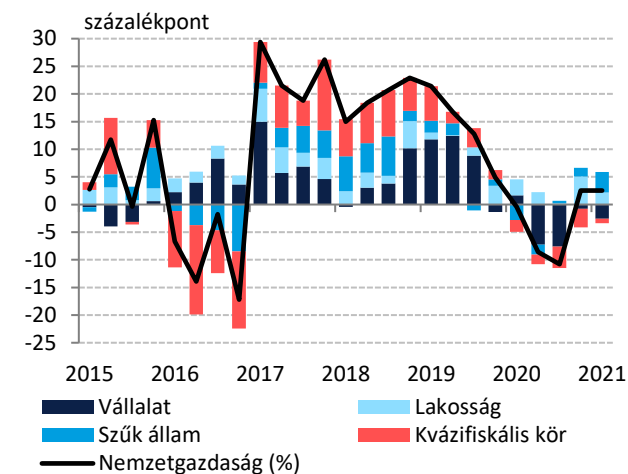
Forrás: MNB

korlátozták az első negyedév során a járvány újabb hullámának visszaszorítását célzó, szigorodó járványügyi intézkedések. Másfelől a fogyasztás 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.

A moratórium és a támogatott hitelkonstrukciók támaszt nyújtanak a háztartási hitelezésnek. 2021 első negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 226 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredményeként, így a háztartási hitelállomány 2020 és 2021 márciusa között mintegy 14 százalékkal növekedett. Az állomány bővülését a fizetési moratórium miatt lecsökkent tőkeamortizáció, valamint a babaváró hitelkibocsátás továbbra is magas volumene érdemben segítette, az államilag támogatott hitelek aránya 30 százalék fölött alakult az új kibocsátáson belül. A negyedév során 136 milliárd forint értékben kötöttek a fiatal házaspárok babaváró hitelszerződéseket, mellyel a fennálló babaváró-hitelállomány 1192 milliárd forintra emelkedett, és ezzel a hitelintézeti szektor háztartási hitelállományának 14 százalékát adta. A személyi hitelek kibocsátása továbbra is érdemben elmarad a járvány előtti mértékétől, míg a lakáshitelek új kibocsátása 4 százalékkal marad el az előző év azonos negyedévének szintjétől. A hitelpiac normalizálódásával összhangban – a Hitelezési felmérés alapján – 2021 első negyedévében a lakáshitelek és a fogyasztási hitelek iránti kereslet élénkülése volt megfigyelhető, ami a bankok válaszai alapján a második és harmadik negyedévben is fennmaradhat, részben a 2021-ben elindult lakáspiacot érintő új támogatások (pl.: lakásfelújítási támogatás és kölcsön, új lakások öt százalékos áfatartalma, CSOK-hoz kötődő illeték- és áfakedvezmény) miatt.

A vállalati hitelállomány dinamikus növekedése az első negyedévben is fennmaradt. A vállalati hitelállomány a teljes pénzügyi közvetítőrendszer mérlegében 187 milliárd forinttal növekedett 2021 első negyedévében, amivel az éves növekedési ütem 6,8 százalékot tett ki (3-11. ábra). A vállalati hitelezésen belül a kkv hitelállomány éves növekedési üteme 17 százalék volt márciusban, melyet az NHP Hajrá keretében a negyedév során megkötött mintegy 580 milliárd forint értékű szerződés is érdemben támogatott. 2021 első negyedévében széles bázisú növekedés valósult meg, a legnagyobb állománybővülés az ingatlanügyek, illetve a kereskedelem és gépjárműjavítás

3-12. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH

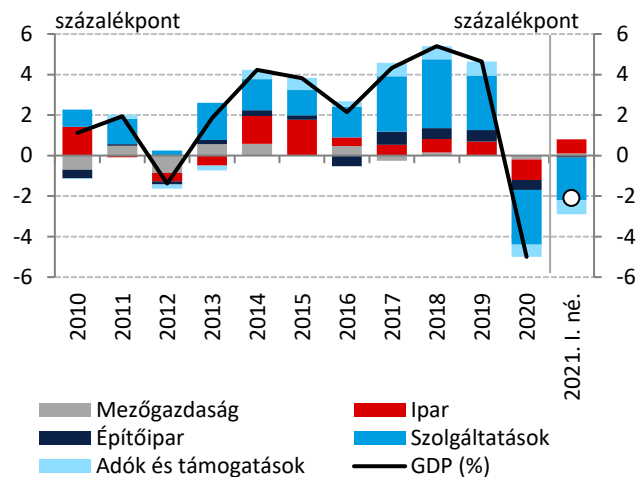
ágazatokban volt. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 32 százaléka a kereslet élénküléséről számolt be a negyedévben. Minden vállalatméret kategóriában, az üzleti célú ingatlanhiteleknel, valamint a rövidebb és hosszabb lejáratú hitelek esetében is a kereslet élénkülését tapasztalták a válaszadó hitelintézetek, továbbá a második és harmadik negyedévre előretekintve is további keresletélénkülést valószínűsítettek.

A nemzetgazdasági beruházások volumene az idei első negyedévben a 2020. negyedik negyedévihez hasonló mértékben, 2,5 százalékkal emelkedett a beruházási szakstatisztika adatai szerint (3-12. ábra). A gép- és berendezésberuházások volumene növekedett, azonban az építési beruházásoké enyhén csökkent éves bázison. 2021 első negyedévében a költségvetési szervek beruházásai számottevően bővültek, azonban az államhoz közvetetten kapcsolódó (kvázifiskális) ágazatok beruházásai mérséklődtek az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg a lakosság beruházási aktivitása – az átadott új lakások emelkedésével párhuzamosan – tovább bővült.

Termelési oldalon a járvány által leginkább érintett szolgáltató ágazatok (a szállítás, raktározás és a szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás) teljesítettek gyengén, miközben az ipar, valamint egyes szolgáltató ágazatok (információ, kommunikáció; pénzügyi szolgáltatások) teljesítményének javulása tompította a gazdaság visszaesését (3-13. ábra). A járvány első hullámában nagy visszaesést elszenvedő ipar a negyedik negyedév után az első negyedévben is meghaladta az egy évvel korábbi teljesítményét. A turizmushoz köthető szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás helyreállása továbbra is késlekedik a november óta érvényben lévő korlátozó intézkedések következtében. Az építőipari teljesítmény a tavalyi harmadik negyedév óta folyamatosan javul, ám az idei első negyedévben még elmaradt az egy évvel korábbi szintjétől. A pénzügyi, biztosítási szektor változatlanul folytatta az előző negyedévekre jellemző dinamikus bővülését (+3,4 százalék).

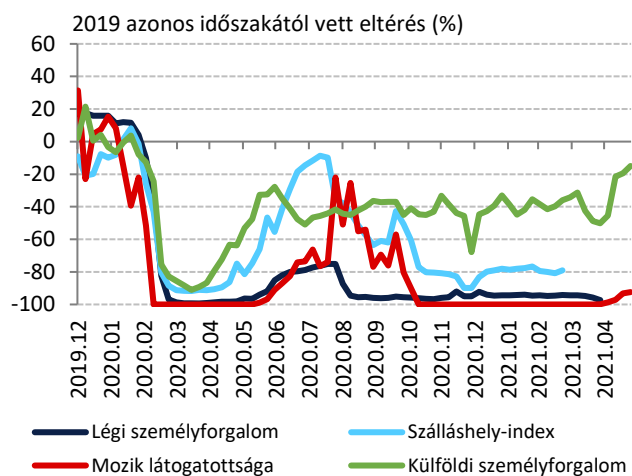
A turisztikai ágazat és a szórakoztató ipar a novemberben bevezetett korlátozó intézkedések óta változatlanul alacsony aktivitást mutat (3-14. ábra). A vendégéjszakák száma márciusban továbbra is nagymértékben elmaradt a tavalyi szintjétől, 70 százalékkal mérséklődött a forgalom volumene éves bázison. Az első negyedév egészét tekintve 86 százalékkal esett vissza a szektor teljesítménye az előző év azonos időszakához képest. A vendégéjszakák száma áprilisban továbbra is nagymértékben elmaradt a koronavírus-járvány előtti szintjétől, 91 százalékkal mérséklődött a forgalom volumene 2019. áprilishoz képest. A szálláshelyek belföldi eredetű kereslete idén áprilisban a

3-13. ábra: A GDP-változás termelési oldali felbontása



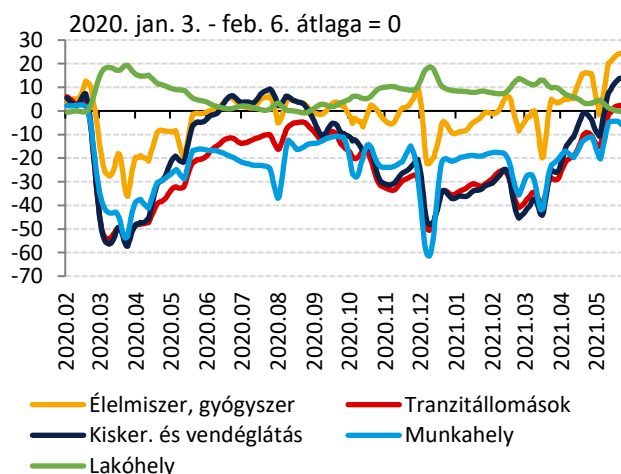
Forrás: KSH

3-14. ábra: A turisztikai kereslet alakulása



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

3-15. ábra: A Google Mobility Index alakulása az egyes szektorokban Magyarországon



Megjegyzés: 7 napos mozgóátlaggal számolva.

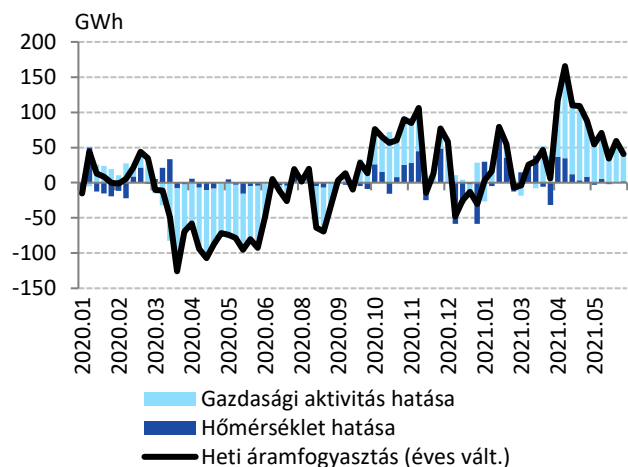
Forrás: Google

2019-es forgalmának 13 százalékát érte el, a külföldi vendégéjszakák száma pedig a két évvel korábbi forgalmának 6,3 százalékára mérséklődött. A hazai turisztikai kereslet a korlátozó intézkedések oldódásával gyors ütemben térhet vissza a harmadik hullám után, 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, ahol a novemberben bevezetett korlátozó intézkedések megtiltották a működésüket, így a tavalyi év vége óta bevétel nélkül maradt az ágazat. Április végén feloldották az adminisztratív korlátozást, ám a forgalom legnagyobb részét bonyolító multiplexek csak júniusban nyitottak ki. A budapesti repülőtér forgalmi statisztikái alapján a tavaly szeptemberben bevezetett határzár után ismét a 2019. évi szint töredékére csökkent az utasszám, és azóta sem nőtt számottevően a forgalom. A közúton érkező külföldi eredetű személyforgalom 2020 második felében az előző évi szint 50-60 százalékán tartózkodott. Idén áprilistól kezdve ugyanakkor a forgalom fokozatosan közelít a két évvel korábbi szintjéhez.

Áprilisban megkezdődött a fokozatos nyitás, azonban a kiskereskedelmi értékesítések egyelőre nem mutatják a helyreállítás jeleit. Az alacsony bázis következményeként a kiskereskedelmi forgalom 9,9 százalékkal növekedett éves összevetésben, azonban a forgalom volumene továbbra is elmaradt a válság előtti szinttől, és hónapok óta stagnáló, enyhén csökkenő trendet követ. A nyitás utáni egy hónapot tekintve ugyanakkor a 2019-es szintet is meghaladó forgalmat regisztráltak a kiskereskedelem több szegmensében (nem szakosodott bolti kiskereskedelem, élelmiszer, ital, dohány, gyógyszer, üzemanyag, kulturális és szabadidős cikkek kiskereskedelme), a teljes bolti kiskereskedelem pedig közel 15 százalékkal haladta meg a 2019-es, járvány előtti szintet. A Google mobilitás indexeinek többsége jelentős forgalomműködést jelez az utóbbi hónapokban a kiskereskedelmi és vendéglátóhelyeken, a munkahelyeken, valamint a tranzitállomásokon is (3-15. ábra). A közel valós időben rendelkezésre álló adatok mutatják, hogy a korlátozások feloldásával a szolgáltatás-szektor kilábalása megkezdődhetett, és a többlelpcsős nyitással egyre több alágazat forgalma érheti el ismét a járvány előtti szintjét.

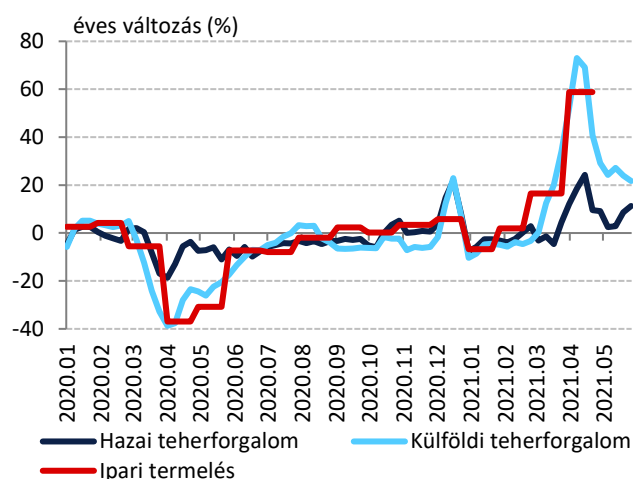
Az első negyedévben az ipari termelés 3,4 százalékkal meghaladta az egy évvel korábbi szintjét, és a válságot megelőző időszak legmagasabb kibocsátási értékénél is magasabban alakult. Az ipari teljesítmény javulása továbbra is főként a külpiacra termelő ágazatok gyors bővülésének köszönhető. A nagy súlyú járműgyártás termelése áprilisban

3-16. ábra: Heti áramfogyasztás éves változása



Forrás: ENTSO-E alapján MNB-becslés

3-17. ábra: Közúti teherforgalom és az ipari termelés változása



Forrás: NÚSZ Zrt. Üzleti Intelligencia, MNB-számítás

kiugróan nagy mértékben haladta meg a tavalyi leállások miatt alacsony bázist. Ezzel párhuzamosan az ipari export is jelentősen felülmúlta a tavalyi szintjét.

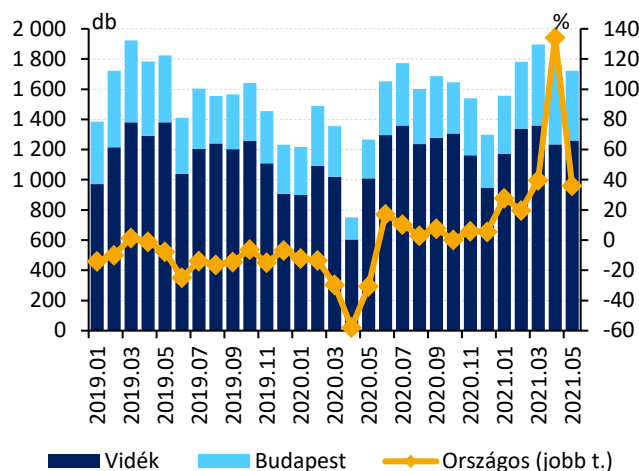
Az energiafelhasználási adatok alapján az ipari kapacitások sértetlenül vészték át a világjárványt, az energiafelhasználás szeptember vége óta jellemzően meghaladta a tavalyi szintet – részben az alacsony bázisnak is köszönhetően (3-16. ábra). Ugyanakkor globális piacokon kialakult félvezetőhiány április végén – a januári után – ismét ideiglenes (10 napos) leállásra készítette az egyik nagy járműipari szereplőt.

A közúti teherforgalom volumene a hazai ipar és a logisztikai szektor (szállítványozás, raktározás) teljesítményének alakulásáról adhat képet. A teherforgalmi adatok a tavaly áprilisi mélyponthoz képest erőteljes növekedést mutatnak (3-17. ábra). A teherforgalmi adatok az ipar második negyedévi erős teljesítményére utalnak. A járvány hatására jelentősen visszaeső külföldi eredetű teherforgalom áprilisban jelentős mértékben korrigált, és a hazai eredetű teherforgalomban is hasonló tendenciát láthattunk. Ugyanakkor a teherforgalmi adatokat a járvány kitörése előtti év adataival összehasonlítva némileg kedvezőtlenebb képet kapunk.

Az építőipari kibocsátás 2021 első negyedében, a 2020 negyedik negyedévi visszaesnél kisebb mértékben, 2,4 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A két főcsoportban egyaránt csökkentek a fejlesztések. Márciusban már növekedni tudott az építőipar kibocsátásának volumene éves bázison, ugyanakkor áprilisban újra elmaradt az egy évvel korábbi szintjétől. A hó végi szerződésállomány november óta emelkedést mutat mindkét főcsoportban.

Az ingatlanpiaci közvetítők adatai alapján a tranzakciók száma 2021 első negyedében mind vidéken, mind pedig Budapesten jelentős mértékben emelkedett éves összehasonlításban. A lakáspiaci közvetítők adatai alapján a tranzakciók száma éves alapon Budapesten 29,9 százalékos, vidéken 28,5 százalékos, országos szinten pedig 28,8 százalékos emelkedést mutatott az első negyedévben, ami részben a járvány tavaly márciusi kitöréséhez köthető alacsony bázisnak tulajdonítható (3-18. ábra). A pandémia előtti időszakhoz, 2019 első negyedéhez mérten országos szinten 4,1 százalékkal emelkedett az adásvételek száma. A koronavírus-járvány első hullámának keresletcsökkentő hatása tavaly áprilisban érvényesült a legnagyobb mértékben a lakáspiacon, így 2021. áprilisban a lakáspiaci forgalom a tavalyi alacsony bázishoz képest kiugró mértékben emelkedett, a májusi adat azonban már illeszkedett a korábbi hónapok értékeihez. Az MNB

3-18. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban



Megjegyzés: Előző év azonos időszakához képest.

Forrás: Lakáspiari közvetítői adatok

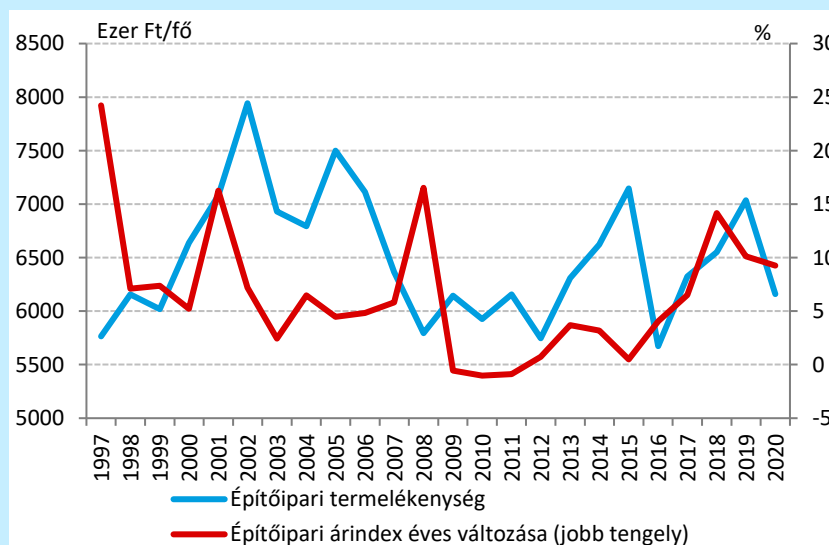
lakásárindex szerint a hazai lakások országos átlagban 2013 vége óta először csökkentek 2020 negyedik negyedévében, nominálisan mintegy 1,2 százalékkal. Vidéken 0,4 százalékos, Budapesten pedig 1,4 százalékos mérséklődés volt tapasztalható ugyanebben az időszakban. Előzetes adatok alapján 2021 első negyedévében országosan 5,5 százalékkal, Budapesten pedig 2,5 százalékkal nőttek a lakások nominális értelmében.

3-1. keretes írás: Az építőipari kapacitáskihasználtság alakulása

Az építőipari termelés és hozzáadott érték jelentős mértékben emelkedett a koronavírus-válságot megelőző években. A növekedéshez hozzájárultak a felfutó, államilag is támogatott lakásépítések, a kereskedelmi ingatlanpiac bővülése, valamint az állami infrastrukturális fejlesztések is. 2020. évi árakon számolva az építőipar hozzáadott értéke több mint 900 milliárd forinttal növekedett 2016 és 2019 között.

A hozzáadott érték 2016 óta 43 százalékkal, míg a foglalkoztatás 32 százalékkal emelkedett az ágazatban, tehát az építőipar termelékenysége alig nőtt, és továbbra is jelentősen elmarad a 2000-es évek elején regisztrált szintektől. Az egy foglalkoztatottra eső hozzáadott érték jelentős változékonyságot mutatott az elmúlt közel 25 évben. A mutató a 90-es évek második felében 2020-as árakon számolva 6 millió forint körüli szintről 7-8 millió közé emelkedett a 2000-es évek elejére. Ezt követően viszont jelentős csökkenést regisztrálhattunk, és 2007-re ismét 6 millió forintos szintre süllyedt a mutató, ami egészen 2012-ig ezen az alacsony szinten tartózkodott. Ezt követően a termelékenység hullámozóan alakult 5,5 és 7 millió forint között, tehát a 2000-es évek eleji szintnél alacsonyabban (3-19. ábra). **Az építőipar termelékenységének növekedését a 2000-es évek elején a hatékonyság javulása, míg az elmúlt években a kereslet jelentős emelkedése és a kapacitások nagyfokú kihasználtsága eredményezte.**

3-19. ábra: Az építőipari termelékenység és árindex alakulása



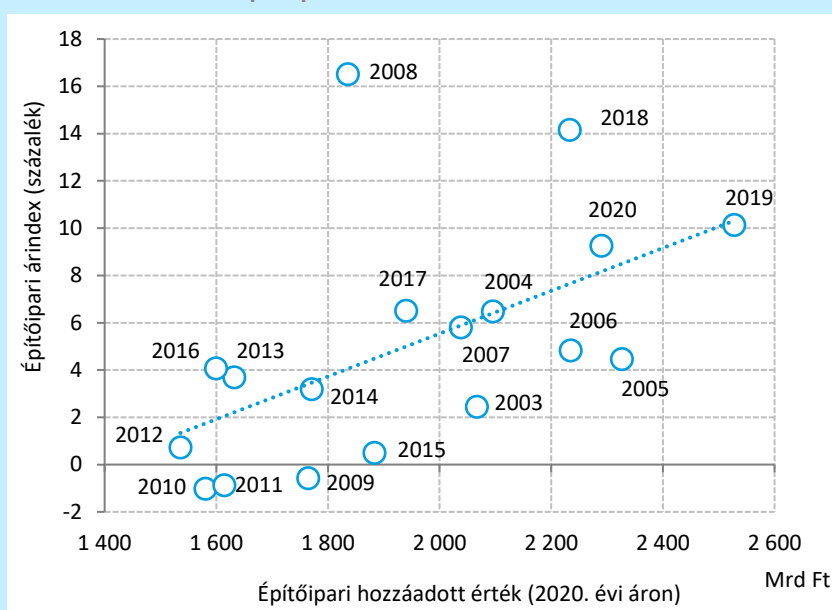
Forrás: KSH

2016-tól az építőiparban egyre effektívebbé váltak a kínálati korlátok. A 2008/2009-es válságot követő években a kereslet jelentett szűk keresztmetszetet az ágazatban. 2016-tól azonban az elégtelen kereslet, mint kibocsátás-korlátozó tényező szerepe jelentősen csökkent. Ugyanakkor, az építőipari vállalkozások egyre nagyobb hányada számolt be alapanyag-, felszerelés-, és munkaerőhiányról, valamint a termelést akadályozó egyéb korlátokról.

A kapacitások csak lassan tudnak alkalmazkodni az élénkülő kereslethez, ezért rövid távon a kereslet növekedése az árak emelkedésében csapódik le. A 2000-es évek elején a magas szinten alakuló termelékenység nem járt az építőipari árak túlzott mértékű növekedésével. Ezzel szemben 2016 után a termelékenység bővülését jelentős áremelkedés kísérte, ami az egyensúlyinál lényegesen magasabb kapacitáskihasználtságra utal. Ennek megfelelően az építőipar árindexe 2009 és 2015 között -1 és +4 százalék között mozgott, majd a kibocsátással együtt emelkedni kezdett, és az elmúlt 4 évben átlagosan 10 százalékot tett ki (3-19. ábra).

A jelenlegi áremelkedés arra utal, hogy a kínálat nem tud lépést tartani a kereslettel, azaz a termelés meghaladja az egyensúlyi kapacitáskihasználtságot. 2018 és 2020 között az építőipar egyensúlyi szintje felett teljesített, ami az árak kétszámjegyű növekedésében is tükröződött. Hasonló mértékű áremelkedésre utoljára 2008-ban volt példa (3-20. ábra).

3-20. ábra: Az építőipari hozzáadott érték és árindex alakulása



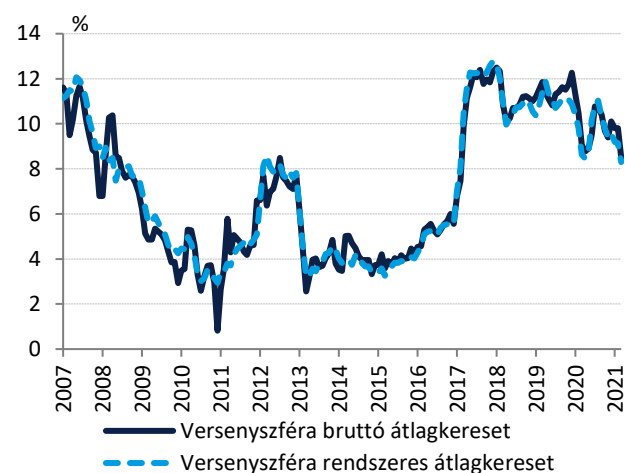
Forrás: KSH, MNB

A keresletbővítő intézkedések az árak további emelkedését eredményezhetik, ezért fontos a versenyképesség és a kínálati fejlesztések előmozdítása. A termelékenység növekedése magasabb egyensúlyi kibocsátást tesz lehetővé, mivel a kínálati korlátok enyhülésének következtében a termelés az árak túlzott mértékű emelkedése nélkül bővíthet.

3.3. Munkaerőpiac

A koronavírus-járvány újabb hullámaival szemben ellenállóbbnak bizonyult a munkaerőpiac, mint az első hullám esetén. A vállalatok javuló foglalkoztatásra vonatkozó várakozásai a munkaerőpiac újbóli feszítését vetítik előre. 2021 első negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 8,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma átlagosan 4 millió 568 ezer volt az első negyedévben, ami 39 ezer fővel maradt el az előző év azonos időszakától. A járvány újabb hullámának negatív munkaerőpiaci hatása leginkább a versenyszféra foglalkoztatottak első negyedéves csökkenésében jelent meg. Áprilisra ugyanakkor már mindegyik ágazatban létszámbővítést terveztek a vállalatok.

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



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3.3.1. Bérek

2021 első negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 8,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, közel 2 százalékponttal elmaradva 2020 negyedik negyedévének átlagától. A rendszeres átlagkereset 8,3 százalékkal nőtt éves alapon, a prémiumkifizetések nem tértek el érdemben az előző évben regisztrált mértéktől (3-21. ábra). A járvány által leginkább érintett szolgáltató ágazatokban (szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás; egyéb szolgáltatás) mérsékeltebb bérnövekedés volt megfigyelhető az előző év azonos időszakához képest, mint a többi ágazatban.

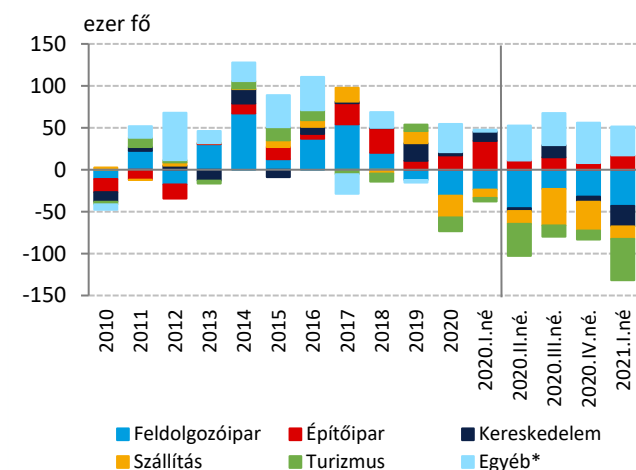
A bérezési folyamatokban továbbra is megfigyelhető statisztikai torzító hatás mértéke tovább csökkent. A részmunkaidősödés hatása 2020 év végén kifutott, nem módosítja érdemben a bérdinamikát, a létszámváltozás hatása felfelé torzítja az éves bérdinamikát.

3.3.2. Foglalkoztatás és munkanélküliség

A koronavírus-járvány újabb hullámaival szemben ellenállóbbnak bizonyult a munkaerőpiac, mint az első hullám esetén. Ehhez jegybanki és kormányzati intézkedések (egészséges hiteldinamika, hitelmoratórium, bértámogatások) is hozzájárultak. 2021. június 1-jei adatok alapján ágazati bértámogatást összesen 180 ezer munkavállaló számára vették igénybe, akiknek nagyrésze a járvány által leginkább érintett szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás területén dolgozik.

A Munkaerő-felmérés szerint a foglalkoztatás mindössze 39 ezer fővel maradt el 2021 első negyedében az előző év azonos időszakától. A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma átlagosan 4 millió 568 ezer volt ezekben a hónapokban. A versenyszféra foglalkoztatás 2,3 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, negyedéves összevetésben pedig 1,2 százalékkal mérséklődött. A versenyszférán belül az építőiparban és egyes piaci szolgáltatásoknál (pénzügy, információ, kommunikáció) emelkedett a létszám éves alapon, a feldolgozóipar, a turizmus, valamint a szállítás esetében csökkenés volt megfigyelhető (3-22. ábra). A versenyszféra

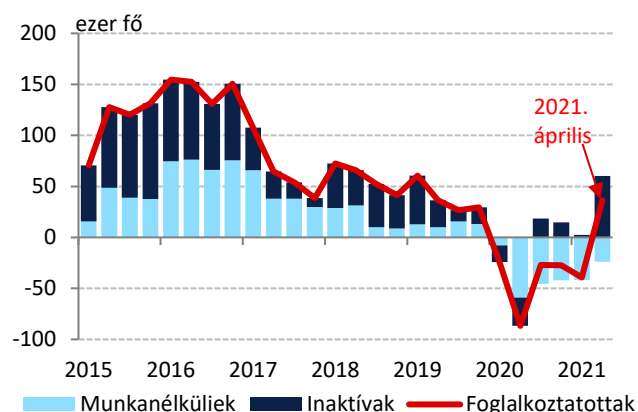
3-22. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása



Megjegyzés: *mezőgazdaság, egyéb ipari és piaci szolgáltató ágazatok

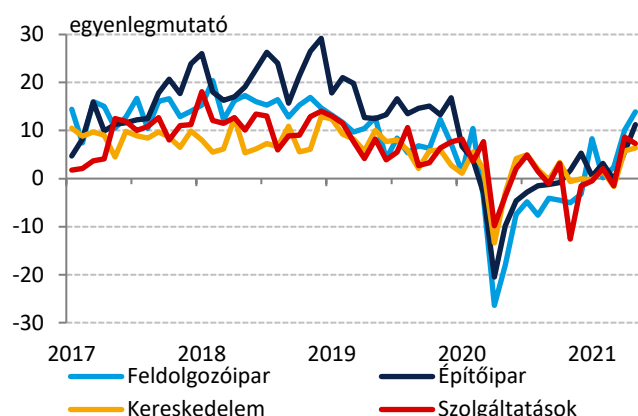
Forrás: KSH

3-23. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



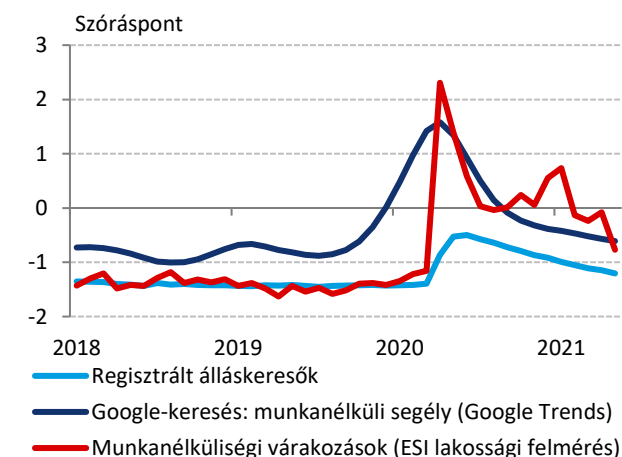
Megjegyzés: 2021. II. negyedéve helyett áprilisi havi adatok állnak rendelkezésre. A munkanélküliek és az inaktívok számának változása ellentétes előjellel szerepel. Forrás: KSH

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



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

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



Megjegyzés: Standardizált értékek Forrás: NFSZ, ESI, Google

létszámcsökkenését ellensúlyozta, hogy az állami szférában nőtt a közigazgatásban és az oktatásban foglalkoztatottak száma az első negyedévben. A közfoglalkoztatottak száma 16 ezer fővel, a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 39 ezer fővel mérséklődött éves alapon.

2021 áprilisában a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma 4 millió 559 fő volt, ami az előző év azonos időszakához képest 36 ezer fős növekedést jelent (3-23. ábra). A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta az első negyedéves 4,3 százalékról áprilisban 4,2 százalékra mérséklődött. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsonynak tekinthető a hazai munkanélküliség.

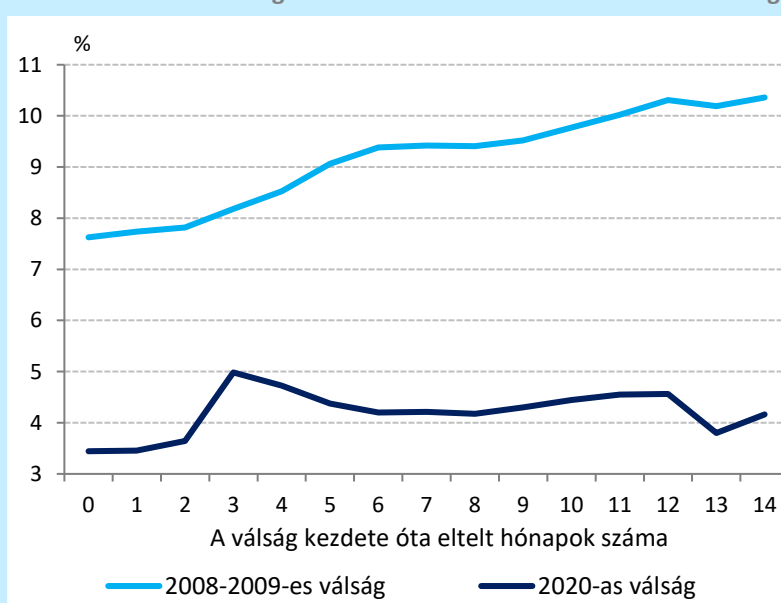
Az ESI – konjunktúra hangulatot monitorozó – vállalati felmérése alapján a tavaszi hónapokban a vállalatok foglalkoztatásra vonatkozó várakozásai javultak: minden kiemelt ágazatban létszámbővítést terveznek. A következő 3 hónapra vonatkozó foglalkoztatási várakozások márciusban még vegyes képet mutattak az ágazatokról, áprilisban és májusban azonban már jelentősen javultak a kilátások (3-24. ábra). Összességében elmondható, hogy a munkaerő iránti kereslet növekedett, de egyelőre továbbra is elmarad a válság előtti szintjétől.

A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók is pozitív képet festenek a munkaerőpiacról (3-25. ábra). A regisztrált munkanélküliek száma a tavaly júniusi csúcspont óta folyamatosan mérséklődik, azonban még nem érte el a járvány előtti szintet. Májusban 274 ezer fő volt a regisztrált állás keresők száma, ami 90 ezer fővel kevesebb, mint az előző év azonos időszakában. A nagymértékű csökkenés a 2020 tavaszán életbe lépett korlátozó intézkedések miatt bekövetkezett emelkedés bázisátásával indokolható. Májusban érdemben nőtt tovább a vállalatok által kiírt új és betöltetlen álláshelyek száma az előző hónapokhoz képest. A munkanélküli segélyre vonatkozó Google Trends indikátor a járvány előtti szint közelében tartózkodik, az ESI lakossági felmérése alapján pedig a lakosság munkanélküliségtől való félelme csökkent az év első hónapjai során.

3-2. keretes írás: A munkaerőpiaci ciklus helyzete

A koronavírus-járvány okozta válság során a munkaerőpiacon magasabb maradt a foglalkoztatás, mint ami a 2008-2009-es válság idején volt tapasztalható. A járvány első hullámában rendkívül gyors alkalmazkodást láttunk, amelynek során szinte azonnal nőtt a részmunkaidősök, a munkanélküliek és az inaktívak száma is. A járvány első hullámát mind létszámban, mind munkaórákban gyors korrekció követte, amihez nagyban hozzájárult, hogy a korlátozások feloldásával az inaktív státuszba kerülők vissza tudtak térni a munkaerőpiacra. Az újabb járványhullámok, illetve lezárások kevesebb ágazatot érintettek, ezáltal kisebb mértékű alkalmazkodást váltottak ki a munkaerőpiacon. Összességében az előző válsághoz viszonyítva kevésbé távolodott el a teljes foglalkoztatástól a munkaerőpiac: míg a válság előtt, 2020 elején 3,5 százalékpont körül mozgott a munkanélküliségi ráta, 2021 áprilisában 4,2 százalékpont alakult a szezonálisan igazított mutató értéke. Ezzel szemben a 2009-ben a munkanélküliség tartósan megnövekedett, a 2008. szeptemberi 7,6 százalékos munkanélküliségi rátáról 2009 végére a 11 százalékpontot is megközelítette a munkanélküliek aránya, majd 2010 elején meg is haladta ezt az értéket (3-26. ábra).

3-26. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása a 2008-as és a 2020-as válság során

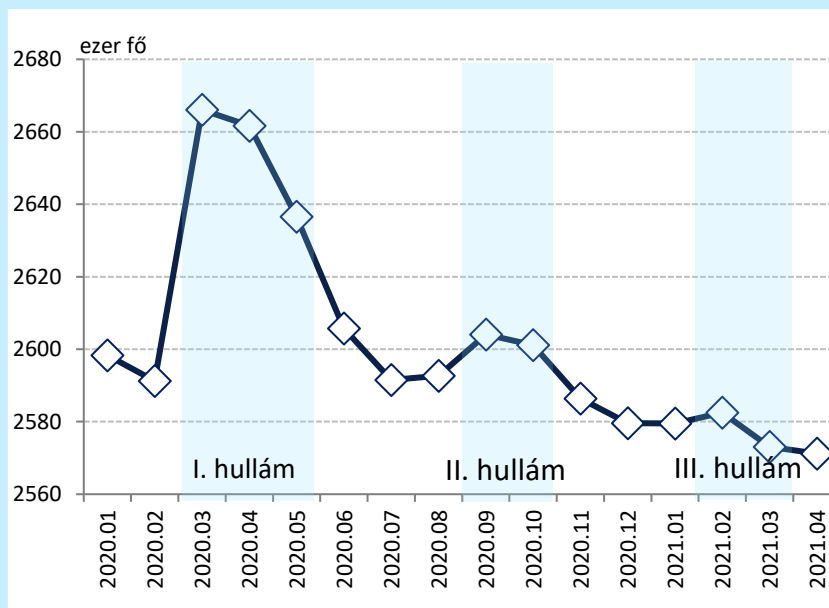


Megjegyzés: A 2008-as válság esetén 2008 szeptembere, a 2020-as válság esetén 2020 februárja jelenti a válságot megelőző 0. hónapot. Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH

A munkaerőpiac kínálati oldalát a koronavírus-járvány hullámai egyre enyhébben érintették. Az inaktív gazdasági szereplők száma az első hullám idején emelkedett meg a legnagyobb mértékben. 2020. februártól márciusra 75 ezerrel nőtt az inaktívok száma, amikor a kijárási korlátozások miatt munkájukat elvesztők munkanélküli helyett inaktív státuszba kerültek. Ezt követően a második, illetve a harmadik hullám során egyre kisebb mértékben emelkedett a létszámuk (3-27. ábra). Az inaktívok mellett a tartós munkanélküliek aránya is visszatért a járvány előtti, historikus és nemzetközi összevetésben is alacsony szintre, ezáltal nem áll rendelkezésre jelentős hazai munkaerőpiaci tartalék.

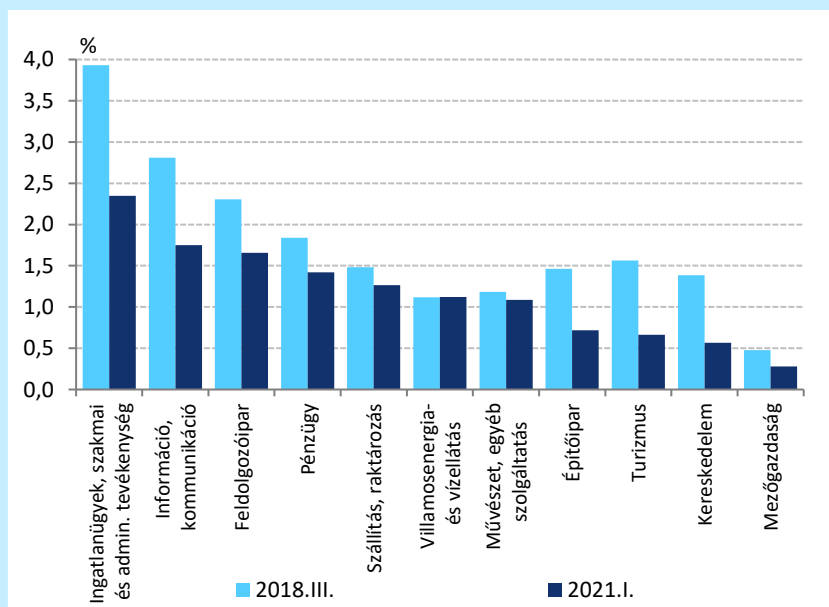
3-27. ábra: Az inaktívák számának alakulása



Forrás: KSH

A vállalatok munkaerőkereslete az elmúlt hónapokban jelentősen növekedett, és egyes ágazatokban ismét kínálati korlátokba ütközött. Az ESI vállalati felmérése alapján április-májusban már mindegyik ágazatban létszámbővítést terveztek a vállalatok, és a foglalkoztatási várakozások is jelentősen javultak (ld. 3.3. fejezet). A foglalkoztatási indikátorok alapján egyes ágazatokban kínálati korlátok léphetnek fel, ami a munkaerőpiac feszességének emelkedésére utal. 2021 első negyedében egyes piaci szolgáltató ágazatokban már szűk keresztmetszetet jelentett a munkaerő (3-28. ábra).

3-28. ábra: Az üres álláshelyek aránya az alkalmazottak számához viszonyítva a versenyszféra ágazataiban



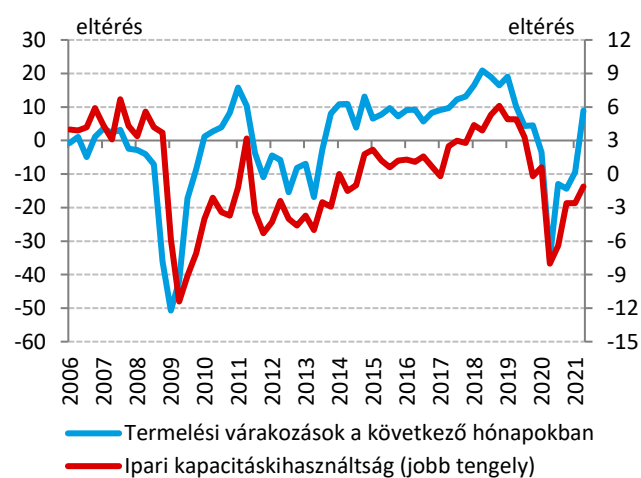
Forrás: KSH

A gazdaság helyreállása következtében ciklikusan feszedő munkaerőpiac támogatja az erős bérdinamika fennmaradását. A versenyszféra éves bérdinamikája 2020 folyamán végig magas maradt (9,8 százalékon alakult), és 2021 első negyedévére is csupán kismértékben lassult le (8,5 százalékra). A növekvő munkaerőkereslet a feszedő munkapiac következtében kínálati korlátokba ütközik, aminek következtében a bérdinamika továbbra is fennmaradhat.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A hazai gazdaság helyreállása tovább folytatódott 2021 első negyedévében. A kereslet korrekciójával a gazdaság ciklikus pozíciója jelentős mértékben javulhatott az elmúlt negyedévekben. A gyors kilábalással párhuzamosan a kibocsátási rész záródása a következő időszakban is folytatódhat, amivel a kibocsátás megközelítheti a potenciális szintjét. A ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi, a keresleti és kínálati hatások számszerűsítése és szétválasztása nem egyértelmű. A gazdaság újraindítása miatt a kínálati oldalon fellépő szűkösség az infláció emelkedésének irányába hat. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága tovább javult 2021 elején.

3-29. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

Becslésünk szerint a kereslet korrekciójával a gazdaság ciklikus pozíciója jelentős mértékben javulhatott az elmúlt negyedévekben. A kibocsátási rész záródása a következő időszakban is folytatódhat a gyors kilábalással párhuzamosan, amivel a kibocsátás megközelítheti a potenciális szintjét. 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 az infláció emelkedésének irányába hat.

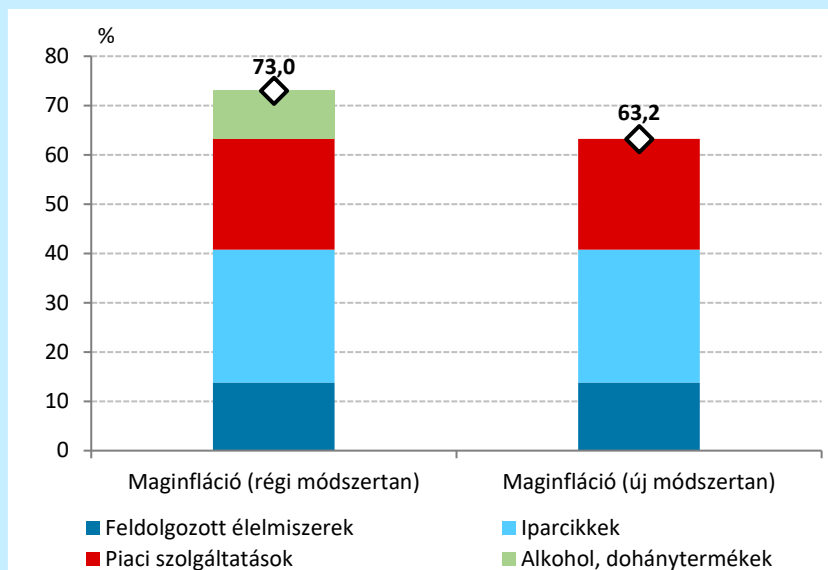
Kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága tovább javult 2021 első negyedévében. A kapacitáskihasználtság továbbra is alacsony szinten alakult, összhangban a nem teljes műszakban történő üzemeléssel és a globális ellátási láncokban megfigyelt fennakadásokkal (3-29. ábra). A kedvező első negyedévi adatokkal és a koronavírus-járvány harmadik hullámának visszaszorulásával a világ gazdaság teljesítményére vonatkozó kilátások javultak, azonban az ezt övező bizonytalanság továbbra is jelentős maradt. A hazai feldolgozóipari vállalatok jövőbeli termelési várakozásai nagyot nőttek az év első felében. Várakozásunk szerint a gazdaság helyreállása folytatódik 2021 második negyedévében a koronavírus-járvány elleni védekezés jegyében meghozott korlátozó intézkedések enyhítése következtében.

3-3. keretes írás: A maginfláció szerkezetének változása

A Központi Statisztikai Hivatal (KSH) 2021. május 4-én publikált közleménye szerint változott a maginfláció számítása. A KSH a 2021. áprilisi fogyasztóiár-index adatok publikációjától (2021. május 11.) a legjobb európai gyakorlatot is figyelembe véve a szeszes italokkal és a dohányárakkal szűkítette azon termékek körét, amelyek árváltozását figyelembe veszi a maginfláció kiszámításánál.

A maginflációs termékek és szolgáltatások köre a változást követően a teljes inflációs kosár 63,2 százalékát fedi le. Az alkohol és dohány termékkör elhagyását a KSH közleménye szerint az indokolta, hogy ezen termékek árait az utóbbi években jelentősen befolyásolta a jövedéki adó mértékének rendszeres, éven belüli többszöri, európai uniós jogszabály által előírt változtatása. Így az európai intézmények gyakorlatát is alapul véve döntött a KSH a maginflációs mutató számításának módosításáról, amit egyszeri jelleggel visszamenőlegesen a teljes maginflációs idősoron átvezetett. A maginflációs kosár a módszertani változást követően a feldolgozott élelmiszereket, az iparcikkeket és a piaci szolgáltatásokat foglalja magába (3-30. ábra).

3-30. ábra: A maginfláció szerkezete a régi és az új módszertan szerint

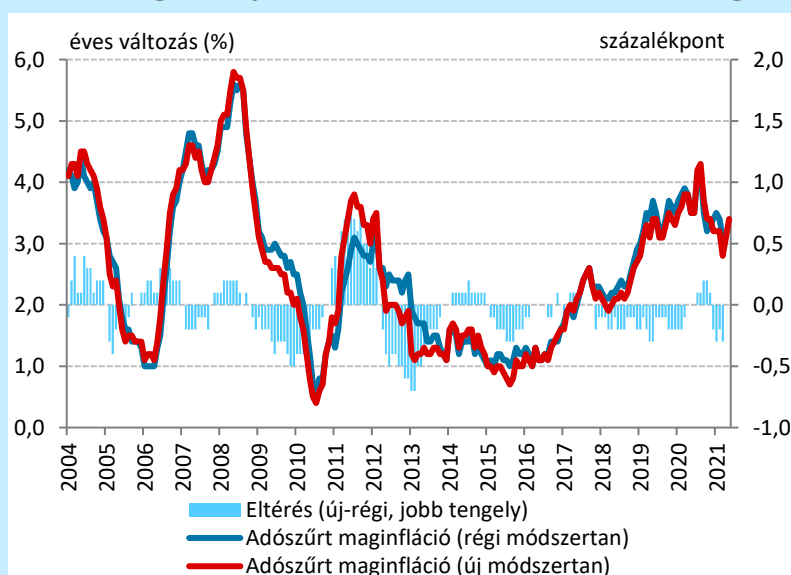


Forrás: KSH, MNB

A Magyar Nemzeti Bank korábban is nagy hangsúlyt fektetett az alapvető inflációs folyamatok mérésére, ezért az alapfolyamatok megragadására három saját mutatót publikál rendszeresen: indirekt adóktól szűrt maginfláció, ritkán változó árú termékek inflációja, illetve keresletérzékeny termékek és szolgáltatások inflációja. A KSH által végzett módosítás az MNB alapmutatói közül az indirekt adóktól szűrt maginflációt és a keresletérzékeny termékek és szolgáltatások inflációját érinti. A módosításokat a KSH által közölt adatok ismeretében a jegybank is elvégezte a saját mutatóin. Az új módszertan szerint számított adószűrt maginfláció és a keresletérzékeny termékek és szolgáltatások inflációjának idősorai az MNB vonatkozó jelentéseiben és kiadványaiban is visszavezetésre kerültek.

A jegybank mutatói kapcsán fontos kiemelni, hogy azok az adókulcsok változásának hatását eddig is kiszűrték, így a változtatás az MNB által számolt indirekt adóktól szűrt maginflációban, illetve a keresletérzékeny termékek inflációjában jelentősebb változást nem okozott (3-31. ábra). Ezenkívül, mivel a maginflációs részteteleket (feldolgozott élelmiszerek, iparcikkék és piaci szolgáltatások) aktuálisan nem érintik indirektadó-változások, a maginfláció és az adószűrt maginfláció között nincs eltérés.

3-31. ábra: A régi és az új módszertan szerint számított adószűrt maginfláció



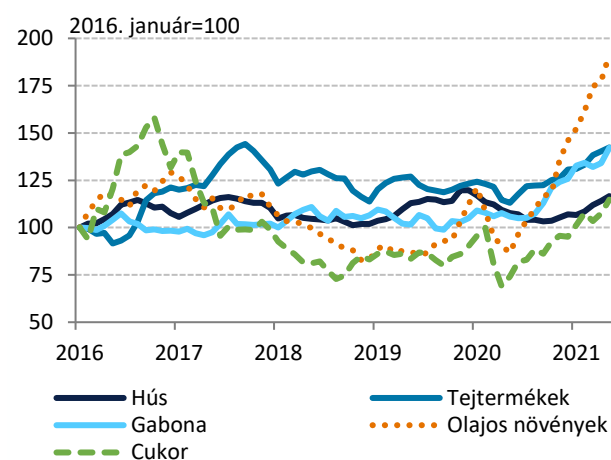
Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított adatok. A régi módszertan szerinti adószűrt maginflációs mutató 2021. márciusig szerepel az ábrán.

Forrás: KSH, MNB

3.5. Költségek és infláció

Az árak növekedési üteme májusig éves összehasonlításban 5,1 százalékra emelkedett, döntően az üzemanyagok áremelkedésének – főként bázishatáshoz kapcsolódó – megugrása következtében. Az árazási döntéseket a koronavírus-járvány megjelenését követően nagyobb változékonyság és a szokásostól eltérő szezonális mintázat jellemezte. Az idei év első hónapjaiban a tavalyinál alacsonyabb, áprilisban és májusban ugyanakkor a 2020-asnál magasabb átárazás valósult meg. Az adósúrt maginfláció az elmúlt hónapokban 3,0 százalék körül alakult, míg májusban döntően az iparcikkek árnövekedésének hatására 3,4 százalékra emelkedett. A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban enyhén emelkedett, májusban a korábbi évek átlagánál magasabb árdinamika főként az éttermi szolgáltatások árváltozásához kapcsolódott. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek, illetve a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – emelkedtek.

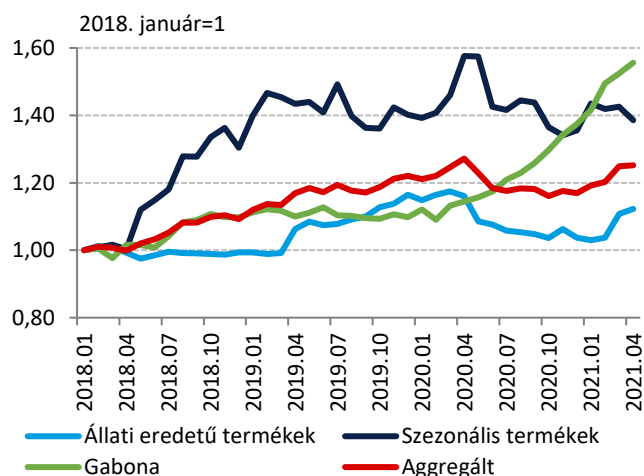
3-32. ábra: A világgazdasági élelmiszerárak alakulása



Megjegyzés: Reálértékben vett árindexek.

Forrás: FAO

3-33. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

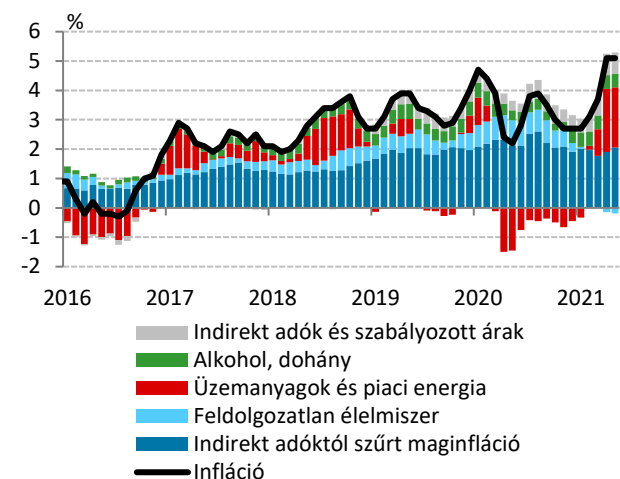
3.5.1. Termelői árak

A világgazdasági élelmiszerárak alakulását az elmúlt időszakban emelkedés jellemezte. A legnagyobb mértékű áremelkedést az olajos növények, a gabonafélék, illetve a cukor mutatták. Az olajos növények esetében az árak emelkedését főként az okozta, hogy miközben a globális kereslet erősödik, a főbb exportőr országok termelése lassul. A gabonafélék közül elsősorban a kukorica jegyzésárai nőttek jelentősebb mértékben a terméseredményekre vonatkozó kilátások romlása miatt, miközben a kínálat a folyamatosan növekvő kereslet mellett szűkül. A cukor nemzetközi jegyzésárainak emelkedése leginkább a betakarítás késlekedéséhez és a brazil terméshozamok csökkenésével kapcsolatos aggodalmakhoz köthető, mivel az elhúzódó száraz időjárási viszonyok befolyásolták a növények fejlődését (3-32. ábra).

A hazai mezőgazdasági termelői árak aggregált növekedése éves összehasonlításban az előző negyedévekhez képest emelkedést mutatott 2021 első negyedévében. A gyümölcsök esetében az idei év első negyedévében az átlagos termelőiár-emelkedés az előző évhez viszonyítva 30 százalékos volt, mely összességében mérséklődő tendenciát mutatott. Ezt az áremelkedést részben ellensúlyozta a burgonya árának számottevő csökkenése, így összességében a szezonális zöldségek és gyümölcsök termelői árai mindössze enyhén növekedést mutattak. Az állati eredetű termékek közül a sertéshús termelői ára az idei év első negyedévében átlagosan közel 30 százalékkal csökkent. A gabonafélék árai 2021 első hónapjaiban az előző évhez képest több mint 30 százalékkal emelkedtek (3-33. ábra).

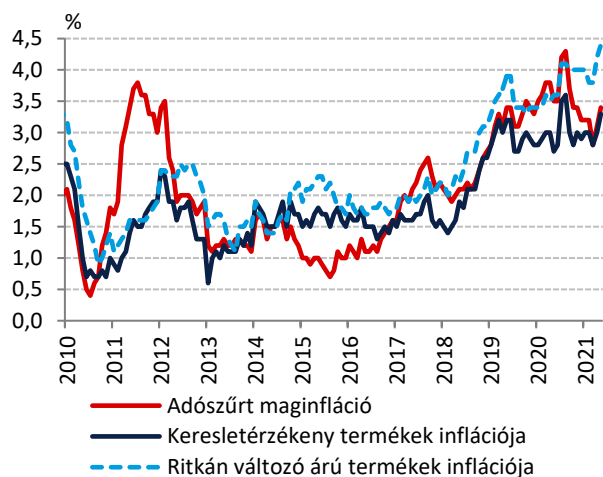
A fogyasztási cikkek esetében a hazai termelő árak a historikus átlagtól elmaradó mértékben emelkedtek 2021. áprilisig az előző év azonos időszakához képest. Ugyanakkor a teljes ipar belföldi értékesítési árai az elmúlt hónapokban éves összehasonlításban a historikus átlagot meghaladó mértékben emelkedtek, melyhez főként az energiatermelő ágazatok tavalyi jelentős mértékű csökkenésének bázishatása járult hozzá.

3-34. ábra: Az infláció dekompozíciója



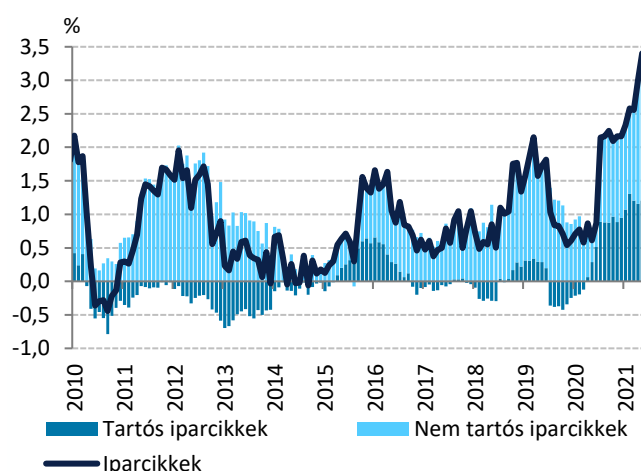
Forrás: MNB-számítás

3-35. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-36. ábra: Az iparcikkek árváltozása



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3.5.2. Fogyasztói árak

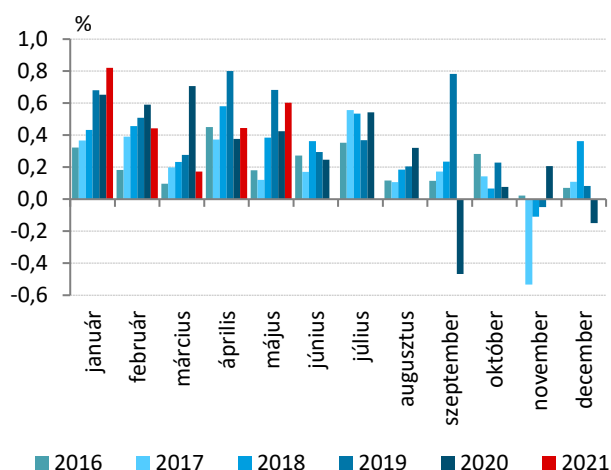
Az árak növekedési üteme májusig éves összehasonlításban 5,1 százalékra emelkedett, döntően az üzemanyagok áremelkedésének – főként bázishatáshoz kapcsolódó – megugrása következtében. Májusban az árak emelkedéséhez legnagyobb mértékben az üzemanyagok magasabb – több mint 35 százalékos – árdinamikája járult hozzá. Az árazási döntéseket a koronavírus-járvány megjelenését követően nagyobb változékonyság és a szokásostól eltérő szezonális mintázat jellemezte. Az idei év első hónapjaiban a tavalyinál alacsonyabb, áprilisban és májusban ugyanakkor a 2020-asnál magasabb átárazás valósult meg. Az összehasonlítást statisztikai hatások (tavalyi árfelírási nehézségek) továbbra is torzítják. Jelenleg az infláció alakulását leginkább az üzemanyagok magas árnövekedése határozza meg (3-34. ábra).

Az adószűrt maginfláció az elmúlt hónapokban 3,0 százalék körül alakult, míg májusban döntően az iparcikkek árnövekedésének hatására 3,4 százalékra emelkedett. A maginflációs kosár összetételében az áprilisi inflációs adatok publikációjától kezdve változás történt, mellyel bővebben a 3-3. keretes írás foglalkozik. Az elmúlt hónapokban a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek, illetve a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – emelkedtek (3-35. ábra). Az Eurostat módszertana alapján számított maginflációs mutató – a volatilis energia, élelmiszer, alkohol és dohánytermékek nélküli infláció – vegyes képet mutat a régióban: míg Lengyelországban meghaladja a jegybanki inflációs cél körüli toleranciasávot, addig hazánk, Románia és Csehország esetében a toleranciasávon belül, a jegybanki inflációs cél körül alakul (lásd 3-1. alfejezet).

Az iparcikkek éves inflációja az elmúlt hónapokban emelkedett. A termékkörön belül a tartós iparcikkek inflációja lényegében nem változott, míg a nem tartós iparcikkek inflációja nőtt (3-36. ábra).

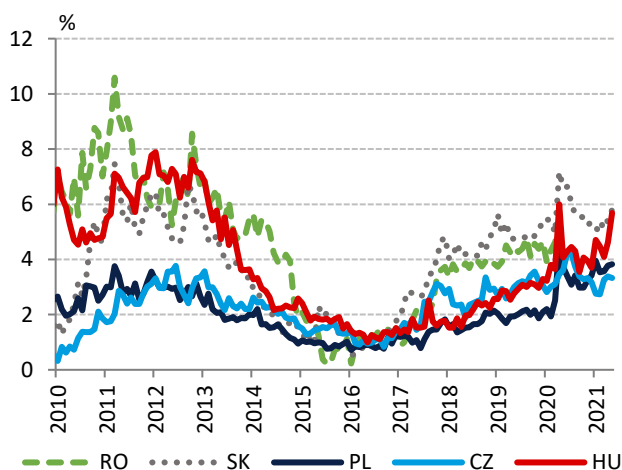
A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban enyhén emelkedett, és átlagosan 3,2 százalékon alakult. Márciusban a korábbi évek átlagánál alacsonyabb árváltozást főként a mobiltelefon, internet árak csökkenése okozta, míg áprilisban korábbi évek átlagának lényegében megfelelő árdinamika a szolgáltatások széles körét jellemezte (3-37. ábra). A koronavírus-járvány megfékezése érdekében bevezetett korlátozások fokozatos feloldása április 7-től több lépcsőben vette kezdetét, így a szolgáltatások bizonyos köre (éttermi, üdülési szolgáltatások) ismét elérhetővé vált. Májusban a korábbi

3-37. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



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

3-38. ábra: Inflációs várakozások a régióban



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

Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

évek átlagánál magasabb árdinamika főként az éttermi szolgáltatások árváltozásához kapcsolódott.

Az alkohol- és a dohánytermékek ára átlagosan több mint 10 százalékkal emelkedett február óta. Ezt részben az okozta, hogy 2020. decemberben a korábbi években megfigyeltnél jelentősebb mértékű piaci áremelés történt, így ennek áthúzódó hatása megjelent az indexben. Emellett januártól és áprilistól a dohánytermékek esetében újabb jövedékiadó-emelések léptek életbe, melyeknél a korábbi adóváltozásokat jellemzően visszafogottabb begyűrűzést tapasztaltunk.

Az élelmiszereket összességében a historikus átlagnál alacsonyabb árdinamika jellemezte az elmúlt hónapokban. A feldolgozatlan élelmiszerek árai éves összehasonlításban csökkenést mutattak, melyhez főként a friss zöldségek és gyümölcsök árváltozása járult hozzá. A feldolgozott élelmiszerek áremelkedését elsősorban a tejtermékek magyarázták.

Az üzemanyagok árait az elmúlt időszakban a világpiaci olajárak mellett bázishatás és jövedékiadó-változás is alakította. A Brent kőolaj világpiaci árának emelkedése és a tavalyi évi árcsökkenés bázishatása az üzemanyagok inflációját 40 százalék közelébe emelte. Áprilisban ezen hatásokat az üzemanyagok jövedéki adójának csökkentése mindössze kis mértékben ellensúlyozta.

A szabályozott termékek árai a tavaszi hónapokban csökkentek. A szabályozott termékek árait alacsonyan tartotta a 2020. novemberben ismét bevezetésre került ingyenes parkolás árcsökkentő hatása, melyet áprilistól ellensúlyozott a járvány első hullámában ingyenessé tett parkolás hatásának kiesése a bázisból.

Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció összességében megfelelt, míg szerkezetében eltért a márciusi Inflációs jelentés előrejelzésétől. A mérsékeltébb élelmiszerárak, illetve a dohánytermékeket érintő jövedékiadó-emelés fogyasztói árakba történő alacsonyabb begyűrűzésének hatását ellensúlyozta az iparcikkek és kisebb részben a piaci szolgáltatások magasabb árdinamikája.

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 szintén emelkedtek (3-38. ábra).

3-4. keretes írás: A termelői és a fogyasztói árak kapcsolata

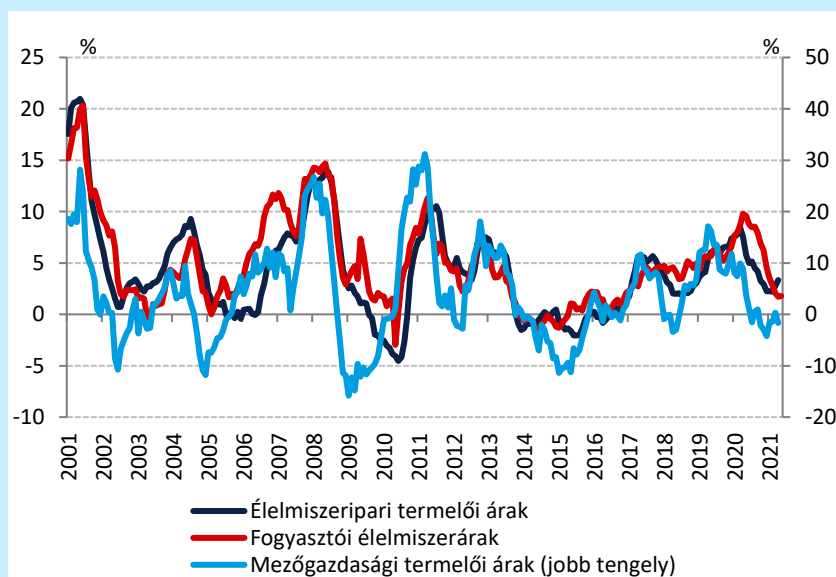
Keretes írásunkban áttekintjük, milyen folyamatok voltak megfigyelhetőek az elmúlt időszakban az élelmiszerek, illetve a fogyasztási cikkek termelői és fogyasztói árának alakulásában.

A hazai mezőgazdasági termelői árak esetében az elmúlt időszakban változatlanul mérsékelt árváltozás volt megfigyelhető, éves összevetésben az árak csökkentek (3-39. ábra). Bár a gabonafélék árai az elmúlt időszakban átlagosan több mint 30 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest, a mezőgazdasági termelői árakon belül nagyobb súllyal rendelkező állati eredetű termékek (tej, tojás, vágósertés, vágóbaromfi), illetve szezonális termékek (zöldség, gyümölcs, burgonya) árváltozása ezt a hatást ellensúlyozta.

Az élelmiszeripari termelői árak esetén 2020 eleje óta szintén mérséklődő árváltozást figyelhettünk meg, az elmúlt hónapokat visszafogott árdinamika jellemezte. A termelői árak szerkezetében azonban az egyes termékcsoportokat tekintve eltérő árdinamika jellemző. A malomipari termékek, illetve a növényi és állati olaj gyártásának költségei az idei év első negyedében több mint 10 százalékkal meghaladták az előző év azonos időszakában megfigyelt árakat. Hasonló tendenciát figyelhettünk meg globális szinten is, ugyanis a gabonafélék és az olajos növények világpiaci jegyzésárai az Élelmészügyi és Mezőgazdasági Világszervezet (FAO) adatai alapján is kiemelkedő növekedést mutattak (lásd 3.5. alfejezet). Ezt ellensúlyozta az egyéb szakágazatok visszafogott termelőiár-emelkedése, így összességében az élelmiszeripari termelői árak az elmúlt hónapokban átlagosan kevesebb mint 5 százalékkal nőttek az előző évhez viszonyítva. A mezőgazdasági és élelmiszeripari termelői árak alakulását jellemzően piaci folyamatok alakítják, így a visszafogott árdinamika aktuálisan a kereslet-kínálat egyensúlyát tükrözheti.

A termelői árak alakulásával összhangban az elmúlt hónapokban folytatódott az élelmiszerek inflációjának tavaly május óta tartó mérséklődése a fogyasztói árak esetében. Az élelmiszerek árdinamikája tavaly tavasszal az afrikai sertéspestis-járvány következtében megközelítette a 10 százalékot, míg idén áprilisban 2 százalék alá csökkent.

3-39. ábra: Az élelmiszerek termelői, illetve fogyasztói árának alakulása



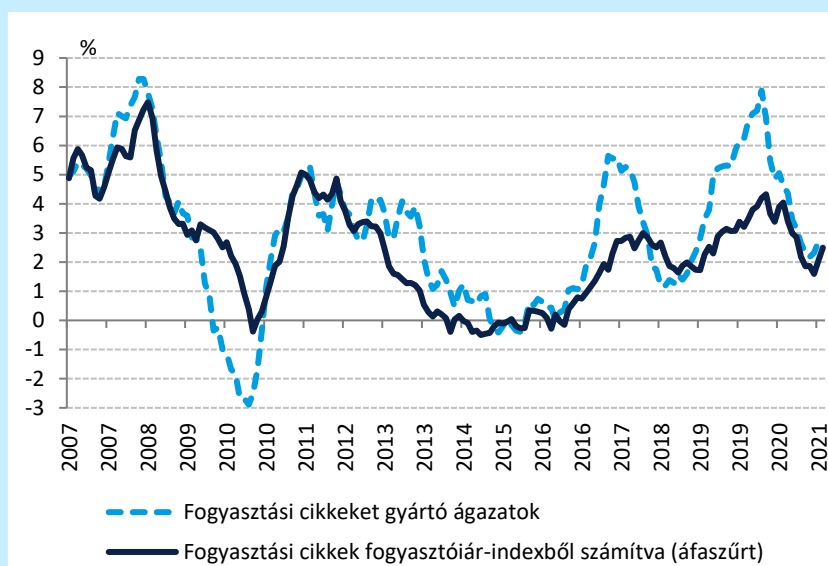
Megjegyzés: Éves változás. A mezőgazdasági termelői árak esetén szezonálisan igazított adatok alapján. A fogyasztói élelmiszerárak az adóváltozások hatásától szűrt adatok. A mezőgazdasági termelői árak, illetve az élelmiszeripari termelői árak esetén az adatok áprilismárciusig állnak rendelkezésre.

Forrás: KSH, MNB

A fogyasztási cikkek gyártó ágazatok ipari termelői árait az elmúlt hónapokban visszafogott árdinamika jellemezte. Bár az ipari termelői árak összességében áprilisban átlagosan közel 10 százalékkal magasabban alakultak az egy évvel korábbinál, a magasabb árdinamikát döntő mértékben az energiatermelő ágazatok közel 20 százalékos áremelkedése okozta (az energiatermelő ágazatokban tapasztalt megugrást jelentős részben a tavalyi évi jelentős árcsökkenés bázishatása magyarázza). A fogyasztási cikkek gyártó ágazatok áremelkedése jelentős mértékben elmaradt ettől: az árak

növekedésének dinamikája tavaly márciusban megtorpant, és a közel 8 százalékos szintről az elmúlt hónapokban 2 százalék közelébe mérséklődött (3-40. ábra). A fogyasztóiár-indexből számított fogyasztási cikkek árdinamikája a termelői árakkal összhangban szintén mérséklődött az elmúlt időszakban, és jelenleg 2 százalék körül alakul.

3-40. ábra: Az ipari termelői és fogyasztói árak alakulása



Megjegyzés: Éves változás. A fogyasztási cikkek gyártó ágazatok esetén az adatok áprilisig állnak rendelkezésre.

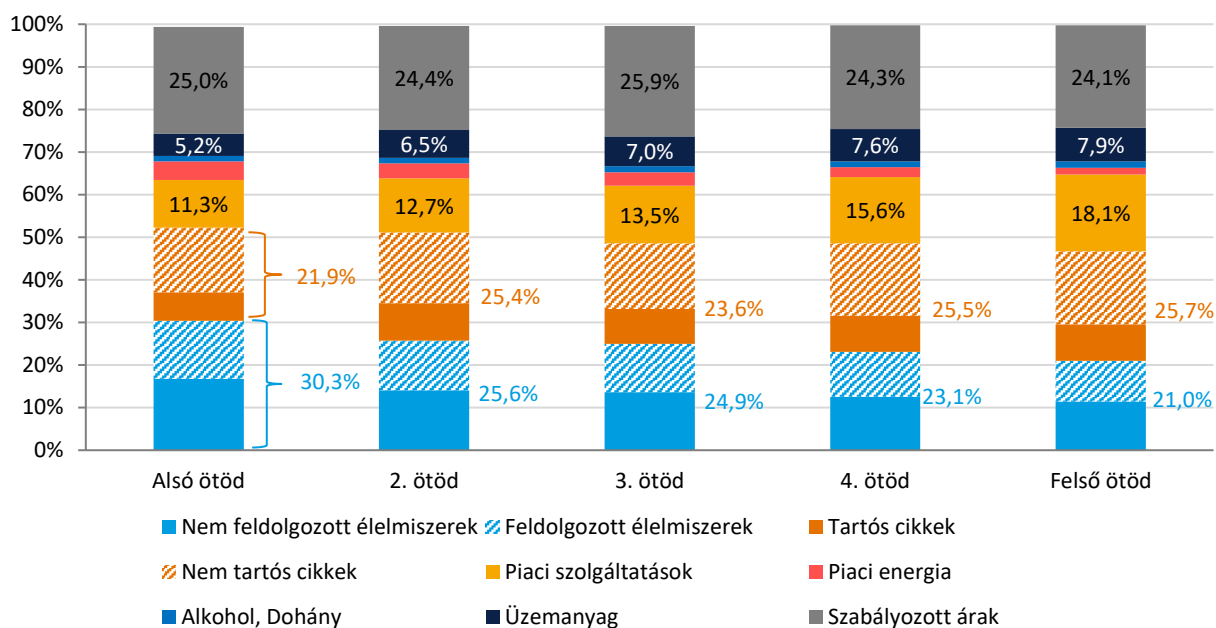
Forrás: KSH, MNB

3-5. keretes írás: Az infláció újraelosztó hatása

A nemzetgazdasági szintű makrogazdasági adatok elemzése mellett érdemes az egyes gazdasági szereplők (háztartások vagy vállalatok) eltérő egyedi jellemzőit (heterogenitását) és viselkedését is vizsgálni a gazdasági folyamatok mélyebb megértése érdekében. Ebben a keretes írásban a háztartások fogyasztási kiadásainak szerkezeti összetételével és változásával foglalkozik; megmutatja a fogyasztási költségek jövedelmi helyzet szerinti mintázatait.

Az egyes jövedelmi csoportok fogyasztói kosara eltér, ezáltal az általuk érzékelt inflációs ráta is különbözik. Elemzésünk a KSH által összeállított Háztartási Költségvetési és Életmód Felvétel (röviden: HKÉF) éves, háztartási szintű adataira támaszkodik. A háztartásokat az egy főre eső jövedelmük alapján öt csoportba, kvintilisekre osztottuk. A HKÉF adatbázist a KSH felhasználási célú fogyasztói áradatbázisával egészítjük ki, amiből meg tudjuk becsülni az egyes jövedelmi ötödök által érzékelt inflációt. A lakossági fogyasztás szerkezete jövedelemfüggő, a jövedelem növekedésével az alapvető élelmiszerekre és szabályozott árú termékekre költött jövedelem aránya csökken (3-41. ábra). Az egyes jövedelmi csoportok más-más összetételű termék- és szolgáltatáskosarat vásárolnak, így az általuk érzékelt inflációs ráta is különbözik.

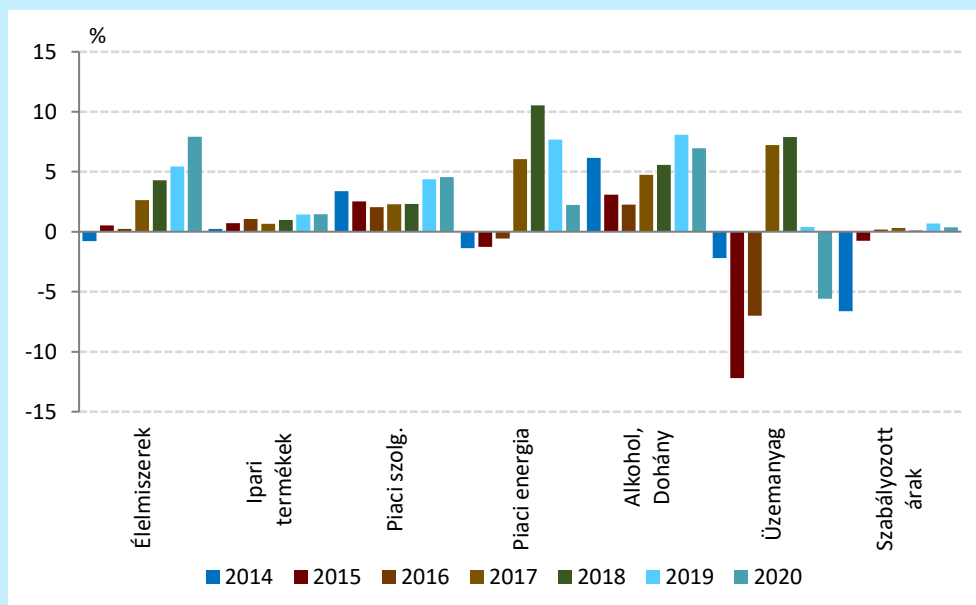
3-41. ábra: A jövedelmi ötödök fogyasztásszerkezete (2018)



Forrás: KSH, HKÉF alapján MNB

Az érzékelt inflációt befolyásolja, hogy a nagyobb arányban fogyasztott termékek ára miként változik. Az utóbbi években jelentős relatív árváltozások főleg az élelmiszerek, az élvezeti termékek, a piaci energia és a járműüzemanyag termékkörök esetében voltak megfigyelhetők (3-42. ábra). Az alsó jövedelmi kvintilisekbe tartozó lakosság fogyasztásában elhanyagolható súllyal szerepel az üzemanyag, ez az arány a jövedelem növekedésével egyre jelentősebbé válik, míg a másik két termékcsoport aránya a teljes fogyasztásból a jövedelem növekedésével csökken. Eszerint egy üzemanyagár-emelkedés közvetlen hatása a magasabb jövedelműeket érinti elsősorban, míg az élelmiszer és szabályozott árak növekedése nagyobb hatással van az alacsonyabb jövedelműek vásárlóerejére. A piaci energia a háztartások vásárolt fogyasztásának alacsony, 5 százalékos alatti hányadát jelenti.

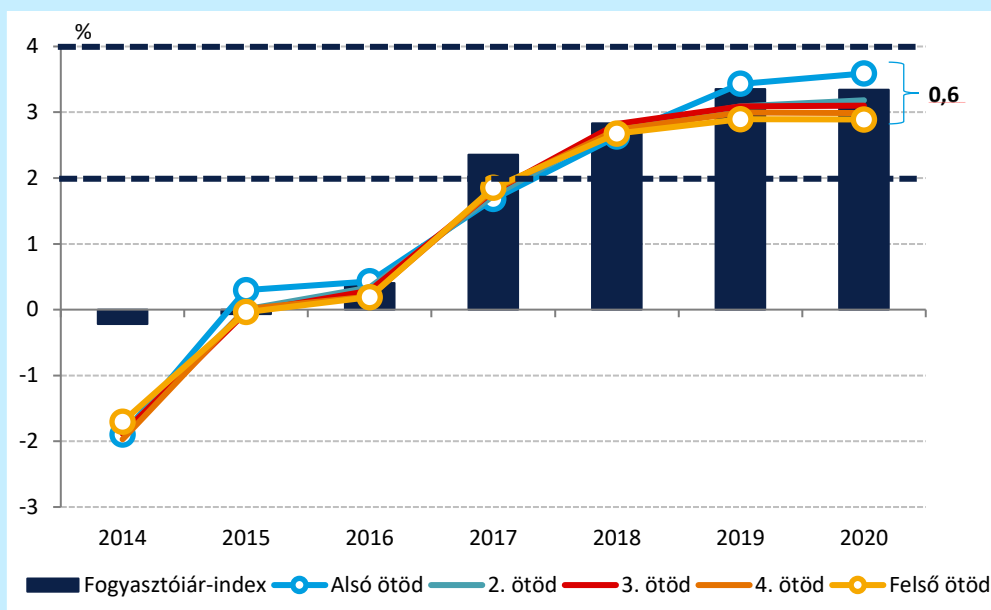
3-42. ábra: A termékcsoportok inflációja (2014-2020)



Forrás: KSH, HKÉF alapján MNB

A monetáris politika stabil, alacsony inflációs környezetet teremtett az elmúlt időszakban, aminek következtében a különböző jövedelemsávokban érzékelt infláció alig különbözött. Az alacsony jövedelmű háztartások nagy súlyú kiadási tételei közül a szabályozott árak mérséklődésének köszönhetően a lakásfenntartással kapcsolatos költségek stabilizálódtak. Az élelmiszerek esetében viszont folyamatos áremelkedés tapasztalható a 2015-ös évet követően, így az átlagnál nagyobb inflációt érzékelték azok, akiknek fogyasztási kosarában ezek nagyobb súlyt képviselnek (3-43. ábra). Az éves infláció a 2017-2020-as periódusban a toleranciasávon belül változott, amely árstabilitás azt eredményezte, hogy a különböző jövedelmi csoportok érzékelt inflációjának legnagyobb különbsége sem haladta meg a 0,6-es értéket. A fogyasztóiár-index szintjének mérséklődésével párhuzamosan az inflációs adatokat alacsonyabb volatilitás is jellemezte, ami szintén hozzájárulhatott az inflációs sáv szűküléséhez. Az elmúlt években a tartósan alacsony inflációs környezet ennek a szűk érzékelt inflációs sávnak a stabilizálódását eredményezte.

3-43. ábra: A fogyasztóiár-index és az érzékelt infláció alakulása jövedelmi ötödönként



Forrás: KSH, HKÉF alapján MNB

Korábbi jegybanki elemzések rámutattak, hogy a 2007-2010-es inflatorikus környezetben az alsó jövedelmi rétegek magasabb jóléti veszteséggel szembesültek (Adamecz-Ónozó, 2016)¹. A 2008/2009-es gazdasági válság előtti időszakban általánosan megfigyelt jelenség volt, hogy a maginfláción kívüli tételek árnövekedése nemcsak volatilitásában, hanem mértékében is meghaladta a maginflációt (ennek oka részben a nyersanyagár-változások, illetve a szabályozott árakat érintő kormányzati intézkedések voltak). Így akkor a fogyasztásuk szerkezetéből következően az alacsonyabb jövedelmű háztartások magasabb inflációval szembesültek.

Az elmúlt évek alacsony, stabil inflációs környezete érdemben hozzájárult az érzékelt inflációs sáv szűküléséhez, amelynek következtében az infláció jövedelmi szinttől függetlenül hasonló volt. 2013-tól a fogyasztóiár-index szintjének mérséklődésével párhuzamosan az inflációs adatokat alacsonyabb szóródás is jellemezte. Ez a mérséklődő volatilitás is támogatta azt a folyamatot, amely során a különböző társadalmi csoportok által tapasztalt inflációk eltérése csökkent.

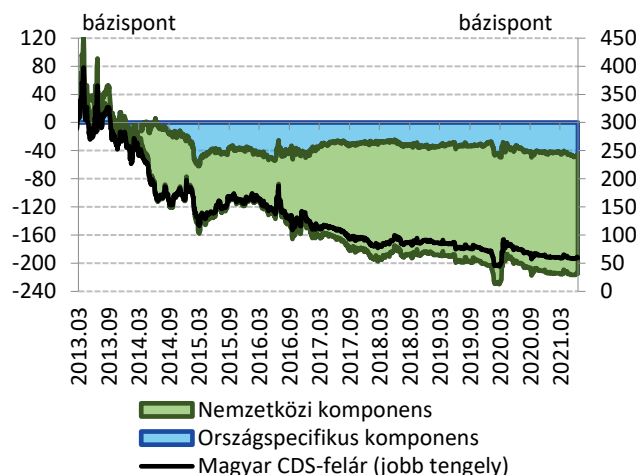
¹ [adamecz-volgyi-anna-onozo-livia-megszunoben-az-inflacio-elosztasi-hatasa.pdf \(mnb.hu\)](#)

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A pénz- és tőkepiaci hangulat változóképpen alakult az elmúlt negyedévben. Az időszak első felében még az oltási programok előrehaladása és a kedvező makroadatokat következében javult, ugyanakkor a negyedév második felében a globális refráziós félelmek erősödése, valamint a kínálati oldalt érintő globális ellátási problémák miatt némileg romlott a befektetői hangulat. A változóképpen pénzügyi hangulatban a kockázati mutatók enyhén tovább csökkentek, miközben a pénzügyi volatilitás a márciusban tapasztalhatóhoz hasonló mértékű maradt. A fejlett és a feltörekvő részvényindexek nagyrészt emelkedtek. Hazánk hitelkockázati felára a változóképpen nemzetközi befektetői hangulat ellenére az elmúlt negyedévben szűk sávban mozgott és összességében nem változott. Az emelkedő inflációs kockázatok hatására a régiós és így a magyar állampapír hozamok is emelkedtek. A bankközi hozamgörbe is felfelé tolódott. A forint - a régiós devizáknál kissé nagyobb mértékben -, közel 3 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. A régióban a lengyel zloty és a cseh korona szorosan együtt mozogtak és az időszak során 2,0 és 2,5 százalékkal erősödtek.

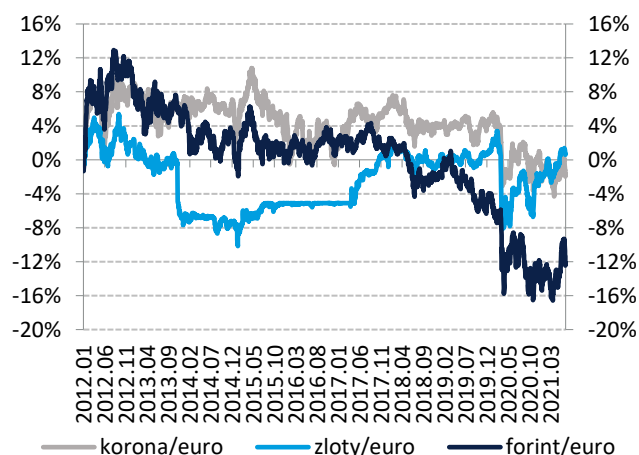
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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 változóképpen nemzetközi befektetői hangulat ellenére az elmúlt negyedévben szűk sávban mozgott és összességében nem változott (4-1. ábra). Az időszak során a nemzetközi tényezők növelték, míg az országspecifikus tényezők csökkentették a CDS-felarat, ami így továbbra is 59 bázispont körül tartózkodik.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

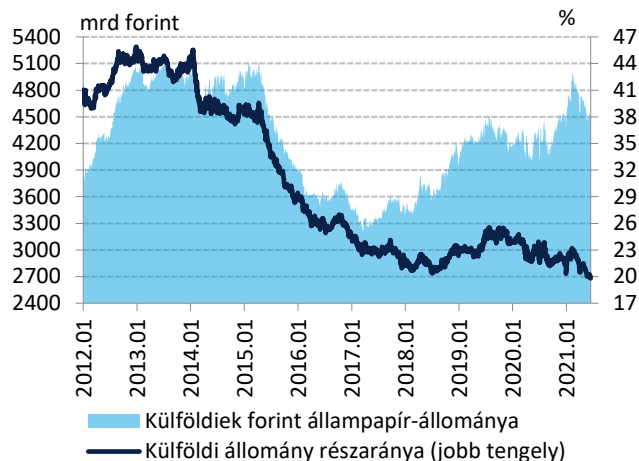
A forint - a régiós devizáknál kissé nagyobb mértékben -, közel 3 százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. A régióban a lengyel zloty és a cseh korona szorosan együtt mozogtak és az időszak során 2,0 és 2,5 százalékkal erősödtek (4-2. ábra). A devizák felértékelődését támogatta, hogy az inflációs kockázatok erősödésével növekedtek a kamatemelési várakozások. A forint a dollárral szemben közel 4 százalékkal értékelődött fel, míg a régiós devizák közül a zloty, 2,8 százalékos, míg a cseh korona ennél kisebb, 3,5 százalékos mértékben erősödött.

4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Csökkent 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, azonban az elmúlt három hónap során 300 milliárd forinttal csökkent. A forint állampapírokon belüli tulajdoni részarányuk szintén mérséklődött, így 19,8 százalékon alakult.

Az államkötvény aukciókon a meghirdetett, vagy annál nagyobb mennyiségekben fogadott el ajánlatokat az ÁKK. Az aukciós átlaghozamok a kötvények esetében minden futamidőn emelkedtek az elmúlt negyedévben. A tízéves aukción 25 bázisponttal nőtt az átlaghozam, így az időszak

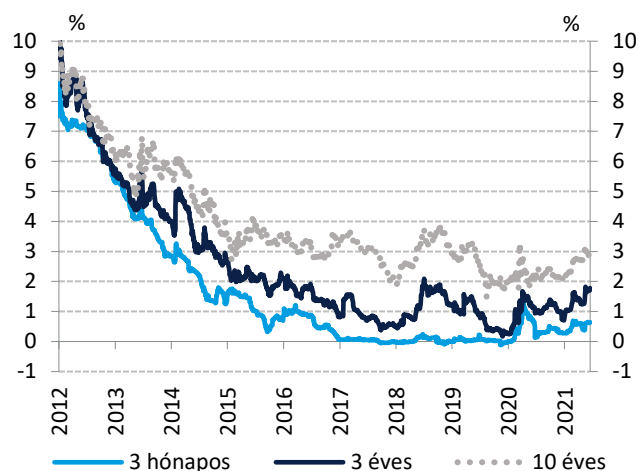
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

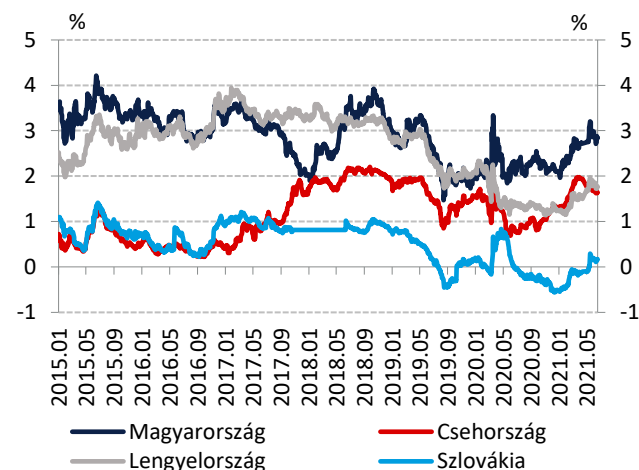
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

végén 2,87 százalékon alakult. Áprilisban az ÁKK először bocsátott ki, 30 éves futamidejű, zöld állampapírt, ami a hozamgörbe hosszú szakaszának építése mellett a hazai zöldkötvények piacának elindulását is segíti, illetve a befektetői kör diverzifikálásával is javítja az adósságszerkezetet.

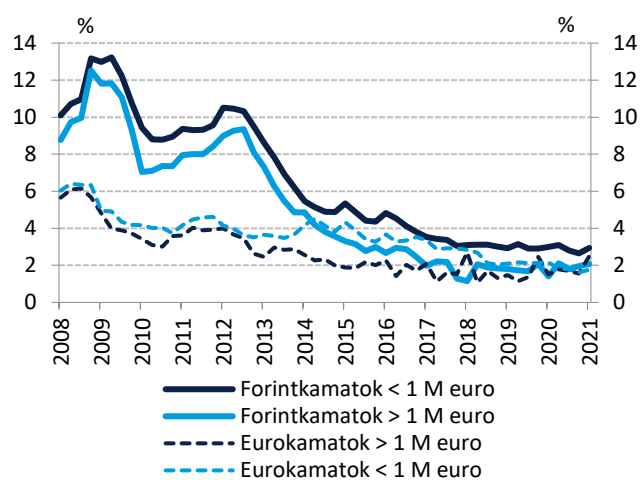
Az állampapír-piaci hozamgörbe teljes szakaszán emelkedtek a hozamok (4-4. ábra). A rövid szakaszon már január elejétől emelkedtek kismértékben a hozamok, majd február második felétől mutatkozott nagyobb mértékű emelkedés. A középső szakaszon január elején nagyobb emelkedés, majd február közepéig csak enyhe mozgás volt, amelyet végül egy jelentős hozamemelkedés követett. A hosszabb futamidőkön január elején még folytatódott a decemberben elkezdődött hozamcsökkenés. Ezt követően azonban erőteljesebb emelkedést mutattak a hosszú hozamok május közepéig, majd az MNB monetáris politikai üzeneteit követően érdemi korrekció következett. Így a 10 éves benchmark hozam összességében 24 bázisponttal, a lengyel hozam emelkedésénél kisebb, a német hozam növekedésénél kissé nagyobb elmozdulást jelent a negyedév során. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR 16 bázisponttal 93 bázispontra emelkedett.

A régiós hosszú referenciahozamok jellemzően emelkedtek az időszak során (4-5. ábra). A tízéves lengyel és szlovák hozam 27-27 bázisponttal emelkedett, egyedül a cseh mérséklődött, 32 bázisponttal.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2021 első negyedében az üzleti célú ingatlanhitelek érintő szigorítást leszámítva érdemben nem változtak a vállalati hitelezési feltételek, és 2021 második és harmadik negyedére előretekintve sem várható érdemi változás. A lakáscélú és a fogyasztási célú hitelek feltételei enyhültek 2021. első negyedében, az enyhítés összefüggésben állhat a 2021 januárjától elindult, illetve kiterjesztett otthonteremtési programokkal. A vállalati euróhitelek és forinthitelek átlagos finanszírozási költsége növekedett a vizsgált időszakban, míg a hosszú távon fix kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége érdemben nem változott. A negyedév során megkötött, legalább 5 évre kamatfixált lakáshitel-szerződések kétharmada Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel (MFL) minősítéssel rendelkezett, biztosítva a hosszabb távon kiszámítható törlesztőrészeket. A negyedév folyamán a reálkamatszint érdemben nem változott, melyet az inflációs várakozások és a kamatok egyidejű növekedése magyaráz.

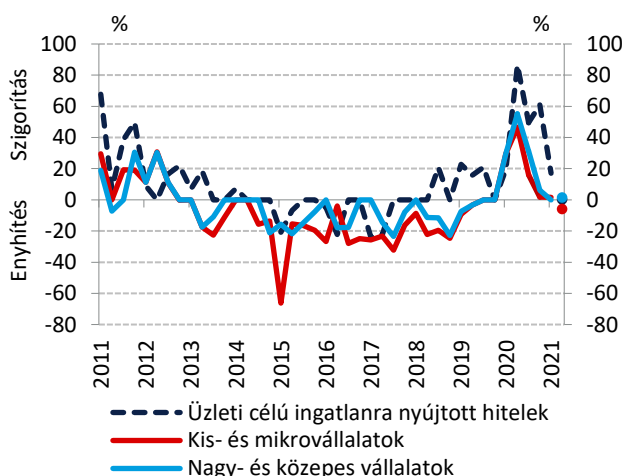
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2021 második és harmadik negyedére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

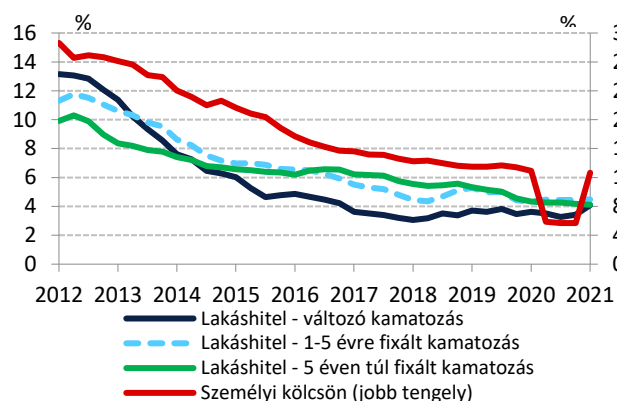
2021 első negyedében a kisösszegű és a nagyösszegű hitelek átlagos kamatlába is növekedett. Az új vállalati forint hitel-szerződések simított átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 12 bázisponttal, míg a nagyösszegű hitelek esetében 29 bázisponttal emelkedett az előző negyedévhez képest (4-6. ábra). Ezzel az átlagos forint hitel-kamat 2,3 százalékot tett ki márciusban. A kis- és nagyösszegű euróhitelek kamatszintje pedig rendre 15, valamint 92 bázisponttal növekedett a negyedév során, ezzel március végén az euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 2,4 százalékon állt. Mind a forintkamatok, mind az eurókamatok emelkedése a kamatfelárak növekedésére vezethető vissza.

Az üzleti célú ingatlanhitelek hitelezési feltételei enyhén szigorodtak a negyedév során, előretekintve azonban nem várható további szigorítás. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok érdemben nem változtattak a hitelhez jutás feltételein az első negyedév során, 2021. második és harmadik negyedére előretekintve pedig kis részük már a feltételek enyhítését tervezi a kis- és mikrovállalati hitelek esetében. Az üzleti célú ingatlanhitelezés kondícióin a válaszadó hitelintézetek nettó értelemben vett 17 százaléka szigorított a kereskedelmi ingatlanpiac több szegmensének kilátásait övező bizonytalanság miatt. 2021 második és harmadik negyedére előretekintve azonban az üzleti célú ingatlanhitelezés kondíciói változatlanok maradhatnak a Hitelezési felmérés válaszai alapján (4-7. ábra).

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A negyedév során nem változott érdemben a hosszú távon fix kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége. A 2021 első negyedében megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 1–5 évre kamatfixált hitelek esetében 3 bázisponttal emelkedve 4,5 százalékon állt, míg az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált lakáshitelek esetében 7 bázisponttal, 4,1 százalékra csökkent az átlagos

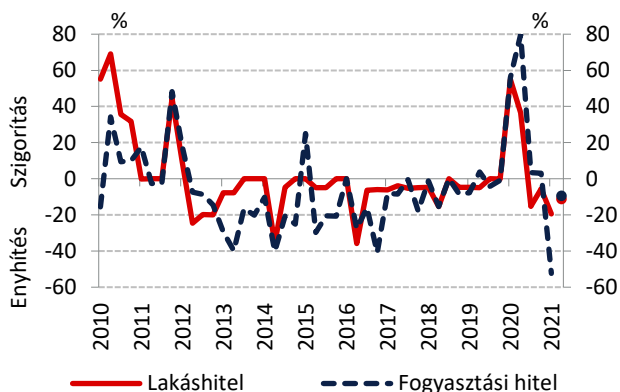
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

Forrás: MNB

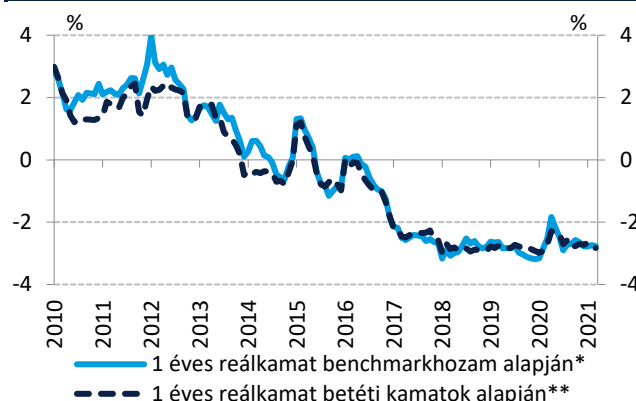
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2021 második és harmadik negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4-10. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



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

hitelköltség (4-8. ábra). 2021 első negyedévében a legalább 5 éves kamatperiódussal elérhető Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek volumene a negyedéves lakáshitel-kibocsátás 66 százalékát adta. A fedezetlen fogyasztási hitelekkel érintő THM-korlátozás év végi kivezetése miatt a személyi kölcsönök átlagos THM-szintje 12,7 százalékra emelkedett az első negyedévben, amely érték azonban 25 bázisponttal alacsonyabb, mint a THM-korlátozást bevezetését közvetlenül megelőző szint.

A bankok mind a lakás-, mind a fogyasztási hitelek feltételein enyhítettek a negyedév során. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2021 első negyedévében a bankok nettó értelemben vett 20 százaléka enyhített a lakáshitelek feltételein, az enyhítést elsősorban a hitelkamat és forrásköltség közötti szpred-et érintette, ezen a feltételen a bankok nettó értelemben vett 71 százaléka jelzett enyhítést. 2021 második és harmadik negyedévére előretekintve nettó értelemben vett 11 százalékuk tervezi a lakáscélú hitelek sztenderdjeinek további lazítását (4-9. ábra). A fogyasztási hitelek tekintetében a hitelintézetek nettó értelemben vett 52 százaléka enyhített a hitelhez jutás feltételein az első negyedév során, amit alapvetően a felárak mérséklése, és a maximális futamidő enyhítése révén valósítottak meg. A második és harmadik negyedévre előretekintve a bankok nettó értelemben vett 10 százaléka a sztenderdek további enyhítését tervezi a fogyasztási hitelek piacán. Az enyhítés mögötti tényezőként elsősorban a lakáspiaci folyamatok állnak, ami összefüggésben áll a 2021 januárjától elindult, illetve kiterjesztett otthonteremtési programokkal.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

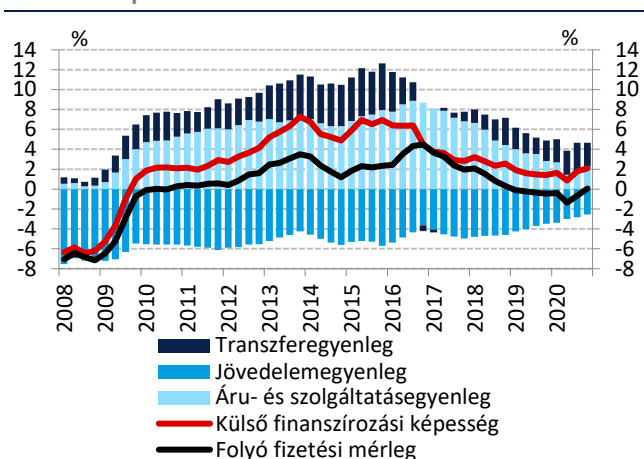
Az egy évre előretekintő reálkamat nem változott érdemben a negyedév folyamán. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint az állampapírpiaci hozamok alapján becslve 1 bázisponttal nőtt, míg a betéti kamatok alapján becslve 11 bázisponttal csökkent 2021 első negyedévében. Ennek következtében mindkét reálkamat szint -2,8 százalékon állt márciusban (4-10. ábra). A negyedéves inflációs várakozások változása a reálkamat szint csökkenése, míg a benchmarkhozamok változása a reálkamat szint növekedése irányába hatott.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

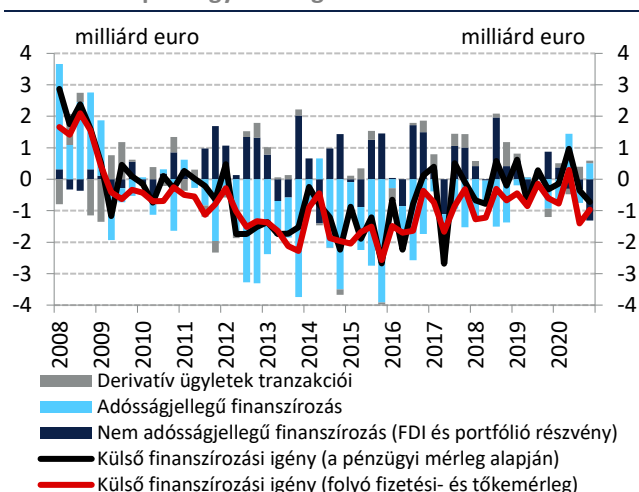
2020 negyedik negyedében a folyó fizetési mérleg egyenlege enyhe többletbe fordult, míg a gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 2 százaléka fölé emelkedett. A külső pozíció lefutását elsősorban a külkereskedelmi egyenleg alakulása határozta meg: folytatódott a szolgáltatásegyenleg többletének jelentős csökkenése, ugyanakkor ezt több mint ellensúlyozta az élénkülő ipari termelés melletti exportbővülés és a javuló cserearány, illetve a csökkenő belföldi felhasználásból eredő alacsonyabb importigény. Eközben a jövedelemegyenleg hiányának – alacsonyabb vállalati profithoz köthető – mérséklődése is javította a külső finanszírozási képességet. Az EU-transzferek felhasználása továbbra is jelentősen hozzájárult a kedvező külső pozícióhoz. A finanszírozási adatok szerint a kifizetések megemelkedésének hatására kialakuló nettó FDI-kiáramlás mellett az adósságtípusú források beáramlása volt megfigyelhető. Az előzetes havi adatok alapján az első negyedévben tovább emelkedett a folyó fizetési mérleg egyenlege, és javult 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

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

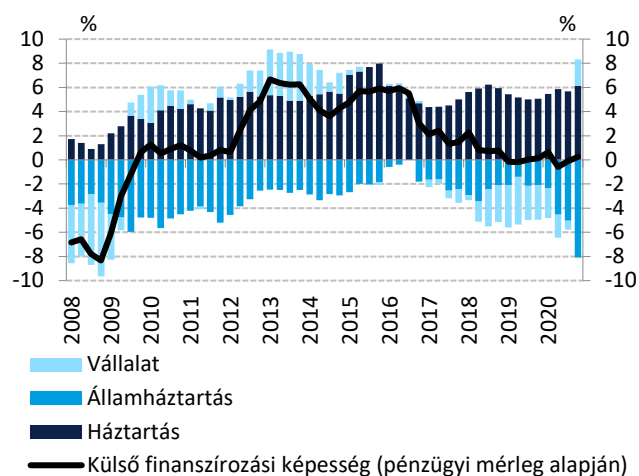
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciónk alakulása

A folyó fizetési mérleg egyenlege a negyedik negyedévben enyhe többletet mutatott, amivel párhuzamosan a külső finanszírozási képesség a GDP 2,1 százalékára bővült (5-1. ábra). A folyó fizetési mérleg és a külső finanszírozási képesség – átmeneti romlást követően – az év második felében emelkedett, így a külső egyensúlyi mutatók a negyedik negyedévben is javultak. 2020 végén a külkereskedelmi többlet – a szolgáltatásegyenleg többletének visszaesése és az áruegyenleg évközbeni emelkedése mellett – a GDP 2,3 százalékára növekedett. A gyorsan talpra álló ipari termelés hatására ugyanis az áruekport értéke az év végén már meghaladta az egy évvel korábbi szintjét, miközben a visszafogott belföldi felhasználás fékezte az import növekedését, ami az áruegyenleg hiányának gyors csökkenésében is tükröződött. Emellett a cserearány-hatás is pozitívan járult hozzá a külkereskedelmi egyenleg alakulásához. A külföldi tulajdonú vállalatok alacsonyabb profitja a jövedelemegyenleg mérséklődő hiányában tükröződött, miközben a transzferegyenleg 2020 utolsó negyedében is jelentősen támogatta a folyó fizetési mérleg alakulását. A 2021 első negyedévére rendelkezésünkre álló előzetes, havi adatok alapján a folyó fizetési mérleg egyenlege tovább emelkedett, amihez főként a külkereskedelmi többlet emelkedése járult hozzá, de a transzferegyenleg javulása is támogatta azt.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

2020 negyedik negyedében a kifizetések növekedése mellett a nettó FDI csökkenést mutatott, míg az adósságjellegű források növekedtek (5-2. ábra). Jelentősen nőtt a külföldön megvalósuló hazai befektetések értéke, míg a hazánkban megvalósult külföldi befektetések – részben az alacsonyabb profit miatt mérsékeltebb újrabefektetés következtében – ettől elmaradó mértékben

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



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

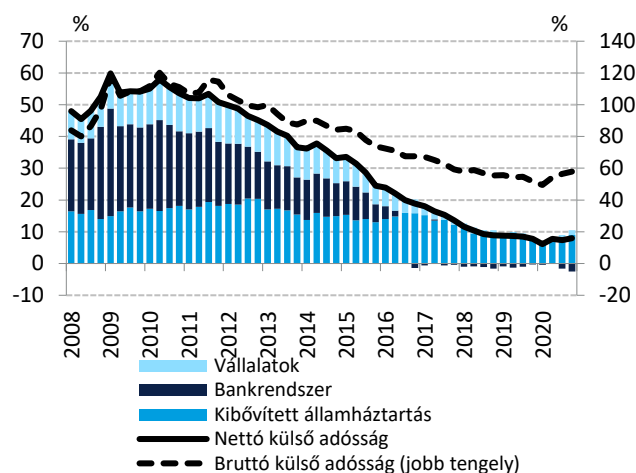
Forrás: MNB

nőttek. Emellett a nettó portfóliórészesvény-befektetéseken is kiáramlás történt a belföldiek növekvő részesvény-kifektetéseinek és a külföldiek csökkenő értékpapír-befektetéseinek köszönhetően. Ezzel szemben az adósságjellegű források emelkedtek a negyedik negyedévben. A konszolidált államháztartás forrásainak emelkedését jelentősen befolyásolta a jegybank által a negyedév végén – átmenetileg – a bankrendszer számára juttatott devizalikviditás: ez ugyanis növelte a konszolidált állam forrásbeáramlását, míg a bankszektornál a nettó külső adósság (1,3 milliárd eurós) csökkenésével járt együtt. A konszolidált állam nettó külső forrásainak emelkedéséhez a devizalikviditás nyújtása mellett a külföldiek állampapír-vásárlása is hozzájárult. A nem pénzügyi vállalatok nettó külső adóssága a negyedik negyedévben emelkedett, amihez a külföldi eszközök csökkenése, valamint a tartozások emelkedése egyaránt hozzájárult – utóbbiban jelentős szerepe volt egy hazai nagyvállalat devizakötvény-kibocsátásának is. Az előzetes adatok alapján az első negyedévben is bővültek az adósságjellegű források.

A szektorok megtakarítási folyamatai szerint az utolsó negyedévben az állam emelkedő finanszírozási igényét nagyrészt ellensúlyozta a magánszektor javuló pozíciója (5-3. ábra). A járványhelyzet a megtakarítási folyamatokban változást hozott: 2020 során, így az utolsó negyedévben is bővült a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a visszaeső fogyasztás és a törlesztési moratórium miatt, miközben a vállalatok finanszírozási igénye a visszafogott beruházási aktivitásnak köszönhetően csökkent, így a szektor korábbi finanszírozási igénye a negyedik negyedévben finanszírozási képességbe fordult. Ezzel szemben az állam finanszírozási igénye 2020-ban jelentősen emelkedett, és év végére a bruttó hazai termék 8,1 százalékát tette ki, ami a gazdaság összehúzóódása miatt mérséklődő adóbevétel mellett a járvány elleni védekezés növekvő költségeire és a gazdaságvédelmi intézkedésekre vezethető vissza. Az előzetes adatok alapján 2021 első negyedévében a megtakarítási folyamatok nem változtak érdemben: az állam finanszírozási igénye tovább emelkedett, miközben a magánszektor – elsősorban a lakosság – nettó pénzügyi megtakarítása tovább bővült.

2020 végén a nettó külső adósság a GDP 8 százalékát tette ki, azaz továbbra is az előző negyedévek átlagának közelében alakult (5-4. ábra). A bruttó külső adósság a GDP 58 százaléka közelébe emelkedett, amiben a külföldiek emelkedő forintkötvény-vásárlása, valamint egy nagyvállalati kötvénykibocsátás is szerepet játszott. Az emelkedésért részben a negyedév során megvalósuló devizakötvény-kibocsátás (amely a 2021 márciusban lejáró devizakötvény előfinanszírozását szolgálta, így hosszabb

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

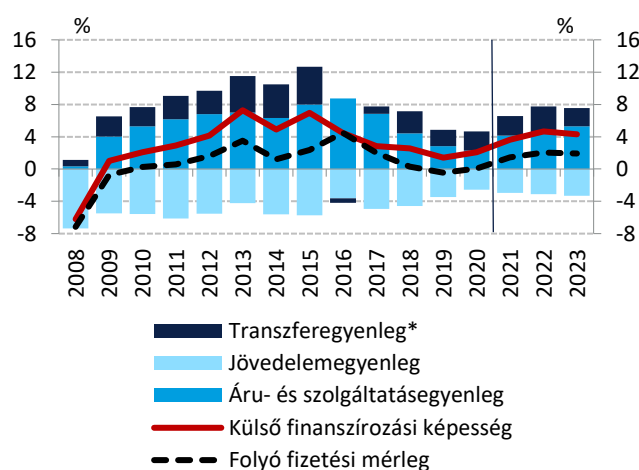
távon nem befolyásolta a mutató szintjét) és a negyedév végén a bankoknak nyújtott devizalikviditás is felelős volt, melynek finanszírozására a jegybank a nemzetközi szervezetekkel fennálló keretmegállapodásait is felhasználta.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

Az előrejelzési horizonton a GDP 2 százaléka körül alakul a folyó fizetési mérleg többlete, míg a gazdaság külső finanszírozási képessége meghaladja a 4 százalékot. A folyó fizetési mérleg egyenlegét előretekintve a járvány csillapodásával élenkűlő külső kereslet, az ezzel összhangban bővülő ipari termelés, a koronavírussal szembeni védekezési kiadások – és az ahhoz kapcsolódó import 2020-hoz viszonyított – mérséklődése, valamint az előrejelzési horizonton fokozatosan talpra álló turizmus hatására érdemben emelkedő áru- és szolgáltatásegyenleg alakítja. Ennek hatását ugyanakkor mérsékli, hogy a gazdasági helyreállással a külföldi vállalatok profitja megemelkedik, ami növeli a jövedelemegyenleg hiányát, és így mérsékli a folyó fizetési mérleg többletét. Az EU-transzferek továbbra is érdemben javítják a finanszírozási képességet. A szektorok megtakarítása szerinti pozíciót vizsgálva az államháztartás hiánya fokozatosan mérséklődik az előrejelzési horizonton a gazdaság fokozatos felfutásával emelkedő adóbevételek hatására. A lakosság járvány alatti magas nettó pénzügyi megtakarítása 2021-től kezdve fokozatosan csökken, ahogy a fogyasztás visszatér a korábbi szintek közelébe. Ugyanakkor a két szektor között átcsoportosítást jelent a 2022-ben megvalósuló adóvisszatérítés, amely a költségvetés hiányát és a háztartások megtakarítását is növeli. A vállalatok finanszírozási képessége 2021-ben még magas maradhat, majd azt követően a beruházási dinamika emelkedésével párhuzamosan csökken.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2021-ben tovább emelkedik. Az előrejelzési horizonton is fennmaradó javulás hatására a mutató többlete már 2022-ben meghaladja a GDP 2 százalékát (5-5. ábra). A külkereskedelmi egyenleg érdemben emelkedik 2021-ben: egyrészt jelentősen csökkennek a járványhoz kapcsolódó importot növelő kiadások, másrészt felfevőpiacaink növekedése tovább javítja a külkereskedelmi egyenleget, amit a turizmus várható helyreállása is támogat. A külkereskedelmi egyenleg javulása 2022-2023-ban is folytatódik majd összhangban az élenkűlő külső kereslettel és a felfutó ipari termeléssel. A transzferegyenleg továbbra is javítja a külső egyensúlyt, noha 2023-ban, amikor a jelenlegi hétéves uniós ciklus kifut, a korábbihoz képest kisebb mértékben – ennek hatása azonban 2016-hoz hasonlóan csak átmeneti lesz. A fenti kedvező folyamatok hatását ugyanakkor részben ellensúlyozza, hogy a belföldön termelő külföldi vállalatok emelkedő jövedelmezőségével párhuzamosan a jövedelemegyenleg hiánya is nő a következő években, ez pedig mérsékli a folyó fizetési mérleg többletét. Összességében a folyó fizetési mérleg többlete stabilan emelkedik az előrejelzési horizonton, és a következő két évben a GDP 2 százaléka körül alakul, amely érdemben magasabb, mint az előző években tapasztalt szint. A folyó fizetési mérleg dinamikájával párhuzamosan emelkedhet a gazdaság külső finanszírozási képessége is, ami – főként az EU-transzfer felhasználásnak köszönhetően – 2022-ben alakulhat a legmagasabban. A mutató többlete a következő két évben a GDP 4,5 százaléka körül alakul.

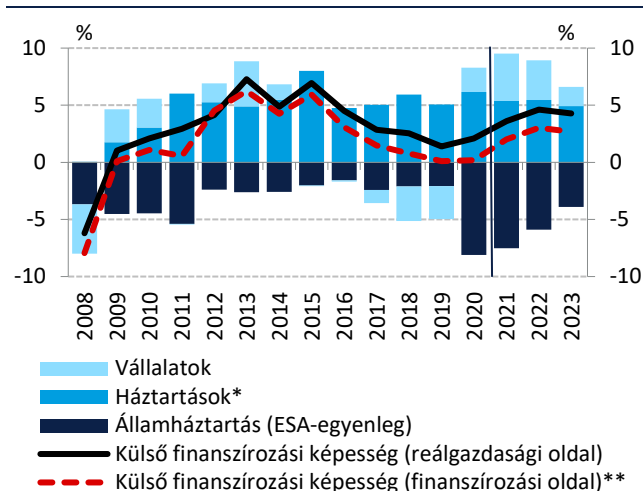
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

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

A szektorok megtakarítása alapján az államháztartás fokozatosan csökkenő hiánya mellett mérséklődik a magánszektor finanszírozási képessége az előrejelzési horizonton, amit a 2022-es adóvisszatérítés egyszeri hatása befolyásolhat (5-6. ábra). A 2020-ban megemelkedett költségvetési hiány 2021-től fokozatosan mérséklődik az előrejelzési horizonton. Ennek háttérében a kedvezőbb gazdasági környezetben megemelkedő adóbevételek állnak. A mérséklődést ugyanakkor lassítja 2022-ben a tervezett adóvisszatérítés hatása. Eközben a lakosság 2020-ban megugró nettó pénzügyi megtakarítása a járvány csillapodásának hatására emelkedő fogyasztással párhuzamosan fokozatosan mérséklődhet, noha 2022-ben az adóvisszatérítés hatására átmenetileg megemelkedhet a lakossági megtakarítás. A vállalatok finanszírozási képessége a beáramló uniós forrásoknak, a növekvő exportbevételeknek, valamint a gazdaság újraindításához kapcsolódó állami kiadásoknak köszönhetően 2021-ben még magas maradhat, majd azt követően a beruházások felfutásával folyamatosan csökken.

5.3. Költségvetési folyamatok

A 2021-es költségvetési törvény módosítása és a 2022-es költségvetési törvény 2021-ban 7,5 százalékos, 2022-ben 5,9 százalékos GDP arányos hiányt tervez. Előrejelzésünk szerint a hazai gazdaság teljesítménye kedvezőbben alakul a költségvetésben feltételezettekhez képest, így az adóbevételek magasabban alakulhatnak az előirányzatoknál. A költségvetésen felüli kiadási tervek alapján azt feltételezzük, hogy a többletbevételek elköltésével a költségvetési mozgástér kihasználásra kerül, így prognózisunkban a kormányzati hiánycéllal megegyező hiánypályával számolunk. A költségvetési törvény benyújtása óta bejelentett új intézkedések közül a legjelentősebb a gyermekesek személyi jövedelemadójának 2022. évi visszatérítése, amelynek költségvetési hatása a GDP mintegy 1 százaléka. Technikai előrejelzésünk 2023-ban tovább mérséklődő hiánypályával számol, azonban a hiány a kormányzati tervekkel összhangban csak az előrejelzési horizont után csökkenhet ismét 3 százalék alá. A GDP-arányos államadósság a 2020-as 80,4 százalékról az idei első negyedéves növekedés ellenére 2021 végére 76,8 százalékra, míg az előrejelzési horizont végére mintegy 74 százalékra mérséklődhet főként a nominális GDP jelentős növekedése következtében.

5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

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

Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

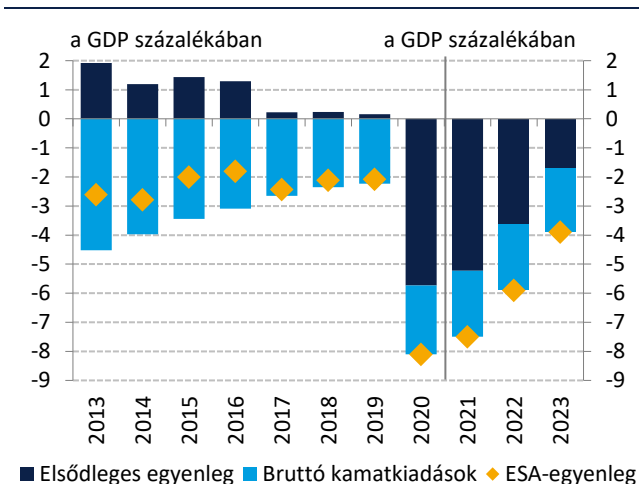
Előrejelzésünk szerint a kormányzati szektor GDP-arányos eredményszemléletű hiánya 2021-ben 7,5 százalék, míg 2022-ben 5,9 százalék lehet (5-1. táblázat, 5-7. ábra). 2020-ban a költségvetés hiánya 8,1 százalékot tett ki. 2021-ben a deficit csökkenése elsősorban a gazdasági növekedés felgyorsulásából eredő bevétel-növekedésnek köszönhető, míg a járvány elleni védekezéssel kapcsolatos kiadások és a gazdaság újraindítása érdekében hozott intézkedések még mindig a magasabb hiány irányába hatnak.

A 2022. évi költségvetési törvényben a GDP 5,9 százalékára csökken a költségvetési hiány, ami előrejelzésünk szerint elérhető, ugyanakkor nemzetközi összevetésben a 3. legmagasabb lehet (5-8. ábra). Prognózisunkban a költségvetési törvényben feltételezetttnél gyorsabb gazdasági növekedéssel számolunk, így az előirányzatoknál magasabban alakulhatnak a költségvetés bevételei, amelyet azonban ellensúlyoznak a költségvetés benyújtása óta bejelentett intézkedések. A 2023-ra vonatkozó technikai kivetítésünkben a hiány tovább csökken a megelőző évekhez képest.

Az uniós fiskális szabályokat részlegesen felfüggesztő általános mentesítő záradék alkalmazása 2020-tól 2022-ig fennmaradhat a Bizottság ajánlása alapján, így az uniós szabályoknak előreláthatólag még 2022-ben sem szükséges megfelelni. Ezzel párhuzamosan a Stabilitási törvényben szereplő 3 százalékos kritérium és középtávú költségvetési célra vonatkozó szabály is felfüggesztésre került 2023 végéig.

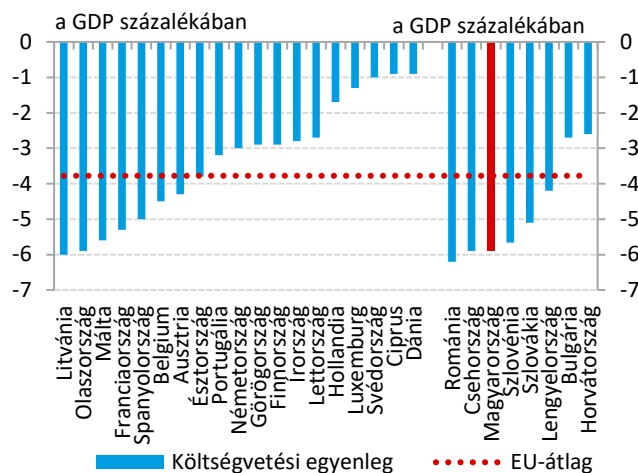
Magyarország május 11-én nyújtotta be a Helyreállítási és Ellenállóképességi Tervét az Európai Bizottságnak, melyben 2511 milliárd forint (7,2 milliárd euro) vissza nem térítendő támogatásra adott le igénylést. A benyújtott terv 9 tematikus célterülete közül az egészségügy (857 milliárd forint) és a fenntartható közlekedés (631 milliárd forint) a

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



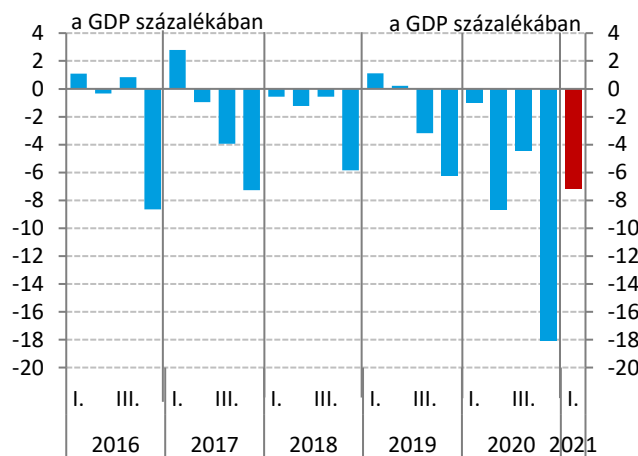
Forrás: KSH, MNB

5-8. ábra: A tervezett 2022-es költségvetési egyenlegek az Európai Unióban



Forrás: Stabilitási- és konvergenciaprogramok, 2022. évi költségvetési törvény

5-9. ábra: A kormányzati szektor eredményszámlájának egyenlege



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

Forrás: KSH, MNB

legjelentősebbek. A versenyképes munkaerőre 281 milliárd, az energetikára 262 milliárd, a demográfia és köznevelés komponensre pedig 231 milliárd forintot fordítana Magyarország a helyreállítási forrásokból a következő években.

5.3.2. A 2021. évi egyenleg

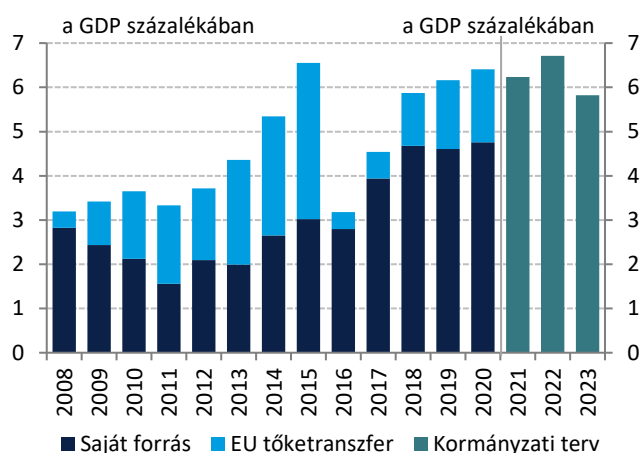
A 2021. évi költségvetés módosítása az ESA-módszer szerint számolt hiánycélt a GDP 2,9 százalékáról 7,5 százalékra emelte. A veszélyhelyzet időszakának kitolásával számos intézkedés továbbra is érvényben marad, másrészt új intézkedések bejelentésére is sor került. A szükséges intézkedések következtében az első negyedéves eredményszámlájú hiány a GDP 7,2 százalékát tette ki az MNB által közölt előzetes pénzügyi számla adatok alapján (5-9. ábra).

Az intézkedések a koronavírus elleni egészségügyi és gazdasági védekezést követően a gazdaság újraindítását célozzák. Az egészségvédelemre az egészségügyi kiadások emelkedése mellett a Járvány Elleni Védekezés Központi Tartalékából teljesített kifizetéseket fordítja a kormányzat. Emellett a gazdaság újraindítását segíti a kormányzati beruházásokra szánt kiadások emelkedése, valamint a lakossági beruházások támogatása az Otthonfelújítási program keretében (5-10. ábra). A nyugdíjasok megélhetését támogatja a 13. havi nyugdíj visszaépítése, miközben a családok és a vállalatok jövedelmi helyzetét is érdemben javítja az adók átmeneti mérséklése (elvitteles ételek áfájának 5 százalékra csökkentése, helyi iparűzési adó felére csökkentése a KKV-k számára), illetve elengedése (SZÉP-kártya szociális hozzájárulási adó mentessége, szociális hozzájárulás adó és szakképzési hozzájárulás elengedése az érintett ágazatokban).

Az ágazati bértámogatásra jogosult ágazatok körét többször kiterjesztették, az igénybevétel időtartalmát pedig a K+F támogatásokkal együtt május végéig meghosszabbították. Júniustól egyszeri bértámogatásként 219 ezer forintot kaphatnak a veszélyhelyzeti korlátozásokkal érintett mikrovállalkozások és önfoglalkoztatók is, akik alkalmazott hiányában az ágazati bértámogatásra nem voltak jogosultak. Emellett a legalább egy hónapja regisztrált álláskereső alkalmazása után is igényelhető lett a vállalkozások munkaerő támogatása.

A 2021. évi költségvetési törvénymódosítás csak az Országgyűlés által módosítani hivatott előirányzatokat változtatta meg, a kormány hatáskörében végrehajtott, valamint a demográfiai és egyéb folyamatok alakulása miatt külön módosítás nélkül is eltérő előirányzatokat a törvénymódosítás nem érintette. A módosítás a járvány

5-10. ábra: A kormányzati beruházások alakulása



Megjegyzés: A kormányzati terv esetében a Konvergencia programban szereplő nominális kormányzati beruházás előrejelzés szerepel a júniusi Inflációs jelentés nominális GDP előrejelzésével osztva.

Forrás: KSH, MNB

gazdasági hatásait követve jelentősen mérsékelte a várt adóbevételeket. A kiadások esetében az Otthonfelújítási támogatás bevezetése miatt emelkedtek a lakásépítési támogatások, valamint a költségvetési szervek kiadásai és az EU költségvetéséhez való hozzájárulás. A törvénymódosításban a bevételi és kiadási oldalt közel azonos mértékben növelték a Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz (RRF) forrásai, valamint az ahhoz kapcsolódó tervezett kifizetések.

A hiány 2020-hoz viszonyított mérséklődése irányába hatnak egyrészt a kedvezőbb gazdasági környezetben a ciklusos folyamatokból adódó magasabb bevételek, másrészt a 2020. évi egyszeri, elsősorban egészségügyi kiadások.

5.3.3. A 2022. és 2023. évi egyenlegek

A 2022. évi költségvetési törvény szerint 2022-ben a kormányzati szektor eredményszámlájának hiánya a GDP 5,9 százaléka lehet, amely előrejelzésünk szerint elérhető. A 2022. évi hiánycél meghaladja a Kormányzat által korábban tervezett 4,8 százalékos célt és a márciusi Inflációs jelentés 4,5–5 százalékos várakozását is. A változást a gazdaság újraindítását célzó intézkedések kiterjesztése eredményezi.

A prognózisunk alapján várt kedvezőbb gazdasági teljesítmény a hiány gyorsabb ütemű mérséklődését tenné lehetővé, azonban a keletkező többletbevételek elköltésével számolunk. A 2022-es költségvetési törvény elfogadása után született döntés a gyermekes családok 2021. évi adóbefizetésének 2022 elején történő visszautalásáról, amelynek költségvetési hatása prognózisunk szerint a GDP mintegy 1 százalékát teszi ki. Becslésünk szerint a többletjövedelem mintegy felét fordítják a családok fogyasztásra, a fennmaradó részt pedig megtakarítják. A fogyasztás növekedéséből a GDP 0,1 százalékát megközelítő többlet-áfabevétel keletkezhet. A 2022. évi költségvetési törvény szerint 2022 júliusától kerül sor a szociális hozzájárulási adó 0,5 százalékpontos csökkentésére és a 1,5 százalékos szakképzési hozzájárulás eltörlésére.

Rendelkezésre álló költségvetési törvény hiányában 2023-ra technikai előrejelzést készítünk, amely szerint a hiány tovább csökken a megelőző évekhez képest.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

Előrejelzésünk alakulására a legjelentősebb kockázatot az európai uniós forrásbeáramlások mértékét érintő érdemi bizonytalanság jelenti. A Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszköz forrásaira beadott hazai alkalmazkodási programterv végrehajtásának ütemezése az

eredmény szemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat, míg a támogatások megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását befolyásolja.

A kormányzati tervek historikusan magas szintre emelkedő beruházással számolnak, azonban ennek megvalósulását kapacitáskorlátok nehezítik. Ezek egyfelől a beruházások csúszását, másfelől azok árának emelkedését eredményezhetik. Alappályánkban a kormányzati szektor beruházási kiadásai kissé mérséklődnek a 2020-as magas szinthez képest, de így is a GDP 6 százaléka felett teljesülhetnek 2021-ben, míg 2022-ben megközelítik a 7 százalékat.

A járvány esetleges negyedik hullámának gazdaságra gyakorolt hatása mérsékelhetné az adóbevételeket, valamint további költségvetési intézkedéseket tenne szükségessé.

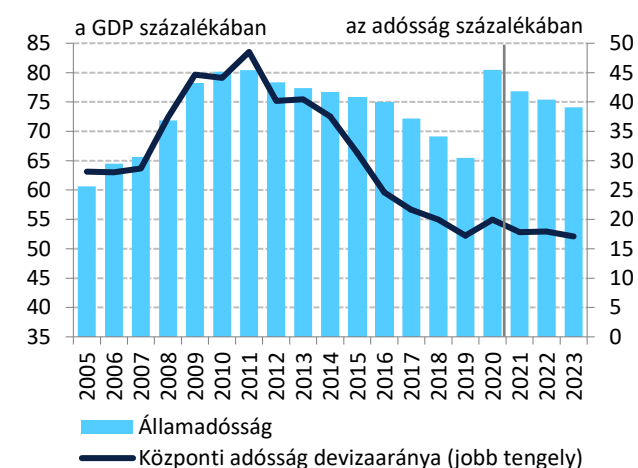
5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2021. első negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 80,9 százalék volt. Az adósságráta így az előző év azonos időszakához képest mintegy 16 százalékponttal, míg a 2020. év végi értékhez képest 0,5 százalékponttal emelkedett. Az adósságot elsősorban a járvány elleni védekezés miatt szükségessé vált magas hiány növelte, illetve az adósságrátát a 2020. évi gazdasági visszaesés is emelte.

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság az átmeneti emelkedést követően, 2021. év végére 76,8 százalékra csökken változatlan árfolyamon számítva.

Az államadósság-ráta a dinamikus gazdasági növekedés, valamint az MNB-nél tartott kormányzati betétek állományának mérséklődése eredményeként a korábban vártnál gyorsabb ütemben csökken. Előrejelzési horizontunkon az adósságráta folyamatos mérséklődésével számolunk. Prognózisunk szerint a tavalyi átmeneti emelkedést követően évente átlagosan akár 2 százalékpontot is meghaladó mértékben csökkenhet az államadósság-ráta értéke, ami így 2023 végére 74,1 százalékra mérséklődhet (5-11. ábra). A forint-euro árfolyam változása a devizaadósság ártértékelődésén keresztül hatást gyakorol az adósságrátára, így a forint euro árfolyam 10 forintnyi változása mintegy 0,4 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot. A központi államadósság devizaaránya 2021. első negyedévében 18,5 százalékra mérséklődött a tavalyi év végi 19,9 százalékról. Az előrejelzési horizonton negatív nettó devizakibocsátás az arány további csökkenését eredményezi, ami idén 18 százalék alá mérséklődhet.

5-11. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2020. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB, ÁKK

6. Kiemelt témák

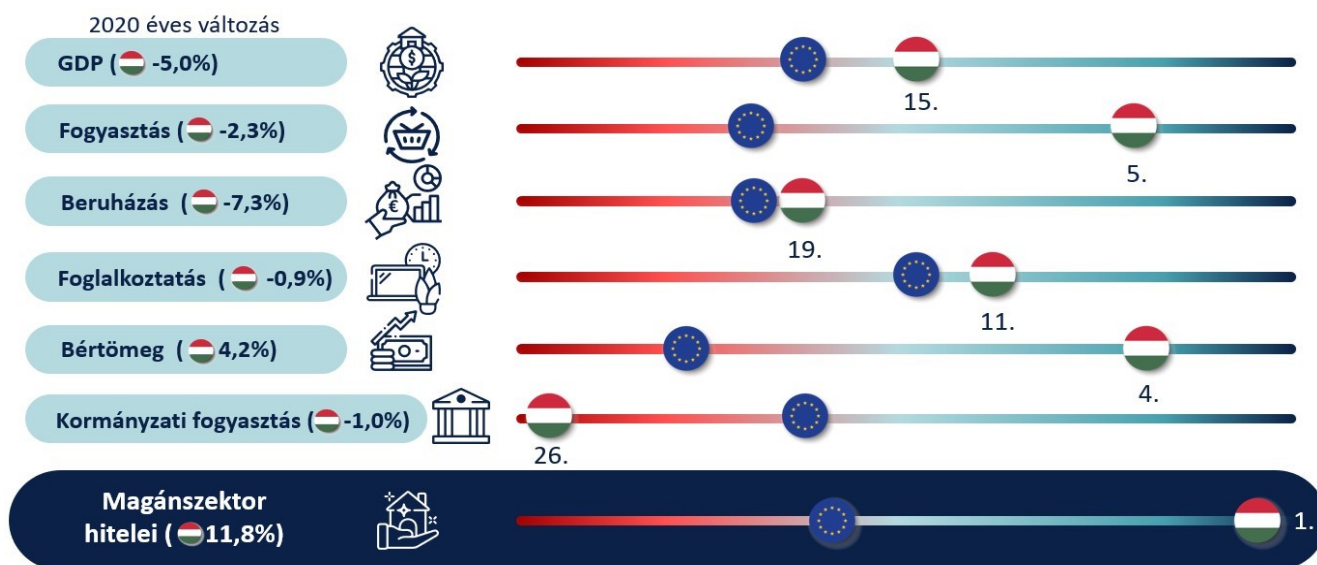
6.1. A 2020. évi gazdasági növekedés karaktere

Az európai összevetésben kedvező 2020. évi gazdasági teljesítményt három tényező alapozta meg, de elsősorban a hitelezés éven belüli növekedésének európai viszonylatban kiemelkedő mértéke támogatta. A moratóriumnak és a jegybanki, valamint állami hitelprogramoknak köszönhetően a **hitelezés** elmúlt évi impulzusa Európa-szerte hazánkban volt a legerősebb. Továbbá a relatíve erős **munkaerőpiaci folyamatok** támaszt nyújtottak a fogyasztásnak, ami szintén erős kapcsolatban áll a hitelezés bővülésével és az általános moratóriummal. A vállalkozások ugyanis a moratórium révén megtartott bőséges likviditást nagy arányban a munkaerő megtartására és bérfizetésre használták. A munkaerőpiac mellett a **fogyasztásban** is erős volt a 2019. évi lendület 2020-ban is érezhető statisztikai hatása.

A gazdasági mutatók (GDP, fogyasztás, foglalkoztatás stb.) éves változása két hatásra bontható: függ az adott évet megelőző időszak „lendületétől”, ami az úgynevezett áthúzó hatás, illetve a tárgyév gazdasági teljesítményétől (ún. bejövő hatás). A továbbiakban a 2020-as év karaktere kapcsán mind az áthúzó, mind a bejövő hatásokat részletesen vizsgáljuk.

A magyar GDP 2020-ban az EU átlagánál kevésbé, 5,0 százalékkal esett vissza (6-1. táblázat). A 2020. évi gazdasági teljesítmény alakulását az előző évből áthúzó hatások alapvetően támogatták. A koronavírus-járvány kitörése előtt a hazai GDP dinamikusabban bővült, amelynek statisztikai hatása (ún. áthúzó hatás) tompította az első hullám idején bekövetkező gazdasági visszaesést. A 2019. évről áthúzó GDP növekedési hatás +1,0 százalék volt, ami a 4. legmagasabb az EU-ban. A közel teljes foglalkoztatás és a munkaerő iránti magas igény a hazai bérek és ledolgozott munkaórák emelkedését is az EU élmezőnyébe tette. Ez pozitívan hatott a háztartások fogyasztására is, amelynek 2019. évi növekedése még a 2020. évi fogyasztási szintet is 1,8 százalékkal emelte.

6-1. táblázat: Növekedési tényezők alakulása 2020-ban



Megjegyzés: A kormányzati fogyasztást a kormányzat részéről juttatott természetbeni társadalmi juttatások és a közösségi fogyasztás alkotják.

Forrás: MNB

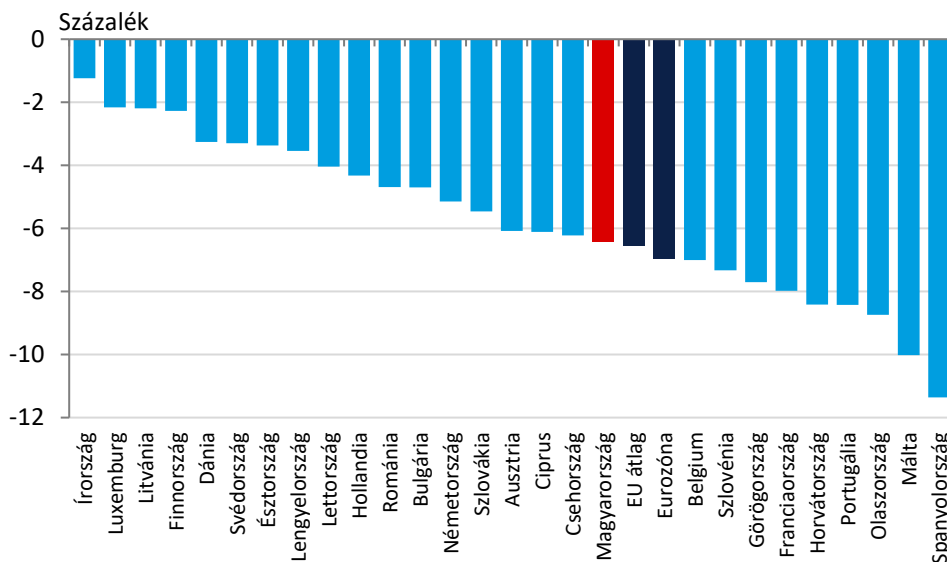
A bejövő hatásokat tekintve a hitelezés, a bérek és a fogyasztás kedvező alakulása támogatta kiemelkedő mértékben a gazdaságot. A GDP-ben megfigyelt 2020-as éven belüli hatás -6,1 százalékot tett ki, amivel Magyarország az EU-s országok középmezőnyében szerepelt, kismértékben megelőzve az átlagot (6-1. ábra). A visegrádi országok közül Csehország hazánkhoz hasonlóan teljesített, Szlovákia a középmezőny elején, míg Lengyelország az élmezőnyben található. A sort a járvány turizmust érintő hatásának legjobban kitett mediterrán országok zárják. A magyar háztartások **fogyasztási kiadásai** európai összevetésben enyhén, 2,3 százalékkal mérséklődött, pusztán a bejövő hatás alapján 4,1 százalékkal csökkent volna a fogyasztás. A fogyasztás relatíve kedvező teljesítményét támogatta a hitelpiacok működésének fennmaradása és a

hiteltörlesztési moratórium, valamint az enyhébb munkaerőpiaci alkalmazkodás. A régiós országok közül Szlovákiában volt a legkisebb a háztartási fogyasztás visszaesése 2019 év végéhez képest, a lengyel érték a magyarhoz hasonló, míg Csehországban 6,1 százalékos volt az éven belüli csökkenés mértéke. Emellett a **hitelpiacok** 2019. évi alakulása önmagában mérsékelhetette volna a 2020-as lakossági és vállalati hitelállományt is, a járvány alatt bevezetett programok eredményeként azonban mindkét hitelpiac dinamikus bővülést tudott felmutatni.

A 2020. évi gazdasági teljesítményt visszafogta a beruházások és az export bővülésének 2019. év végi lassuló trendje. A **beruházások** növekedése 2019-ben már lassult, ami -2,7 százalékos áthúzódo hatást okozott (a 4. legalacsonyabb értéket az Unióban). Ezt a 2020. évi közepes (15. helyezett) beruházási teljesítmény nem volt képes ellensúlyozni. Összességében, 2020-ban 7,3 százalékkal csökkent a beruházások volumene hazánkban. Az áthúzódo hatás kiszűrésével a beruházások volumene 4,6 százalékkal csökkent a tavalyi évben, 5,6 százalékponttal megelőzve az uniós átlagot. A visegrádi országok közül Csehországban és Lengyelországban az EU átlagos szintjének megfelelően csökkent a beruházások volumene, míg Szlovákiában a második legjelentősebb visszaesés valósult meg. A beruházások mellett a hazai **export** áthúzódo hatása ellenére a szektor 2020. évi teljesítménye az EU átlagánál kedvezőbb volt, amiben jelentős szerepe volt az év második felében javuló árukereskedelemnek. A csehek és lengyelek az export alakulásában jobban teljesítettek Magyarországnál, míg Szlovákiában az EU-s átlaghoz hasonlóan csökkent az export mértéke.

A kormányzati fogyasztás visszaesése európai viszonylatban is kiemelkedő mértékű volt a járvány kitörésének évében. 2020-ban 1,0 százalékos visszaesését figyelhettük meg tavaly a kormányzati fogyasztásnak. A kormányzati fogyasztás 2019-ről áthúzódo hatása pozitívan hatott volna a hazai GDP-re, ezt azonban teljes egészében ellensúlyozta a 2020. éven belüli markáns (8,1 százalékos) visszaesése, ami példa nélküli volt a régiós országok körében, és a legnagyobb visszaesés az Európai Unióban. A visegrádi országok közül Lengyelországban 2,5 százalékkal nőtt, Csehországban az EU átlaghoz hasonló mértékben stagnált, míg Szlovákiában 3,6 százalékkal csökkent a kormányzati fogyasztás mértéke 2019 végéhez képest. A statisztikai hivatalok a kormányzati szolgáltatások hozzáadott értékének volumenét a nyújtott szolgáltatás alapján számolják el. Ennek tavalyi visszaesését elsősorban a humán-egészségügyi ellátás ágazat magyarázta. A járvány elleni védekezés ugyan emelte az ágazat teljesítményét, az általános egészségügyi szolgáltatások azonban lényegében szüneteltek itthon.

6-1. ábra: Bejövő hatás a GDP-ben 2020-ban (2020. évi átlagos változása 2019. negyedik negyedéhez képest)



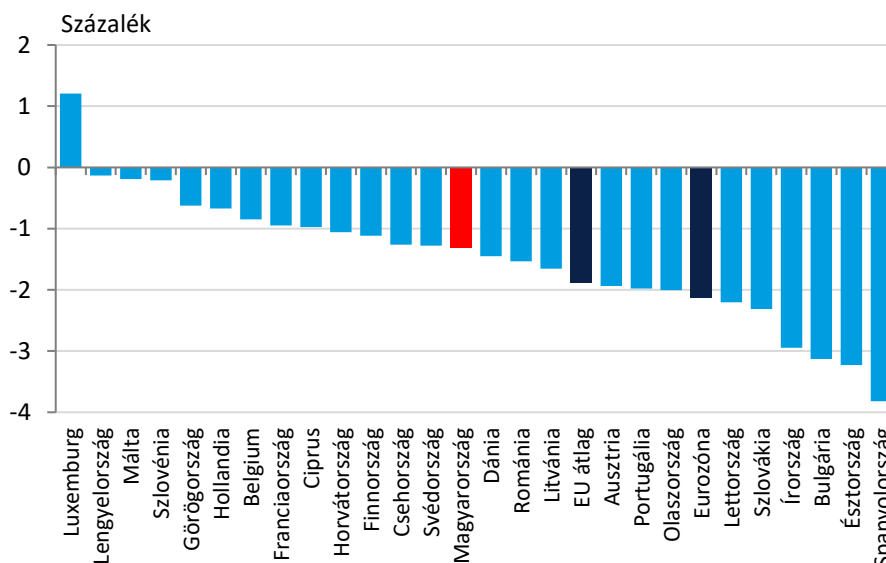
Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás

A magyar munkaerőpiac ellenállónak bizonyult a koronavírus-járvánnyal szemben. A **foglalkoztatottak** száma 0,9 százalékkal mérséklődött a tavalyi évben, ugyanakkor a foglalkoztatás 1,3 százalékkal csökkent Magyarországon az éven belüli hatások következtében, ami megegyezik a régiós országok átlagával, és 0,5 százalékponttal kedvezőbb az EU-átlagnál (6-2. ábra). Az átlagosan **ledolgozott munkaórák** száma hazánkban az európai átlagnak megfelelően 1,1 százalékkal csökkent éven belül. Lengyelországban a járvány ellenére 1,0 százalékkal nőtt a ledolgozott munkaórák száma, míg Szlovákiában 1,6, Csehországban pedig 2,2 százalékkal csökkent. A **bértösszeg** 4,2 százalékkal bővült, ennek közel feléért az

éven belüli bejövő hatás volt felelős, ami 2,5 százalékot tett ki hazánkban. Ezzel az értékkel 2020-ban az Európai Unióban a 4. legmagasabb volt a magyar bérnövekedés bejövő hatása, 3,6 százalékponttal megelőzve az Unió és 1,3 százalékponttal megelőzve a visegrádi országok átlagát. **A tavalyi enyhébb munkaerőpiaci alkalmazkodás az élénk bérdinamikával párosulva támogatta a fogyasztás európai összevetésben mérsékelt visszaesését.**

6-2. ábra: Bejövő hatás a foglalkoztatottak szintjében (2020. évi átlagos változása 2019. negyedik negyedéhez képest)



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok.

Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás

A hitelpiacok bővülése európai uniós összevetésben is kiemelkedő hazánkban: a magánszektor hitelállománya 11,8 százalékkal bővült 2020-ban, ami a legnagyobb mértékű volt Európában. A vállalati hitelállomány növekedése a rangsorban a negyedik, míg a lakossági hitelállomány a legnagyobb mértékben bővült 2020-ban az EU-n belül. A vállalati hitelállomány átlagosan 9,4 százalékkal emelkedett, ami érdemben meghaladja az eurozóna átlagát (7,3 százalék) és a régiós folyamatokat is. A nemzetközi összevetésben is kiemelkedő bővülést az alacsony kamatszint és a Növekedési Hitelprogram Hajrá! is támogatta. A régióban a vállalati hitelállomány bővülése Szlovákiában 4,2 százalék volt, Csehországban és Lengyelországban 0,4, valamint 6,2 százalékos csökkenés valósult meg. A hazai **háztartási hitelállomány** átlagosan 14,5 százalékkal bővült, miközben Európa legtöbb országában csak visszafogott lakossági hitelezés valósult meg. A régiós országok közül Csehországban és Szlovákiában 6,5, Lengyelországban pedig 1,2 százalékkal nőtt a háztartások hitelállománya 2019-hez képest. A **hitelmoratórium** nemzetközi összehasonlításához nem állnak rendelkezésre külföldi adatok, azonban az elérhető információk alapján a magyar moratórium a leginkább széleskörű és legkönnyebben igénybevehető volt. **A fizetési moratórium jelentősen támogatta a reálgazdasági szereplők likviditási helyzetét, valamint hozzájárult a foglalkoztatás és a háztartások vásárlóerejének fennmaradásához.** Becslésünk szerint 2020-ban a moratórium következtében a vállalatok körében 1100 milliárd forintnyi összeg szabadulhatott fel, ami az éves vállalati bérköltség több mint 6,5 százaléka. A lakossági hitelmoratórium hatására a háztartásoknál mintegy 600 milliárd forint likviditási hatás keletkezhetett, ami az éves nettó keresettőmeg közel 4,5 százaléka.

A 2008-2009-es pénzügyi válsággal összevetve, a koronavírus okozta gazdasági válság kitörésekor erősek voltak a hazai makrogazdasági fundamentumok, ami mozgásteret biztosított a járvány kedvezőtlen gazdasági hatásait mérséklő aktív gazdaságpolitikának. A hitelpiacok működőképességének fenntartása jelentős mértékben támogatta a gyors kilábalást. A hazai tapasztalatok is azt bizonyítják, hogy a fogyasztás és a beruházások aktív ösztönzése nélkül a gazdaság kilábalása elhúzódik. A 2008-2009-es válságot követően hazánkban a belső keresleti tételek növekedési hozzájárulása negatív maradt, a kilábalást főként az export támogatta. Ezzel szemben a tavalyi évben, a kormányzati és jegybanki intézkedéseknek köszönhetően a termelő kapacitások nem sérültek és gyors kilábalásra számíthatunk.

Összeségében az európai összevetésben kedvező 2020. évi gazdasági teljesítmény karakterét alapvetően három tényező határozta meg: a hitelezés – moratóriumnak, illetve jegybanki és állami hitelprogramoknak köszönhető – kiemelkedő bővülése a járvány idején, továbbá – részben ennek köszönhetően – a munkaerőpiac ellenállóképessége, illetve a fogyasztás 2019. évi lendülete.

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	2,7	3,4
Indirekt adók és intézkedések	0,2	0,4	0,6
Infláció	0,8	3,3	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-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	3,5	0,0	2,6
nem feldolgozott	-3,5	0,0	4,3	0,0	0,8
feldolgozott	0,5	0,0	3,1	0,0	3,6
Ipari termékek	1,0	0,0	1,5	0,0	2,5
tartós	1,3	0,0	1,3	0,0	2,6
nem tartós	0,8	0,0	1,7	0,0	2,5
Piaci szolgáltatások	0,8	0,0	2,7	0,0	3,5
Piaci energia	1,2	0,0	0,9	0,0	2,1
Alkohol, dohány	3,1	1,5	1,5	4,6	10,7
Üzemanyag	2,5	1,2	16,2	-1,4	18,5
Szabályozott árak	-1,1	0,0	1,5	0,0	0,4
Infláció	0,6	0,2	2,9	0,4	4,1
Maginfláció	0,8	0,0	2,3	0,0	3,1

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	12
1-3. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója	13
1-4. ábra: A Bloomberg nyersanyag indexek (bal panel) és az egyes nyersanyagárak alakulása (jobb panel) 2020. április 1. óta.....	16
1-5. ábra: A spekulatív célú befektetői pozícionáltság (nettó nyitott kontraktusok száma) a főbb nyersanyagok határidős piacán és azok árfolyama	17
1-6. ábra: A Brent típusú nyersolaj éves átlagáraitra vonatkozó havi elemzői konszenzus.....	18
1-7. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája.....	19
1-8. ábra: A GDP termelés oldali felbontása és előrejelzése	20
1-9. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése	20
1-10. ábra: A lakossági reáljövedelem alakulása	20
1-11. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában.....	21
1-12. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása	21
1-13. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	22
1-14. ábra: A beruházásokkal kapcsolatos várakozások	22
1-15. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	23
1-16. ábra: A moratórium miatt megmaradt törlesztőrészek felhasználása.....	25
1-17. ábra: Jövedelemeloszlás a hiteladós-csoportok körében.....	26
1-18. ábra: A háztartások nettó megtakarítási rátájának változása	27
1-19. ábra: A 2021-es nyitás által érintett piaci szolgáltatások április (bal panel) és május (jobb panel) havi árváltozásainak alakulása	28
1-20. ábra: A foglalkoztatás alakulása a versenyszférában	29
1-21. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása	29
1-22. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	30
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	33
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre.....	34
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	35
3-1. ábra: A GDP szintjének alakulása	37
3-2. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása	37
3-3. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása	38
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	38
3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	39
3-6. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása	39
3-7. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban	40
3-8. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban	40
3-9. ábra: A GDP éves változása 2021 első negyedében az Európai Unió országaiban	41
3-10. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	42
3-11. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	42
3-12. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	43
3-13. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása	43
3-14. ábra: A turisztikai kereslet alakulása	44
3-15. ábra: A Google Mobility Index alakulása az egyes szektorokban Magyarországon	44
3-16. ábra: Heti áramfogyasztás éves változása	45

3-17. ábra: Közúti teherforgalom és az ipari termelés változása	45
3-18. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban	46
3-19. ábra: Az építőipari termelékenységi és árindex alakulása	46
3-20. ábra: Az építőipari hozzáadott érték és árindex alakulása	47
3-21. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása	48
3-22. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása	48
3-23. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása	49
3-24. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	49
3-25. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók	49
3-26. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása a 2008-as és a 2020-as válság során	50
3-27. ábra: Az inaktívák számának alakulása	51
3-28. ábra: Az üres álláshelyek aránya az alkalmazottak számához viszonyítva a versenyszféra ágazataiban	51
3-29. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban	52
3-30. ábra: A maginfláció szerkezete a régi és az új módszertan szerint	53
3-31. ábra: A régi és az új módszertan szerint számított adószűrt maginfláció	53
3-32. ábra: A világgpiaci élelmiszerárak alakulása	54
3-33. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása	54
3-34. ábra: Az infláció dekompozíciója	55
3-35. ábra: Az inflációs alapmutatók	55
3-36. ábra: Az iparcikkek árváltozása	55
3-37. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása	56
3-38. ábra: Inflációs várakozások a régióban	56
3-39. ábra: Az élelmiszerek termelői, illetve fogyasztói árának alakulása	57
3-40. ábra: Az ipari termelői és fogyasztói árak alakulása	58
3-41. ábra: A jövedelmi ötödök fogyasztásszerkezete (2018)	59
3-42. ábra: A termékcsoportok inflációja (2014-2020)	59
3-43. ábra: A fogyasztóiár-index és az érzékelt infláció alakulása jövedelmi ötödönként	60
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	61
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	61
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya	62
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	62
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	62
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába	63
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegmensben	63
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje	64
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben	64
4-10. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása	64
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	65
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	65
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint	66
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása	66
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	67
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása	68
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása	69
5-8. ábra: A tervezett 2022-es költségvetési egyenlegek az Európai Unióban	70
5-9. ábra: A kormányzati szektor eredményszámla-egyenlege	70
5-10. ábra: A kormányzati beruházások alakulása	71
5-11. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2020. végi árfolyamon számítva	72

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	14
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	14
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása	23
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	31
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	32
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	69
6-1. táblázat: Növekedési tényezők alakulása 2020-ban.....	73
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzóó hatásra (százalékpont, illetve százalék)	76
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzóó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)	76

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. június

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

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.