



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2020  
SZEPTEMBER

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

*Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről*



# INFLÁCIÓS JELENTÉS

2020  
SZEPTEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

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

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

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

*A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2020. szeptember 17-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe, emellett a fizetési mérleg esetében a szeptember 21-én publikálásra került II. negyedéves adat is az elemzésünk részét képezte.*



# 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 .....	14
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk .....	20
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	24
3. Makrogazdasági helyzetértékelés .....	26
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése .....	26
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése .....	35
3.3. Munkaerőpiac .....	41
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója .....	44
3.5. Költségek és infláció .....	45
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	52
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....	52
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói .....	54
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	56
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....	56
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....	58
5.3. Költségvetési folyamatok .....	60
6. Kiemelt témák .....	65
6.1. Dezinflációs hatások megjelenése középtávon az alapfolyamatokban .....	65
7. A 2020. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása .....	70
Ábrák és táblázatok jegyzéke .....	71

## Keretes íráások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink .....	14
3-1. keretes írás: Új monetáris politikai keretrendszer az Egyesült Államokban .....	33
3-2. keretes írás: A koronavírus inflációs hatásainak elemzése .....	47
3-3. keretes írás: A koronavírus-járvány a vállalatok munkaerőköltségére gyakorolt hatásának mélyelemzése .....	50
5-1. keretes írás: A 2021-2027-es uniós költségvetési ciklussal kapcsolatos tervek .....	63





# A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

*A Magyar Nemzeti Bank (MNB) elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A jegybank elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi stabilitás fenntartását és a Kormány gazdaságpolitikáját.*

**A koronavírus-járvány a világgazdaságot legyengült állapotban érte. A járvány terjedésének lassítása érdekében bevezetett korlátozó intézkedések miatt érdemben csökkent a legtöbb ország gazdasági teljesítménye. A korlátozások fokozatos visszavonásával a külső gazdasági kilátások javulni kezdtek, ugyanakkor több ország fertőzési görbéje újra emelkedésnek indult. A koronavírus-járvány időbeli lefutása és a világgazdaság helyreállításának sebessége körüli bizonytalanság továbbra is kiemelkedően magas.**

A beérkezett második negyedéves GDP-adatok alapján az Egyesült Államok (-9,1 százalék) és az eurozóna (-14,7 százalék) gazdasági teljesítménye soha nem látott mértékben esett vissza az előző év azonos időszakához képest. A kínai GDP 3,2 százalékkal növekedett éves összevetésben, ami jelentős bővülést jelent az első negyedévi 6,8 százalékos csökkenés után. A kelet-közép-európai régió országai szintén jelentős mértékű, nagyrészt két számjegyű visszaesést mutattak a második negyedévben.

A világgazdaság aktivitását az elmúlt időszakban a koronavírus-járvány és az emiatt több országban újból bevezetett korlátozó intézkedések határozták meg. Júniustól új szakaszba, a fokozatos helyreállítás fázisába léptek a gazdaságok, ugyanakkor több ország fertőzési görbéje újra emelkedésnek indult. A járvány második hullámának megjelenése a kockázatok növekedését okozza. Az egészségügyi veszélyhelyzet időbeli lefutása, valamint a világgazdaság helyreállításának sebessége továbbra is csak rendkívül nagy bizonytalansággal ítéltető meg.

A globális infláció a visszafogott gazdasági teljesítménnyel párhuzamosan alacsony szinten alakult, egyes országokat a második negyedévben defláció jellemezte. Az euroövezet inflációja a második negyedévben nulla százalék közelébe csökkent, augusztusban pedig negatív tartományba fordult. A régió országaiban az infláció az elmúlt időszakban a jegybanki célok felett alakult.

**A koronavírus-járvány második hulláma miatt a globálisan meghatározó jegybankok előrejelzései lényegesen visszafogottabb inflációs környezettel számolnak a következő évekre. Ennek megfelelően a jegybankok fenntartották a laza monetáris kondíciókat és folytatták gazdaságösztönző programjaikat.**

Az elmúlt negyedévben a globálisan meghatározó jegybankok közül a Federal Reserve (Fed) változatlanul nulla százalék közelében tartotta az irányadó ráta célsávját, valamint megerősítette az eszközvásárlási programok és a likviditásnyújtó műveletek folytatását. A Fed augusztusban bejelentette, hogy a továbbiakban egy adott időszak átlagában kívánja elérni a 2 százalékos inflációs célt, miközben aszimmetrikusan reagál a munkaerőpiac kilengéseire. A 2 százalékos átlagos inflációs cél lehetővé teszi a Fed számára, hogy átmeneti jelleggel tolerálja a cél fölé emelkedő inflációt. Szeptemberben a döntéshozók ezzel összhangban a következő három évben az irányadó ráta jelenlegi alacsony szintjének fennmaradására számítanak. A Fed mérlege szeptember elején a júniusban elért 7000 milliárd dolláros szint közelében alakult, amely GDP-arányosan 30 százalék feletti értéket jelent. Az Európai Központi Bank (EKB) szintén változatlanul hagyta az irányadó rátákat és az eszközvásárlási programok paramétereit. Az EKB mérlegfőösszege szeptember elején az eszközvásárlási programok eredményeként megközelítette a 6500 milliárd eurót, amely a GDP arányában több mint 50 százaléknak felel meg.

Régióinkban a cseh és a lengyel jegybank nulla közeli szinten tartotta az irányadó rátákat, míg a román jegybank augusztusi ülésén 25 bázisponttal 1,5 százalékra csökkentette az alapkamatot. A lengyel és a román jegybank folytatta állampapír-vásárlási programját. A piaci árazások alapján a laza monetáris kondíciók várhatóan mind a globális jelentőségű, mind a régiós jegybankok esetében tartósan fennmaradnak.

**A gazdaságok újraindulásával párhuzamosan az elmúlt negyedévben javult a befektetői hangulat és mérséklődött a pénzügyi piacok volatilitása, ugyanakkor a koronavírus-járvány terjedésének elmúlt hetekben tapasztalt gyorsulása a bizonytalanság fokozódásának irányába mutat.**

Az elmúlt negyedévben a koronavírus-járvány miatt hozott korlátozó intézkedések többsége feloldásra került, a gazdasági aktivitás újraindult, amelyek következtében a globális pénzügyi piacokon érzékelhetően javult a hangulat. Június óta a főbb részvényindexek többsége összességében emelkedett, a fejlett országok hosszú állampapír-hozamai nagyrészt mérséklődtek. A kockázati indikátorok szintén javultak a vizsgált időszak folyamán. Ugyanakkor az elmúlt hetekben a vírus terjedésével párhuzamosan ismét romlott a hangulat. A fejlett piaci tőzsdeindexek estek, és az erősödő kockázatvállalási hajlandóság következtében a feltörekvő országok devizái jellemzően gyengültek.

**Magyarországon az elmúlt hónapokban a gazdaság újraindulásához köthető keresleti-kínálati súrlódások az infláció emelkedését okozták. Ugyanakkor a múltbeli válságtapasztalatok alapján előretekintve dezinflációs hatásokra számíthatunk, amelyek 5–6 negyedév késleltetéssel jelentkeznek az inflációs alapfolyamatokban. Az infláció 2022-től a volatilis, költségérzékeny tényezők hatásainak kifizetésével a 3 százalékos jegybanki célon stabilizálódik.**

A nyári hónapokban az infláció emelkedését okozta, hogy egyes részpiacokon koncentráltan megugró kereslet jelent meg, míg máshol a járványhelyzet miatt kieső kínálat csak lassan állt helyre. Az infláció augusztusra éves összehasonlításban 3,9 százalékra emelkedett, amelyet elsősorban az alkohol, a dohánytermékek, illetve a feldolgozott élelmiszerek áremelkedése okozott.

A következő negyedévekben a keresleti és kínálati súrlódások és a gyenge kereslet várhatóan egyre szélesebb körben kibontakozó dezinflációs hatásainak eredője határozza meg az alapfolyamatok alakulását. Összességében a beérkezett adatok alapján az idei évben az infláció 3,6–3,7 százalék lehet, 2021-ben 3,5–3,7 százalékon alakul, majd 2022-től a volatilis, költségérzékeny tényezők hatásainak kifizetésével a 3 százalékos jegybanki célon stabilizálódik.

**A magyar gazdaságot stabil fundamentumok és erős növekedés mellett érte el a koronavírus-járvány. A járvány első hullámával szemben Magyarország sikeres egészségügyi védekezést hajtott végre.**

A hazai gazdaság fundamentumai erősek, az elmúlt évtizedben követett gazdaságpolitika fenntartotta hazánk makrogazdasági egyensúlyát, valamint csökkentette külső és belső sérülékenységet. A koronavírus-járvány első hulláma által okozott negatív reálgazdasági és pénzügyi következményeket a magyar Kormány és a Magyar Nemzeti Bank gyors és hatékony lépései mérsékeltek.

A koronavírus-járvány első hulláma alatt a legtöbb nemzetgazdasági ág termelése visszaesett, így 2020 második negyedévében a hazai GDP 13,6 százalékkal csökkent éves összevetésben. Nyár végén Európa legtöbb országához hasonlóan Magyarországon is újból növekedésnek indult a megbetegedések száma. A járvány második hullámának következményeként a gazdasági kilábalás a korábban vártnál jobban elhúzódik.

**Az év végéig a hazai gazdaság visszaesésének korrekcióját feltételezzük, azonban a magyar GDP összességében várhatóan 5,1 és 6,8 százalék közötti mértékben zsugorodik. A növekedés 2021-ben 4,4–6,8 százalék, míg 2022-ben 4,5–5,7 százalék lehet. Ezzel a gazdasági teljesítmény 2022 fordulóján érheti el a járvány előtti szintet.**

A koronavírus gazdasági hatásaként a kedvező első negyedéves növekedési adatot (+2,2 százalékos éves növekedés) követően a hazai gazdaság a második negyedévben különösen mély visszaesést élt át (-13,6 százalékos éves zsugorodás). A korlátozó intézkedések következtében a hazai gazdasági teljesítmény 2020 második negyedévében érhetette el mélypontját. Feltevéseink szerint a háztartások fogyasztásában a jövő év elejétől pozitív éves dinamikát figyelhetünk meg, amit az elmúlt években felhalmozott pénzügyi vagyon egy részének felhasználása is támogat.

A vállalatok a munkahelyek nagy részének megtartása mellett elsősorban a munkaidő csökkentésével és a részmunkaidősök számának emelésével alkalmazkodtak a megváltozó körülményekhez. A kedvezményes lakásáfa kifizetése miatt megtorpanó lakáspiaci ciklussal összhangban a lakossági beruházási aktivitás is mérséklődött. Emellett az állami és vállalati beruházások is jelentősen csökkentek az első félévben. A koronavírus-járvány elhúzódása miatt a gazdasági kilátásokat övező bizonytalanság érdemben megemelkedett, ami a vállalatokat tervezett beruházásaik elhalasztására, illetve további munkaerőpiaci alkalmazkodásra kényszeríti.

A külső konjunktúra alakulását továbbra is érdemi bizonytalanság jellemzi. A kedvezőtlen külső kereslettel összhangban a hazai ipari termékexport visszafogottan alakul, míg a szeptember 1-jétől életbelépett beutazási korlátozások a szolgáltatás-export ismételt visszaesését eredményezik. Így az export az idei évben 10,4 és 13,3 százalék közötti mértékben csökkenhet éves bázison. A belső keresleti tételek alakulása is alulmúlta korábbi várakozásainkat, így az import is alacsonyabb lehet várakozásainknál, és 7,9–10,4 százalékkal csökkenhet 2020-ban.

#### **A jegybanki, valamint az állami hitelprogramok a hitelezés legfőbb mozgatórugói.**

A koronavírus-járvány negatív gazdasági hatásainak következtében a pénzügyi közvetítőrendszer (a hitelintézetek és a pénzügyi vállalkozások) vállalati hitelállománya 131 milliárd forinttal csökkent a második negyedévben. Emiatt a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 8,2 százalékra mérséklődött júniusra, a kkv szegmensben pedig 9 százalékos éves növekedés volt megfigyelhető. Az elmúlt hónapokban az NHP Hajrá keretében megkötött szerződések jelentős szerepet játszottak a vállalati hitelezés támogatásában. Az egyéb állami hitelprogramok elindulása lassabban zajlott, így e programok kihasználtságának érdemi növekedése is csak az év második felében várható. Várakozásunk szerint a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme továbbra is pozitív tartományban marad, és 2021 második felétől fokozatosan emelkedve visszatérhet a 10 százalék körüli szintre.

2020 második negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer lakossági hitelállománya 230 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, amellyel 15,3 százalékos éves növekedés valósult meg. A korlátozások feloldásával és a lakáspiaci tranzakciók újbóli emelkedésével mind a fogyasztási-, mind a lakáshitelek kibocsátása normalizálódni kezdett. Az állomány amortizációjának visszafogásán keresztül a fizetési moratórium életbe lépése jelentősen támogatta a háztartási hitelállomány bővülését. Emellett a babaváró hitelek második negyedévi 142 milliárd forintos szerződéskötései is nagymértékben hozzájárultak a dinamikus növekedéshez, amely a program lezárásáig támaszt nyújthat a háztartási hitelezésnek. A háztartási hiteldinamika 2021 első felében a moratórium megszűnése miatt 5 százalék közeli szintre lassulhat, majd az előrejelzési horizont végére visszatérhet a 12 százalékos növekedési ütem.

#### **A folyó fizetési mérleg egyenlege 2020-ban kismértékű hiányt mutat, majd az előrejelzési horizont végéig javul. A stabilan fennmaradó külső finanszírozási képesség mellett az ország külső adósságrátái a következő években is mérséklődnek.**

2020-ban a folyó fizetési mérleg egyenlegét ellentétes folyamatok alakítják. A visszaeső külső kereslet következtében csökkenő árukivitel és turizmus, illetve a járvány elleni védekezéshez, valamint a honvédelmi fejlesztésekhez kapcsolódó eszközbeszerzések csökkentik a külkereskedelem többletét. Mindezt részben ellensúlyozza az alacsonyabb belső felhasználás miatt mérséklődő import és a cserearányok javulásának hatása. A jövedelemegyenleg hiányának mérséklődése javítja a folyó fizetési mérleg egyenlegét, mivel a visszafogott külső és belső kereslettel összhangban a külföldi vállalatok nyeresége alacsonyabb lehet. Előretekintve a járvány hatásainak kifutása, a külső kereslet és a gazdaság helyreállása mellett a továbbra is magas transzferegyenlegnek köszönhetően fennmarad a külső finanszírozási képesség, aminek eredményeként a külső adósságráták a következő években is csökkennek.

2020-ban a költségvetés hiánya a GDP 7–7,5 százalékára emelkedhet a koronavírus-járvány elleni védekezés költségei, a Gazdaságvédelmi Akcióterv intézkedései, illetve a gazdaság lassulása következtében csökkenő adóbevételek miatt. A költségvetés idei évi hiánya azonban a nemzetközi átlag közelében alakulhat. A deficit 2021-ben a költségvetési törvény által kitűzött cél közelében alakulhat és a GDP 2,9-3,4 százalékát érheti el. A GDP-arányos államadósság-ráta a 2011 óta tartó folyamatos csökkenés után 2020-ban emelkedik, azonban a gazdasági növekedés helyreállításával és a hiány mérséklődésével párhuzamosan 2021-től ismét csökkenő pályára áll.

#### **Június óta a hazai hosszú lejáratú hozamok mérséklődtek.**

Az elmúlt negyedévben az éven belüli piaci hozamok csökkentek, amihez elsősorban az alapkamat két lépésben történő csökkentése járult hozzá. A hozamgörbék középső szakasza feljebb toldott, ugyanakkor a hosszú hozamok csökkentek. A hosszú állampapír-hozamok mérséklődését a jegybanki állampapír-vásárlások nagyban támogatták. A forint az időszak alatt összességében gyengült az euróval szemben.

**A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.**

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája körül két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A globális koronavírus-járvány okozta gazdasági visszaesésből való „W” alakú kilábalást feltételező alternatív forgatókönyv az alappályánál enyhén alacsonyabb hazai inflációs és érdemben visszafogottabb növekedési pálya felé mutat. A feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés növekedése alternatív pálya esetében az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként az élelmiszerárak tartós emelkedését és a versenyképességi reformok megvalósulását valószínűsítő pályákat tárgyalta.

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

	2019	2020	2021	2022
	Tény		Előrejelzés	
<b>Infláció (éves átlag)</b>				
Maginfláció <sup>1</sup>	3,8	4,2 - 4,3	3,3 - 3,5	2,9
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,4	3,7 - 3,8	2,9 - 3,1	2,9
Infláció	3,4	3,5 - 3,6	3,4 - 3,6	3,0
<b>Gazdasági növekedés</b>				
Háztartások fogyasztási kiadása	5,0	(-4,0) - (-2,2)	4,1 - 5,5	3,4 - 4,4
Közösségi végső fogyasztás <sup>6</sup>	2,1	0,9 - 1,1	0,8 - 2,4	2,2 - 2,4
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	15,3	(-11,2) - (-9,2)	5,1 - 10,3	6,7 - 8,4
Belföldi felhasználás	5,6	(-4,1) - (-2,9)	3,5 - 6,0	4,1 - 5,1
Export	6,0	(-13,3) - (-10,4)	7,3 - 10,2	5,7 - 8,0
Import	6,9	(-10,4) - (-7,9)	6,1 - 9,2	5,4 - 7,3
GDP	4,9	(-6,8) - (-5,1)	4,4 - 6,8	4,5 - 5,7
Munkatermelékenység <sup>5</sup>	3,2	(-3,2) - (-1,8)	3,5 - 5,0	3,4 - 3,9
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,3	(-1,3) - (-0,9)	(-1,0) - (-0,5)	(-0,9) - (-0,6)
Külső finanszírozási képesség	1,6	1,3 - 1,7	1,7 - 2,1	1,2 - 1,5
<b>Államháztartás<sup>2</sup></b>				
ESA-egyenleg	-2,0	(-7,5) - (-7,0)	(-3,4) - (-2,9)	(-2,9) - (-2,2)
<b>Munkaerőpiac</b>				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	11,4	8,7 - 9,2	6,6 - 7,1	6,1 - 6,6
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,0	(-2,1) - (-1,8)	(-1,0) - (-0,1)	1,1 - 1,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	11,6	7,8 - 8,5	6,6 - 7,3	6,2 - 6,9
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,4	(-1,9) - (-1,5)	(-1,2) - (0,0)	1,4 - 2,2
Munkanélküliségi ráta	3,4	4,4 - 4,7	4,8 - 5,8	4,1 - 4,6
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	6,4	8,9 - 10,2	1,8 - 3,3	0,4 - 0,7
Lakossági reáljövedelem <sup>4</sup>	4,9	(-3,3) - (-1,5)	3,9 - 5,0	3,9 - 4,3

<sup>1</sup> Szezonálisan igazított adatok alapján.

<sup>2</sup> Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.

<sup>3</sup> Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

<sup>4</sup> MNB-becslés.

<sup>5</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

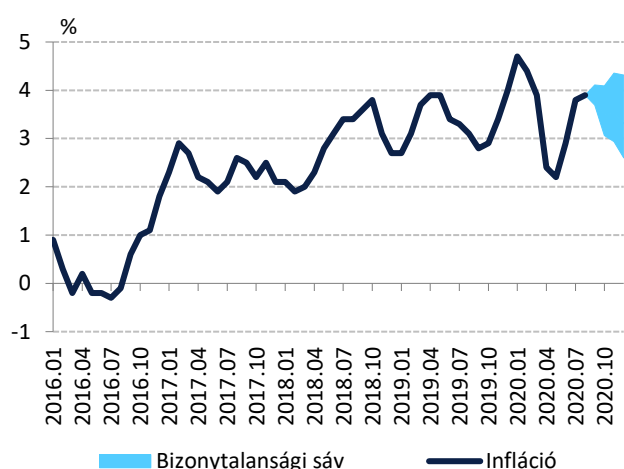
<sup>6</sup> Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az elmúlt hónapokban a koronavírus-járvány jelentős átrendeződést eredményezett egyes piacok keresleti és kínálati viszonyaiban, aminek inflációemelő hatása volt. Ugyanakkor a múltbeli válságtapasztalatok alapján a gyenge kereslet dezinflációs hatásai megjelennek, melyek számításaink szerint 5–6 negyedév késleltetéssel jelentkeznek az inflációs alapfolyamatokban. Az inflációs előrejelzésünket így a keresleti és kínálati súrlódások és a gyenge kereslet dezinflációs hatásának eredője határozza meg. A koronavírus gazdasági hatásai miatt az előrejelzéseket övező bizonytalanság továbbra is jelentős, így prognózisunkat sávosan készítettük. Az infláció az idei évben 3,5–3,6, 2021-ben 3,4–3,6 százalékon alakul, majd 2022-től a volatilis, költségérzékeny tételek hatásainak kifutásával a 3 százalékos jegybanki célon stabilizálódik. Az adószűrt maginfláció 2020-ban 3,7–3,8, majd 2021-ben 2,9–3,1, 2022-ben pedig 2,9 százalékon alakul.

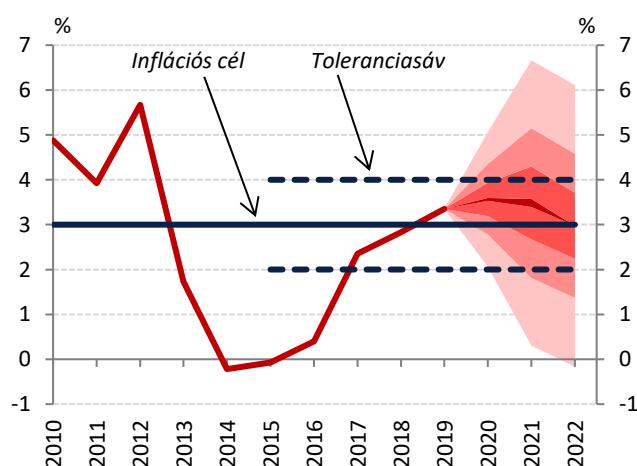
1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



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

Forrás: KSH, MNB

1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

**Aktuális előrejelzésünk szerint 2020–2021-ben az infláció éves átlagban 3,5 százalék körül alakul, majd 2022-ben 3 százalékra mérséklődik.** Az árak növekedési üteme a júniusi várakozásunkat meghaladó mértékben augusztusra éves összehasonlításban 3,9 százalékra gyorsult. Az éves inflációs adatot a gazdaság újraindulásához kapcsolódó, a keresleti és kínálati viszonyok hirtelen átrendeződéséből adódó átárzások erőteljesen befolyásolták. A következő hónapokban az infláció az üzemanyagárak csökkenése, illetve bázishatás következtében mérséklődik, azonban összességében a jegybank 3 százalékos célja fölött alakul (1-1. ábra). Ugyanakkor a múltbeli válságtapasztalatok alapján a gyenge kereslet dezinflációs hatásainak megjelenésére számítunk, melyek 5–6 negyedév késleltetéssel jelentkeznek az inflációs alapfolyamatokban (részletesebben lásd 6-1. kiemelt téma). Az infláció az idei évben 3,5–3,6, 2021-ben 3,4–3,6 százalékon alakul, majd 2022-től a volatilis, költségérzékeny tételek hatásainak kifutásával a 3 százalékos jegybanki célon stabilizálódik (1-2. ábra). Az adószűrt maginfláció 2020-ban 3,7–3,8, majd 2021-ben 2,9–3,1, 2022-ben pedig 2,9 százalékon alakul előrejelzésünk szerint.

**A hazai áremelkedés ütemére a külső inflációs környezet továbbra is érdemi mérséklő hatással bír.** Ennek jelentősége felértékelődik, ahogy középtávon a koronavírus miatti áremelő hatások kifutnak és a korábbi válságtapasztalatokkal összhangban megjelennek a dezinflációs hatások. Utóbbiakat a visszafogott külső inflációs környezet is támogatja, hiszen középtávon a koronavírus miatti kedvezőtlen gazdasági folyamatok következtében az EKB az inflációs céljától elmaradó euroövezeti árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton. Az eurozóna inflációs és a hazai árdinamika szempontjából meghatározóbb maginflációs várakozását ugyanakkor a kínálati korlátozások következtében enyhén

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2020	2021	2022
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		3,7–3,8	2,9-3,1	2,9
Maginfláció		4,2–4,3	3,3-3,5	2,9
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	12,6-12,7	5,5-5,7	4,2
	Járműüzemanyag és piaci energia	-4,5	6,9	3,8
	Szabályozott árú termékek	0,7	1,6	2,3
	Összesen	1,9	3,7–3,8	3,1
<b>Infláció</b>		<b>3,5-3,6</b>	<b>3,4-3,6</b>	<b>3,0</b>

Megjegyzés: Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.  
Forrás: MNB

felfelé revideálta. Ennek ellenére az eurozónás alapmutató mindössze 2022-ben haladja meg az 1,0 százalékot.

**Az indirekt adóktól szűrt maginfláció esetében a külső inflációs környezet az iparcikkek áralakulását mérsékli középtávon, míg a visszafogottabb belső kereslet és a lassuló bérdinamika a piaci szolgáltatásoknál alacsonyabb árazási magatartást okozhat.** Az elmúlt években az inflációs alapfolyamatok gyorsulásában fontos szerepe volt a kétszámjegyű bérdinamikának, melynek hatása legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások áremelkedésében jelentkezett. A versenyszféra bérezésének inflációs hatását ugyanakkor mérsékelte a vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó csökkentése. Előretekintve azonban a járványhelyzet következtében a vállalatok a bérek oldalán is alkalmazkodnak, így a bérköltségek lassulásának hatása az inflációs alapfolyamatok alakulásában is megjelenik. Emellett a szolgáltatások elmúlt időszak jelentős áremeléseit visszafoghatja, hogy a szolgáltató szektorban a kereslet tartósan alacsonyabb lehet a külföldi turizmus permanens visszaesése, a háztartások óvatosabb viselkedése és magasabb megtakarítása miatt.

**Az indirektadó-változások az előrejelzési horizonton az infláció emelkedésének irányába hatnak.** Ennek oka egyrészt, hogy 2020 januárjában az EU-s jogharmonizációval összhangban elkezdődött a dohánytermékeket érintő jövedékiadó-emelések háromlépcsős sorozata. Az emelések második szakasza 2020 júliusában kezdődött, és az utolsó fázisra 2021 januárjában kerül sor. Összességében az indirektadó-változások 2020-ban és 2021-ben egyaránt 0,4 százalékponttal növelik az inflációt, míg 2022-ben semleges inflációs hatásuk lesz.

**A maginfláción kívüli tételek esetében a júniusi előrejelzéssel lényegében megegyező áralakulásra számítunk.** A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja a júniusi prognózishoz hasonlóan idén érdemben, míg jövőre az áthúzódó hatás következtében kisebb mértékben meghaladja a historikus átlagot, melyet több tényező együttes hatása magyaráz. Egyrészt a koronavírus-járvány következtében bevezetett határozatok miatt az elmúlt hónapokban több ország elesett a mezőgazdaságban foglalkoztatott külföldi idénymunkásoktól, ami jelentősen megnehezítette a termények betakarítását. Másfelől a kedvezőtlen időjárási körülmények (tavasszal a korábbi évek átlagánál több fagyos éjszaka, illetve nyáron a kelletnél bőségesebb csapadék) következtében a friss zöldségek és gyümölcsök jelentős károkat szenvedtek el. Az üzemanyagok esetében a határidős jegyzésárak alakulásával összhangban az idei évben az árak csökkenése, míg 2021-ben bázishatás és a korrigáló jegyzésárak együttes hatásaként az árak

emelkedése prognosztizálható. Ezt követően az előrejelzési horizonton az üzemanyagok inflációja fokozatosan a historikus átlag közelébe mérséklődik. A szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében pedig a júniusi feltevéseknél mérsékeltebb árdinamikára számíthatunk. Összességében a költségvetés kifizetésével a maginfláción kívüli tételek árdinamikája az előrejelzési horizont végén 3 százalék körül alakul (1-1. táblázat).

### 1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2020		2021		2022		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2020	2021	2022
EUR/USD	1,11	1,14	1,12	1,19	1,12	1,19	2,7%	6,1%	6,1%
Olajár (USD/hordó)	40,8	42,2	43,0	46,3	43,6	47,4	3,4%	7,8%	8,8%
Olajár (EUR/hordó)	36,6	36,9	38,2	38,8	38,7	39,7	0,7%	1,5%	2,5%
Eurozóna infláció* (%)	0,2 - 0,3 - 0,4	0,3	0,4 - 0,8 - 1,1	0,7 - 1,0 - 1,2	0,9 - 1,3 - 1,7	0,7 - 1,3 - 1,8	-0,1 - 0 - 0,1 szp.	0,1 - 0,2 - 0,3 szp.	(-0,2) - 0 - 0,1 szp.
Eurozóna maginfláció (%)	0,8	0,8	0,7	0,9	0,9	1,1	0,0 szp.	0,2 szp.	0,2 szp.
Eurozóna növekedése* (%)	(-12,6) - (-8,7) - (-5,9)	(-10,0) - (-8,0) - (-7,2)	3,3 - 5,2 - 6,8	0,5 - 5,0 - 8,9	2,2 - 3,3 - 3,8	3,2 - 3,4 - 3,5	(-1,3) - 0,7 - 2,6 szp.	(-2,8) - (-0,2) - 2,1 szp.	(-0,3) - 0,1 - 1,0 szp.
Felvetőpiacaink növekedése** (%)	(-7,0) - (-3,0)	(-8,6) - (-7,1)	1,0 - 4,5	3,7 - 6,4	0,5 - 3,0	3,1 - 4,3	(-4,1) - (-1,6) szp.	1,9 - 2,7 szp.	1,3 - 2,6 szp.

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

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

A második negyedéves növekedési adatok alapján látható, hogy a koronavírus-járvány terjedésének megfékezésére hozott intézkedések drasztikus következményekkel jártak a legtöbb külgazdasági partnerünk teljesítményére nézve. Fontos külkereskedelmi partnereink növekedési kilátásai hirtelen és nagy mértékben romlottak. A világ legnagyobb gazdasága, az Egyesült Államok rekordméretű visszaesést élt meg, ahogyan az eurozóna is története legnagyobb visszaesését tapasztalta. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága 11,3 százalékkal zsugorodott a második negyedévben. A többi ország esetében is historikus visszaesést hozó második negyedév után a korábban vártnál lassabb kilábalás prognosztizálható a második félév során. A legfrissebb elemzői értékelések szerint kereskedelmi partnereink legkorábban csak 2022-re érhetik el a válság előtti termelési szintjüket. A legtöbb gazdasági elemző véleményét tömörítő Consensus Economics augusztusi elemzése alapján az Egyesült Államok 2022-re 2 százalékponttal haladhatja meg a 2019-es év szintjét. Az eurozóna kilábalása érdemben lassabb lesz, a nyugat-európai nagy gazdaságok termelése még 2022-ben is mintegy 1-3 százalékponttal maradhat el a válság előtti szinttől. A külföldi kereslet alakulásától leginkább függő országokat különösen erősen érinti a járványhelyzet, így a világkereskedelem ismételt lassulása a hazai kilábalási folyamatot is negatívan befolyásolhatja.

A gyenge európai növekedési kilátásokkal összhangban az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében továbbra is az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton. Az eurozóna GDP növekedésére vonatkozó prognózis – a nagymértékű bizonytalanságot és a különböző járványforgatókönyveket szemlélítve, a júniusi előrejelzéshez hasonlóan – széles tartományban alakul. Az Európai Központi Bank 2020-ra vonatkozóan 10 és 7,2 százalék közötti visszaesésre számít, amit 2021-ben 0,5 és 8,9 százalék közötti, 2022-ben 3,2 és 3,5 százalék közötti növekedés követhet. Az eurozóna inflációja az aktuális prognózis alapján 2020-ban 0,3 százalék, amely lényegében nem változott az előző előrejelzéshez képest. 2021-re vonatkozóan a prognózis enyhén emelkedett, míg 2022 tekintetében alig történt változás a júniusi prognózishoz képest.

A koronavírus-járvány következtében romló gazdasági teljesítmény és kilátások, majd a korlátozások fokozatos feloldása az elmúlt hónapokban jelentős hatást gyakoroltak a fontosabb nyersanyagok áralakulására. A járvány terjedésének



visszaszorítása érdekében bevezetett kijárási korlátozások és határárak fokozatos feloldásával párhuzamosan a szárazföldi, illetve légi közlekedés újraindult, mely a kőolaj iránti kereslet növekedését okozta. A globális termelés helyreállása – ezen belül az ipari fémek iránt nagy keresletet mutató autóiipari gyártás – szintén elkezdődött. Összességében mind a kőolaj, mind pedig az ipari fémek iránti kereslet növekedése ezen nyersanyagok esetében áremelkedést okozott a nyári hónapokban.

**A Brent nyersolaj világpiaci ára az elmúlt időszakban 43 dollár/hordó körül alakult.** Augusztus 1-től az OPEC+ országok termeléskorlátozása a korábbi megállapodás értelmében 9,7 millió hordó/nap mennyiségről 7,7 millió hordó/napra csökkent. Az elmúlt egy hétben a kőolaj világpiaci ára 40 dollár/hordó alá mérséklődött, több tényező együttes hatására. Szaúd-Arábia csökkentette a prémium mértékét az októberi határidős eladásokon, emellett Kína augusztusi olajimportja csökkent júliushoz képest, amit a piac a gyenge kereslet jeleként értelmezett. Az Amerikai Energiaügynökség (EIA) jelentése szerint az USA nyersolaj készlete május óta a legmagasabb szintre emelkedett, ami szintén hozzájárult a kőolaj világpiaci árának csökkenéséhez. Előretekintve az olaj áralakulását lefelé mutató kockázatok övezik, ugyanis a koronavírus-járvány második hulláma felerősítette a piac globális olajkereslettel kapcsolatos aggodalmait.

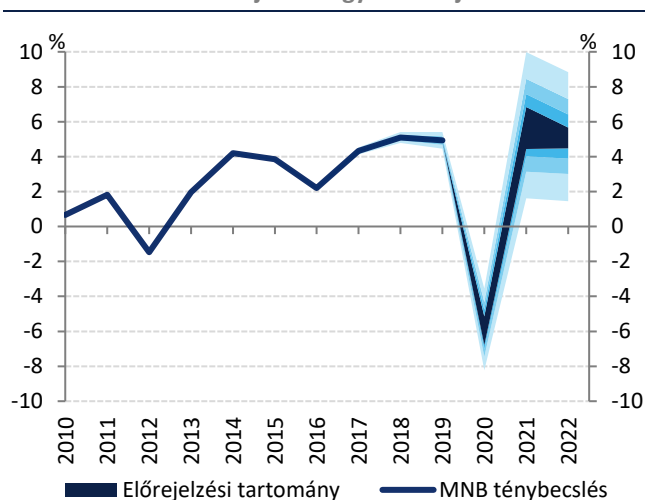
**A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó euróban kifejezett olajárak a júniusi feltevésünkhöz képest enyhén magasabban alakulnak.** Az EUR/USD keresztárfolyamra vonatkozó feltevésünk a júniusi prognózishoz képest magasabban alakul.

**Jelentős hatást gyakorolhat a hazai költségvetésre a koronavírus világjárvány alakulása. A költségvetés hiánya 7-7,5 százalékra emelkedhet 2020-ban.** A deficit növekedése egyrészt a gazdasági növekedés lassulásából, másrészt a költségvetés egészségügyi célú és gazdaságvédelmi intézkedéseiből ered. A gazdasági növekedés lassulása csökkenti a tervezetthez képest az adóbevételeket (automatikus stabilizátor). A járvány egészségügyi és gazdasági hatásainak kezelését célzó közvetlen költségvetési hatással járó, eddig bejelentett intézkedések a GDP közel 7 százalékát teszik ki a kormányzati tervek szerint. Az intézkedések jelentős részét átcsoportosításokból, a tartalékok felhasználásából, adóemelésekből (kiskereskedelmi adó, pénzügyi szervezetek hozzájárulása), valamint az európai uniós források átcsoportosításából fedezheti a kormányzat. Számításaink szerint így az eddig bejelentett intézkedések nettó egyenleghatása a GDP 2,8 százaléka lehet. Ennél magasabb lehet azonban az intézkedések költségvetési hatása, amennyiben a Gazdaságvédelmi Alapból felhasznált források összege úgy lépi túl az eredetileg tervezett keretet, hogy azt nem fedezi átcsoportosítások. A gazdaságvédelmi intézkedések hatására megemelkedő költségvetési kiadások érdemi keresletélénkítést jelentenek, ami elősegíti a gazdasági növekedés helyreállítását. A költségvetési deficit 2021-ben várhatóan csökken, és jelenleg ismert programok alapján becslésünk szerint a GDP 2,9 – 3,4 százaléka lehet, azonban előrejelzésünk nem számol a Kormány által 2021-re tervezett, de még nem ismertett új gazdaságélénkítő intézkedések költségvetési hatásával.

## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A koronavírus járvány azokat a tényezőket érintette elsősorban kedvezőtlenül, amelyeken a hazai gazdasági növekedés jelentős része nyugodott az elmúlt években. A kivétel, ezen belül is elsősorban a járműipari export és a – turizmushoz köthető – szolgáltatásexport, valamint a beruházások élénk növekedése 2013-tól kezdve erőteljesen támogatta a gazdaság gyors felzárkózását, azonban a járvány miatt ezek a tényezők szenvedték el a legnagyobb veszteséget. A hazai GDP 2020 második negyedévében elérte mélypontját, azonban a gazdaság teljesítménye az év hátralévő részében is visszafogottan alakulhat, így a válságból történő kilábalás korábbi várakozásunknál lassabb lehet. A hazai GDP szintje a harmadik negyedévben részbeni korrekciót mutat, azonban a járvány második hulláma a folyamat elakadását, összességében a hazai gazdasági teljesítmény idei évi szűkülését eredményezi. 2020-ban a hazai gazdaság 5,1 és 6,8 százalékos mértékben zsugorodhat, ugyanakkor 2021-ben 4,4 – 6,8 százalékkal, míg 2022-ben 4,5 – 5,7 százalékkal bővíthet a gazdasági teljesítmény. Hazánk eurozónához viszonyított növekedési többlete a teljes előrejelzési horizonton átlagosan 2-3 százalékpont körül alakul. 2020-ban a bizonytalan környezetben a háztartások óvatossági tartalékokat képeznek, tehát a fogyasztásukat elhalasztják és a megtakarításaikat növelik. Az idei év visszaesése után a jövő év elejétől pozitív éves fogyasztási dinamikát várunk, azzal számolva, hogy az óvatossági motívumok a korlátozások enyhülésével összhangban oldódnak. A vállalatok is több csatornán keresztül alkalmazkodnak a korábban vártnál lassabb helyreálláshoz, így például az üzleti terveik újragondolása miatt a vállalati beruházások nagyobb mértékben csökkennek az idei évben. A jövő évtől azonban a magánberuházások helyreállításával összhangban a nemzetgazdasági beruházási aktivitás újra élénkülhet. A koronavírus-járvány terjedésének megfékezésére hozott intézkedések drasztikus következményekkel jártak a legtöbb exportpiaci partnerünk teljesítményére nézve, így a korábban vártnál lassabb külpiazi helyreállítás prognosztizálható. Az erősen nyitott gazdaságokat különösen súlyosan érinti a járványhelyzet, így a világkereskedelem ismételt lassulása a hazai kilábalási folyamatot is negatívan befolyásolhatja.

1-3. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



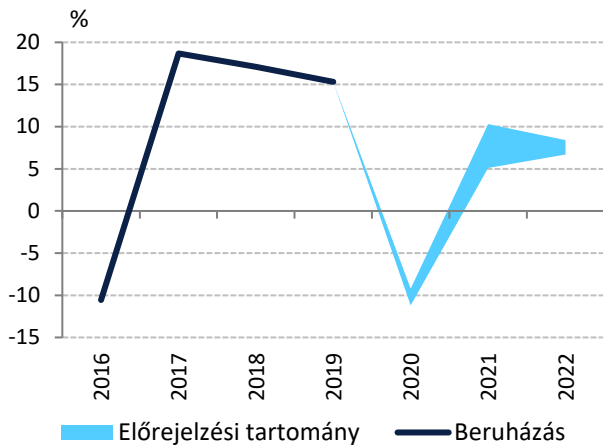
Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

**A hazai GDP 2020 második negyedévében jelentős mértékben, 13,6 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva.** A koronavírus-járvány gazdasági hatásai március közepétől jelentek meg a hazai makrogazdasági adatokban. A bevezetett korlátozó intézkedések és a világ gazdaság lassulása következtében a hazai gazdasági teljesítmény 2020 második negyedévében érte el mélypontját.

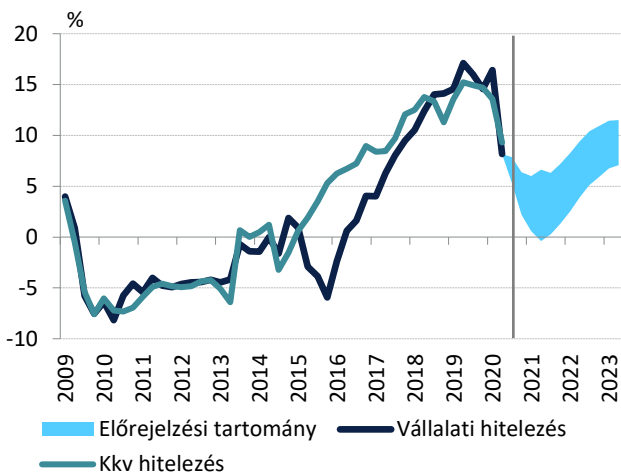
**A konjunktúra alakulását befolyásoló egyik legfontosabb tényező a járvány további folytatódása, a járvány második hullámának mértéke és kiterjedtsége, illetve az erre a főbb kereskedelmi partnereink és hazánk fogyasztói és vállalatai részéről adott reakciók.** Előrejelzésünkben a már bejelentett, részleges korlátozó intézkedések fenntartásával, a társadalmi távolságtartással számolunk. Az előrejelzési sáv tetején a tavaszi szabályozásokhoz hasonló, a gazdaság nagyobb részét érintő korlátozásokkal nem számolunk, míg a sáv alján a negyedik negyedévben a járvány terjedésével összhangban további szigorításokat valószínűsítünk főbb külkereskedelmi partnereink és hazánk esetében, melyek a külső keresletet és a fogyasztási döntéseket hosszabb távon is befolyásolhatják. Azzal számolunk, hogy a koronavírus elleni vakcina 2021 első felében készülhet el. Előretekintve az előrejelzési sáv alján 2021-ben később számítunk a járvány visszaszorulására, ezzel a korlátozások és a társadalmi távolságtartás fokozatos oldódására.

1-4. ábra: Beruházások éves változása



Forrás: KSH, MNB

1-5. ábra: A teljes vállalati 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 második fontos kérdés, hogy a vírus eddig ismert hatásai mekkora tartós veszteséget okoznak a gazdaságoknak. Előrejelzésünkben az állami programok eddigi eredményeinek és a monetáris politika lakossági és vállalati likviditást egyaránt könnyítő döntéseinek hatásaként egyelőre nem számolunk azzal, hogy a válság tartós veszteséget okozhat a hazai gazdaságnak.

Magas frekvenciájú adataink alapján a gazdaság kilábalása májusban megindult, ám júliusban a folyamat megtorpant. A gazdaság teljesítménye az év hátralévő részében is visszafogottan alakulhat, így a válságból történő kilábalás korábbi várakozásainknál lassabb lehet. A hazai GDP szintje év végéig korrigálhat, ám összességében a gazdaság 2020-ban 5,1 és 6,8 százalékos mértékben zsugorodhat. Előrejelzésünk szerint 2021-ben 4,4- 6,8 százalékkal, míg 2022-ben 4,5 – 5,7 százalékkal bővíthet a gazdasági teljesítmény (1-5. ábra). A gazdasági teljesítmény 2022 fordulóján érheti el a járvány előtti szintet.

A magyar gazdaság eurozónához történő felzárkózása a kedvezőtlen körülmények ellenére folytatódik. A korábbi válságidőszakok többségével ellentétben hazánk eurozónához viszonyított növekedési többlete fennmarad. A hazai gazdaság eurozónához viszonyított növekedési többlete a teljes horizonton átlagosan 2-3 százalékpont körül alakul.

A beruházások jelentős mértékben csökkennek az idei évben, melyek 9,2 és 11,2 százalékos visszaesésére számítunk (1-4. ábra). A visszaeséshez a lakossági, a vállalati és az állami szektor egyaránt hozzájárul. Az idei csökkenést a következő években érdemi korrekció követheti.

Bizonytalan környezetben a magánszektor kockázatkerülése felerősödik, a vállalatok a korábban tervezett beruházásaikat elhalasztják. A vállalatok felülvizsgálják korábbi terveiket, a jelenleg is futó kapacitásbővítések időzítése bizonytalanra válik, sokan a fejlesztéseik elhalasztása mellett döntenek. Az elhalasztott projektek egy részét a következő években pótolják, így a jövő évtől a vállalatok beruházásai ismét bővülnek az emelkedő kereslettel, a támogató finanszírozási környezettel összhangban. Továbbra is jelentős a közép-kelet-európai gazdaságok, ezen belül is Magyarország előnye a termelés költségintéjében, ami a külföldi beruházások időbeni eltolásának és nem pedig elhalasztásának irányába hat.

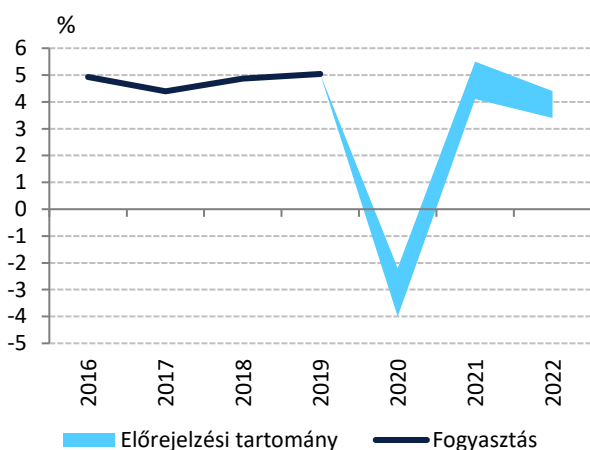
A vállalati beruházások talpraállását a vállalati hitelezés támogatja, a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme

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

	2019 Tény	2020	2021 Előrejelzés	2022
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	15,3	(-11,2) - (-9,2)	5,1 - 10,3	6,7 - 8,4
Állami beruházás	7,9	-2,6	-0,5	-3,8
Privát beruházás	17,6	(-13,5) - (-11,0)	6,7 - 9,3	9,3 - 11,6
Beruházási ráta	28,6	27,3 - 27,5	27,8 - 28,6	28,6 - 29,3

Forrás: KSH, MNB

1-6. ábra: Fogyasztás éves változása



Forrás: KSH, MNB

prognózisunk szerint az év hátralévő részében továbbra is pozitív tartományban alakul (1-5. ábra). A vállalati hitelezés és beruházások élénkülését támogatják az állami hitel- és garanciaprogramok, valamint az NHP Hajrá! és a Növekedési Kötvényprogram.

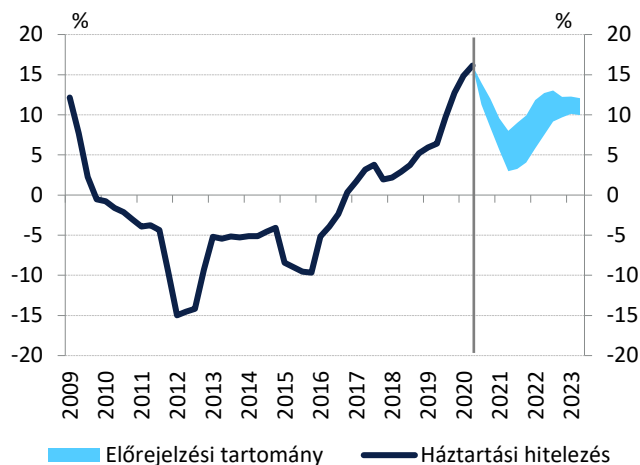
**A háztartások beruházásainak mérséklődését a lakáspiaci ciklus kifutása erősíti.** A visszaemelkedő lakásáfa, a lakosság körében megjelent óvatossági motívum és a jövedelmi helyzet átmeneti romlása visszafogottabb beruházási aktivitást vetít előre. Ugyanakkor az államilag támogatott hitelprogramok (CSOK, babaváró hitel) támaszt adhatnak a háztartási hitelezésnek, ami mérsékelheti a lakossági beruházások csökkenésének ütemét.

**Előrejelzésünkben a nemzetgazdasági beruházások jelentős csökkenésével összhangban a beruházási ráta az idei évben mérséklődik, majd a következő évtől ismét emelkedni kezd** (1-3. táblázat). Válságidőszakban felértékelődik az állami beruházások szerepe, azonban az idei év első félévében ezek elmaradtak várakozásainktól, amely az év egészére is hatással lehet.

**A rendelkezésre álló jövedelem csökkenése és a magas megtakarítási ráta a háztartási fogyasztás 2,2-4,0 százalékos csökkenését eredményezi az idei évben.** Bizonytalan környezetben a háztartások fogyasztásukat elhalasztják, megtakarításaik nőnek, emellett pedig a járvány miatt kialakuló kényszermegtakarítások is visszafogják a fogyasztási kiadásokat (1-6. ábra). A korlátozó intézkedések különösen érzékenyen érintették a szolgáltatások fogyasztását, melynek az átmeneti mérséklődésével számolunk, viszont a tartós termékek iránti, visszaeső kereslet csak később, a jövedelmi viszonyok javulásával állhat helyre. A korábbi várakozásainkhoz képest a lakossági megtakarítások magasabb szintjével számolunk, ugyanis a fogyasztók viselkedésében továbbra is az óvatossági motívumok dominálhatnak. A lakosság reáljövedelmének mérséklődésére számítunk az idei évben, melyhez kisebb mértékben a nettó keresettömeg (alkalmazotti bérek), nagyobb mértékben pedig az egyéb jövedelmek (pl.: egyéni vállalkozók bevételei) visszaesése járulnak hozzá.

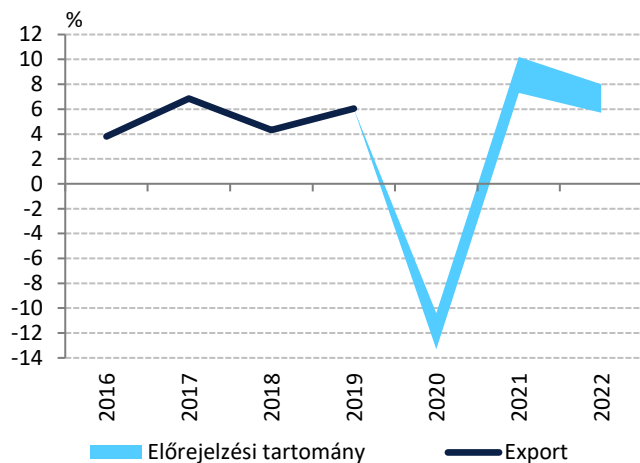
**Az idei év visszaesése után a jövő év elejétől pozitív éves fogyasztási dinamikát figyelhetünk meg, az óvatossági motívumok és a kényszermegtakarítások a korlátozások enyhülésével összhangban oldódnak.** Várakozásaink szerint a lakossági fogyasztás 2021 második negyedétől támogathatja ismét a gazdasági növekedést, mely a járvány második hullámának alakulása, illetve a munkaerőpiaci

1-7. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása



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

1-8. ábra: Az export alakulása



Forrás: KSH, MNB

alkalmazkodás függvényében 2021 második felében érheti el a válság előtti szintjét.

A korábbi években dinamikusan bővülő háztartási hitelezés növekedési üteme a hitelkereslet csökkenésével és a moratórium kifizetésével összhangban mérséklődhet (1-7. ábra). A romló gazdasági kilátások a kockázati tolerancia csökkenéséhez és a hitelfeltételek szigorításához vezettek, viszont az államilag támogatott hitelprogramok mellett a hiteltörlesztési moratórium is támaszt adhat a háztartási hitelezésnek. A babaváró hitelek iránti kereslet a romló gazdasági környezet ellenére is erőteljes. Az előrejelzési horizonton várt hitelezési folyamatok hozzájárulhatnak a lakossági fogyasztás visszaesésének mérséklődéséhez.

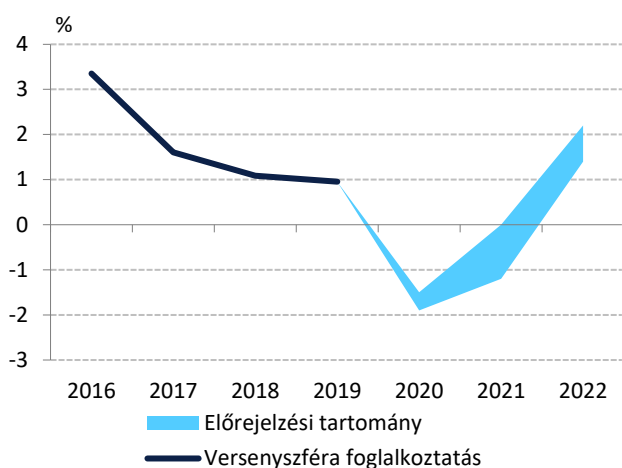
A világkereskedelem ismételt lassulása a hazai kilábalási folyamatot is negatívan befolyásolhatja. Külkereskedelmi partnereink növekedési kilátásai hirtelen és nagy mértékben romlottak az elmúlt időszakban. A legfrissebb elemzői értékelések szerint kereskedelmi partnereink legkorábban csak 2022-re érhetik el a válság előtti termelési szintjüket, így a korábban vártnál lassabb kilábalás prognosztizálható a második felév során.

Előrejelzésünkben a hazai export teljesítménye az idei évben érdemben visszaesik – mintegy 10,4-13,3 százalékkal zsugorodik – és a belső kereslethez képest csak lassabb ütemben áll helyre (1-8. ábra). 2020-ban az export csökkenésének és a bizonytalanság hatására elhalasztott vállalati beruházások eredményeként az import is mérséklődik. A termelés lassú helyreállításával párhuzamosan az elmaradt kivitelt a vállalatok idén csak részben pótolják. Exportpartnereink növekedése 2021-ben indulhat újra, így a hazai export tartós kilábalása csak a jövő év második felére tehető. Az előrejelzési horizont második felében az export és a belső keresleti tételek (háztartások fogyasztása, beruházások) bővülésével párhuzamosan az import újra növekszik. A mérsékelt külső kereslet és a visszaeső belső keresleti tételek hatására a nettó export jelentősen visszafogja az idei évi növekedést, ám növekedési hozzájárulása 2021 és 2022 között ismét pozitív lehet.

### 1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

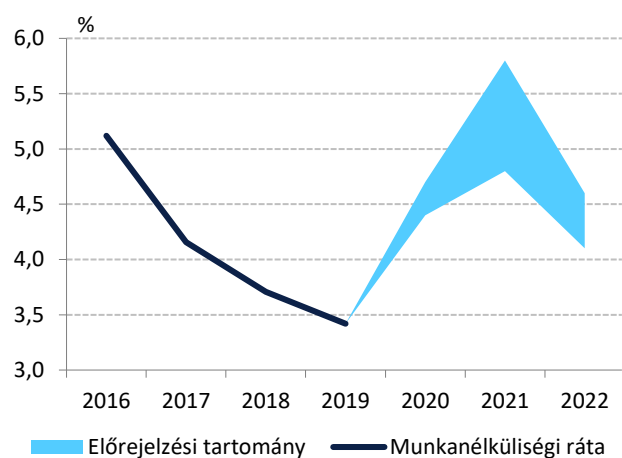
A koronavírus-járvány okozta gazdasági hatások a második negyedévtől a munkaerőpiacon is jelentkeztek. A tavaszi és nyári hónapok során a vállalatok tőkehelyzetüktől függően igyekeztek megtartani a munkaerő nagy részét és elsősorban munkaidő-csökkentéssel, a részmunkaidősök számának emelésével és egyéb intenzív oldali változásokkal alkalmazkodtak a megváltozó körülményekhez. A folyamathoz a munkahelyvédelmi és munkahelyteremtési támogatások is hozzájárultak. A koronavírus-járvány elnyújtottabb lehet, mint arra korábban számítani lehetett, ezért a munkaórákban történő vállalati alkalmazkodás mellett a vállalatok további létszámleépítésbe kezdhetnek. A koronavírus gazdasági hatásainak várható kifizetésével összhangban a munkanélküliségi ráta 2021 második negyedévtől csökkenésnek indul, és 2022 végére a teljes foglalkoztatottság újbóli megközelítésével 4 százalék alá süllyedhet. Várakozásaink szerint a koronavírus-járvány miatt visszaeső gazdasági teljesítmény következtében az idei év második felében a vállalatok mind a rendszeres keresetek, mind a prémiumok tekintetében fokozatosan alkalmazkodhatnak, ami a 2019-es évhez képest lassuló bérdinamikákat eredményezhet 2020-ban.

1-9. ábra: A foglalkoztatás éves változása a versenyszférában



Forrás: KSH, MNB

1-10. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Forrás: KSH, MNB

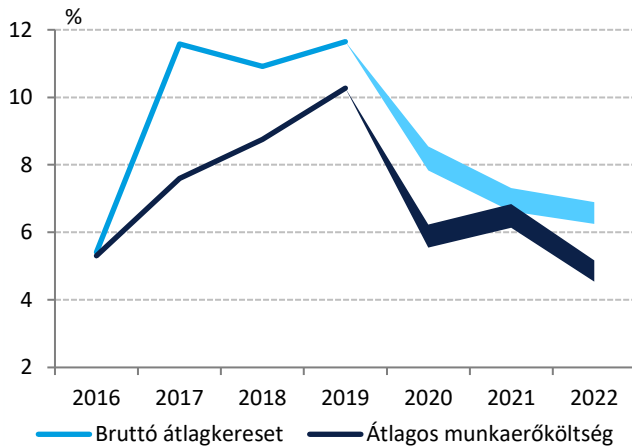
#### A koronavírus-járvány okozta gazdasági hatások a második negyedévtől a munkaerőpiacon is jelentkeztek.

A tavaszi és nyári hónapok során a vállalatok tőkehelyzetüktől függően igyekeztek megtartani a munkaerő nagy részét és elsősorban munkaidő csökkentéssel, részmunkaidősök számának emelésével, egyéb intenzív oldali változásokkal alkalmazkodtak a megváltozó körülményekhez. A folyamathoz a munkahelyvédelmi és munkahelyteremtési támogatások is hozzájárultak. A hazai foglalkoztatási adatok már júniusban és júliusban is jelezték a munkaerőpiacon a helyreállítás kezdetét, amihez a kvv-k számára nyújtott új hitelforrások (NHP Hajrá!) és a munkahelyvédelmi és támogatási intézkedések is hozzájárultak.

A korábbi várakozásokhoz képest a hazai gazdasági teljesítmény tartósan visszafogottabban alakulhat, ezért a munkaórákban történő vállalati alkalmazkodás mellett a vállalatok létszámleépítésbe kezdhetnek. A járvány elhúzódása következtében a versenyszférában foglalkoztatottak száma 2021 első negyedévében – 2021 közepén érheti el mélypontját, ami több mint 100 ezer fős csökkenést jelent az előző év azonos időszakához képest. A gazdaság lassabb helyreállításával és a korábban bevezetett munkahelyvédelmi intézkedések kifizetésével összhangban a munkaerőpiac visszarendeződése várhatóan elnyújtottabb lehet (1-9. ábra), így a versenyszféra foglalkoztatottsága várhatóan 1,5-1,9 százalékkal mérséklődik az idei év átlagában, és 0,0-1,2 százalékkal esik vissza 2021-ben.

A teljes foglalkoztatás ismételt elérése hosszabb időt vesz igénybe. A munkahelyvédelmi bértámogatási program kifizetésével decemberben már minden fennmaradó munkavállaló esetében véget ér a 3+1 foglalkoztatási időtartam. A program megszűnése, valamint a járvány elhúzódása miatt a munkanélküliségi ráta várhatóan 5,2-6,3 százalékgig emelkedhet 2021 első negyedévében. A koronavírus gazdasági hatásainak várható kifizetésével

**1-11. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása**



Forrás: KSH, MNB

összhangban a munkanélküliségi ráta 2021 második negyedévéétől csökkenésnek indul, és 2022 végére a teljes foglalkoztatottság újbóli megközelítésével 4 százalék alá süllyedhet (1-10. ábra).

**Várakozásaink szerint az idei év második felében a vállalatok mind a rendszeres keresetek, mind a prémiumok tekintetében fokozatosan alkalmazkodhatnak, mely az elmúlt évekhez évhez képest lassabb bérdinamikákat eredményezhet.** Az idei évben várhatóan 7,8-8,5 százalékkal emelkedhetnek a versenyszférában a bérek, amelyben a statisztikai hatások is szerepet játszanak, ezekkel részletesebben a 3.3. keretes írás foglalkozik (1-11. ábra). A versenyszféra bérek 2021-ben várhatóan 6,6-7,3, 2022-ben 6,2-6,9 százalékkal emelkedhetnek.

**Az átlagos munkaerőköltséget adócsökkentések mérséklik.** Egyes ágazatokban a munkáltatói járulékfizetési kötelezettségek elengedésre kerültek 2020 márciusa és június között, valamint a szociális hozzájárulási adó 2020. július 1-jétől 2 százalékponttal csökkentette a magyar Kormány. Az előrejelzési horizonton várhatóan 2022 elején további 2 százalékponttal mérséklődhet a szociális hozzájárulási adó.

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

	2019	2020		2021		2022	
	Tény	Előrejelzés					
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)</b>							
Maginfláció <sup>1</sup>	3,8	3,8 - 4,0	4,2 - 4,3	3,0 - 3,1	3,3 - 3,5	2,9	2,9
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,4	3,3 - 3,5	3,7 - 3,8	2,6 - 2,7	2,9 - 3,1	2,9	2,9
Infláció	3,4	3,2 - 3,3	3,5 - 3,6	3,2 - 3,3	3,4 - 3,6	3,0	3,0
<b>Gazdasági növekedés</b>							
Háztartások fogyasztási kiadása	5,0	0,3 - 1,8	(-4,0) - (-2,2)	2,8 - 3,8	4,1 - 5,5	3,1 - 3,2	3,4 - 4,4
Közösségi végső fogyasztás <sup>6</sup>	2,1	1,3 - 1,8	0,9 - 1,1	1,0 - 1,4	0,8 - 2,4	1,2 - 1,3	2,2 - 2,4
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	15,3	1,7 - 2,9	(-11,2) - (-9,2)	6,2 - 7,2	5,1 - 10,3	3,7 - 4,1	6,7 - 8,4
Belföldi felhasználás	5,6	2,8 - 4,0	(-4,1) - (-2,9)	3,3 - 3,9	3,5 - 6,0	2,8 - 3,0	4,1 - 5,1
Export	6,0	(-8,1) - (-5,1)	(-13,3) - (-10,4)	5,8 - 8,4	7,3 - 10,2	5,2 - 5,6	5,7 - 8,0
Import	6,9	(-5,4) - (-3,0)	(-10,4) - (-7,9)	5,2 - 6,9	6,1 - 9,2	4,5 - 4,8	5,4 - 7,3
GDP	4,9	0,3 - 2,0	(-6,8) - (-5,1)	3,8 - 5,1	4,4 - 6,8	3,5 - 3,7	4,5 - 5,7
Munkatermelékenység <sup>5</sup>	3,2	2,5 - 3,5	(-3,2) - (-1,8)	2,1 - 3,2	3,5 - 5,0	2,8 - 3,3	3,4 - 3,9
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,3	(-1,9) - (-1,5)	(-1,3) - (-0,9)	(-1,1) - (-0,9)	(-1,0) - (-0,5)	(-0,8) - (-0,5)	(-0,9) - (-0,6)
Külső finanszírozási képesség	1,6	0,3 - 0,7	1,3 - 1,7	1,2 - 1,3	1,7 - 2,1	1 - 1,2	1,2 - 1,5
<b>Államháztartás<sup>2</sup></b>							
ESA-egyenleg	-2,0	-3,8	(-7,5) - (-7,0)	-2,9	(-3,4) - (-2,9)	(-2,2) - (-2,1)	(-2,9) - (-2,2)
<b>Munkaerőpiac</b>							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	11,4	6,5 - 7,5	8,7 - 9,2	7,9 - 8,6	6,6 - 7,1	7,1 - 7,5	6,1 - 6,6
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,0	(-2,5) - (-1,7)	(-2,1) - (-1,8)	1,6 - 1,9	(-1,0) - (-0,1)	0,4 - 0,6	1,1 - 1,7
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	11,6	5,3 - 6,4	7,8 - 8,5	9,1 - 9,7	6,6 - 7,3	7,8 - 8,3	6,2 - 6,9
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,4	(-2,5) - (-1,5)	(-1,9) - (-1,5)	2,1 - 2,5	(-1,2) - (0,0)	0,4 - 0,8	1,4 - 2,2
Munkanélküliségi ráta	3,4	4,8 - 5,5	4,4 - 4,7	3,8 - 4,3	4,8 - 5,8	3,4 - 3,7	4,1 - 4,6
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	6,4	0,9 - 1,2	8,9 - 10,2	4,0 - 4,6	1,8 - 3,3	3,1 - 3,4	0,4 - 0,7
Lakossági reáljövedelem <sup>4</sup>	4,9	(-0,7) - 0,4	(-3,3) - (-1,5)	3,3 - 4,1	3,9 - 5,0	3,3 - 3,5	3,9 - 4,3

<sup>1</sup> Szezonálisan igazított adatok alapján.

<sup>2</sup> Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.

<sup>3</sup> Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

<sup>4</sup> MNB-beclés.

<sup>5</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

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



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

	2020	2021	2022
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>			
MNB (2020. szeptember)	3,5 - 3,6	3,4 - 3,6	3,0
Consensus Economics (2020. augusztus) <sup>1</sup>	2,5 - 3,2 - 3,9	1,4 - 3,0 - 4,0	
Európai Bizottság (2020. július)	3,5	2,8	
IMF (2020. április)	3,3	3,2	
OECD (2020. június)	3,5	1,8 - 2,1	
Reuters-felmérés (2020. szeptember) <sup>1</sup>	2,8 - 3,4 - 3,7	2,6 - 3,3 - 4,1	3,0 - 3,3 - 4,0
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2020. szeptember)	(-6,8) - (-5,1)	4,4 - 6,8	4,5 - 5,7
Consensus Economics (2020. augusztus) <sup>1</sup>	(-8,0) - (-5,2) - (-3,0)	3,2 - 4,7 - 7,6	
Európai Bizottság (2020. július)	-7,0	6,0	
IMF (2020. április)	-3,1	4,2	
OECD (2020. június)	(-10,0) - (-8,0)	1,5 - 4,6	
Reuters-felmérés (2020. szeptember) <sup>1</sup>	(-6,7) - (-5,5) - (-4,1)	3,5 - 4,8 - 7,2	3,0 - 4,0 - 5,4
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege<sup>3</sup></b>			
MNB (2020. szeptember)	(-1,3) - (-0,9)	(-1,0) - (-0,5)	(-0,9) - (-0,6)
Európai Bizottság (2020. május)	1,3	1,5	
IMF (2020. április)	-0,1	-0,6	
OECD (2020. június)	(-1,3) - (-1,2)	(-1,3) - (-0,4)	
<b>Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)<sup>3</sup></b>			
MNB (2020. szeptember)	(-7,5) - (-7,0)	(-3,4) - (-2,9)	(-2,9) - (-2,2)
Consensus Economics (2020. augusztus) <sup>1</sup>	(-6,1) - (-5,0) - (-3,9)	(-4,8) - (-3,4) - (-1,9)	
Európai Bizottság (2020. május)	-5,2	-4,0	
IMF (2020. április)	-3,0	-1,6	
OECD (2020. június)	(-9,9) - (-8,8)	(-9,0) - (-7,3)	
Reuters-felmérés (2020. szeptember) <sup>1</sup>	(-8,0) - (-6,8) - (-5,0)	(-5,0) - (-3,9) - (-3,2)	(-3,0) - (-2,7) - (-2,0)
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2020. szeptember)	(-8,6) - (-7,1)	3,7 - 6,4	3,1 - 4,3
EKB (2020. szeptember)	(-10,0) - (-8,0) - (-7,2)	0,5 - 5,0 - 8,9	3,2 - 3,4 - 3,5
Consensus Economics (2020. augusztus) <sup>2</sup>	-6,4	4,8	
Európai Bizottság (2020. július) <sup>2</sup>	-7,3	5,6	
IMF (2020. június) <sup>2</sup>	-7,3	5,1	
OECD (2020. szeptember) <sup>2</sup>	(-7,0)	5,3	

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

<sup>2</sup> 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.

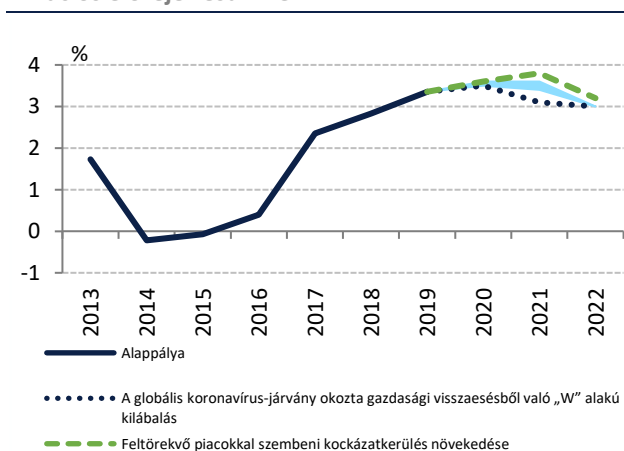
<sup>3</sup> A GDP arányában.

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

## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája körül két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A globális koronavírus-járvány okozta gazdasági visszaesésből való „W” alakú kilábalást feltételező alternatív forgatókönyv az alappályánál enyhén alacsonyabb hazai inflációs és érdemben visszafogottabb növekedési pálya felé mutat. A feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés növekedése alternatív pálya esetében az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív szenárióként az élelmiszerárak tartós emelkedését és a versenyképességi reformok megvalósulását valószínűsítő pályákat tárgyalta.

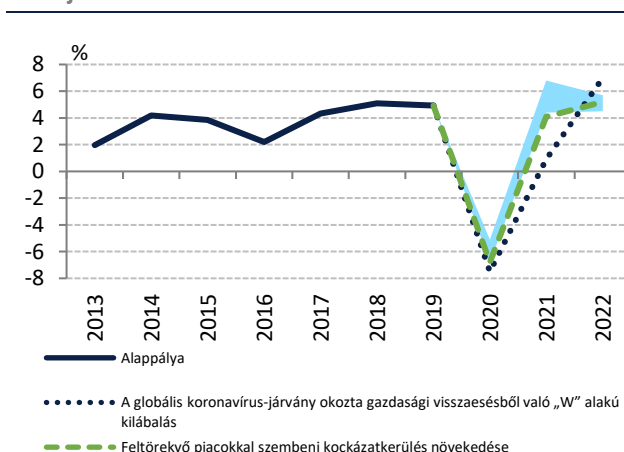
**2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre**



Megjegyzés: Alappályánkban előrejelzési sávot alkalmazunk az előrejelzési horizonton.

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: Alappályánkban előrejelzési sávot alkalmazunk az előrejelzési horizonton.

Forrás: MNB

A globális koronavírus-járvány okozta gazdasági visszaesésből való „W” alakú kilábalás

**Alappályánkban arra számítunk, hogy a hazai gazdaság az idei évben zsugetorodik.** Előretekintve ugyanakkor az élenkülő belső kereslet eredményeként 2021-ben újra bővül.

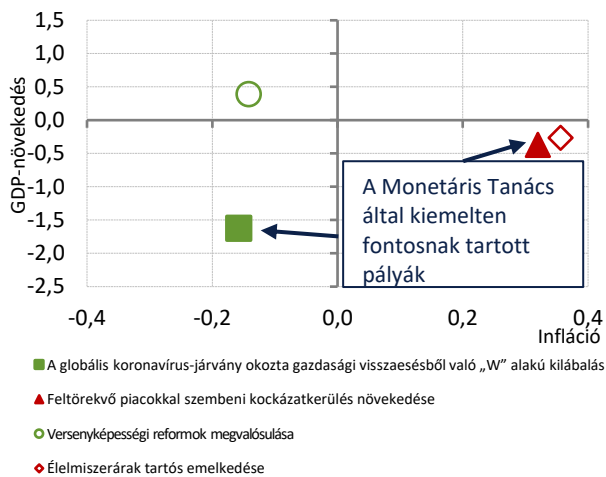
**Az alternatív forgatókönyvben a koronavírus tartós és erős negatív reál gazdasági hatást okoz, és így jelentős visszaesést eredményez mind globálisan, mind a magyar gazdaságban.** Ebben a pályában azzal számolunk, hogy a koronavírus elleni vakcina, az alappályában feltételezettnél később állhat rendelkezésre. Mindezek hatására az egyébként is visszafogott növekedést mutató európai uniós országok még nehezebb helyzetbe kerülhetnek és Európa újra az egyik leggyengébb láncszem lehet a magas adósságszint, a strukturális gyengeségek, a merev intézményrendszer, az eurozónában kiújuló feszültségek és a sérülékeny bankrendszer következtében. Az euroövezetbe képest a növekedési többletünk fennmarad, azonban a hazai gazdaság nagyobb mértékben esik vissza 2020-ban. A vártnál lassabb külső konjunktúra, illetve a visszafogottabb euroövezeti inflációs folyamatok az alappályánál enyhén alacsonyabb hazai inflációs és jelentősen visszafogottabb növekedési pálya felé mutatnak.

Feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés növekedése

**Az elmúlt negyedév során összességében javult a befektetői hangulat a globális pénz- és tőkepiacokon.** A javuló piaci hangulatban a volatilitás csökkent, miközben a biztonságosabb eszköznek számító dollár gyengült. Előretekintve arra számítunk, hogy a feltörekvő piacok relatív kockázatmegítélése nem romlik. Ennek következtében a feltörekvő piacokról nem történik jelentős tőke kivonás, így a pénzügyi piacokra gyakorolt hatás sem lesz jelentős.

**Amennyiben a feltörekvő piacokkal szembeni kockázatkerülés felerősödik, megnövekedhet a volatilitás a pénz- és tőkepiacokon.** Ennek megfelelően 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

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

További kockázatok

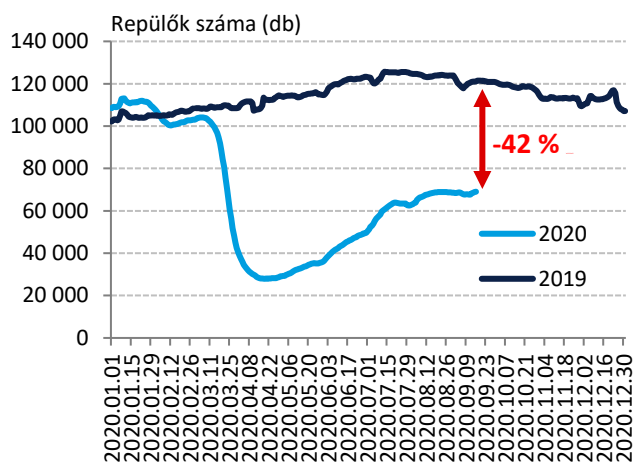
**A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács két további alternatív pályát mérlegelt.** A további versenyképességi reformok megvalósulását feltételező kockázati forgatókönyv magasabb aggregált termelékenységgel, így a gazdaság magasabb potenciális teljesítőképességével van összhangban, amely az előrejelzési horizont második felében valósulna meg. A magasabb potenciális növekedés mellett az alappályánál nagyobb GDP-növekedés nem emeli az inflációt. Az élelmiszerárak tartós emelkedése kockázati forgatókönyv esetében a kedvezőtlen időjárási viszonyok miatt az élelmiszerek ára nagyobb mértékben növekszik az alappályában számoltnál. Az árak nagyobb mértékű növekedése egy magasabb inflációs pályával konzisztens, miközben a hazai GDP-ben lényegében nem tér el az alappályától.

## 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

### 3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

A világgazdasági teljesítmény alakulását az elmúlt hónapokban a koronavírus és annak megfékezésére hozott intézkedések határozták meg. A járvány a világgazdaságot legyengült állapotban érte, a negatív gazdasági hatások az országok széles körében gyorsan megjelentek. Az európai államok történetük legmélyebb gazdasági visszaesését élték át 2020. második negyedévében. A nagy európai gazdaságok a járványgörbék laposodásával párhuzamosan a második negyedév közepén elkezdték a korlátozások fokozatos enyhítését, melynek hatására a rövid bázisú havi indexekben megjelentek a kilábalás jelei. Az április–májusi mélypont óta elindult fokozatos korrekció azonban a harmadik negyedév folyamán jelentősen lassult. A világgazdaság második féléves teljesítményére vonatkozó várakozások mérséklődtek. A nagy európai gazdaságokra kialakított valós idejű aktivitási indikátorok mintázata a V alakú fellendülés helyett egyre inkább a „madárszárny” vagy „pipa” alakú elnyújtott kilábalás forgatókönyvét valószínűsíti. A gazdasági helyzet év végi alakulása jelentősen függ a járvány második hullámának erősségétől is. Az elmúlt időszakban a jegybankok továbbra is támogató monetáris politikát folytattak és jellemzően fenntartották a koronavírus első hulláma alatt bevezetett intézkedéseket. A globálisan meghatározó jegybankok közül a Fed változatlanul, nulla közeli szinten hagyta az irányadó rátáját és jelezte, hogy fenntartja eszközvásárlásainak jelenlegi ütemét. A Fed emellett bejelentette monetáris stratégiai keretrendszerének módosítását. Az Európai Központi Bank szintén változatlanul hagyta az irányadó rátákat és az eszközvásárlási programok paraméterein sem változtatott. A régiót tekintve a cseh és lengyel jegybank nem módosított a monetáris kondíciókon, míg a román jegybank újabb, 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre.

3-1. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása



Megjegyzés: Index 7 napos mozgóátlag alapján.

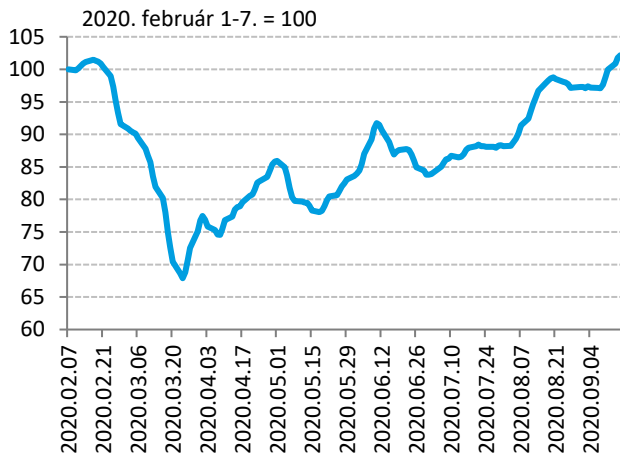
Forrás: Flightradar24

#### 3.1.1. Globális makrogazdasági folyamatok

A világgazdasági teljesítmény alakulását az elmúlt hónapokban a koronavírus és annak megfékezésére hozott intézkedések határozták meg. A járvány a világgazdaságot legyengült állapotban érte, a negatív gazdasági hatások az országok széles körében gyorsan megjelentek. A világ összes országa jelentős korlátozásokat vezetett be, rövidebb-hosszabb időre teljesen leállítva a gazdaság körforgását, melynek következtében a már rendelkezésre álló adatok alapján a fejlett nyugati országokban, Közép-Kelet-Európában, de Ázsiában is egyaránt jelentős gazdasági visszaesés történt 2020 második negyedévében. A globális turizmus március közepén gyakorlatilag leállt, amit a repülőjáratok számának meredek zuhanása is alátámasztott (3-1. ábra). Érdemben lassult a nemzetközi tengeri szállítmányozás is a kelet-ázsiai kínálati korlátok, valamint a nyugati gazdaságok keresletének leállása miatt (3-2. ábra). Leálltak az ipari létesítmények, és a járvány terjedésére hozott kormányzati intézkedések következtében a világkereskedelem és a világ ipari termelése a 2011-es szintekre esett vissza (3-3. ábra).

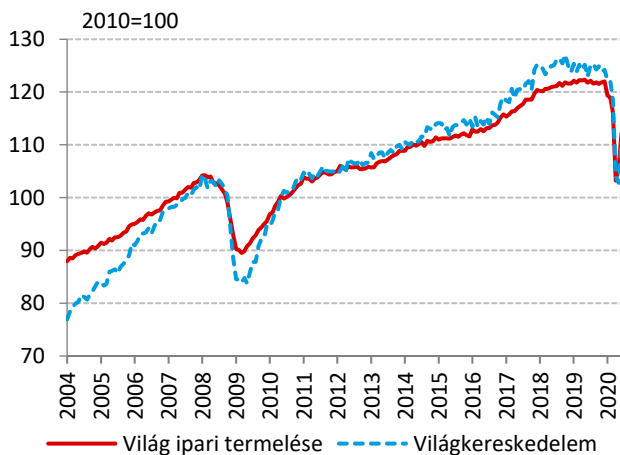
Az európai államok történetük legmélyebb gazdasági visszaesését élték át 2020 második negyedévében: az eurozóna gazdasági teljesítménye 14,7 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-4. ábra). Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága 11,3 százalékkal zsugorodott a második negyedévben. A járvány a nyugat-és dél-európai államokat

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



Forrás: Bloomberg

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



Forrás: CPB

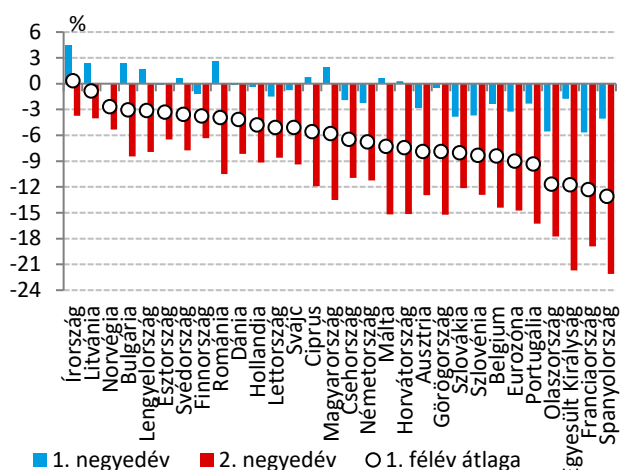
mind makrogazdasági, mind finanszírozási szempontból már legyengült állapotban érte el, így a negatív gazdasági hatások az országok széles körében szinte azonnal megjelentek. Az Európai Unió második, harmadik és negyedik legnagyobb gazdaságai a járvány által leginkább sújtott országok közé tartoznak, melyek visszaesése a turizmusnak való kitettségük eredményeként különösen jelentős volt. Franciaország (-18,9 százalék), Olaszország (-17,7 százalék) és Spanyolország (-22,1 százalék) visszaesésében a késői kormányzati reakció miatti különösen szigorú korlátozások lakossági fogyasztásra gyakorolt hatása és a szolgáltatások teljes leállása is szerepet játszottak. Az Egyesült Királyság történetének egyik legnagyobb visszaesését élte át a második negyedévben: a brit GDP éves összevetésben 21,7 százalékkal zsugorodott. Historikusan magas éves visszaesést mértek Belgiumban (-14,4 százalék) és Ausztriában (-12,9 százalék) is.

**A második negyedévben a közép-kelet-európai régióban a GDP kisebb mértékben csökkent, mint a nagyobb európai gazdaságokban.** Szezonálisan és naptárhatással igazítva hazánkban 13,6, Szlovákiában 12,2, Csehországban 11, Romániában 10,5, Bulgáriában 8,2, Lengyelországban 7,9 százalékkal csökkent a gazdasági teljesítmény éves indexe. A mély gazdasági visszaesésben jelentős szerepet játszik, hogy a régióban a járműipar hozzáadott értéken belüli súlya európai összehasonlításban magas. További fontos tényező a nemzetközi turizmus szerepe, mely hazai szempontból meghaladja a régiós társak kitettségét, európai viszonylatban ugyanakkor elmarad a különösen nagyot zsugorodó déli államokétól. A teljes első félévet vizsgálva a hazai gazdaság a visszaesés tekintetében középmezőnyben helyezkedik el (3-4. ábra).

**A világ két legnagyobb gazdasága, az Egyesült Államok és Kína eltérő második negyedéves dinamikát mutatott fel. Az amerikai GDP 9,5 százalékkal csökkent a második negyedévben az előző év azonos időszakához képest,** melynek mintegy háromnegyedét a munkanélküliség megemelkedésével összhangban alakuló drasztikus fogyasztás-visszaesés eredményezte. A járványhelyzet akut időszakában, az április 28-ával záruló héten 6,867 millió új munkanélküli segélykérelmet nyújtottak be az USA-ban, míg ez az érték szeptember elejére 1 millió alá mérséklődött (3-5. ábra).

**A járvány eltérő időbeli lefutása következtében Kínában a második negyedévben már 3,2 százalékkal emelkedett a GDP éves összevetésben.** Az ipari termelés április óta növekedést mutat: júniusban az ipari termelés 4,8 százalékkal bővült éves összevetésben, ami az elmúlt félév legmagasabb üteme. A korlátozó intézkedések

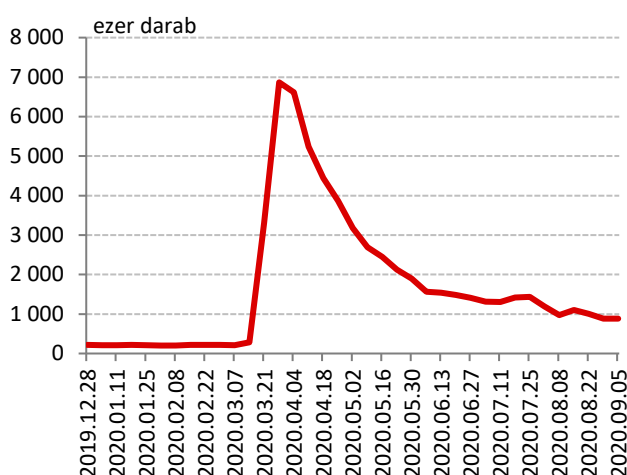
3-4. ábra: A 2020. első és második negyedévi, valamint első félévi GDP éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján.

Forrás: Eurostat

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



Forrás: Fred

fokozatos enyhítésével összhangban a harmadik negyedévben további kedvezőbb adatok várhatók.

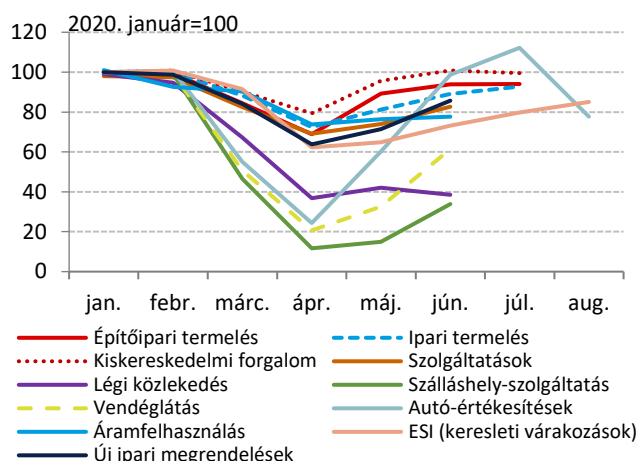
**Az április–májusi mélypont óta az elmúlt heteket a légitranszport és a szállítmányozás esetében fokozatos korrekció jellemezte, amiben a gazdaságok folyamatos újraindítása mutatkozik meg.** Az észak-amerikai teljes földi, légi és hajózási szállítást mérő index áprilisban 10 éves mélypontra tartózkodott, de augusztus végére ledolgozta a korábbi esést. A napi kereskedelmi célú repülőjáratok száma az év elejét jellemző közel 110 ezerről az utazási korlátozások széleskörű bevezetését követően mindössze 46 ezerre csökkent, de még szeptember elejére is csak 70 ezer gépre korrigált a forgalom.

**A gazdasági kilábalás jelei megjelentek az eurozóna legfrissebb havi indikátoraiban is (3-6. ábra).** A valutaunió ipari termelése a májusi 12,2 százalékos és júniusi 9,5 százalékos havi növekedést követően júliusban ismét pozitív, 4,1 százalékos dinamikával bővült. Az építőipari termelés havi dinamikája májusban 29,6, júniusban 5,1, júliusban 0,2 százalékon alakult, de még mindig csak a januári szint 95 százalékát éri el. A kiskereskedelmi forgalom éves összevetésben 1,5 százalékkal bővült júniusban és 0,6 százalékkal júliusban, így elérte a januári szintjét.

**A világgazdaság második féléves teljesítményére vonatkozó várakozások, valamint az egyes gazdaságok kilábalási mintázataira utaló jelek meglehetősen bizonytalanok, és jelentősen függenek a járvány második hullámának megjelenésétől, és az arra adott kormányzati reakcióktól.**

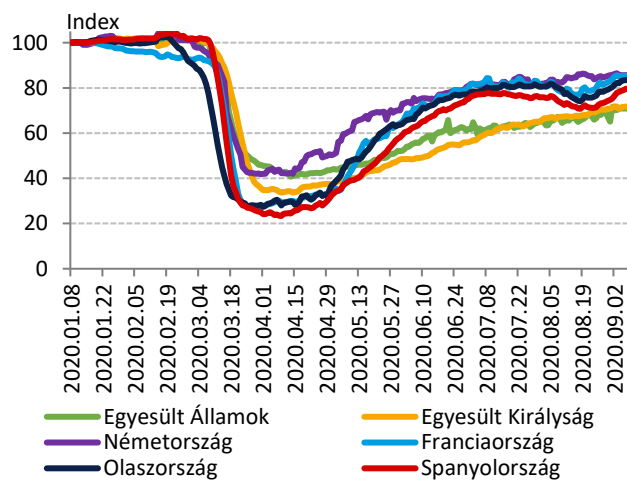
**A fokozatos lazítások eredményeként számos európai ország fertőzési görbéje újra emelkedésnek indult, ami ismételt szigorításokat vonhat maga után.** A halálozások száma viszont alacsonyabb szinten növekszik, mint az első hullám esetében, mivel a szélesebb körű tesztelés révén gyorsabban azonosíthatók a járványgócok. A növekvő esetszámok több kelet-közép-európai országra is jellemzőek. Ráadásul a feltörekvő gazdaságok közül számos esetben (Brazília, India) most tetőzik először a járvány, mely a globális kockázatok további fennmaradását vetíti előre.

**A Bloomberg Economics által a nagy európai gazdaságokra kialakított valós idejű aktivitási indikátor mintázata a V alakú fellendülés elméletével szemben „madárszárny”, vagy „pipa” alakú elnyújtott kilábalás forgatókönyvét valószínűsíti.** A makroadatokat azt mutatják, hogy a lezárások feloldásával a gazdaságok növekedésnek indultak, azonban a kezdeti dinamika lassult, és a válság előtt látottnál 10-20 százalékkal alacsonyabb szintre állt be a német, a francia, az olasz és a spanyol gazdaság kibocsátása. A brit

**3-6. ábra: Az eurozóna egyes makroindikátorainak alakulása**


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: Eurostat

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


Forrás: Bloomberg Intelligence

gazdasági aktivitás lemaradva, az ország járványra adott lassú és késleltetett reakciója miatt még a válság előtti szint 65 százalékát érheti csak el (3-7. ábra).

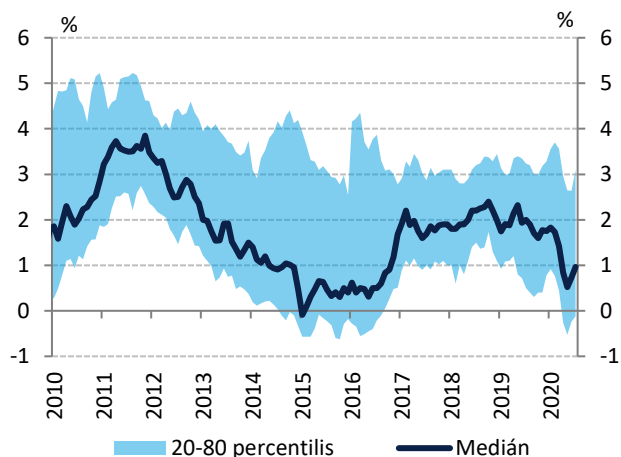
**A vártnál lassabb gazdasági helyreállást támasztják alá egyes intézetek ágazati előrejelzései is.** A német Ifo intézet által végzett legújabb felmérés alapján a német szolgáltatóipari vállalatok azzal számolnak, hogy a koronavírus járvány negatív hatásai 2021 áprilisáig – illetve egyes ágazatokban ennél is tovább – érezhetőek lesznek. A Nemzetközi Repülési Szövetség (IATA) előrejelzése szerint a repülések gyakorisága 2024-re érheti el a koronavírus-járvány előtti szintet. Az Oxford Economics szakértői szerint a globális turizmus tavalyi, válság előtti szintre való visszatérése szintén csak 2024-re várható, ám még a világ ipari termelése is csak 2022-re állhat helyre.

### 3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

Az elmúlt hónapok fokozatos mérséklődése után a **globális infláció júliusban kismértékben emelkedett** (3-8. ábra). A fejlett gazdaságok többségében azonban az inflációs ráta a második negyedévben elmaradt a jegybanki céloktól. Ausztráliában negatív tartományba süllyedt az inflációs ráta, míg Törökországban az infláció továbbra is jelentősen meghaladja a jegybank inflációs célját. A többi fejlett és feltörekvő gazdaság esetében az infláció változatlanul a jegybanki célértékek körül alakult (3-9. ábra).

**A Federal Reserve döntéshozói júliusi és szeptemberi kamatdöntő ülésükön változatlanul hagyták az irányadó ráta célszámát, amely így továbbra is 0–0,25 százalékos szinten maradt.** A jegybank jelezte, hogy fenntartja eszközvásárlásainak jelenlegi ütemét, emellett év végéig meghosszabbította likviditást nyújtó programjait. A jegybank mérlegfőösszege a 7000 milliárd dolláros szint körül alakult az elmúlt hónapokban. A jegybank megítélése szerint javultak a pénzügyi kondíciók, amelyek így támogatják az amerikai háztartásoknak és vállalatoknak nyújtott hitelek áramlását. A döntéshozók véleménye szerint az amerikai foglalkoztatás helyzete is javult az elmúlt hónapokban, azonban a gazdaság teljesítménye továbbra is a vírus terjedésétől és az arra adott kormányzati reakcióktól fog függeni. Az előretekintő iránymutatás alapján a jegybank nem fog változtatni az irányadó rátán, ameddig a munkaerőpiaci kondíciók nem érik el a Kormányzótanács által feltételezett teljes foglalkoztatási szintet, és ameddig az infláció nem tartózkodik enyhén 2 százalék felett egy ideig. A Fed szeptemberi előrejelzése alapján az irányadó ráta legalább 2023-ig nulla közeli szinten maradhat

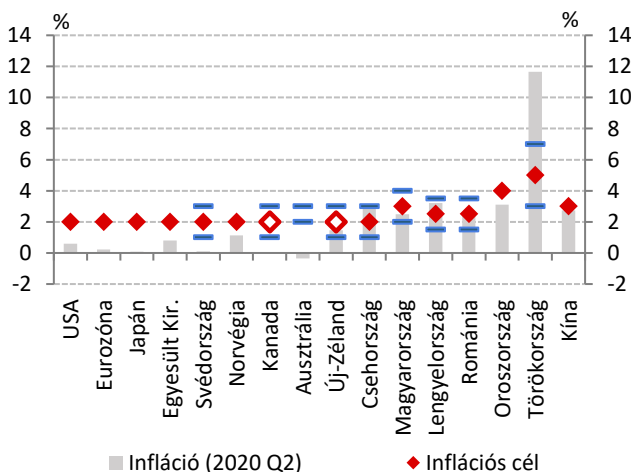
3-8. ábra: Globális inflációs folyamatok



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

Forrás: OECD

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



Megjegyzés: A 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

**Jerome Powell, az FOMC elnöke, az idei Jackson Hole konferencián bejelentette a Fed monetáris politikai keretrendszerének módosítását.** A felülvizsgálat eredményeként mostantól átlagban kívánja elérni a 2 százalékos inflációs célt a jegybank, így előretekintve egy bizonyos ideig 2 százalék fölé engedné emelkedni az inflációt. Emellett a jövőben a teljes foglalkoztatási célját aszimmetrikusan fogja értelmezni a jegybank (részletesebben lásd 3-1. keretes írás).

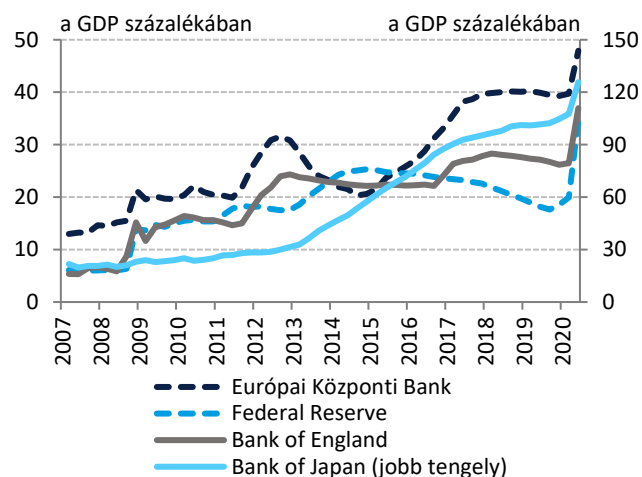
**A japán jegybank döntéshozói júliusi és szeptemberi kamatdöntő ülésükön nem módosították a kamatkondíciókat.** Az áprilisban indított hitelösztönző programot és az eszközvásárlási programot szintén változatlan formában folytatja a jegybank. Az előretekintő iránymutatás nem változott júniushoz képest,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

**A Bank of England döntéshozói augusztusi és szeptemberi ülésükön 0,1 százalékon tartották az irányadó rátát és az eszközvásárlási program paraméterein sem módosítottak.** A vállalati- és államkötvény vásárlások egészen addig folytatódnak, míg a kötvények teljes állománya el nem éri a jegybank által korábban meghatározott 745 milliárd fontos szintet. A jegybank jelezte, hogy egészen addig nem tervez szigorítani a monetáris kondíciókon, míg a tartalékkapacitások kihasználásra nem kerülnek és az infláció tartósan nem stabilizálódik a 2 százalékos inflációs cél körül.

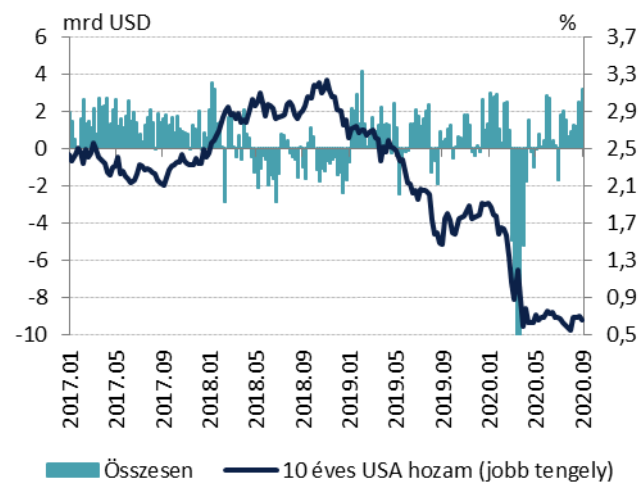
**Az elmúlt időszakban nem változott a banki hitelek árazásában irányadó benchmark hitelkamatláb (loan prime rate, LPR) Kínában.** Az egyéves LPR így április 20-a óta 3,85 százalék, az ötéves LPR pedig 4,65 százalék. Júliusban ugyanakkor a jegybank több hiteleszközének is csökkentette a kamatlábát, melynek eredményeképp a kisvállalkozások és a mezőgazdasági vállalkozások, valamint a válságba került pénzügyi intézmények forrásszerzése olcsóbbá vált.

**A gazdaságok újraindulásával párhuzamosan az elmúlt negyedévben javult a befektetői hangulat és mérséklődött a pénzpiacok volatilitása, ugyanakkor a koronavírus-járvány terjedésének elmúlt hetekben tapasztalt gyorsulása a bizonytalanság erősödésének irányába mutat.** Az időszak elején a koronavírus-járvány miatt hozott korlátozó intézkedések feloldásra kerültek, a gazdasági

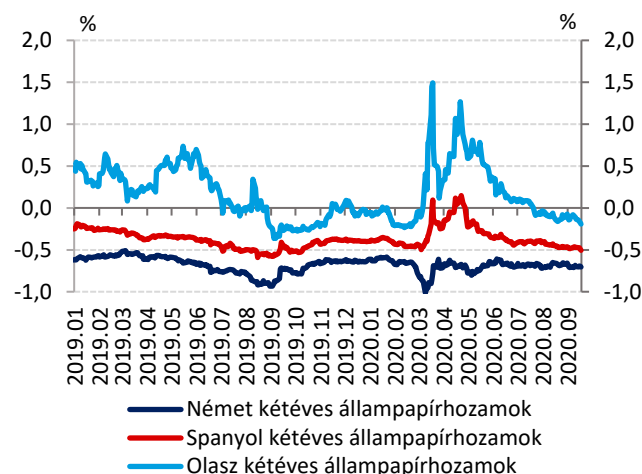


**3-10. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban**


Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

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


Forrás: EPFR, Bloomberg

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


aktivitás újraindult, amelyek következtében érzékelhető hangulatjavulás következett be a globális pénzügyi piacokon, az elmúlt hetekben a vírus terjedésével párhuzamosan ugyanakkor ismét romlott a hangulat. A fejlett és a feltörekvő részvényindexek is többségében emelkedtek a vizsgált időszak folyamán. Az amerikai indexek mintegy 6-11 százalékkal, míg az európaiak 1-6 százalékkal nőttek, a brit tőzsdeindex viszont a Brexittel kapcsolatos negatív hírek hatására 3 százalékkal csökkent. Az időszak során a dollár a fejlett és a feltörekvő devizákkal szemben is gyengült. Az elmúlt negyedévben összességében az amerikai fizetőeszköz a japán jenhez képest hozzávetőlegesen 2, a svájci frankkal és az angol fonttal szemben mintegy 4, illetve 3 százalékkal, míg az euróval szemben 5 százalékkal értékelődött le. A fejlett kötvénypiaci hozamok az elmúlt negyedévben többségében 2-7 bázisponttal mérséklődtek. (3-12. ábra). A feltörekvő piaci kötvényhozamok ennél nagyobb mértékben, 5-45 bázisponttal mozdultak el, többségében mérséklődtek (3-11. ábra).

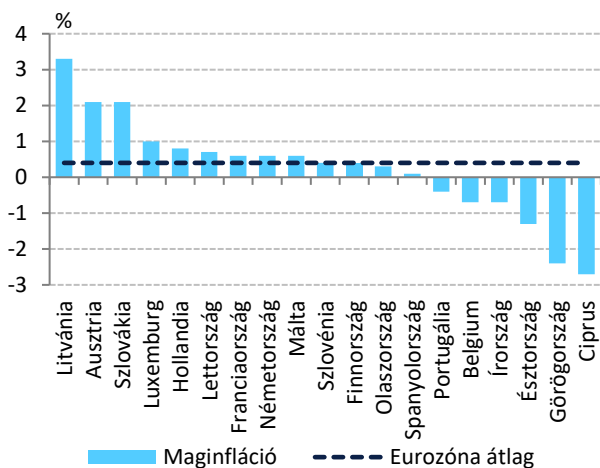
**Tartósan laza monetáris politikát vár a piac a fejlett jegybankoktól a kedvezőtlen gazdasági kilátások miatt.** A piaci árazásokból az rajzolódik ki, hogy a Fed a jelenlegi kamatszintet körülbelül három évig tartja, ezt követően kezdi csak meg a kamatemeléseket, amely megegyezik a június közepi várakozásokkal. Az EKB-val kapcsolatos várakozások hasonlóak, a piaci árazások alapján a jelenlegi kamatkondíciók 2024 közepéig maradhatnak fenn, amely szintén megegyezik a június közepi várakozásokkal.

**Júniusban és júliusban enyhén emelkedett, augusztusban azonban negatív tartományba csökkent az infláció az euroövezetben.** A korábbi hónapok enyhe emelkedését követően augusztusban a várakozásokat meghaladó mértékben, -0,2 százalékra csökkent az infláció az övezet egészét tekintve. Az elmúlt hónapokban az inflációs ráta az összes euroövezeti tagállamban elmaradt a 2 százalékos jegybanki céltól, augusztusban tizenkét ország esetében pedig nulla alatti szinten alakult. A maginfláció a június 0,8 százalékról júliusban 1,2 százalékra emelkedett, majd augusztusban 0,4 százalékra esett (3-13. ábra). Tagállami szinten vizsgálva augusztusban az országok többségében csökkent a maginfláció, Belgiumban, Írországban, Portugáliában, Észtországban, Cipruson és Görögországban pedig negatív tartományban maradt.

**Az EKB Kormányzótanácsa a júliusi és a szeptemberi kamatdöntő ülésén változatlanul hagyta az irányadó rátákat és az eszközvásárlási programok paraméterein sem változtatott.** Az EKB folytatja a koronavírus miatt bevezetett eszközvásárlási program (PEPP) keretében eszközölt vásárlásokat. A jegybank mérlegfőösszege

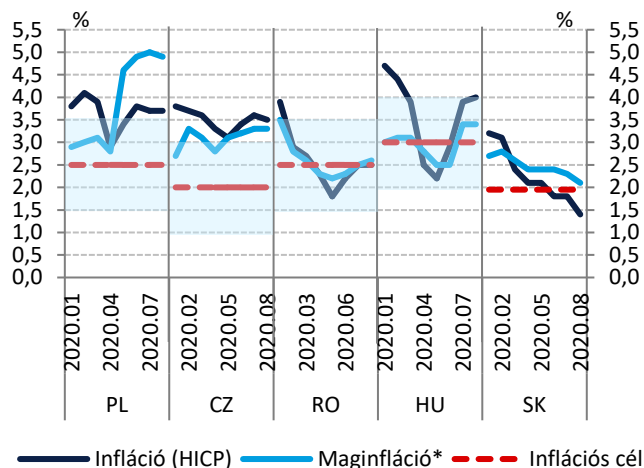
Forrás: Bloomberg

**3-13. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2020. augusztus)**



Forrás: Eurostat

**3-14. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban**



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

Forrás: Eurostat

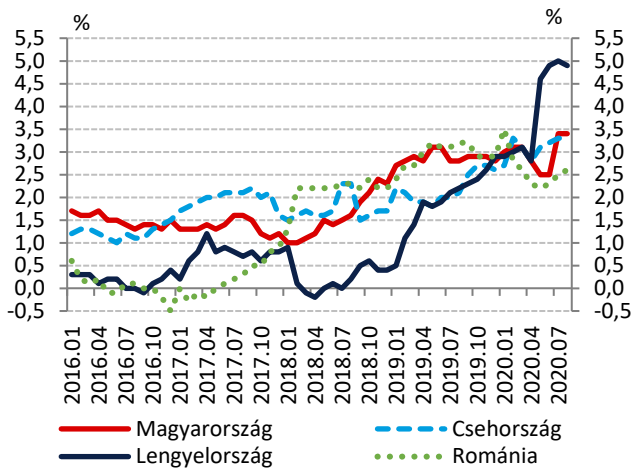
szeptember közepére 6470 milliárd euróra emelkedett. A vásárlások továbbra is rugalmas módon történnek és legalább 2021 júniusáig vagy mindaddig folytatódnak, míg a koronavírus negatív hatásai jelen vannak. A PEPP keretében vásárolt lejárt értékpapírok legalább 2022 végéig újrabefektetésre kerülnek. A korábban bevezetett eszközvásárlási program (APP) keretében történő vásárlások sem módosultak, az EKB mindaddig folytatja a vásárlásokat amíg szükséges, de legalább az első kamatemelés időpontjáig. A jegybank júniusi célzott refinanszírozási műveleteinek (TLTRO III) tenderén nagyon magas volt a forráslehívás mértéke, ami támogatja a vállalati és háztartási hitelezést. Az EKB mindaddig fenntartja a laza monetáris irányultságát, míg az infláció nem konvergál tartósan a jegybank inflációs céljához. A jegybank emellett kész eszközeinek újabb módosítására, ha szükséges. **A jegybank emellett jelezte, hogy a koronavírus miatti átmeneti szünetet követően folytatódik a monetáris stratégiai keretrendszer felülvizsgálata.**

**Az EKB szeptemberi előrejelzése alapján az idei évben 0,3 százalékos infláció várható az eurozónában.** 2021-ben a júliusi előrejelzéshez képest kissé magasabb, 1 százalékos inflációval számol a jegybank. Ezt követően, 2022-ben 1,3 százalékra emelkedhet az inflációs ráta, azonban az előrejelzési horizont végén sem fogja elérni az infláció az EKB célját.

**A nyári hónapokban a régiós országok többségében gyorsult a fogyasztói árak emelkedésének üteme, így az inflációs ráták némileg a jegybanki célok fölött alakulnak** (3-14. ábra). Lengyelországban júniusban 3,8 százalékra emelkedett az inflációs ráta, majd júliusban és augusztusban 3,7 százalékra lassult a fogyasztói árak emelkedésének üteme. Csehországban júniusban és júliusban is emelkedett a fogyasztóiár-index, az inflációs ráta rendre 3,4 százalék és 3,6 százalék volt. Augusztusban 3,5 százalékra csökkent az infláció. Romániában az inflációs ráta – a január óta tartó csökkenő tendenciát megtörve – júniusban 2,2 százalékra, júliusban 2,5 százalékra nőtt, augusztusban pedig változatlan maradt. Szlovákiában az infláció júniusban és júliusban egyaránt 1,8 százalék volt, augusztusban pedig 1,4 százalékra csökkent. A maginfláció Lengyelországban, Csehországban és Romániában többnyire emelkedett az elmúlt hónapokban, míg Szlovákiában enyhén mérséklődött (3-15. ábra).

**A cseh jegybank döntéshozói júniusi és augusztusi kamatdöntő ülésükön 0,25 százalékon tartották az irányadó rátát.** Az új előrejelzésben az infláció várható pályája felfelé módosult, mely alapján az infláció az év hátralévő részében a toleranciasáv felett alakulhat.

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



Forrás: Eurostat

A lengyel jegybank júliusi és szeptemberi kamatdöntő ülésén nem változtatott a 0,1 százalékos irányadó rátán, emellett az egynapos hitelkamat és a betéti kamat is változatlan szinten maradt. A jegybank közleménye szerint tovább folytatja állampapír-vásárlásait, amelynek célja, hogy a bankszektor hosszú távú likviditási struktúrája megváltozzon és biztosítva legyen az állampapírok másodlagos piacának likviditása. A jegybank júliusi előrejelzésben az infláció a teljes előrejelzési horizonton lefelé módosult.

A román jegybank döntéshozói augusztusban újabb, 25 bázispontos kamatcsökkentést hajtottak végre, melynek eredményeképp 1,5 százalékra csökkent az irányadó ráta. A döntéshozók emellett a kamatfolyosó felső szélét jelentő hitelkamatot és a kamatfolyosó alján lévő betéti kamatlábat is 25-25 bázisponttal mérsékeltek. A jegybank jelezte, hogy folytatni fogja a koronavírus káros gazdasági hatásai miatt bevezetett repo műveleteket és a másodpiaci állampapír-vásárlásokat. A jegybank szerint az infláció az év végéig a toleranciasáv felső részében marad, majd ezt követően az előrejelzési horizont végéig az inflációs cél körül alakul.

### 3-1. keretes írás: Új monetáris politikai keretrendszer az Egyesült Államokban

A Federal Reserve 2020 augusztusában bejelentette monetáris stratégiai keretrendszerének módosítását. Az amerikai jegybank legutóbb 2012 januárjában hajtott végre változtatást stratégiájában: akkor a kettős mandátum által meghatározott keretben 2 százalékos inflációs célt jelentett be a jegybank az inflációs várakozások megfelelő horgonyzása érdekében. A duális mandátum, azaz az árstabilitás és a teljes foglalkoztatás elérésére való törekvés a jelenlegi változtatások mellett is fennmarad. A jövőben azonban aszimmetrikus módon fog viszonyulni a munkaerőpiaci folyamatok alakulásához a Fed és az eddigiekkel ellentétben ezentúl átlagosan kívánja elérni a 2 százalékos inflációt a jegybank.

**Jerome Powell, a Federal Reserve elnöke az ideji Jackson Hole konferencián jelentette be a Fed monetáris politikai keretrendszerének módosítását.** Az FOMC elnöke elmondta, hogy a monetáris politikai keretrendszer felülvizsgálata lezárult, és ismertette a legfontosabb változásokat. A keretrendszer változását az egyensúlyi kamatláb mérséklődésével és a zero alsó korlát okozta kihívással magyarázta, emellett kitért a gazdaság hosszú távú növekedési ütemének számottevő lassulására.

**A Fed monetáris politikáját összegző stratégiai nyilatkozat kiemeli az alacsony kamatkörnyezetből fakadó kockázatokat.** Az új stratégiai nyilatkozat bemutatja a monetáris politika aktuális kihívásait, amelyeket a tartósan alacsony kamatkörnyezet okoz. Jerome Powell hangsúlyozta, hogy mind az Egyesült Államokban, mind globálisan a monetáris politikát jobban korlátozza a nominális kamat effektív alsó korlátja, mint bármikor a múltban. A jegybank kormányzója jelezte, hogy a Fed felkészült a kockázatok leküzdésére, és a teljes monetáris politikai eszköztár felhasználására a gazdaság támogatása érdekében.

**A jelenlegi helyzetben az infláció emelése a Federal Reserve célja, hogy elkerüljék az inflációs várakozások tartós mérséklődését és egy dezinflációs spirál kialakulását.** A Fed kormányzója hangsúlyozta, hogy a tartósan alacsony infláció komoly kockázatot jelenthet a gazdaság számára. A kívánt szint alá csökkenő infláció ugyanis a hosszú távú inflációs várakozások nemkívánat csökkenéséhez vezethet, ami mérsékelheti a tényleges inflációt és dezinflációs spirált alakíthat ki.

**A hosszú távú, 2 százalékos inflációs cél elérése érdekében az FOMC változtat inflációs célkövető stratégiáján.** Jerome Powell elmondta, hogy az FOMC véleménye szerint továbbra is a 2 százalékos inflációs ráta felel meg legjobban a Fed

mandátumában foglaltaknak, hogy elérjék a teljes foglalkoztatást és fenntartsák az árstabilitást. Ugyanakkor az árstabilitást illetően az FOMC módosította stratégiáját a hosszú távú, 2 százalékos inflációs cél elérése érdekében, és a jövőben átlagosan kívánja elérni a 2 százalékos inflációt a jegybank. Az új keretrendszerben, amennyiben az infláció tartósan 2 százalék alatt tartózkodik, akkor a monetáris politika a későbbiekben egy bizonyos ideig 2 százalék feletti infláció elérésére fog törekedni. A Fed nem határozott meg konkrét időhorizontot az átlag kiszámítására vonatkozóan, így az átlagos inflációs célzás rugalmasan értelmezendő. Ez a lehetőség nagyobb mozgásteret biztosít a jegybanki döntéshozók számára.

**Az inflációs átlag célzás köztes rezsim az inflációs célkövetés és az árszint célzás között.** Az, hogy az új rezsim melyik stratégiához áll közelebb, az inflációs ráták átlagolási éveinek számának a függvénye. A stratégia lényege, hogy amennyiben az inflációs ráta évekig a cél alatt volt, a következő időszakban a jegybank szándékosan a cél felé igyekszik emelni az inflációt. A felüllövés mértéke az átlagolandó évek számától függ.

**A Fed Listens programból szerzett tapasztalatok fényében a jegybank a munkaerőpiaci célok újraértelmezéséről is döntött.** A Fed azt a visszajelzést kapta a lakosságtól, hogy a feszes munkaerőpiaci körülmények jelentősen támogatják a munkavállalást, és lehetővé teszik, hogy olyanok is munkát találjanak, akik évek, akár évtizedek óta nem dolgoztak. A feszes munkaerőpiac fenntartását támogatja a Phillips-görbe ellaposodása is, amelynek eredményeképpen a historikusan alacsony munkanélküliség mellett alacsony maradt az infláció az Egyesült Államokban. Ez tulajdonképpen a magas nyomású gazdaság (high pressure economy) egyfajta megvalósulását jelentheti az Egyesült Államokban. A magas nyomású gazdaság elméleti megfontolásai a Magyar Nemzeti Bank 2016-os Növekedési Jelentésében kerültek bemutatásra.

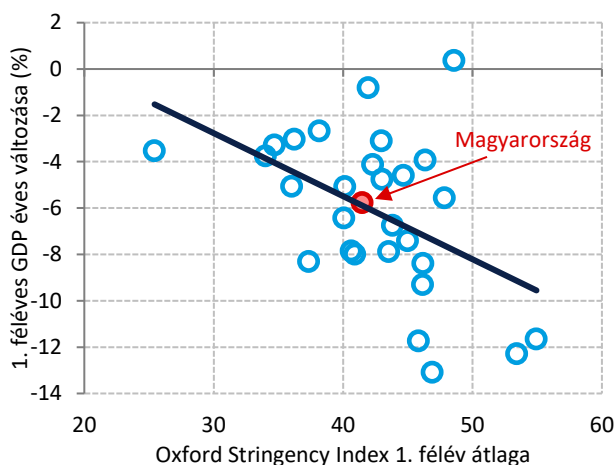
**A felülvizsgálat eredményeképpen aszimmetrikussá válik a Fed viszonya a munkaerőpiachoz.** Az FOMC továbbra sem tartja indokoltnak a foglalkoztatásra vonatkozó numerikus cél meghatározását, mivel a foglalkoztatás maximális szintje közvetlenül nem mérhető, és idővel a monetáris politikától független tényezők miatt változik. Powell hangsúlyozta, hogy a teljes foglalkoztatás széleskörű és inkluzív cél, ezért a monetáris politikai keretrendszer a teljes foglalkoztatási céltól vett eltérést aszimmetrikusan fogja értelmezni a jövőben. Ennek megfelelően csak a strukturális munkanélküliségnél magasabb tényleges munkanélküliségre fog reagálni a jegybank, míg az annál alacsonyabb munkanélküliség esetén nem feltétlen fog szigorítani a monetáris kondíciókon, amennyiben azt az inflációs folyamatok is lehetővé teszik.

**A Fed monetáris stratégiai keretrendszerében történt módosítások közül mind az inflációt, mind a foglalkoztatottságot érintő változtatások abba az irányba mutatnak, hogy a jelenlegi alacsony inflációs környezetben a korábban vártnál is hosszabb ideig maradhatnak fenn a laza monetáris kondíciók az Egyesült Államokban.**

### 3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A hazai gazdaság 2020 második negyedévében 13,6 százalékkal esett vissza. Az európai összevetésben kedvező első negyedévet követően 2020 második negyedévében a bruttó hazai termék hazánkban az európai átlag közelében mérséklődött éves bázison, amit a járvány megjelenésének időpontja, a jelentős járműipari kitettség, illetve a régióban magas súlyú turizmus magyaráz. Szintén negatívan hatott a gazdaság teljesítményére az építőipari termelés megtorpanása. Amennyiben az első féléves teljesítményt vizsgáljuk, úgy a hazai GDP változása megfelelt a régiós átlagnak és a visszaesés 3,2 százalékponttal enyhébb volt, mint az eurozónában. Felhasználási oldalról a második negyedévben a háztartások fogyasztása relatíve kedvezően alakult nemzetközi összevetésben, míg az export és a beruházások jelentősen visszaestek. A magas frekvenciájú adatok szerint a gazdasági teljesítmény áprilisban érte el a mélypontját, a gazdasági helyreállítás fokozatosan megindult, ám a harmadik negyedév folyamán lelassult. A korábban vártnál a harmadik negyedév során csak lassabb korrekció valósulhat meg.

3-16. ábra: Az első féléves GDP változása és a kormányzati szigorúság mértéke



Megjegyzés: Az Európai Unió országai és az Egyesült Államok.  
 Forrás: Oxford University, Eurostat

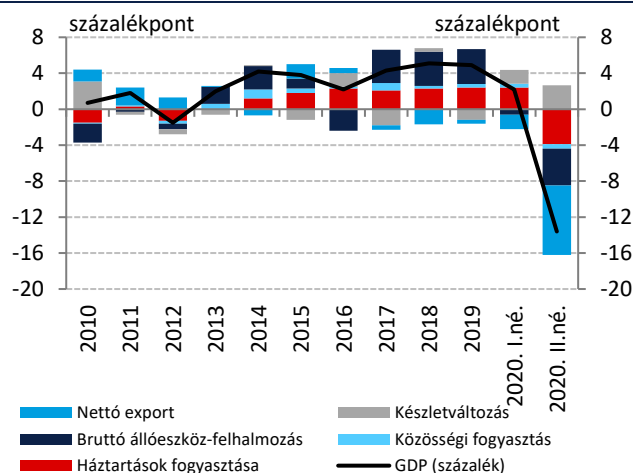
2020 második negyedévében a bruttó hazai termék 13,6 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest, negyedéves összehasonlításban 14,5 százalékkal zsugorodott a GDP. A hazai gazdaság teljesítménye az európai átlag közelében mérséklődött éves bázison, amit a járvány megjelenésének időpontja, a jelentős járműipari kitettség, illetve a régióban magas súlyú turizmus magyaráz. Hazánk növekedési többlete a második negyedévben is fennmaradt, a GDP-visszaesés mértéke 1,2 százalékponttal volt enyhébb, mint az euroövezet tagállamaiban. A koronavírus hatásai eltérő ütemben érték el a régió országait, számos európai ország már márciusban érdemi szigorításokat vezetett be (3-16. ábra), így több állam GDP-je már az első negyedévben mérséklődött.

Felhasználási oldalról a gazdasági visszaeséshez legnagyobb mértékben a nettó export és a beruházások járultak hozzá. A beruházások csökkenése széles bázisú volt, mindhárom szektor (vállalatok, lakosság, állam) hozzájárulhatott a mérséklődéshez. A nettó export csökkenésében jelentős szerepe volt a szolgáltatás-külkereskedelem csökkenésének, de a nagy járműipari kitettség is növelte a kivitel visszaesését (3-17. ábra).

A háztartások fogyasztási kiadásai – európai összevetésben is – csak kis mértékben csökkentek, mely a pozitív készletváltozással összességében tompította a gazdasági zsugorodást. A fogyasztás relatíve kedvező teljesítményéhez hozzájárult a hiteltörlesztési moratórium, illetve a viszonylag enyhe munkaerő-piaci reakció.

A háztartási hitelállomány 15 százalékkal bővült éves szinten. 2020 második negyedévében a háztartási hitelállomány a tranzakciók eredőjeként 230 milliárd forinttal bővült, ezzel az éves növekedési ütem 15 százalékot tett ki. A növekedést elsősorban a babaváró hitelek dinamikus kibocsátása, valamint a fizetési moratórium miatt lecsökkent amortizáció támogatta. A hitelintézetek 142 milliárd forint értékben kötöttek babaváró hitelszerződéseket a második negyedévben, mellyel a

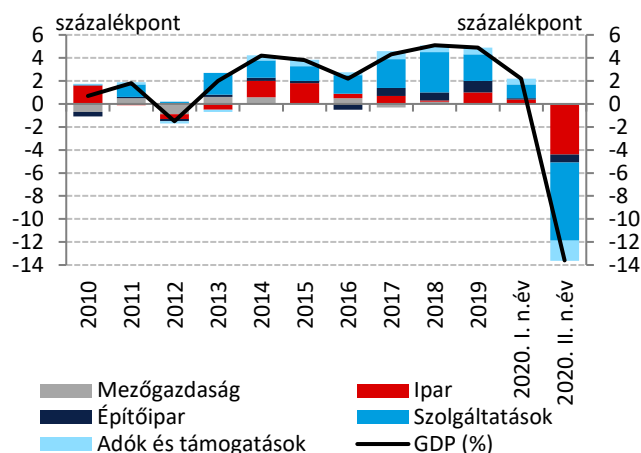
3-17. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



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

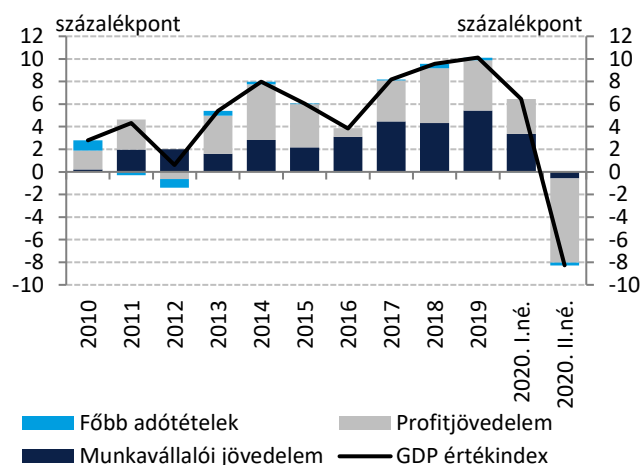
Forrás: KSH

3-18. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása



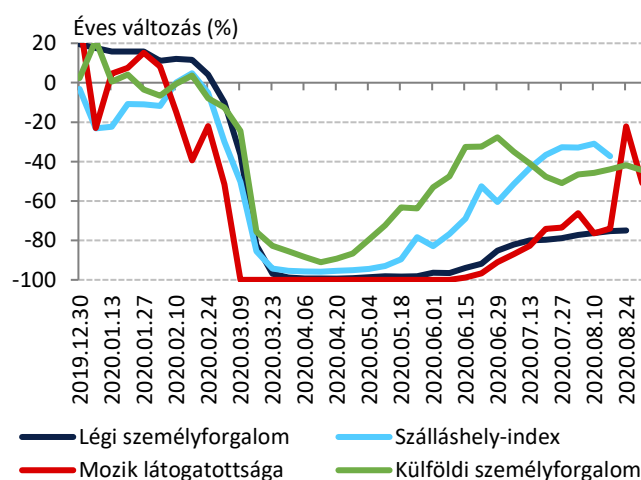
Forrás: KSH

3-19. ábra: A GDP-változás jövedelem oldali felbontása



Forrás: KSH

3-20. ábra: A turisztikai kereslet alakulása



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

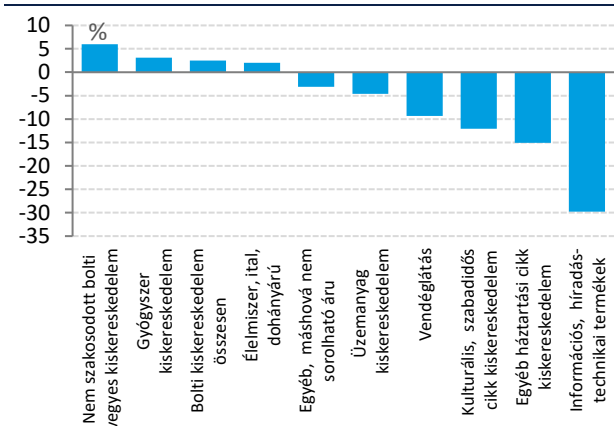
termék június végén már a hitelintézeti szektor háztartási hitelállományának mintegy 10 százalékát adta, és kérdőíves kutatásunk alapján az adósok háromnegyede valamilyen lakáscélra használja fel a terméket. A negyedév során csökkent az új szerződéskötések volumene, a legnagyobb mérséklődés a személyi kölcsönök esetében volt megfigyelhető, ahol a kibocsátás 63 százalékkal múlta alul az előző év azonos időszakos szintjét. A Hitelezési felmérés keretében válaszadó bankok nettó értelemben vett 81 százaléka visszaeső keresletről számolt be a lakáshitelek piacán a negyedév során, a fogyasztási hitelek esetében pedig ennél is nagyobb arányban érzékelték a keresletcsökkenést. Az év második felére azonban pozitívabbak a piaci kilátások, és a lakáshitelek esetében a bankok fele, a fogyasztási hitelek tekintetében a bankok egyötöde ismét keresletlénkület vár. Az államilag támogatott hitelprogramok (CSOK, Babaváró hitel) a következő időszakban is támaszt adhatnak a háztartási hitelezésnek.

**Termelési oldalon az ipar, építőipar és a közösségi szolgáltatások teljesítettek különösen gyengén, míg a piaci szolgáltatások szűkülése az európai átlagnak megfelelő volt** (3-18. ábra). Magyarországon a korábbi sikerágazatok (járműipar, turisztika) a koronavírus-járvány speciális hatásai miatt gyengessé váltak. A járműgyártás az elmúlt években a hazai gazdaság egyik húzóágazata volt, amely teljesítménye közel 50 százalékkal esett vissza a második negyedévben. Továbbá különösen nagy szerepet játszott a visszaesésben a korlátozó intézkedéseknek leginkább kitett kereskedelem, gépjárműjavítás, szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás ágazat zsugorodása, mely forgalomkiesésének akut szakasza március közepétől április végéig tarthatott. A járványügyi védekezés következtében korlátozások érintették az egészségügyi szolgáltatásokat is, így az állam által nyújtott szolgáltatások hozzáadott értéke is jelentősen visszaesett a második negyedévben (-13 százalék). Az információ és kommunikáció szektor a széleskörűen elterjedő otthoni munkavégzés és digitális oktatás hatására a többi ágazatnál kisebb mértékben esett vissza (-1,8 százalék). Az ágazatok közül egyedül a pénzügyi, biztosítási szektor hozzáadott értéke tudott bővülni (3,4 százalék).

**Jövedelmi oldalról a GDP visszaeséséhez a profitjüvedelmek csökkenése járult hozzá meghatározó mértékben, feltehetően a vállalkozói jövedelmek jelentős mérséklődésének köszönhetően.** A munkavállalói jövedelmek csökkenését a munkahelyvédelmi intézkedések is tompították (3-19. ábra).

**A turisztikai ágazatnak és a szórakoztató iparnak csupán nagyon mérsékelt korrekcióját figyelhetjük meg a második**

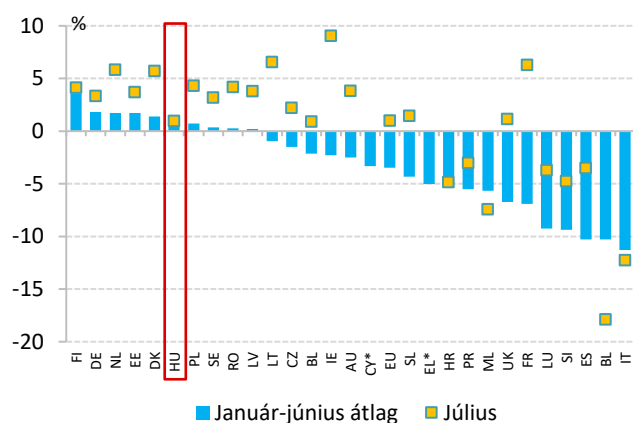
3-21. ábra: A bolti kiskereskedelem és vendéglátás forgalomváltozása, augusztus



Megjegyzés: Az előző év azonos időszakához képest.

Forrás: KSH

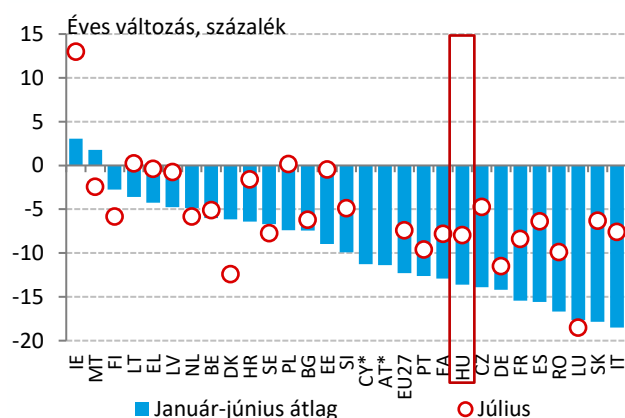
3-22. ábra: A kiskereskedelmi forgalom alakulása az Európai Unióban 2020 első félévében és júliusban



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

Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás

3-23. ábra: Az ipari termelés alakulása az Európai Unióban 2020 első félévében és júliusban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. \*Júliusra vonatkozó adat még nem áll rendelkezésre.

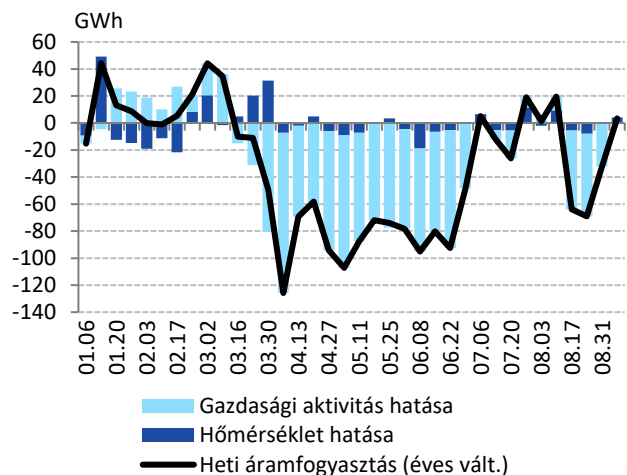
Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás

és harmadik negyedévben a korlátozások oldódásának ellenére (3-20. ábra). A vendégéjszakák száma 87 százalékkal maradt el a második negyedév során az egy évvel korábbi szintjétől. A szálláshelyek belföldi eredetű kereslete júliusra tavalyi forgalmának 82 százalékaig korrigált. A kulturális terek kihasználtságát a mozik forgalmával közelíthetjük, melyek árbevétele csak a tavalyi szint 30 százalékát érte el augusztus végén. A hazai folyamatokkal ellentétben a nemzetközi turizmus kilábalása akár évekig is eltarthat, amit a koronavírus következtében megváltozó fogyasztási és utazási szokások is befolyásolhatnak. A budapesti repülőtér forgalmi statisztikái alapján augusztusban a tavalyi szint 25 százalékát érte el a nemzetközi utasszám, míg a közúton érkező külföldi eredetű személyforgalom a tavalyi szint 50-60 százalékán tartózkodik. A szeptember elsejével bevezetett határzár következtében a turisztikai kereslet kilábalása még a korábban vártnál is lassabb lehet.

A korlátozó intézkedések életbelépését követően jelentősen visszaesett a kiskereskedelmi forgalom, ami legnagyobb mértékben a textil- ruházati és lábbeli, valamint a kultúr- és egyéb cikkeket, legkevésbé pedig az élelmiszerüzleteket érintette (3-21. ábra). Júliusra lényegében visszatért a kiskereskedelmi forgalom a tavalyi szintjére és már a féltartós és tartós termékek forgalma is bővülni tudott. A csomagküldő és internetes kiskereskedelmi forgalom a lezárások alatt kiemelkedően teljesített, majd a korlátozások oldódásával növekedési üteme közelített az elmúlt években megfigyelt dinamikájához. Így feltételezhető, hogy a bútort és műszaki cikkek, valamint a ruházati termékek piacának forgalma átmenetileg az online térben zajlott, mely részben magyarázhatja a termékcsoportok átmeneti forgalomcsökkenését. Júliusban a teljes kiskereskedelmi forgalom volumene 0,4 százalékkal volt magasabb (júliusban +0,3 százalék), mint 2019 azonos időszakában. Továbbá július hónapra visszaépült a gépjármű és járműalkatrész forgalom is (+4,5 százalék). Lassabb helyreállítás várható ugyanakkor a vendéglátás (augusztusban -9,3 százalék) esetében, valamint a számítástechnikai termékek piacán (augusztusban -29,8 százalék).

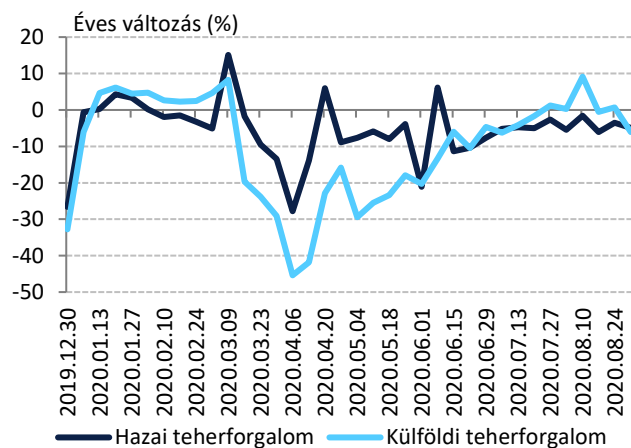
A rendelkezésre álló nemzetközi adatok alapján a magyar kiskereskedelmi forgalom visszaesése az átlagosnál kisebb mértékű volt a járvány első hullámának legintenzívebb hónapjai alatt. Összességében 2020 első félévében hazánkban – az Európai Unió tagállamainak többségével szemben – enyhén bővülni tudott a kiskereskedelmi forgalom szintje az elmúlt év azonos időszakához képest (+1,3 százalék) (3-22. ábra).

3-24. ábra: Heti áramfogyasztás éves változása



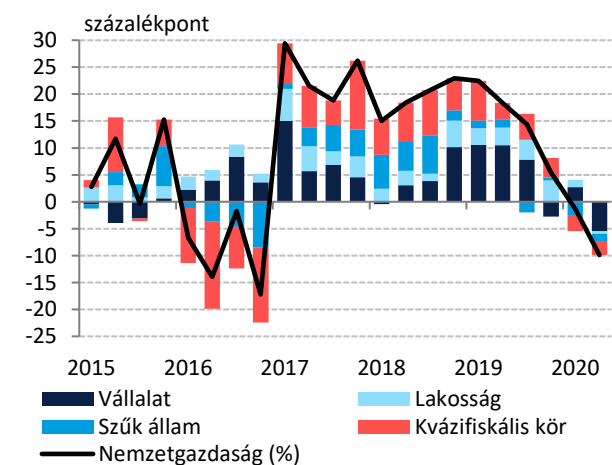
Forrás: ENTSO-E alapján MNB-becslés

3-25. ábra: Közúti teherforgalom változása



Forrás: NÚSZ Zrt. Üzleti Intelligencia, MNB-számítás

3-26. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH

Az ipari termelés a legnagyobb hazai járműgyárak áprilisi leállásának és a világgazdasági kilátások érdemi romlásának eredményeként jelentősen csökkent a második negyedévben (-25,4 százalék) (3-23. ábra). Az ipari teljesítmény visszaesését Európa-szerte jellemzően a külpiacra termelő ágazatok csökkenése dominálta. A hazai exportértékesítések júliusban továbbra is a tavalyi szintek alatt tartózkodtak, míg az exportrendelések a júniusi korrekciót követően ismét mérséklődtek. Júliusban nyers adatok alapján 8,1 százalékkal maradt el az ipari termelés a tavalyi szintjétől.

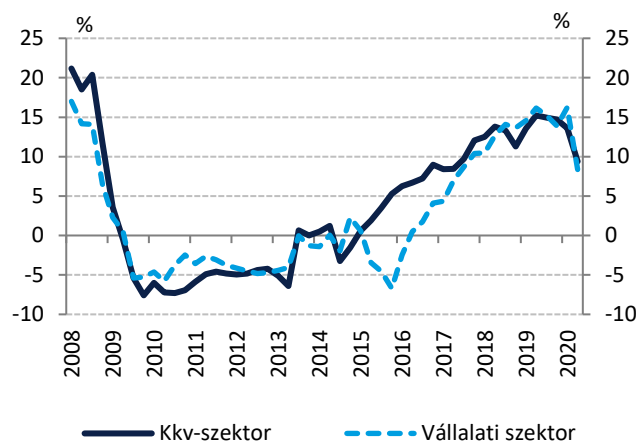
Az energiafelhasználási adatok arra engednek következtetni, hogy az ipari aktivitás a nyár végére fokozatosan megközelítette a tavalyi szintjét, ám a szokásos nyári gyárleállások hatása lassította a korrekciót (3-24. ábra). Piaci információk alapján a nagy autóiipari gyártók (Mercedes, Suzuki, Audi) egy-két hétig szüneteltették termelésüket (vagy annak egy részét) a nyár folyamán. Az ágazati szereplők továbbra is mérsékeltek, a járványt megelőző szinttől elmaradó keresletről számolnak be. Hosszabb távon az ipari termelés helyreállítását alapvetően meghatározza a világgazdaság kilábalásának mintázata és üteme, a beszállítói láncokban elfoglalt hely, illetve a megváltozó fogyasztói trendek.

A közúti teherforgalom volumene a hazai ipari teljesítmény mellett a logisztika (szállítmányozás, raktározás) alakulásáról adhat képet, mely az ágazatok elhúzódo helyreállításáról tanúskodik (3-25. ábra). A járvány kezdetén a nemzetközi szállítmányozás fennakadásai miatt a külföldi eredetű teherforgalom sokkal erőteljesebben reagált, visszaesése megközelítette az 50 százalékot. A hazai közúti teherforgalom visszaesése mérsékeltebb volt, áprilisban érthette el a mélypontját, amikor a tavalyi szint 70 százalékán alakult. A forgalom május elejétől folyamatosan növekedett, melyeket csak a mozgó ünnepek okozta kilengések (húsvét, Pünkösöd) törtek meg. Eltérő ugyanakkor a helyreállítás mintázata: míg a külföldi eredetű szállítmányozás július végére elérte és meghaladta a tavalyi szintet, addig a hazai eredetű fuvarozás kilábalása megtorpant, és immár 2 hónapja a tavalyi szint 95 százalékán stabilizálódott. Az ágazat helyreállása vélhetően csak fokozatosan, az ipari termelés felfutásával összhangban megy végbe, azonban a tavalyi szinteknél alacsonyabb dinamika a kilábalás elhúzódoására utalhat.

A nemzetgazdasági beruházások volumenének 2017 eleje óta tartó bővülése megállt az első negyedévben és a csökkenés a második negyedévben is folytatódott. Az előző év azonos időszakához viszonyítva 9,9 százalékkal mérséklődött a beruházási aktivitás (3-26. ábra). Az építési,



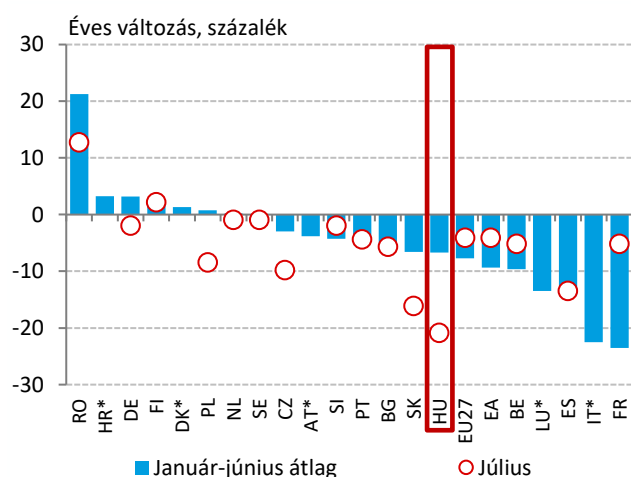
3-27. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

3-28. ábra: Az építőipari termelés alakulása az Európai Unióban 2020 első félévében és júliusban



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. \*Júliusra vonatkozó adat még nem áll rendelkezésre.

Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás

valamint a gép- és berendezésberuházások egyaránt jelentősen csökkentek. 2020 második negyedévében tovább mérséklődtek az állam és az államhoz köthető vállalatok beruházásai az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg a lakosság beruházási aktivitása csak enyhén csökkent.

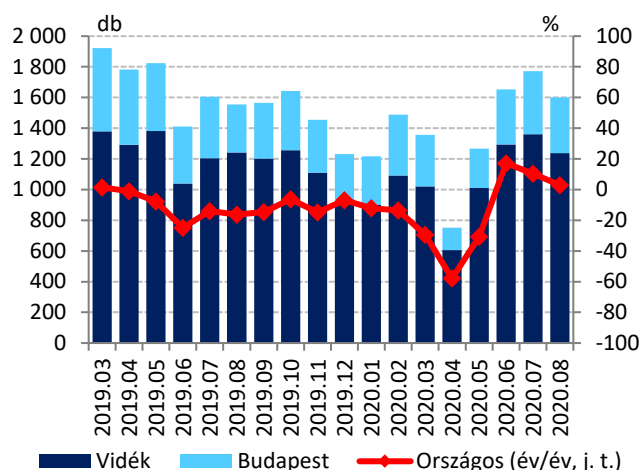
**A vállalati hiteldinamika 8 százalékra lassult a második negyedévben.** A vállalati hitelállomány a teljes pénzügyi közvetítőrendszer mérlegében 130 milliárd forinttal mérséklődött 2020 második negyedévében, mellyel az éves növekedési ütem 8,2 százalékra lassult (3-27. ábra). A vállalati hitelezésen belül a kvv hitelállomány éves növekedési üteme 9 százalék volt júniusban, melyet az NHP Hajrá keretében a negyedév során megkötött mintegy 160 milliárd forint értékű szerződés érdemben támogatott. 2020 második negyedévében a legnagyobb állománycsökkenés a holding vállalatokat tömörítő pénzügyi és biztosítási tevékenység ágazatban és a kereskedelem és gépjárműjavítás ágazatban valósult meg. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok a nagyobb méretű vállalatok esetében és a forintban denominált hitelek iránt a hitelkereslet élénkülését érzékelték. Az üzleti célú ingatlanhitelek iránt azonban a kereslet visszaesését jelezte a bankok nettó értelemben vett 60 százaléka, ugyanakkor az intézmények az év második felére a hitelezés ismételt élénkülésére számítanak.

**Az építőipari termelés volumene 2020 második negyedévében 12,4 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest.** A két főcsoport közül az épületeké 12,9 százalékkal, az egyéb építményeké 11,8 százalékkal mérséklődött. A rendelkezésre álló európai adatok alapján a hazai építőipari termelés az európai átlag közelében alakult január és június között (3-28. ábra). Júliusban azonban jelentősen (21 százalékkal) csökkent a termelés. A hó végi építőipari szerződésállomány 21 százalékkal maradt el az egy évvel korábbi szintjétől. Az építőipari szerződésállomány folyamatosan mérséklődik tavaly április óta és a csökkenést az elsősorban az államhoz köthető egyéb építményekre vonatkozó szerződésállomány visszaesése okozza.

**2020 második negyedévében 3 922 új lakást adtak át, ami 40 százalékos emelkedést jelent az előző év azonos időszakához képest.** Ingatlanközvetítők adatai<sup>1</sup> alapján számított lakásárindexek 2019 vége – 2020 eleje óta oldalazó trendet követnek, amit a koronavírus-járvány okozta lakáspiaci visszaesés, majd pedig a kereslet

<sup>1</sup> 2019-es adatok alapján a felhasznált lakáspiaci közvetítői adatok országos szinten a lakáspiaci tranzakciók 12,3 százalékát, Budapesten pedig 17,4 százalékát fedik le.

**3-29. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban**



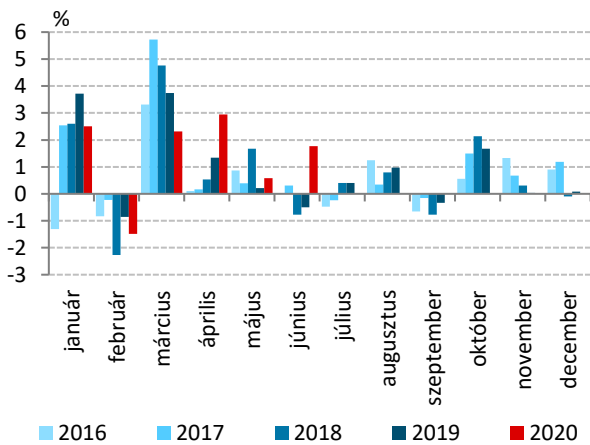
Forrás: MNB, Lakáspiaci közvetítői adatbázis

visszatérése sem tudott érdemben megváltoztatni. Ugyanakkor Budapesten éves összehasonlításban az elmúlt három hónapban már árcsökkenés volt megfigyelhető, augusztusban 3,0 százalékos éves ütemmel. Vidéken 3,2 százalékra, országos átlagban pedig 2,0 százalékra csökkent a lakásárak éves növekedési üteme augusztusban. A koronavírus-járvány terjedése és a kezelésére hozott intézkedések a piaci aktivitás hirtelen és drasztikus visszaesését eredményezték. Április folyamán érdemben kevesebb tranzakció valósult meg, mint 2019 ugyanezen időszakában, összhangban a kijárási korlátozásokkal és a lakosság jövedelmi helyzetét övező bizonytalansággal. Az áprilisi mélypont után a hazai lakáspiac fokozatos élénkülést mutatott, a lakáspiaci közvetítők által kötött adásvételek száma a nyári hónapokban már meg is haladta az egy évvel korábbi értékeket (3-29. ábra). Az élénkülésben feltehetőleg érdemi szerepet játszott, hogy a korlátozó intézkedések feloldását követően a korábban elhalasztott lakásvásárlások is megjelentek a lakáspiacon.

### 3.3. Munkaerőpiac

A hazai foglalkoztatás az áprilisi mélypontot követően júliusban és augusztusban is emelkedést mutatott. 2020 augusztusában a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma 4 millió 514 ezer főre emelkedett, ami 18 ezer fővel alacsonyabb, mint egy évvel korábban. A korlátozások feloldását követően a járvány ideje alatt inaktívvá vált állásvesztők közül egyre többen aktív álláskeresésbe kezdtek, de ennek ellenére júliustól ismét csökken a munkanélküliek száma (szezonálisan igazítva). A megváltozó gazdasági körülményekhez a vállalatok elsősorban intenzív oldalon – a részmunkaidőben foglalkoztatottak számának emelkedésével és a munkaidő csökkentésével – alkalmazkodtak. A bérek éves dinamikáját a koronavírus gazdasági hatásai látszólag nem érintették, azonban a második negyedév során az átlagkereset emelkedésének több mint felét statisztikai hatások magyarázták. Az egyes ágazatokat jellemző munkáltatói járulékfizetési kötelezettségek rövid távú elengedése, valamint a szociális hozzájárulási adó mértékének 2020. július 1-jétől 2 százalékpontos csökkentése a vállalatok átlagos munkaerőköltség-emelkedésének lassulásához járult hozzá. Augusztusban – az építőipar kivételével – az elmúlt kéthavi javulást követően ismét romlottak a foglalkoztatottságra vonatkozó várakozások.

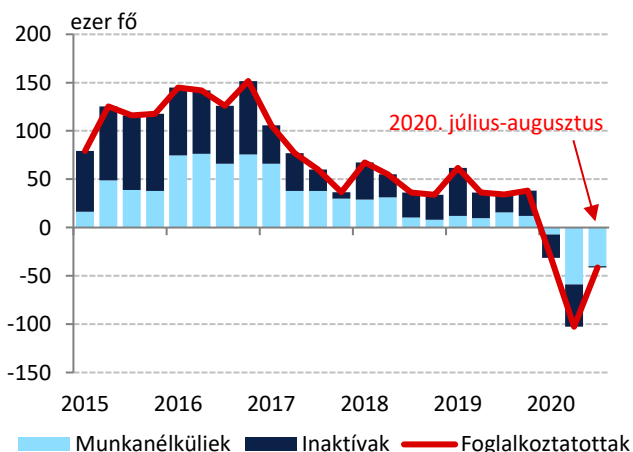
3-30. ábra: A rendszeres átlagkereset havi változása a versenyszférában



Megjegyzés: 2019-től KSH-becslés.

Forrás: KSH

3-31. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



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

Forrás: KSH

#### 3.3.1. Bérek

A versenyszféra bruttó átlagkeresete 9,5 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, ami továbbra is magasnak mondható historikus és régiós összevetésben (a bérezési folyamatokkal részletesebben a 3.3. keretes írás foglalkozik). A versenyszférához köthető ágazatok vizsgálva a bérdinamika egyes szolgáltató ágazatokban és a feldolgozóiparban a tavaszi hónapokat követően júniusra már a gyorsulás jellemezte. Ugyanakkor a járvány által leginkább érintett ágazatokban (szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás; információ, kommunikáció; adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység; művészet, szórakoztatás egyéb szolgáltatás) az éves bérnövekedés 7 százalék alá került.

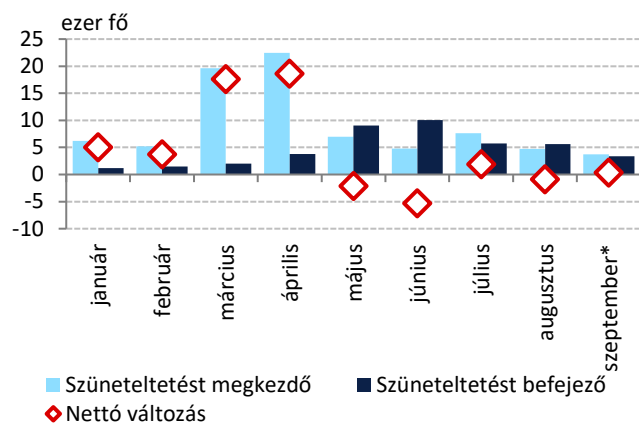
**A második negyedévben a rendszeres átlagkereset havi emelkedése érdemben meghaladta az előző években regisztrált értékeket (3-30. ábra), míg a prémiumkifizetések mértéke elmaradt a korábbi évektől. Összességében a rendszeres kereset júniusban 12 százalékra gyorsult a versenyszférában éves alapon.**

#### 3.3.2. Foglalkoztatás és munkanélküliség

**A Munkaerő-felmérés szerint az áprilisi mélypontot követően a hazai foglalkoztatási adatok már júniusban és júliusban is jelezték a munkaerőpiacon a helyreállás kezdetét.** 2020 augusztusában a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma 4 millió 514 ezer főre emelkedett, ami az előző év azonos időszakához képest továbbra is 18 ezer fős csökkenést jelent (3-31. ábra).

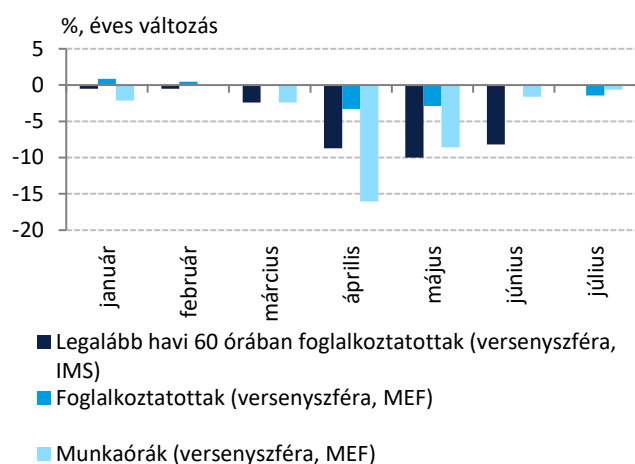
**A korlátozó intézkedések fokozatos feloldása következtében májustól a szüneteltetésből kilépők száma (július kivételével) már meghaladta a belépőket (3-32. ábra).** A nemzetgazdasági foglalkoztatottságot az alkalmazottak és az önfoglalkoztatottak együttesen alkotják. Utóbbi csoportba tartoznak az egyéni vállalkozók, akik közül

3-32. ábra: Szüneteltetések az egyéni vállalkozók körében



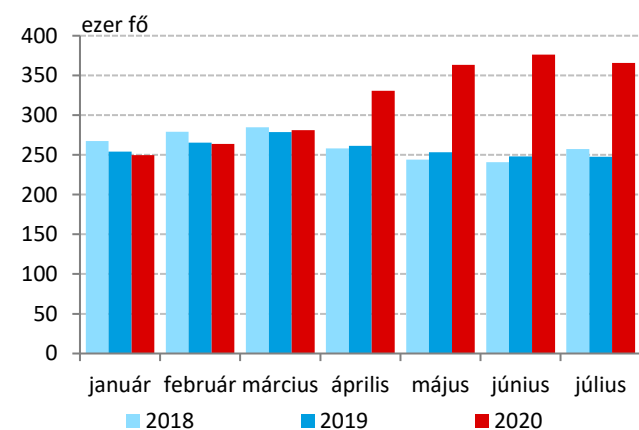
Megjegyzés: \* 2020. szeptember 10-ig rendelkezésre álló adatok alapján. Forrás: EVNY alapján KSH

3-33. ábra: Munkaerőpiaci alkalmazkodás létszámban és munkaórák számában



Megjegyzés: Az intézményi-munkaügyi statisztika (IMS) esetében 2020 júniusáig állnak rendelkezésre az adatok. Forrás: KSH, MNB

3-34. ábra: A regisztrált álláskeresők zárónapi száma havi frekvencián



Megjegyzés: A statisztika zárónapja a hónap 20. napja. Forrás: NFSZ

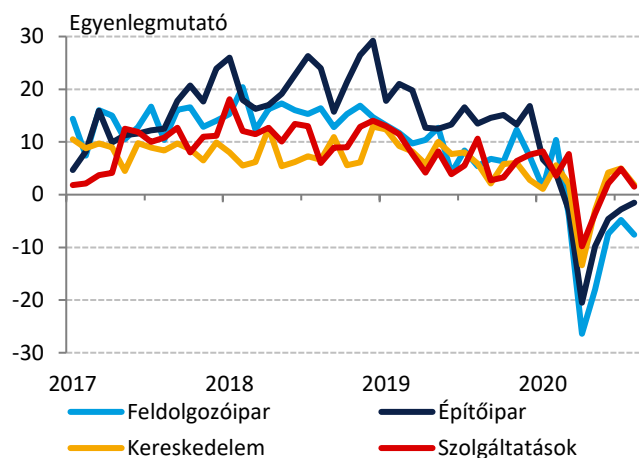
a tavaszi hónapokban sokan ideiglenesen felfüggesztették a tevékenységüket a koronavírus-járvány miatti veszélyhelyzetre való tekintettel. A NAV egyéni vállalkozói nyilvántartása alapján az egyéni vállalkozások legnagyobb mértékben márciusban és áprilisban döntöttek tevékenységük szüneteltetése mellett.

**A koronavírus és a kijárási korlátozásokkal összhangban a foglalkoztatás csökkenése nem járt párhuzamosan a munkanélküliség azonnali, nagyobb mértékű növekedésével.** Az állásvesztők jelentős része – statisztikai módszertan következtében – munkanélküliek helyett ideiglenesen inaktívok számát emelte. A jelenség oka, hogy a Munkaerő-felmérés – nemzetközi összehasonlításához harmonizált – definíciója azt tekinti munkanélkülinek, akinek nincs munkája és az elmúlt 4 hétben aktívan keresett munkát, és ha találna, 2 héten belül munkába is tudna állni. Azonban a korlátozások feloldását követően, a gazdaság fokozatos újraindulásával a járvány ideje alatt inaktívvá vált állásvesztők közül egyre többen aktív álláskeresésbe kezdtek, ami a munkanélküliségi ráta emelkedését eredményezte a tavaszi-nyári hónapokban, így a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 5,1 százalékos értékkel májusban érte el csúcspontját. Az emelkedés ellenére nemzetközi összehasonlításban a hazai munkanélküliség továbbra is alacsonynak tekinthető. Júniustól mérséklődik a munkanélküliségi ráta, ami arra utal, hogy a gazdaság helyreállása már megkezdődött.

**A megváltozó gazdasági körülményekhez a vállalatok elbocsátások mellett a foglalkoztatottak munkaidejének (ledolgozott munkaórák számának) mérséklésével alkalmazkodtak.** Havi adatok alapján mind az intézményi statisztika, mind a Munkaerő-felmérés alapján mérséklődött a foglalkoztatottak száma (3-33. ábra). Azonban a munkaerőpiaci alkalmazkodás a legnagyobb mértékben a munkaórák csökkenésében történt.

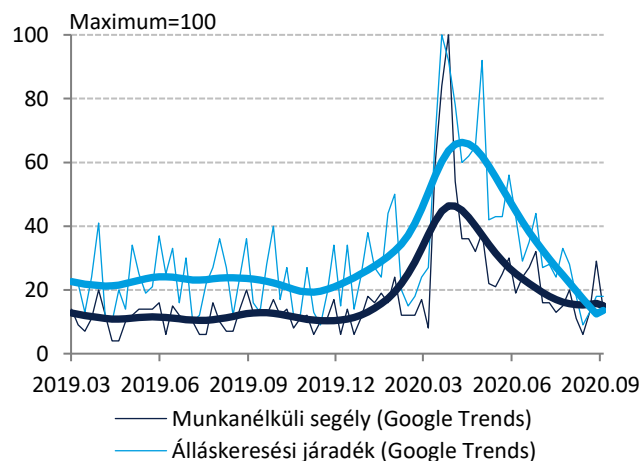
**Az NFSZ (Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat) havi adatai alapján a júniusi csúcspontot követően júliusban már csak 365,8 ezer regisztrált álláskeresőt tartottak nyilván** (3-34. ábra), ami 118 ezer fővel haladja meg az előző év azonos időszakát. Az NFSZ adatközlésében az számít munkanélkülinek, aki bejelentett munkaviszonnyal nem rendelkezik és munkaügyi hivataloknál regisztráltatta magát. A regisztrációból kilépők (elhelyezkedés, közfoglalkoztatás, együttműködés hiánya, egyéb ok miatt) száma már érdemben meghaladta az újonnan regiszterbe bekerülő álláskeresők számát.

**Az állásvesztés a feldolgozóiparban és a szolgáltató szektorban dolgozókat egyaránt sújtotta.** A szolgáltatásokon belül a leginkább érintett ágazatok a

**3-35. 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

**3-36. ábra: Google-keresések a munkanélküliséghez kapcsolódó kifejezésekre**


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

Forrás: Google

kereskedelem, a turizmus, az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenységek (például munkaerőkölcsönzés), illetve egyéb (személyi) szolgáltatások voltak.

**Az ESI – konjunktúra hangulatot monitorozó – vállalati felmérése is a foglalkoztatás harmadik negyedévi javulását támasztja alá.** A következő 3 hónapra vonatkozó foglalkoztatási várakozások az áprilisi mélypontot követően júniusban és júliusban a kereskedelmi és szolgáltatási ágazatokban pozitív tartományban tartózkodtak, míg a feldolgozóiparban és az építőiparban a vállalatok többsége továbbra is létszámcsökkentést tervezett. Azonban augusztusban – az építőipar kivételével – az elmúlt kéthavi javulást követően ismét romlottak a foglalkoztatottságra vonatkozó várakozások (3-35. ábra).

**Az ESI lakossági felmérésében is hasonló mintázatot mutat a munkaerőpiaci folyamatok alakulása.** A háztartások következő 12 hónapra vonatkozó munkanélküliségi várakozása augusztusban historikus szinten alakult, ami már jelentős mérséklődés az előző hónapokhoz képest.

**A munkanélküliséghez kapcsolódó Google-keresések március végi, április eleji tetőzést követően a nyári hónapok során jelentős mérséklődést mutatott** (3-36. ábra), amely augusztusra megközelítette a historikus átlag szintjét. A Google keresések elemzése (Google-Trends) lehetőséget teremt arra, hogy a munkaerőpiaci változásokat valós időben figyeljük meg. A magas frekvenciás internetes keresések elsősorban a rövid távú munkanélküliség (új állásvesztők) alakulására tartalmaznak információt, például azt, hogy a felhasználók milyen arányban kerestek rá a „munkanélküli segély” vagy az „álláskeresési járadék” kifejezésre.

### 3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

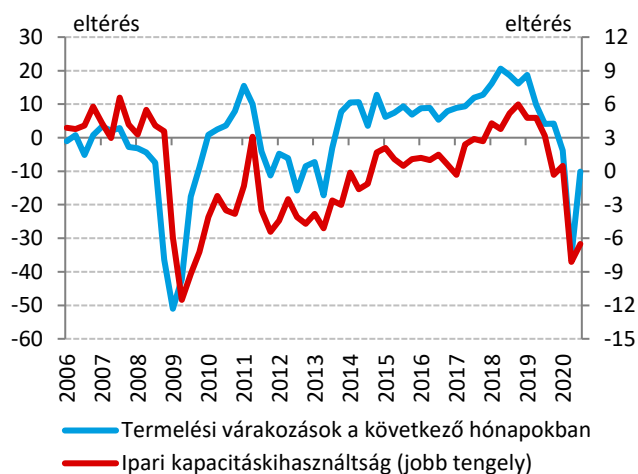
A koronavírus gazdasági hatásainak következtében a hazai GDP 2020 második negyedévében érte el a mélypontját, amivel összhangban becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója negatív tartományba fordult. A ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi, a keresleti és kínálati hatások számszerűsítése és szétválasztása komoly kihívást jelent. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága jelentősen visszaesett. Várakozásunk szerint a hazai gazdaság talpra állása a harmadik negyedévben megindulhatott, azonban ennek kifizetését erőteljesen befolyásolja, hogy az aktuális előrejelzések szerint a legfőbb exportpartnerünknek számító eurozóna gazdasági teljesítménye érdemben visszaesik az idei évben.

3-37. ábra: A munkaerőpiaci feszesség alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított, negyedéves adatok alapján.  
Forrás: KSH

3-38. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.  
Forrás: ESI alapján MNB

**2020 második negyedévében a bruttó hozzáadott érték a koronavírus-járvány hatásainak következtében érdemben csökkent.** Előrejelzésünk szerint a GDP a második negyedévben érte el a mélypontját, amihez a legfőbb járműipari szereplők átmeneti leállása, a turizmusban és vendéglátásban jelentkező keresletkiesés, illetve a kijárási korlátozások általános hatása egyaránt hozzájárult.

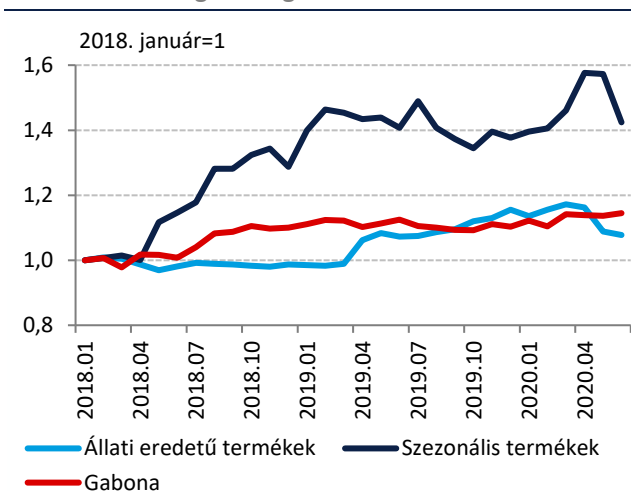
**Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója a második negyedévben negatív tartományba fordult, a kibocsátási rés jelentősen mérséklődhetett az elmúlt negyedévekhez viszonyítva.** A ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi. A járvány következtében a gazdasági szereplőket érő hatások tartósságának megbecslése és természetének azonosítása (kínálati vagy keresleti) kihívást jelent. A romló jövedelmi kilátások és a globális kereslet mérséklődése jellemzően keresleti oldalról befolyásolja a GDP alakulását, míg a kijárási és érintkezési korlátozások hatására bezáró mozik és színházak, illetve a gyártósorok mellett dolgozók egészségügyi védelmét célzó intézkedések hatására alacsonyabb kapacitáskihasználtság inkább kínálati természetű.

**A koronavírus hatása a hazai munkaerőpiacon is éreztette hatását, a munkaerőpiaci feszesség 2016-os évközepi szintjére esett vissza a második negyedévben (3-37. ábra).** Kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága 2020 második negyedévében érdemben visszaesett és a harmadik negyedévben is alacsony szinten alakult, összhangban a nem teljes műszakban történő üzemeléssel és a globális kereslet mérséklődésével (3-38. ábra). A koronavírus következtében a világgazdasági teljesítményre vonatkozó kilátások érdemben mérséklődtek, emellett az ezt övező bizonytalanság is nagymértékben megemelkedett. Ezzel összhangban a hazai feldolgozóipari vállalatok jövőbeli termelési várakozásai jelentősen csökkentek a második negyedévben. A harmadik negyedévben azonban már korrekció látható. Várakozásunk szerint a gazdaság kilábalása megkezdődhetett az elmúlt hónapokban. Ugyanakkor az eurozóna gazdasági teljesítménye érdemben visszaeshet 2020-ban – illetve egyes forgatókönyvek szerint tartósan gyengén alakulhat.

### 3.5. Költségek és infláció

Az árak növekedési üteme a második negyedév 2,5 százalékos átlagos értékéről augusztusra éves összehasonlításban 3,9 százalékra gyorsult. Az éves inflációs adatot a gazdaság újraindulásához kapcsolódó, a keresleti és kínálati viszonyok hirtelen eltolódásából adódó átázások erőteljesen befolyásolták. A korlátozások fokozatos feloldása következtében néhány részipiacon megugrott a kereslet, illetve egyes termékek esetén a termelési láncok fokozatos helyreállása miatt átmenetileg korlátozott elérhetőség volt jellemző. Az adószűrt maginfláció az elmúlt időszakban 4 százalék fölé emelkedett, és augusztusban 4,2 százalékon alakult. Az elmúlt hónapokban a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek, illetve a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – szintén emelkedtek.

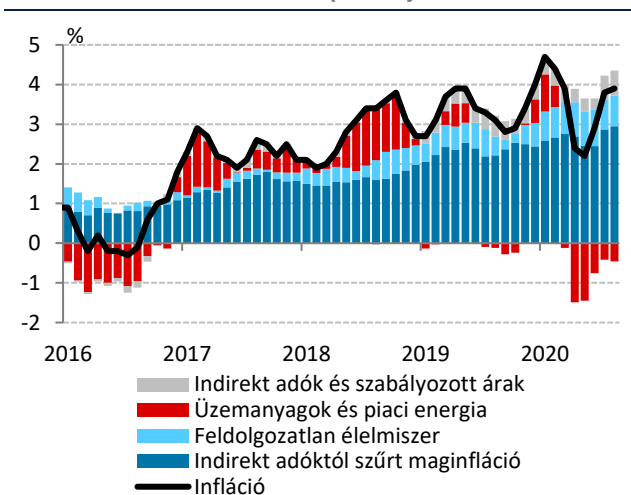
3-39. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

3-40. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

#### 3.5.1. Termelői árak

**A hazai mezőgazdasági termelői árak növekedése éves összehasonlításban az előző negyedévekhez képest érdemben lassult 2020 második negyedévében.** A gyümölcsök esetében a második negyedévben az átlagos termelőiár-emelkedés az előző évhez viszonyítva meghaladta az 50 százalékot, melynek hátterében a kedvezőtlen időjárási viszonyok (tavaszi fagyok majd nyári esőzések) állnak. Ugyanakkor ezt az áremelkedést ellensúlyozta a burgonya árának számottevő csökkenése, így összességében a szezonális zöldségek és gyümölcsök termelői árai a historikus átlagnak lényegében megfelelő ütemben nőttek. Az állati eredetű termékek esetében a sertésbús termelői ára a sertéspestis áremelő hatásainak kifizetését követően – a márciusi 55,1 százalékos jelentős árnövekedés után – júniusban már 5,8 százalékkal csökkent. A gabonafélék árai 2020 második negyedévében az előző évhez képest enyhén emelkedtek (3-39. ábra).

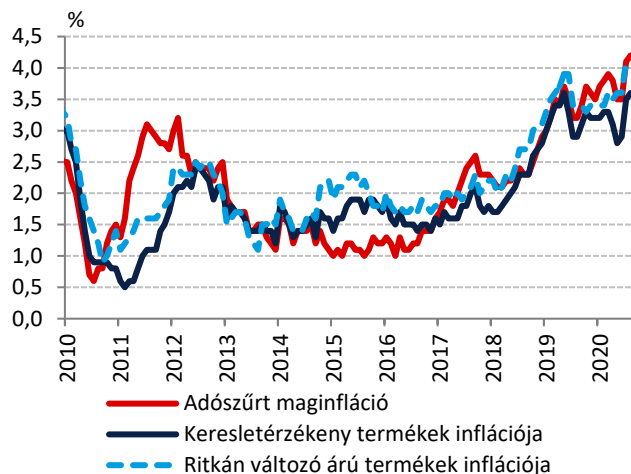
**A fogyasztási cikkek esetében a hazai termelő árak a historikus átlagot meghaladó mértékben emelkedtek júliusig az előző év azonos időszakához képest.** Ugyanakkor a teljes ipar belföldi értékesítési árai éves összehasonlításban az elmúlt hónapokban a historikus átlagnál alacsonyabb mértékben emelkedtek.

#### 3.5.2. Fogyasztói árak

**Az árak növekedési üteme a második negyedév 2,5 százalékos átlagos értékéről augusztusra éves összehasonlításban 3,9 százalékra gyorsult.** Az elmúlt időszakban a koronavírus-járvány speciális, a keresleti-kínálati súrlódásokból fakadó inflációt emelő hatásokat fejtett ki, melyekkel részletesebben a 3-2. keretes írásban foglalkozunk. Az infláció növekedését a júliustól életbe lépett jövedékiadó-változások is magyarázzák, melyek az üzemanyagokat, illetve a dohánytermékeket érintették és hatásuk a teljes infláció szintjén számításaink szerint júliusban 0,4, augusztusban pedig 0,5 százalékpontot tett ki (3-40. ábra).

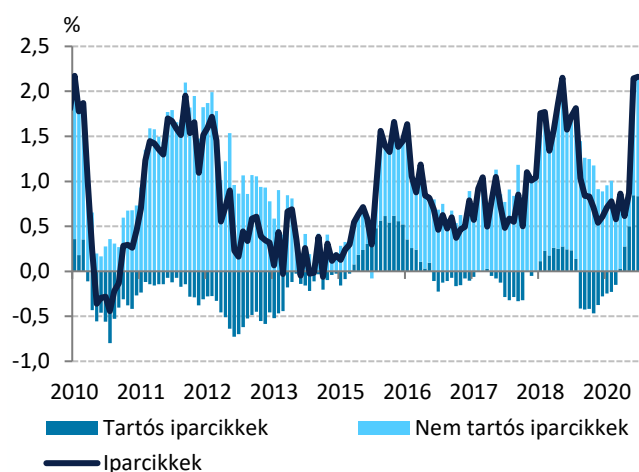
**Az adószűrt maginfláció az elmúlt időszakban 4 százalék fölé emelkedett, és augusztusban 4,2 százalékon alakult.** A

3-41. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

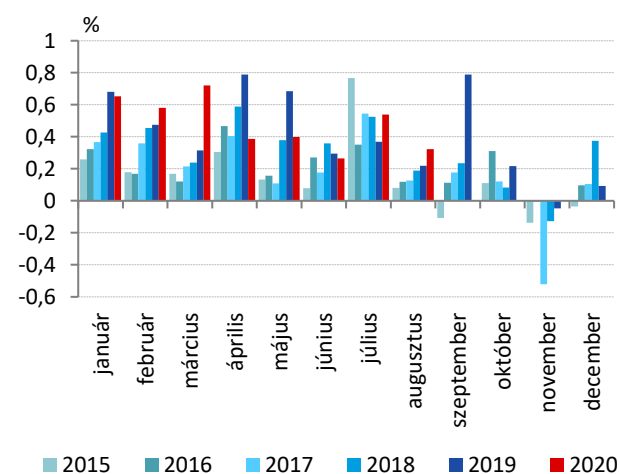
3-42. ábra: Az iparcikkek árváltozása



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-43. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.

Forrás: KSH, MNB

mutató emelkedése főként az iparcikkek és a járványügyi korlátozásoknak leginkább kitett szolgáltatások (éttermi étkezés, belföldi üdülés) árnövekedéséhez kapcsolódik. Az elmúlt hónapokban a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink – a keresletérzékeny termékek, illetve a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja – szintén emelkedtek (3-41. ábra). Az Eurostat módszertana alapján számított maginflációs mutató – a volatilis energia, élelmiszer, alkohol és dohánytermékek nélküli infláció – vegyes képet mutat: míg Csehországban és Lengyelországban meghaladja a jegybanki inflációs cél körüli toleranciasávot, addig hazánk és Románia esetében a toleranciasávon belül, az inflációs célok közelében tartózkodik (lásd 3.1 alfejezet).

**Az iparcikkek éves inflációja az elmúlt hónapokban a továbbra is visszafogott külső inflációs környezet ellenére számottevően emelkedett, melynek háttérében alapvetően a személygépkocsik árdinamikája állt.** A termékkörön belül mind a tartós, mind pedig a nem tartós iparcikkek inflációja nőtt (3-42. ábra).

**A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban átlagosan 4,9 százalékon alakult.** A koronavírus-járvány terjedésének visszaszorítása érdekében hozott korlátozó intézkedések fokozatos feloldása után júliustól ismét elérhetővé váltak olyan szolgáltatások, mint az éttermi étkezés vagy a belföldi üdülési szolgáltatások. Ezek esetében a korábbi időszakhoz képest magasabb árváltozásokat figyelhettünk meg, melyet támogatott a rendkívüli módon megemelt SZÉP-kártya keretösszegek keresletélénkítő – és ezáltal árnövelő – hatása is (3-43. ábra).

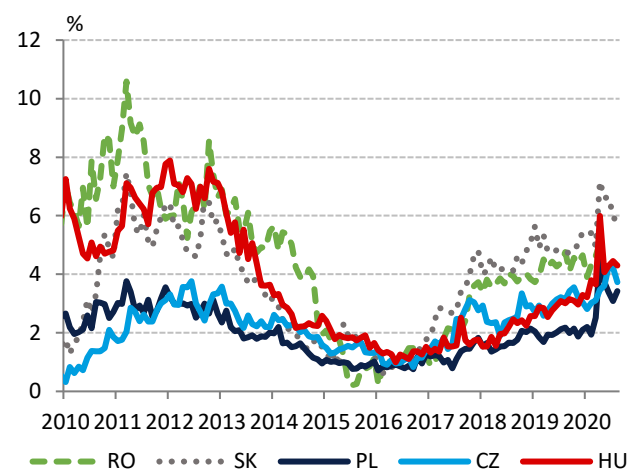
**Az alkohol- és a dohánytermékek ára a nyári hónapokban emelkedett,** amit a dohánytermékeket érintő júliusi jövedékiadó-emelés árnövelő hatása okozott. A dohánytermékek jövedékiadó-emelésének esetében a korábbi adóváltozásokat jellemző begyűrűzést tapasztaltunk.

**Az élelmiszereket összességében továbbra is a korábbi időszaknál magasabb árdinamika jellemezte az elmúlt hónapokban,** azonban mind a feldolgozott, mind a feldolgozatlan élelmiszerek esetén a tavaszi hónapokhoz képest mérséklődő árindex volt megfigyelhető. A mezőgazdasági termelők árak alakulását jellemző tendenciák a sertéshús, illetve a friss zöldségek, gyümölcsök esetében a fogyasztói árak alakulásában is megjelentek.

**Az üzemanyagok ára az elmúlt időszakban emelkedett.** Mivel a Brent típusú kőolaj világpiaci ára 2020 második negyedévében átlagosan az 50 dollár/hordós szintnél alacsonyabban alakult (a NAV által meghatározott átlagár



3-44. ábra: Inflációs várakozások a régióban



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

Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

29,928 dollár/hordó volt), így a hatályos szabályozás szerint 2020. július 1-jétől az üzemanyagok jövedéki adója a benzín esetében literenként 5, a gázolaj esetében pedig literenként 10 forinttal emelkedett. Emellett a Brent kőolaj világszintű ára a június közepi 40 dollár/hordó szintről augusztusban 45 dollár/hordó körüli szintre emelkedett, ami szintén hozzájárult a hazai üzemanyagárak növekedéséhez.

**Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció magasabban alakult a júniusi Inflációs jelentés előrejelzésénél.** Az iparcikkek és a piaci szolgáltatások áralakulása következtében a maginfláció, illetve az indirekt adóktól szűrt maginfláció szintén meghaladta a júniusi prognózist. A maginfláción kívüli tételek esetében az üzemanyagárak emelkedése szintén az árindex várakozásunkat meghaladó növekedését eredményezte.

### 3.5.3. Inflációs várakozások

**A lakosság inflációs várakozásai az áprilisi átmeneti növekedést követően májusban csökkentek, majd lényegében változatlanul alakultak augusztusig.** Az elmúlt időszakban a koronavírus hatására a várakozások alakulásában statisztikai és viselkedési hatások is megjelentek (ezzel részletesebben a 2020. júniusi Inflációs jelentés 6.2. kiemelt témájában foglalkoztunk). A régiós országokban a lakosság inflációs várakozásai összességében az elmúlt hónapokban a hazánkban megfigyelthez hasonlóan mérséklődtek (3-44. ábra).

### 3-2. keretes írás: A koronavírus inflációs hatásainak elemzése

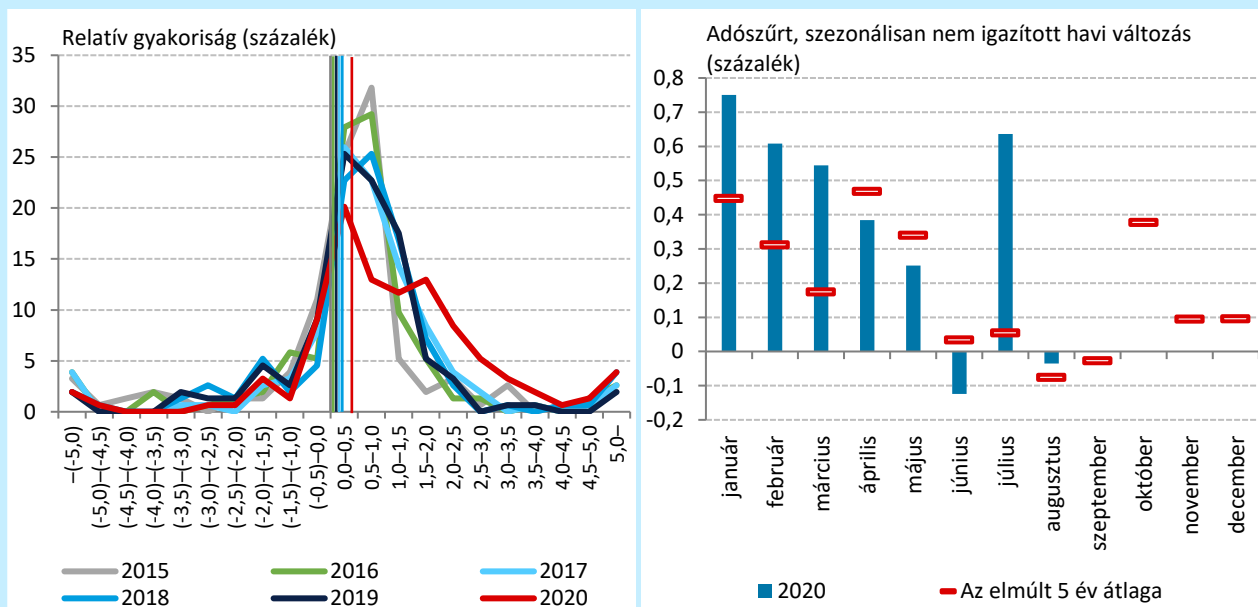
**A koronavírus-járvány a gazdasági növekedés, illetve a munkaerőpiaci folyamatok mellett az infláció alakulását is befolyásolja, utóbbi mérésében pedig a szokásosnál nagyobb torzításhoz vezethet.** Az elmúlt időszakban a koronavírus-járvány speciális, a keresleti–kínálati súrlódásokból fakadó inflációt emelő hatásokat fejtett ki, illetve az árak szezonálisitását is befolyásolhatta, melynek eredményeként az árak növekedési üteme a korlátozások által leginkább érintett március–júniusi időszak után augusztusig éves összehasonlításban 3,9 százalékra gyorsult. Érdemes tehát megvizsgálni, hogy a koronavírus-járvány mekkora szerepet játszott a hazai infláció július–augusztusi emelkedésében.

**A gazdaság újraindulásának első hónapjait az árazási döntésekben a szokásosnál nagyobb változékonyság jellemzi melynek háttérben több statisztikai és gazdasági jellegű tényező együttes hatása áll.** Egyrészt a KSH júliusban már szélesebb körben végezte el az árfelírást a járvány és az ezzel járó korlátozások által jobban érintett hónapokhoz (március–június) képest (a koronavírus-járvány statisztikai hatásaival részletesebben a júniusi Inflációs jelentés 6.2 kiemelt témájában foglalkoztunk). Másrészt a korlátozások fokozatos feloldása következtében néhány részpiacon koncentráltan megugró kereslet, míg egyes termékek esetében a termelési láncok fokozatos helyreállása miatt korlátozott elérhetőség volt jellemző. Ezen hatások főként a belföldi üdülési szolgáltatásokat, néhány tartós iparcikket (például személygépkocsik) és alapvető élelmiszereket (kenyér, tej, tészta stb.) érintették.

**Amennyiben a koronavírussal járó árazási súrlódások azonosítása érdekében megvizsgáljuk a terméksintű havi árváltozások eloszlását az elmúlt 5 év július–augusztus hónapjaiban, akkor az idei év eltér a korábbi mintázattól** (3-45. ábra, bal panel). Az elemzés során kiszűrtük a dohánytermékeket, illetve az üzemanyagokat 2020 júliusától érintő jövedékiadó-emelések hatásait, mivel azok a monetáris politika szempontjából külső (exogén) tényezőnek tekinthetők. Eredményeink alapján azon termékek és szolgáltatások aránya az elmúlt évekhez képest jelentősen (5–10 százalékponttal)

megemelkedett, ahol a havi árdinamika 1,0–3,5 százalék között alakul. Ebbe a kategóriába tartoznak bizonyos élelmiszerek (például tej és tejtermékek, tojás, rizs, kenyér, étolaj), néhány iparcikk (például új személygépkocsik, mosógépek, háztartási berendezések), illetve szolgáltatás (például takarítás, mosatás, fényképészeti szolgáltatások, vagy a büféáruk, mely kategóriába tartoznak bizonyos vendéglátóhelyi szolgáltatások). A 0 százalék körüli havi dinamikát mutató termékek aránya ezzel szemben lecsökkent. Az üzemanyagárak nélkül számított infláció szezonális szintén eltér az elmúlt 5 évben megfigyelt átárazási gyakorlattól, ami a vállalatok árazási viselkedésének megváltozására utal. Korábban ugyanis a június–júliusi hónapokat nem jellemezte jelentősebb árváltozás (3-45. ábra, jobb panel). Az augusztusi átárazás ugyanakkor lényegében megfelelt a korábbi évek átlagának.

3-45. ábra: Az infláció tételeinek július–augusztus havi árdinamikáinak eloszlása (2015–2020, bal panel) és az üzemanyagárak nélküli fogyasztói árak havi változása (jobb panel)



Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás. A bal oldali ábra esetében 2020 július–augusztus időszakon.

Forrás: KSH, MNB

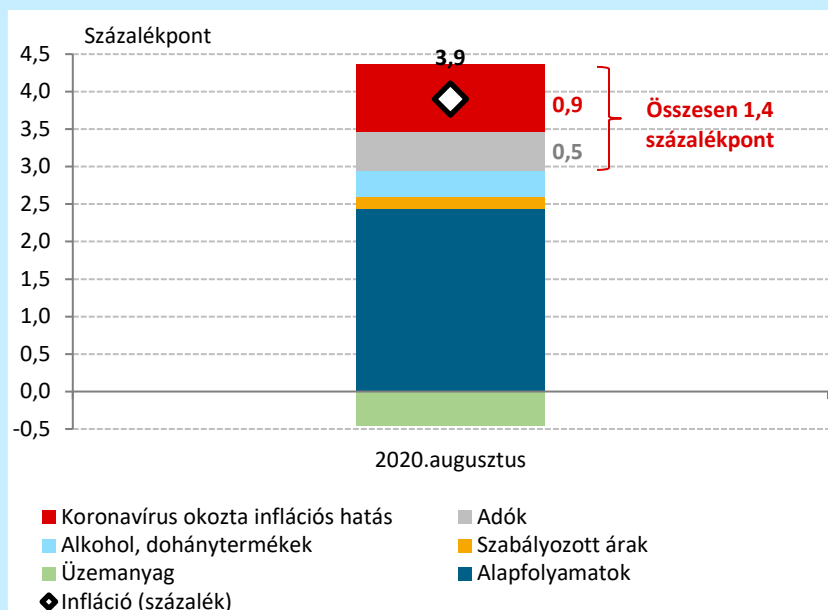
Részletesebben is megvizsgáltuk a július–augusztusi infláció, illetve maginfláció megugrásának összetevőit a keresleti–kínálati dimenziók mentén attól függően, hogy az adott termék, illetve szolgáltatás esetén fennállt-e valamilyen keresleti–kínálati torzítás. Becslésünk szerint az inflációt a fennálló keresleti–kínálati súrlódások 0,9 százalékponttal emelhették, míg az adószűrt maginfláció esetében ez a hatás 0,6 százalékpontra tehető. A jövedékiadó-változások az infláció esetében további 0,5 százalékpontos áremelő hatást fejtettek ki augusztusban (3-46. ábra). A torzítások, illetve áremelő hatások oka, hogy a koronavírus által érintett hónapokban a termékkörök közötti kereslet erősen ingadozott, és koncentráltan, rövid időszakokra a szokásos szintet jelentősen meghaladta. Ezzel szemben a kínálat nem tudott rugalmasan alkalmazkodni, illetve a termelési láncok akadozása miatt egyes esetekben csökkent is. Mindezek háttérben néhány jól azonosítható folyamat húzódik meg:

**Iparcikk, belföldi üdülési és éttermi szolgáltatások:** bizonyos iparcikk árjai a korábbi években megfigyeltnél nagyobb áremelkedést mutattak a korlátozások feloldását követően. Az üdülés és a vendéglátás újraindulásával – a karanténhelyzet és az utazási korlátozások feloldásával – párhuzamosan realizálódhattak ezen szolgáltatások a korábbi hónapokban elmaradt átárazásai, melyeket ösztönözhettek a megnövelt SZÉP-kártya juttatások is, illetve az ezen szolgáltatások iránti relatív és koncentrált keresletnövekedés.

**Ruházati cikkek és élelmiszerek:** a ruházati cikkek esetében jelentősebb keresletnövekedés ugyan nem volt tapasztalható, viszont a boltbezárások a fogyasztók számára kínálati korlátokat jelentettek. Bizonyos élelmiszerek esetében egyes időszakokban a boltokban átmeneti készlethiány lépett fel, és a termelési láncok fennakadásai következtében a készlethiány pótlása nemcsak időigényesebb volt, de az új termékek magasabb áron is érkezhettek az üzletekbe.

**Szabályozott árak, dohánytermékek és alapvető szolgáltatások:** ezen szolgáltatások az elmúlt hónapokban a járványhelyzet ellenére is zavartalanul tudtak működni, illetve nem voltak különösebb fennakadások az ellátásban.

3-46. ábra: Az augusztusi infláció felbontása



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

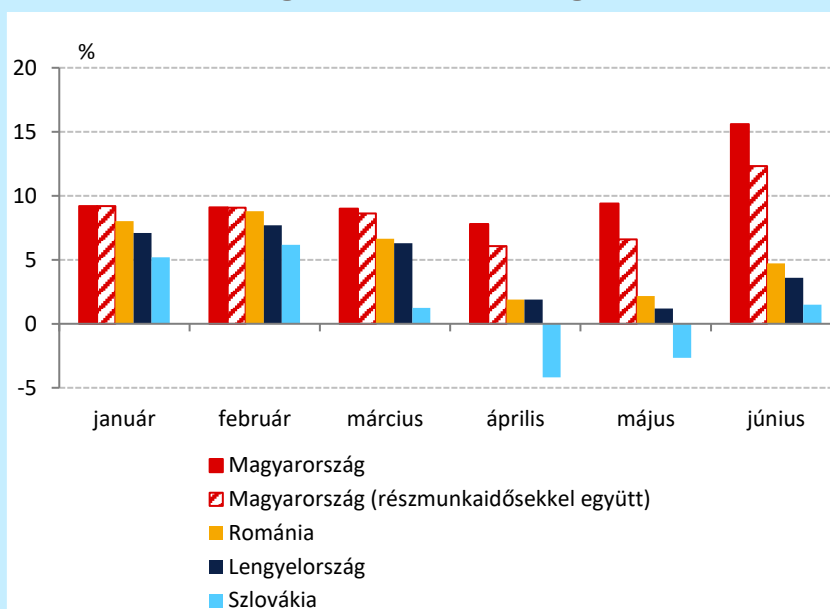
**Előretekintve a koronavírus akut szakaszában a keresleti–kínálati súrlódások és a gyenge kereslet dezinflációs hatásának eredője határozza meg az inflációs folyamatok alakulását.** Középtávon ugyanis – a korábbi válságtapasztalatokkal összhangban – kifutnak a koronavírus rövidtávú áremelő hatásai.

### 3-3. keretes írás: A koronavírus-járvány a vállalatok munkaerőköltségére gyakorolt hatásának mélyelemzése

Az elmúlt hónapokat jellemző éves hazai bérdinamikát látszólag nem érintette a koronavírus-járvány hatása, azonban a második negyedév során az átlagkereset emelkedésének több mint felét statisztikai hatások magyarázták. 2020. második negyedévében a nemzetgazdasági bruttó átlagkeresetek 10,9 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához képest, ami gyorsulást jelent az első negyedéves bérdinamikához (9,1 százalék) képest. Az alpbér munkaidőarányos csökkentése és az ehhez igényelhető munkahelyvédelmi bértámogatás a statisztikailag kimutatott bért kevésbé érintette. Ennek oka, hogy a mutatót a KSH a teljes munkaidős alkalmazottakra számítja. Továbbá a KSH által közzétett bérindex nem tartalmazza a részmunkaidőben dolgozókat, amelyek aránya az elmúlt hónapokban jelentősen megemelkedett. Emellett a vállalatok a megváltozott gazdasági helyzetben elsősorban az alacsonyabb keresetű dolgozókat bocsátották el, mely szintén felfelé torzítja a hivatalos bérindexet (létszámváltozás hatása).

A bérnövekedés tekintetében Magyarország kimagaslik a régiós országok közül (3-47. ábra). A régiós bér adatok a részmunkaidősökkel együtt kerülnek számszerűsítésre, mely alapján a hazai bérnövekedés 8,7 százalék volt az első félév átlagában. Míg Romániában 5,4, Lengyelországban 4,6 százalékkal nőttek a bérek az első félév átlagában. Szlovákia esetében mindössze 1,2 százalékkal emelkedtek a keresetek éves összevetésben. A tavaszi hónapokat követően júniusban már gyorsuló bérdinamika jellemezte a régiós országokat.

3-47. ábra: A bruttó átlagkereset éves változása régiós összehasonlításban

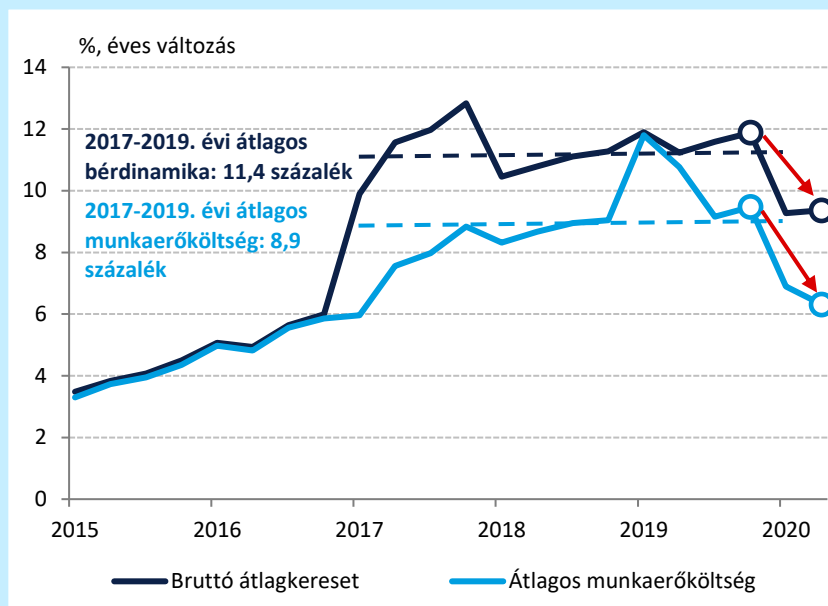


Megjegyzés: Csehországra havi frekvencián nem áll rendelkezésre adat, illetve a lengyel bér adatok kizárólag a versenyszektorra vonatkoznak havi frekvencián.

Forrás: nemzeti statisztikai hivatalok alapján MNB-gyűjtés

A koronavírus-járvány idején az átlagos munkaerőköltség a 2018-2019-ben megfigyelhető magasabb értékekről 2017. évi szintre süllyedt vissza. Így a vállalatok alacsonyabb bérköltség-emelkedéssel szembesültek, amely továbbra is elmarad a bruttó átlagkereset éves növekedésétől (3-48. ábra). A vállalati adóterhek, illetve az átlagos munkaerőköltségek mérséklődéséhez jelentősen hozzájárulhatott, hogy 2017 januárjától a magyar Kormány (a 2016-ban megkötött 6 évre szóló bérmegállapodás értelmében) több lépésben csökkentette a szociális hozzájárulási adó mértékét. A magyar Kormány a koronavírus-járvány a gazdaságra és a munkaerőpiacra gyakorolt hatásainak mérséklése érdekében az egyes ágazatokban a munkáltatói járulékfizetési kötelezettségeket rövid távon elengedte 2020-ban, valamint a szociális hozzájárulási adó mértékét 2020. július 1-jétől 2 százalékponttal csökkentette. Ennek köszönhetően hasonlóan a korábbi szociális hozzájárulási adó csökkenésekhez 2020. második negyedévében a vállalatok az elmúlt évekhez képest már alacsonyabb átlagos munkaerőköltség-emelkedéssel szembesültek.

3-48. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

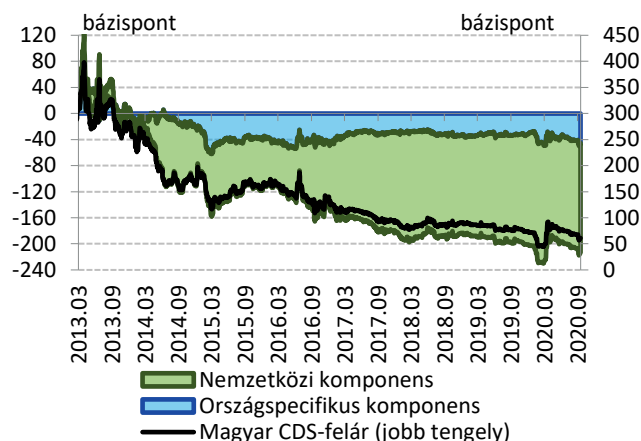
A hazai béradatokban a koronavírus-járvány hatása kevésbé jelentkezett, azonban a megváltozó gazdasági körülményekhez a vállalatok elbocsátások mellett intenzív oldalon (3-33. ábra a 3.3.-as fejezetből), a foglalkoztatottak munkaidejének (ledolgozott munkaórák számának) mérséklésével alkalmazkodtak, ami a részmunkaidőben dolgozók arányának gyors emelkedésével járt. A visszaeső gazdasági aktivitás ellenére a vállalatok a munkaerő megtartására törekedtek, különben később a megfelelő munkavállalók megtalálása, betanítása szintén jelentős költségeket róna a vállalatokra. Az alkalmazottak csökkentett munkaidejének gyakori formája a munkavállalók kötelező szabadságra küldése vagy részmunkaidőben történő foglalkoztatása.

## 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

### 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

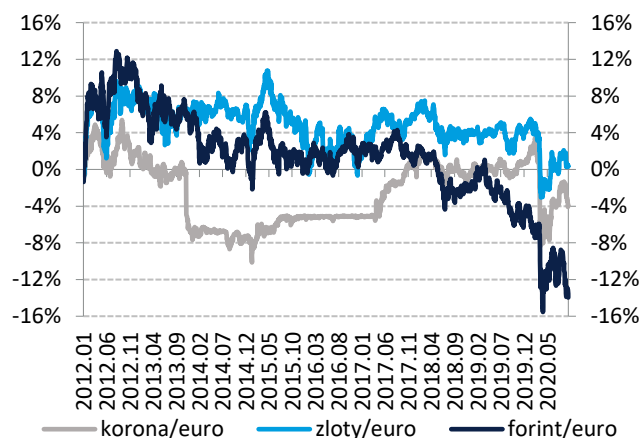
A gazdaságok újraindulásával párhuzamosan az elmúlt negyedévben javult a befektetői hangulat és mérséklődött a pénzpiacok volatilitása, ugyanakkor a koronavírus-járvány terjedésének elmúlt hetekben tapasztalt gyorsulása a bizonytalanság erősödésének irányába mutat. A főbb részvénypiacok nagyrészt emelkedtek június közepe óta, a tőzsdei volatilitást mérő VIX index az időszak eleji 33 százalékos szintjéről 28 százalékos közelébe mérséklődött vissza. Az amerikai, német és angol hosszú futamidejű állampapírhozamok enyhén tovább csökkentek a negyedév során. A feltörekvő piaci kötvények felára szintén csökkent. A nemzetközi hangulat javulásával a magyar hitelkockázati felár mérséklődött. A rövid állampapírpiazi és bankközi hozamok szintén mérséklődtek, a 3 hónapos BUBOR 27 bázisponttal csökkent. A bankközi hozamgörbe feljebb tolódott, míg az állampapírpiazi hozamgörbe rövid és hosszú szakasza lejjebb, középső szakasza pedig feljebb tolódott. Az időszak elején a hazai deviza még átmeneti leértékelődését augusztus közepétől a kedvezőtlen makrogazdasági hírek hatására a régiótól elváló, mintegy 5 százalékos forintgyengülés, majd kisebb korrekció követte.

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



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

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

#### 4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

**Hazánk hitelkockázati felára az elmúlt negyedévben fokozatosan mérséklődött** (4-1. ábra). Az időszak során számottevően, 15 bázisponttal mérséklődött a CDS felár, amihez az országspecifikus tényező nagyobb mértékben járult hozzá, mint a nemzetközi hatások. A CDS felár így jelenleg 60 bázispont körül alakul.

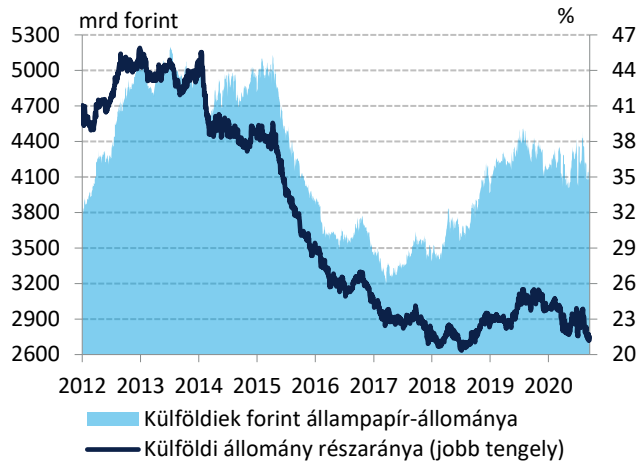
#### 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

**A forint 4,5 százalékkal értékelődött le az euróval szemben.** A régiós devizák közül a román lej 0,4 százalékkal gyengült, a cseh korona 0,5 százalékkal gyengült, míg a lengyel zloty 0,2 százalékkal erősödött az euróval szemben (4-2. ábra). Az időszak elején mintegy 3 százalékos gyengült a forint, majd július végén fokozatosan erősödött vissza a kezdeti szint közelébe, amelyet követően az időszak végéig újra leértékelődött, majd kismértékben korrigált. A forint a dollárral szemben 0,8 százalékkal értékelődött fel, míg régiós devizák ennél nagyobb mértékben erősödtek: a cseh korona 4,6 százalékkal, a román lej és a lengyel zloty pedig 4,7, illetve 5,3 százalékkal erősödött.

#### 4.1.3. Állampapírpiazi és hozamalakulás

Csökkent a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta tartó gyakorlatilag folyamatos csökkenését követően előbb stabilizálódott, majd 2018 elejétől emelkedni kezdett. Az emelkedés 2019 közepére megállt, majd fokozatosan csökkenni kezdett az állomány. Az idei év eleji emelkedést követően március közepétől előbb erőteljesen csökkent, majd májustól augusztus elejéig kissé emelkedett a külföldiek forint állampapír-állománya, végül ismét mérséklődni kezdett. Így az elmúlt három hónapban mintegy 75 milliárd forinttal mérséklődött. A forint állampapírokra belüli tulajdoni

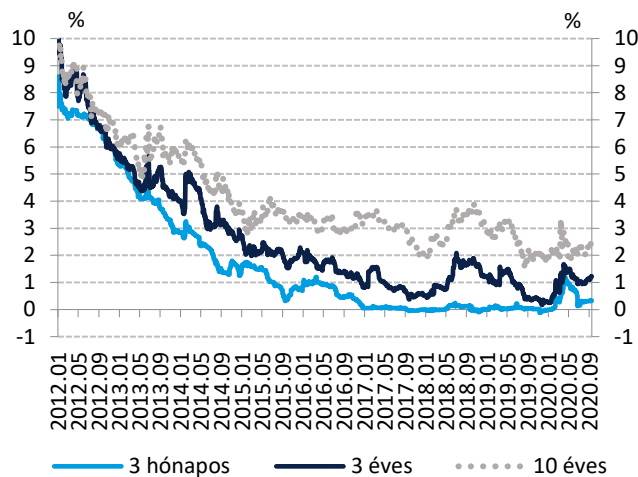
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

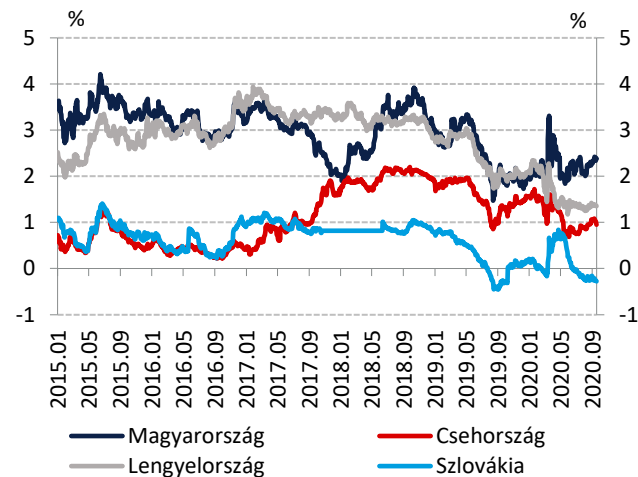
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

részarány szintén enyhén csökkent, így 21,5 százalék közelében alakul.

**Az államkötvény aukciókon a meghirdetett, vagy annál nagyobb mennyiségekben fogadott el ajánlatokat az ÁKK.** Az aukciós átlaghozamok vegyesen alakultak az elmúlt negyedévben. A háromhónapos aukción mérséklődtek, míg a tízéves aukciókon emelkedtek az átlaghozamok, így az időszak végén rendre 33 bázisponton és 2,41 százalékon alakultak.

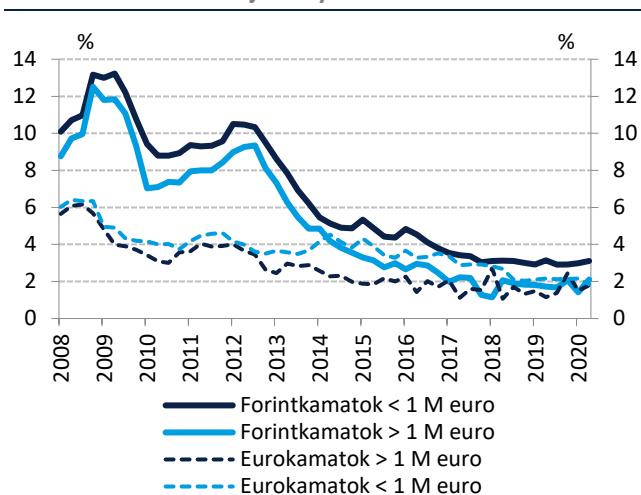
**Az állampapír-piaci hozamgörbe rövidebb szakaszán mérséklődtek, míg hosszabb szakaszán emelkedtek a hozamok (4-4. ábra).** A hozamgörbe rövid szakasza az időszak elején jelentős mértékben csökkent, majd azt követően kissé emelkedett. A hosszabb futamidőkön a júniusi és júliusi kamatdöntések környezetében mérséklődés volt megfigyelhető, amelyet követően azonban emelkedtek a hozamok. A 10 éves benchmark hozam összességében 5 bázisponttal emelkedett június közepéhez képest. A bankközi hozamoknál az időszak végére a 3 hónapos BUBOR-kamat 27 bázisponttal, 0,63 százalékra mérséklődött, a hosszabb bankközi hozamok viszont 15-22 bázisponttal emelkedtek.

**A régiós hosszú referenciahozamok vegyesen alakultak az időszak során (4-5. ábra).** A tízéves forinthatam a június közepi, 2,3 százalékról a 2,4 százalékos szintig emelkedett. A cseh hosszú hozam kisebb mértékben, 8 bázisponttal nőtt. Ezzel szemben a lengyel tízéves hozam 8, míg a szlovák 31 bázisponttal csökkent.

## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A koronavírus-járvány negatív gazdasági hatásai következtében a bankok jelentős aránya szigorított a vállalati és a háztartási hitelfeltételeken egyaránt. 2020. második felévére előretekintve a vállalati hitelszterdekben további szigorítást, míg a háztartási hitelek esetében már lazítást helyeztek kilátásba a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok. A nagyszegű vállalati forint- és euróhitelek átlagos finanszírozási költsége emelkedett a vizsgált időszakban, ezzel szemben a személyi kölcsönök átlagos hitelköltsége a maximális THM-szintre vonatkozó szabályozás hatására 7 százalékpontos mérséklődést követően 5,9 százalékra süllyedt. A lakáshitelek kibocsátása alacsony kamatkockázattal bír, a negyedév során megkötött lakáshitel-szerződések 74 százaléka legalább 10 évre, vagy a futamidő végéig fixált kamatozású. A negyedév során a reálkamatszint emelkedett, melyet az inflációs várakozások csökkenése, valamint a betéti kamatok emelkedése magyaráz.

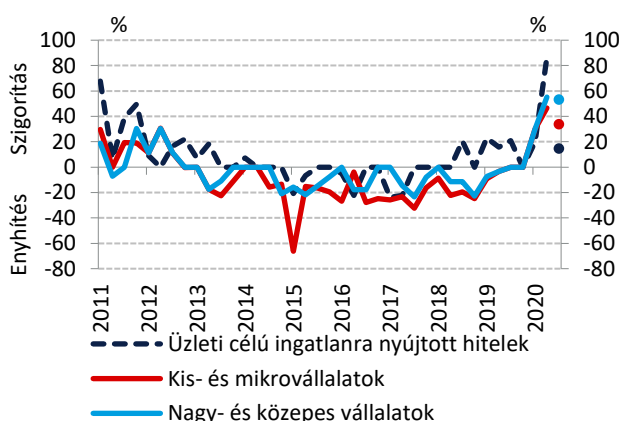
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



Megjegyzés: Változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással rendelkező hitelek. 2015-től az 1 milliárd euró 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 2020 második felévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

### 4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

**Emelkedtek a vállalati forinthitelek finanszírozási költségei a negyedév során.** Az új vállalati forinthitel-szerződések simított átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 0,1 százalékponttal, míg a nagyszegű forinthitelek esetében 0,7 százalékponttal emelkedett az előző negyedévhez képest. Ezzel az átlagos forinthitel-kamat 2,4 százalékot tett ki júniusban. Az euróhitelek tekintetében 0,3 százalékponttal csökkent a kisösszegű eurohitelek kamata, és ugyanilyen mértékű emelkedés volt megfigyelhető a nagyszegű eurohitelek kamatszintjében a negyedév során (4-6. ábra). A negyedév végére az eurohitelek átlagos finanszírozási költsége 1,8 százalékra emelkedett. A forintkamatok eurohiteleknél nagyobb mértékű emelkedését összetételhatás magyarázza.

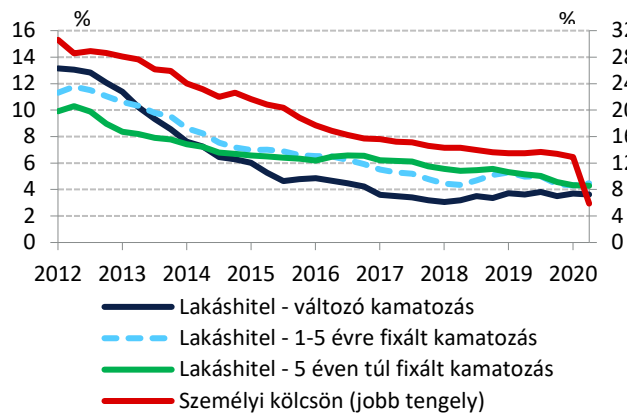
**A járvány hatására bizonytalanná vált környezetben szigorodtak a vállalati hitelfeltételek.** A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 47 százaléka a negyedév során szigorított a hitelhez jutás feltételein a vállalati szegmensben, mely mögött legfőbb indokként a gazdasági kilátások romlását, valamint iparág-specifikus problémákat említettek. A következő fél évre előretekintve hasonló arányban jeleztek további szigorító lépéseket, melyben jelentős szerepet játszik a banki kockázati tolerancia megváltozása. Legnagyobb arányban, 86 százaléka az üzleti célú ingatlanhitelek szterderdjain szigorított, azonban az év második felében már mindössze 14 százaléka tervez további szigorító lépéseket e szegmens esetében (4-7. ábra).

### 4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

**A hosszabb távra kamatfixált lakáshitelek átlagos hitelköltsége tovább csökkent.** A negyedév során kibocsátott lakáshitelek átlagos THM-szintje az 1–5 évre kamatfixált lakáshitelek esetében 0,2 százalékponttal 4,5 százalékra emelkedett, míg az 5 évnél hosszabb időre fixált hitelek esetében 0,1 százalékpontos mérséklődést követően 4,3 százalékra csökkent az átlagos hitelköltség (4-8. ábra). A BUBOR emelkedésével párhuzamosan a



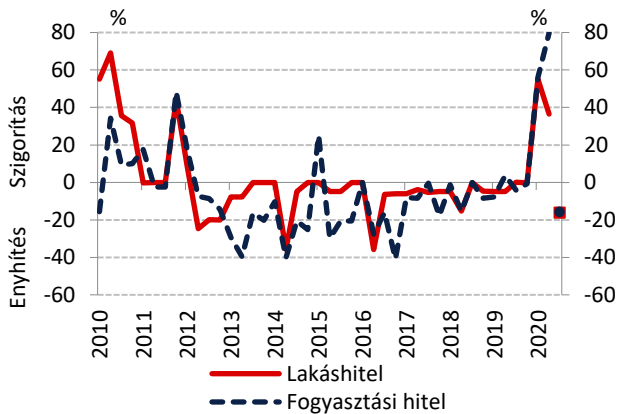
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

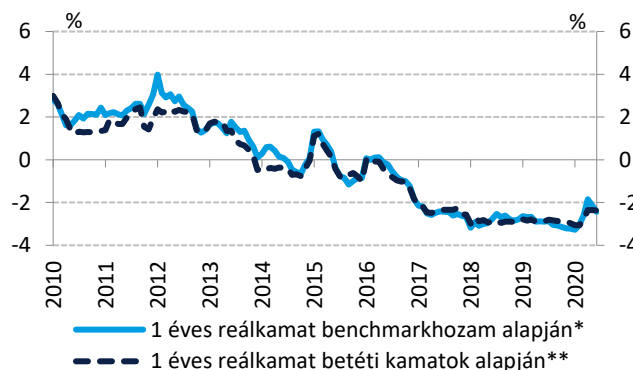
Forrás: MNB

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



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2020 második félévére. 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

változó kamatozású lakáshitelek felára 0,6 százalékponttal csökkent, a releváns IRS-ek változatlansága mellett pedig 2,8 százalékponton maradt az 5 éven túl kamatfixált hitelek felára. A kamatkockázattal kevésbé érintett új kibocsátásban a negyedév során megkötött lakáshitelvolumen 74 százaléka legalább 10 évre vagy a futamidő végéig fixált kamatozású volt, és 73 százalékát Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelként kötötték. A bankok érvényesítették a fedezetlen fogyasztási hitelekre elrendelt THM-szintre vonatkozó korlátot, ezzel 7 százalékpontos mérséklődést követően 5,9 százalékon állt a személyi kölcsönök átlagos hitelköltsége a negyedév végén, míg az átlagos felár 4,9 százalékponttal süllyedt.

**Tovább szigorítottak a bankok a lakás-, és a fogyasztási hitelek sztenderdjein a negyedév során.** A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok 37 százaléka szigorított a lakáshitelek feltételein, elsősorban a minimálisan megkövetelt hitelképességi szint emelése révén, melyet az ügyfelek hitelképességének romlásával, és a romló gazdasági kilátásokkal indokoltak (4-9. ábra). Ennél is nagyobb arányban, a bankok nettó 80 százaléka szigorított a fedezetlen fogyasztási hitelsztenderdeken, a lakáshitelekéhez hasonló okokból kifolyólag. 2020 második félévére előretekintve ugyanakkor mindkét termék kategóriában enyhítést helyezett kilátásba a bankok 16 százaléka a piaci részesedési célok elérése érdekében.

#### 4.2.3. Reálkamatok alakulása

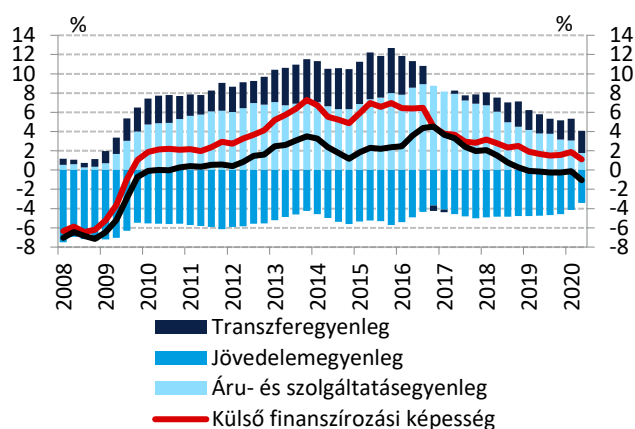
**Emelkedtek a reálkamatok a negyedév folyamán.** Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint az állampapírpiazi hozamok alapján becslülve 0,2 százalékponttal, míg a betéti kamatok alapján becslülve 0,4 százalékponttal emelkedett a vizsgált időszakban. Ennek eredményeképpen mindkét reálkamat szint -2,4 százalékot tett ki a negyedév végén (4-10. ábra). A reálkamat szint negyedéves emelkedését az inflációs várakozások csökkenése, valamint a betéti kamatok emelkedése egyaránt magyarázza.

## 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

### 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2020 második negyedévében a gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 1,1 százalékát, míg a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 1,1 százalékát tette ki. A koronavírus járvány a második negyedévben már jelentősen befolyásolta a külső egyensúlyi folyamatokat. A nettó export csökkenésében főként a visszaeső ipari termelés, a járvány elleni védekezési költségek importnövelő hatása és a szolgáltatásegyenleg csökkenése játszott szerepet, amelynek hatását tompította a cserearányok javulása. A folyó fizetési mérleg javulásának irányába hatott ugyanakkor a jövedelemegyenleg hiányának mérséklődése, ami a külföldi vállalatok jövedelmének visszaesésével állt összefüggésben. A folytatódó EU-forrás felhasználás mellett a transzferegyenleg stabilan magas maradt. A finanszírozási adatok alapján folytatódott a nettó FDI-beáramlás, miközben a GDP-arányos nettó külső adósság a március végi historikus mélypontról enyhén emelkedett.

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



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

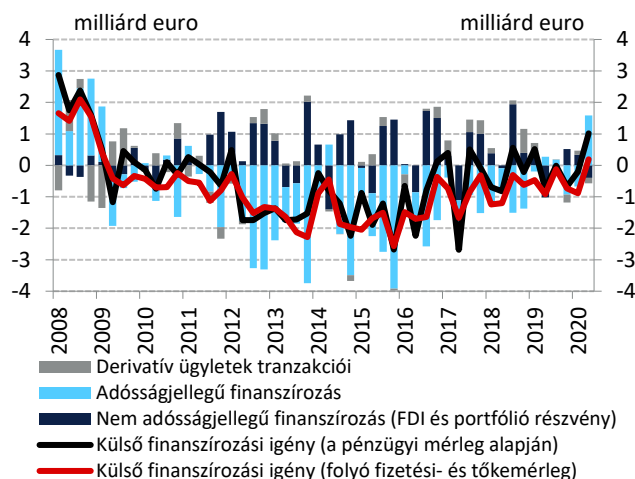
#### 5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

2020 második negyedévében a gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 1,1 százalékára csökkent a folyó fizetési mérleg hiányának 1,1 százalékra történő emelkedése hatására (5-1. ábra). A külső egyensúlyi mutatók alakulásában a koronavírus járvány hatása tükröződött. A folyó fizetési mérleg csökkenése a nettó export visszaesésének és a jövedelemegyenleg javulásának eredményeként valósult meg. A külkereskedelmi egyenleg csökkenéséhez nagyobb részben a szolgáltatásegyenleg – turizmus visszaesésével összefüggő – romlása járult hozzá, de az áru egyenleg hiánya is emelkedett. Az áru egyenleg romlásában a külső kereslet csökkenése, a járműgyárak áprilisi leállása mellett lassuló ipari termelés és a vírus elleni védekezési költségek importnövelő hatása egyaránt szerepet játszott. Mindezt tompította az energiahordozók árcsökkenésével párhuzamosan javuló cserearány. A jövedelemegyenleg hiánya csökkent a külföldi tulajdonú vállalatok alacsonyabb profitja miatt, a transzferegyenleg többlete pedig az EU-források stabilan magas felhasználásának köszönhetően nem változott érdemben.

#### 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

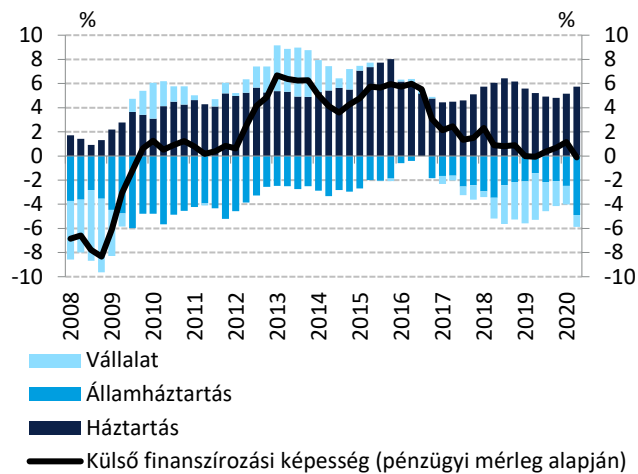
2020 első félévében további FDI-beáramlásra került sor, miközben emelkedtek az adósságjellegű források is (5-2. ábra). A közvetlentőke-források a szezonálisan szokásos osztalékfizetések ellenére bővültek, amiben a tulajdonosi hitelek emelkedésének hatása tükröződött. Az első félévben összességében enyhén emelkedtek a gazdaság adósságjellegű forrásai: az első negyedévi adósságkiáramlást a második negyedévben az adósságjellegű források számottevő emelkedése követte. A bankrendszer nettó külső adóssága a tranzakciókból eredően emelkedett a külföldi követelések tartozásokét meghaladó csökkenése hatására. Az állam nettó külső adósságának emelkedése úgy valósult meg, hogy a devizatartalék emelkedése – a járvány elleni védekezés

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

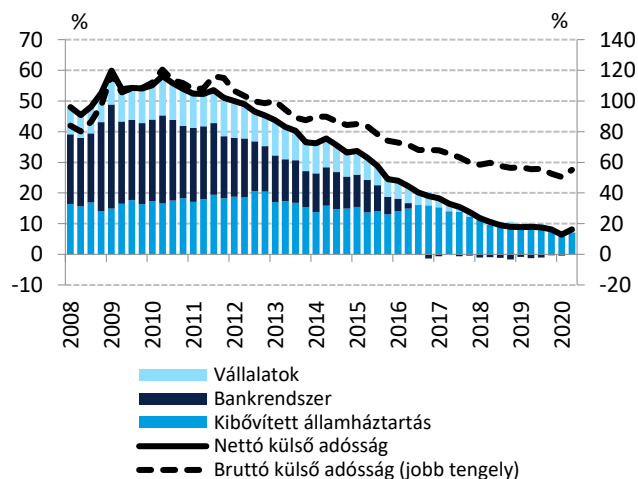
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

költségei és a forintlikviditást nyújtó FX swap mérséklődése miatt – elmaradt a külföldi tartozások növekedésétől. Az állam devizakötvényeinek lejáratát és kibocsátását egyaránt befolyásolták a devizatartalék és a külföldi tartozások szintjét, így a nettó külső adósság szintjét nem változtatták. A vállalatok külföldi eszközei és hitelei hasonló mértékben csökkentek, így a szektor adósságjellegű forrásai összességében nem változtak érdemben az első félévben.

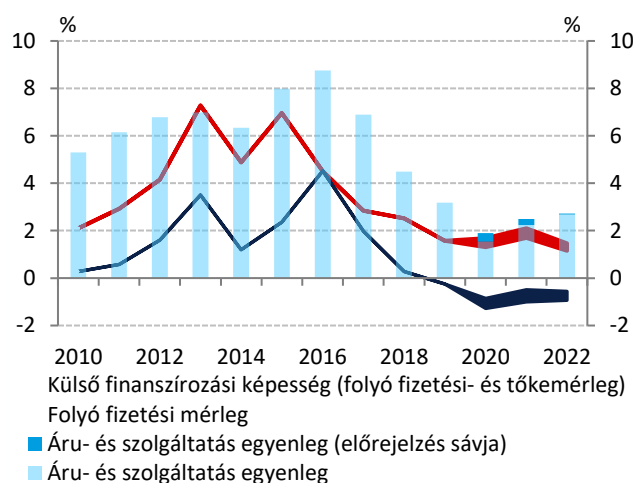
**A szektorok megtakarítási folyamatait tekintve a finanszírozási képesség csökkenése az államhoz kötődött, amit csak részben ellensúlyozott a magánsektor javuló pozíciója (5-3. ábra).** A lassuló fogyasztási dinamika mellett a pénzügyi eszközfelhalmozás magas szintet ért el, így a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása tovább emelkedett. A vállalatok finanszírozási igényének mérséklődésében elsősorban a beruházási aktivitás csökkenésének hatása tükröződött. A koronavírus gazdasági hatásai, a védekezés költségei és a gazdaságvédelmi intézkedések hatására a második negyedévben jelentősen emelkedett az állam finanszírozási igénye.

**Június végén a nettó külső adósság a 2019. végi szinten, a GDP 8 százaléká közelében alakult (5-4. ábra).** A március végére historikus mélypontra süllyedő mutató a második negyedévi adósságbeáramlás hatására emelkedett újra az év végén tapasztalt szintre. A második negyedévben a tranzakciók mellett kisebb mértékben a nominális GDP alakulása és az átértékelődési hatások is az adósságmutató növekedésének irányába hatottak. A bruttó külső adósság elsősorban a devizakötvény kibocsátások miatt enyhén emelkedett.

## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A külső egyensúlyi folyamatokat az idei évben a járvány hatásai jelentősen befolyásolják. A folyó fizetési mérleg egyenlege 2020-ban átmenetileg csökken, majd a következő években fokozatosan emelkedik, miközben fennmarad a külső finanszírozási képesség. A külkereskedelmi egyenleg idei csökkenését részben ellensúlyozza a jövedelemegyenleg javulása, így a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 1 százaléka közelében marad, és a következő években – a külkereskedelmi többlet emelkedésével párhuzamosan – enyhén javul. Eközben az ország külső finanszírozási képessége az EU-transzferek alakulásának köszönhetően tartósan fennmarad. A szektorok megtakarítását tekintve a csökkenő adóbevételek, illetve a járvány elleni védekezés kiadásai jelentősen növelik az állam ideai finanszírozási igényét, azonban 2021-től a költségvetési hiány fokozatosan mérséklődik. A nagyobb hiányt a magánszektor finanszírozási képességének emelkedése ellensúlyozza: a vállalatok nettó pozíciója a beruházások megtorpanása miatt átmenetileg jelentősen javul, míg a lakossági nettó megtakarítás magas, a GDP 5 százaléka feletti értéke továbbra is jelentősen támogatja a stabil külső egyensúlyi pozíció fennmaradását.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



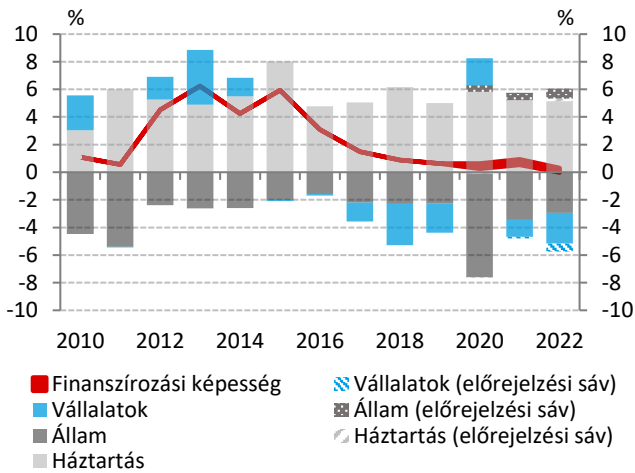
Megjegyzés: A GDP százalékában.

Forrás: MNB

**A folyó fizetési mérleg egyenlege átmenetileg csökken, majd az előrejelzési horizonton fokozatosan javul** (5-5. ábra). A külkereskedelmi egyenleg tovább mérséklődik 2020 során, amelyben a visszaeső külső kereslet, a járvány elleni védekezéshez és hadiipari beszerzésekhez kapcsolódó import, illetve a turizmus lassú kilábalása miatt alacsony szolgáltatásegyenleg egyaránt szerepet játszik. E tényezők hatását ugyanakkor részben ellensúlyozza, hogy a visszafogottabb belső felhasználás és az energiahordozók árának csökkenése miatt javuló cserearányok a nettó export emelkedésének irányába hatnak. Az alacsonyabb kereslet a külföldi vállalatok jövedelmének alakulásában is érezteti hatását: a profit csökkenése a jövedelemegyenleg hiányának mérséklődését eredményezi, ami javítja a folyó fizetési mérleg egyenlegét. E tényezők együttes hatásának eredményeként a folyó fizetési mérleg idei hiánya visszafogott marad, a GDP 1 százaléka közelében alakul. A 2020-as mélypontot követően a járvány hatásainak csökkenésével, a gazdaság és a külső kereslet helyreállításával párhuzamosan javul a folyó fizetési mérleg egyenlege. Mindez az EU-transzfer felhasználás mérséklődésével együtt azt eredményezi, hogy a külső finanszírozási képesség tartósan fennmarad.

**A külső egyensúlyi mutatók előrejelzésének bizonytalanságát a két pálya közötti sáv szemlélteti.** A két növekedési pálya mentén a külkereskedelmi egyenleg hasonló alakulása rajzolódik ki: magasabb növekedés esetén a beruházás és fogyasztás erősebb lehet, amely magasabb importtal jár, ugyanakkor a külső kereslet gyorsabb helyreállása esetén az exportdinamika is gyorsul. Emellett a folyó fizetési mérleg egyenlegére kisebb mértékben hatással van a két pálya mellett feltételezett profitegyenleg is: a magasabb gazdasági növekedés hatására emelkedő külföldi vállalati profit növeli a jövedelemegyenleg hiányát. A fenti hatások eredményeként az

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

előrejelzési horizonton mindkét pályán stabilan fennmarad a gazdaság finanszírozási képessége.

**A szektorok megtakarítását tekintve az átmenetileg megemelkedő költségvetési hiányt a magánszektor emelkedő finanszírozási képessége finanszírozza (5-6. ábra).** A csökkenő adóbevételek, a járvány elleni védekezés és a gazdaságvédelmi intézkedések költségei miatt idén megnő a költségvetési hiány, azonban az átmeneti emelkedést követően 2021-től a kormányzati kiadások mérséklődése és a gazdasági növekedéssel összhangban emelkedő adóbevételek javítják az állam finanszírozási pozícióját. A vállalatok nettó pozíciója a beruházások megtorpanása miatt átmenetileg nettó megtakarításba vált, majd 2021-től a beruházási aktivitás emelkedésével újra nő a szektor finanszírozási igénye. A fogyasztás csökkenésével összhangban emelkedik a háztartások pénzügyi eszközfelhalmozása, így a nettó pénzügyi megtakarítás magas szintet ér el, meghaladja a GDP 5 százalékát.

### 5.3. Költségvetési folyamatok

A koronavírus járvány elleni védekezés és a Gazdaságvédelmi Akcióterv intézkedései, valamint a mérséklődő adóbevételek hatására 2020-ban a költségvetés hiánya a GDP 7-7,5 százalékára emelkedhet, így a fiskális politika 2020-ban anticiklikus. 2021-től a kedvezőbb gazdasági környezetben egyrészt a ciklikus folyamatokból adódó magasabb bevételek, másrészt az alacsonyabb kiadások a hiány újbóli csökkenését eredményezik. Így 2021-ben a hiány a költségvetési törvény által kitűzött cél közelében alakulhat és a GDP 2,9-3,4 százalékát érheti el. Előrejelzésünk ugyanakkor nem számol a Kormány által 2021-re tervezett, de még nem ismertett új gazdaságélénkítő intézkedések esetleges költségvetési hatásával. A GDP-arányos államadósság a magasabb költségvetési hiány és a gazdasági növekedés lassulása következtében 2020-ban átmenetileg számottevően emelkedik, de 2021-től az államadósság ismét csökkenő pályára állhat.

#### 5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

**Előrejelzésünk szerint a kormányzati szektor GDP-arányos eredményszemléletű hiánya 2020-ban 7-7,5 százalék, míg 2021-ban 2,9-3,4 százalék lehet** (5-1. táblázat). A deficit növekedése egyrészt a gazdaság lassulásából, másrészt a költségvetés egészségügyi célú és gazdaságvédelmi intézkedéseiből ered. A gazdaság lassulása csökkenti a tervezetthez képest az adóbevételeket (automatikus stabilizátor). A költségvetési intézkedések pedig többletforrást juttatnak a gazdaságba, így élénkítik a lassuló növekedést, anticiklikus fiskális politikát eredményezve. A várt hiány régiós és nemzetközi összehasonlításban átlagosnak tekinthető. A piaci elemzők várakozása szerint az Európai Unióban átlagosan 7,5 százalék, míg a régiós országokban 7,9 százalék lehet a hiány 2020-ban.

**A 2021. évi költségvetési hiány a 2021. évi költségvetési törvény hiánycélja közelében alakulhat és a GDP 2,9-3,4 százalékát érheti el.** A kedvezőbb gazdasági környezetben egyrészt a ciklikus folyamatokból adódó magasabb bevételek, másrészt az alacsonyabb kiadások egyaránt kisebb hiányt eredményezhetnek. A 2022-re vonatkozó technikai kivetítésünkben a hiány tovább csökken a megelőző évekhez képest (5-7. ábra).

#### 5.3.2. A 2020. évi egyenleg

**A költségvetés GDP-arányos hiánya elérheti a 7-7,5 százalékot 2020-ban.** A Pénzügyminisztérium 7-9 százalékos várható 2020. évi hiányról számolt be augusztus végén, amely előrejelzésünk szerint teljesülhet. A májusi mélypontot követően az adóbevételek érdemi korrekciót mutatva emelkedtek, ugyanakkor a korábbi dinamikánál alacsonyabb értéken stabilizálódtak. A költségvetés központi alrendszerének adó- és járulékbetételei júliusban már 1,3 százalékkal, míg augusztusban 2,1 százalékkal bővültek az előző év azonos hónapjaihoz képest (5-8. ábra). A leginkább jelentős visszaesés a fogyasztási adókat, illetve a munkát terhelő adókat és járulékokat érintette. A gazdaság lassulása és az adócsökkentések jelentősen mérséklék az éves

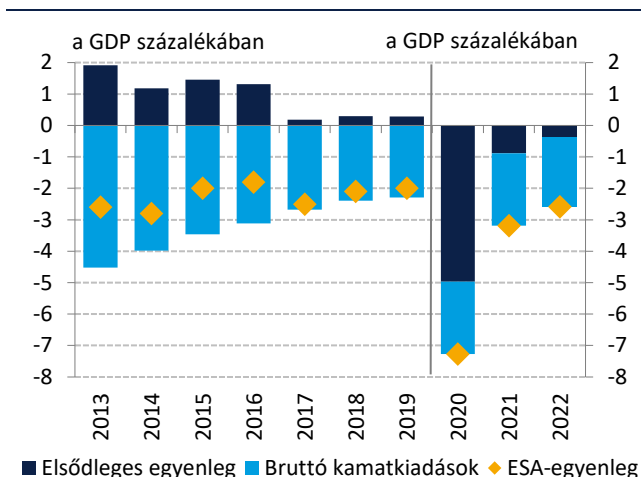
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2019	2020	2021	2022
ESA-egyenleg	-2,0	(-7,5) - (-7,0)	(-3,4) - (-2,9)	(-2,9) - (-2,2)
Elsődleges ESA-egyenleg (pontbecslés)	0,1	-5,0	-0,9	-0,4
Fiskális keresleti hatás (pontbecslés)*	0,0	5,1	-3,7	-0,4

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

Forrás: KSH, MNB

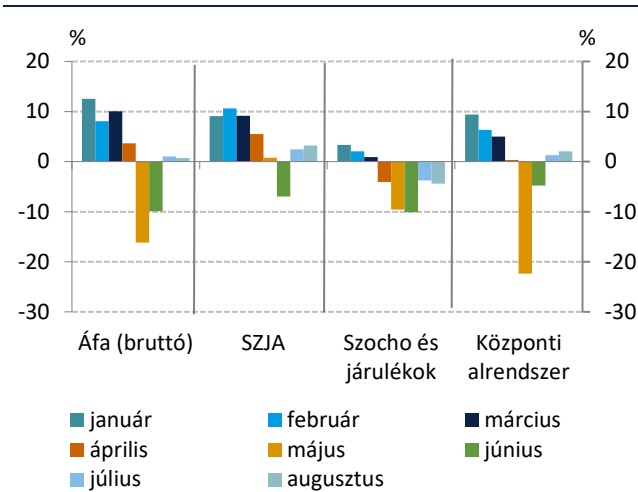
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása



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

Forrás: KSH, MNB

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



Forrás: MÁK

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

<b>Költségvetési hatással járó intézkedések</b>	<b>6,9</b>
1. Adócsökkentések és családtámogatási intézkedések	0,9
2. Munkahelyvédelem	0,7
3. Gazdaság újraindítása	3,6
4. Járvány elleni védekezés kiadásai	1,7
<b>Forrásteremtő intézkedések</b>	<b>4,1</b>
1. Bevételelnövelő intézkedések	3,1
2. Költségvetési átcsoportosítások a 2020. évi költségvetésben	0,3
3. Uniós források átcsoportosítása	0,7
<b>Költségvetési egyenlegre gyakorolt hatás</b>	<b>-2,8</b>

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

Forrás: Pénzügyminisztérium, MNB

adóbevételeket a tervezetthez képest. A gazdálkodó szervezetek befizetései, a fogyasztási adók és a munkát terhelő adó- és járulékbételek egyaránt jelentősen, összesen 1150-1250 milliárd forinttal (a GDP 2,5-2,7 százalékával) elmaradhatnak a törvényi előirányzattól. A járvány egészségügyi és gazdasági hatásainak kezelését célzó közvetlen költségvetési hatással járó intézkedések a GDP 6,9 százalékát teszik ki. Az intézkedések jelentős részét átcsoportosításokból, a tartalékok felhasználásából, adóemelésekből (kiskereskedelmi különadó, pénzügyi szervezetek hozzájárulása), valamint az európai uniós források átcsoportosításából fedezheti a kormányzat. Számításaink szerint így az intézkedések nettó egyenleghatása a GDP 2,8 százaléka lehet (5-2. táblázat).

### 5.3.3. A 2021. és 2022. évi egyenleg

**Az eredményszemléletű költségvetési hiány a 2021. évi költségvetési törvény 2,9 százalékos hiánycélja körül alakulhat 2021-ben.** A pandémia gazdasági következményei, valamint a Kormány gazdaságvédelmi és további intézkedései alapján a júniusban közölt prognózishoz képest kissé emeltük a 2021. évi hiányra vonatkozó várakozásunkat, de a célt továbbra is elérhetőnek látjuk. Előrejelzésünk ugyanakkor nem számol a Kormány által 2021-re tervezett új gazdaságélénkítő intézkedések esetleges költségvetési hatásával.

**A költségvetési hiány 2020-hoz képesti csökkenése elsősorban a központi költségvetési szervek és intézmények rendkívül magasra emelkedett kiadásainak visszafogása révén valósul meg.** A hiány csökkenését a gazdasági növekedés lassulása és a gazdaság újraindításához hozott intézkedések miatt 2020-ban visszafogott adó- és járulékbételek emelkedése is támogatja.

**Előrejelzésünk szerint a költségvetési törvényben szereplő hiánycél teljesülhet.** A költségvetési törvényhez képest mérsékeltebb keresetmutatókkal számolunk, így a munkát terhelő adónemek elmaradhatnak az előirányzattól előrejelzésünk szerint. Kiadási oldalon prognózisunk szerint a központi szervek kiadásai magasabbak lehetnek a költségvetési törvényben feltételezettnél, míg a lakásépítési támogatások elmaradhatnak a tervezettől. Emellett 2021-ben a költségvetés központi tartalékainak összege 210 milliárd forint, azaz a GDP 0,4 százaléka lesz a tervek szerint, amely a bevételek előirányzattól való elmaradása esetén biztosíthatja a hiánycél teljesíthetőségét.

Rendelkezésre álló költségvetési törvény hiányában 2022-re technikai előrejelzést készítünk, amely szerint a hiány tovább csökken a megelőző évekhez képest.

#### 5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

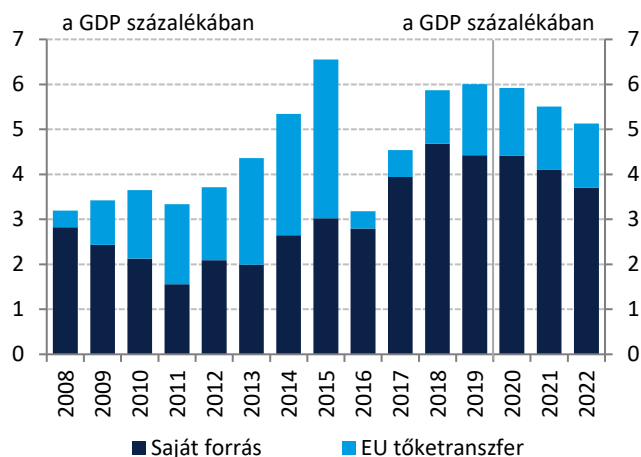
A legjelentősebb kockázat a koronavírus-járvány visszatéréseinek gazdaságra gyakorolt hatásával kapcsolatos. Egy erős második hullám egyrészt az adóbevételek további mérséklődéséhez vezethet, másrészt újabb költségvetési intézkedéseket tenne szükségessé. Alappályánkban a kormányzati szektor beruházási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

#### 5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

**Az előzetes adatok szerint 2020. első félévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 71,9 százalékra emelkedett.** Az előző év azonos időszakához képest az adósságráta 3,7 százalékponttal, míg 2019. év végi értékéhez képest 5,5 százalékponttal emelkedett. Az év első félévében a nettó adósságkibocsátás mellett az átértékelődés és a gazdasági növekedés lassulása is emelte az adósságráta értékét.

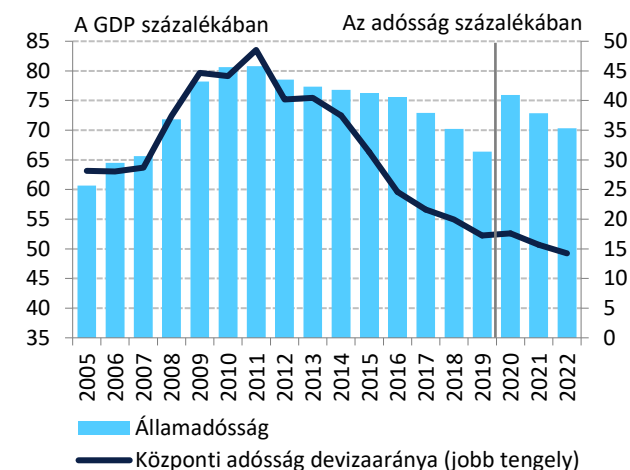
**Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság a 2019. végi 66,4 százalékról a koronavírus-járvány következtében kedvezőtlenebbé váló gazdasági környezet, valamint a járvány gazdasági hatásainak enyhítése érdekében szükséges intézkedések és magasabb kiadások miatt 2020-ban átmenetileg 76 százalékra emelkedik** (5-10. ábra). A ráta 9,7 százalékpontos emelkedése nemzetközi összehasonlításban alacsonynak számít, az Európai Unió országaiban a GDP-arányos államadósság az Európai Bizottság legfrissebb prognózisa szerint átlagosan 12,5 százalékkal emelkedhet 2020-ban az előző évhez képest. 2021-ben azonban a gazdasági növekedés élénkülése és a hiány várt mérséklődése következtében az államadósság ismét csökkenő pályára áll. Prognózisunk szerint az átmeneti emelkedést követően évente átlagosan 2,8 százalékponttal csökken az államadósság-ráta értéke, ami így 2022 végére 70 százalék közelébe mérséklődhet. A devizakötvény-kibocsátások következtében 2020 végére a

5-9. ábra: A kormányzati beruházások alakulása



Forrás: KSH, MNB

5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása



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

Forrás: MNB, ÁKK



központi államadósság devizaaránya 17,3 százalékról 17,6 százalékra emelkedhet, majd az előrejelzési horizonton a negatív nettó devizakibocsátás az arány csökkenését eredményezi, ami 2022-re 14 százalék körüli szintre mérséklődhet.

### 5-1. keretes írás: A 2021-2027-es uniós költségvetési ciklussal kapcsolatos tervek

Az uniós állam- és kormányfőket tömörítő Európai Tanács július 21-ei megállapodása alapján a 2021 és 2027 közötti költségvetési időszak többéves pénzügyi kerete (MFF) 1074 milliárd euro, a koronavírus-járvány okozta gazdasági válság kezelésére létrehozott Next Generation EU alap kerete pedig 750 milliárd euro lesz 2018-as árakon számítva. A Next Generation EU legnagyobb alapja a 673 milliárd eurós Helyreállítási és Alkalmazkodási Eszköz (RRF), melynek mintegy 53 százaléka kedvezményes kamatú hitel. Az RRF közel felét kitevő, 313 milliárd eurós vissza nem térítendő támogatásait két lépcsőben, 2023-ig köthetnék le a tagállamok. Az első lépcsőben 2021 és 2022 között a támogatások 70 százalékáról, 219 milliárd euro szétosztásáról döntenének, és a támogatás felosztásához a 2015 és 2019 közötti időszak makrogazdasági mutatóit vennék figyelembe. A második lépcsőben 2023 végéig 94 milliárd eurót osztanak szét a 2020-as és 2021-es makrogazdasági folyamatokat is figyelembe véve. Az RRF források lehívásához a tagországoknak a Bizottság országspecifikus ajánlásait követve helyreállítási terveket kell készíteniük 2021. április 30-ig, melyet a Bizottság legkésőbb 2021. június 30-ig értékelt. A támogatások folyósítására a jelenlegi tervek szerint 2026. év végéig kerülne sor. A hétéves költségvetési keretről szóló jogalkotási folyamat lezárásához az Európai Parlament jóváhagyására is szükség van.

### Magyarország 2018-as árakon várhatóan több mint 50 milliárd eurónyi forráshoz juthat a következő hétéves időszakban.

A kohéziós és agrárpolitikai alapokat magában foglaló többéves pénzügyi keretből hazánk 2018-as árakon mintegy 32,9 milliárd euro támogatásra lehet jogosult, a Next Generation EU alapjaiból pedig további 7,7 milliárd forintnyi vissza nem térítendő forráshoz, valamint 10 milliárd eurónyi kedvezményes hitelhez juthat (5-3. táblázat). Folyó áron számítva a Magyarország számára elérhető összes forrás mértéke becslésünk szerint meghaladhatja az 56 milliárd eurót is.

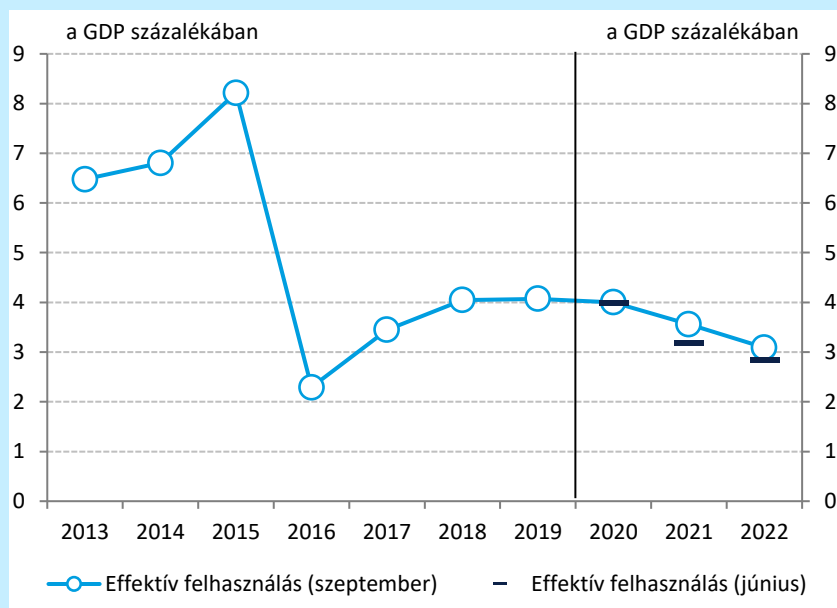
5-3. táblázat: A Magyarország számára elérhető uniós források 2018-as árakon

milliárd euro, 2018-as árakon		2014-2020	2021-2027 becslés
Hétéves költségvetési keret (MFF)	Kohéziós források	23,6	20,0
	Agrárpolitika (EMGA, EMVA)	12,7	10,6
	CEF, egyéb alapok	1,4	2,3
Next Generation EU	RRF támogatás	-	6,3
	REACT-EU	-	1,0
	Egyéb alapok	-	0,4
	RRF hitel	-	10,0
<b>Elérhető források összesen</b>		<b>37,7</b>	<b>50,6</b>

Forrás: Európai Tanács, Európai Bizottság, Pénzügyminisztérium, MNB-becslés

**Az uniós támogatások effektív felhasználása prognózisunk szerint 2020-at követően enyhén csökkeni fog (5-11. ábra).** 2021-ben és 2022-ben az uniós támogatások effektív felhasználásához már hozzájárulhat a Next Generation EU forrásainak lehívása is. Azonban a kohéziós és a helyreállítási programokkal kapcsolatos források felhasználását, valamint a 2021-2027-es programozási időszak forrásainak összegét a válság következtében a megszokottnál is nagyobb mértékű kockázatok övezik. Az uniós források effektív felhasználása becslésünk szerint az első nyolc hónapban 1000 milliárd forint felett alakulhatott és várakozásunk szerint az utolsó negyedévekben jellemző jelentős felfutás következtében 2020-ban elérheti az 1900 milliárd forintot.

5-11. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása



Forrás: MNB, Pénzügyminisztérium

## 6. Kiemelt téma

### 6.1. Dezinflációs hatások megjelenése középtávon az alapfolyamatokban

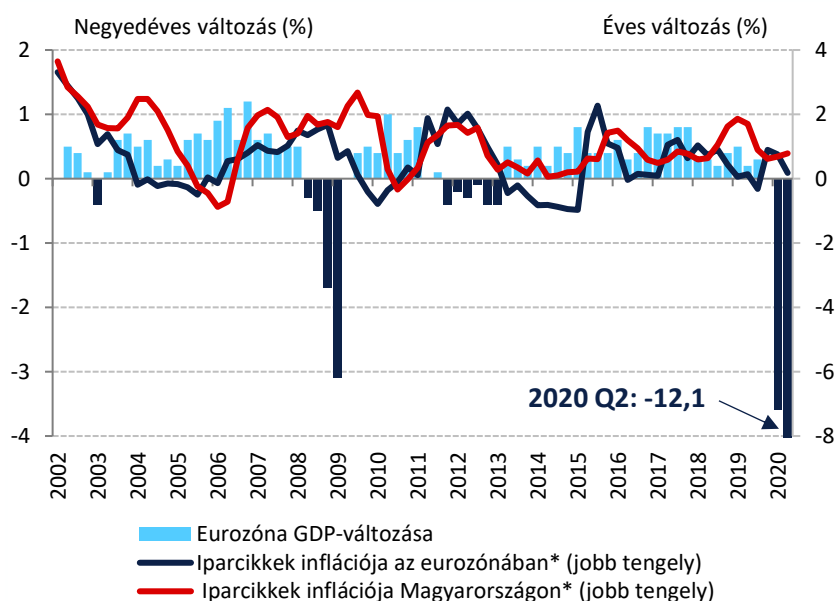
A koronavírus-járvány gazdasági, illetve árakra gyakorolt hatásainak elemzésében segíthet a korábbi válságtapasztalatok alaposabb elemzése. Így megvizsgáltuk, hogy a 2008–2009-es válság idején a gazdasági visszaesés milyen hatásokkal járt az infláció alakulására. Várakozásunk szerint ugyanis középtávon a koronavírus-járvány inflációs hatásai enyhülnek, és középtávon a korábbi válságtapasztalatokkal összhangban megjelennek a dezinflációs hatások, melyeket a visszafogott külső inflációs környezet is támogat. Kiemelt témánkban az iparcikkek és a piaci szolgáltatások árainak alakulását elemezzük a korábbi válságtapasztalatok tükrében, melyek az alapfolyamatok alakulásában középtávon a legnagyobb szerepet játszhatják.

#### 6.1.1. Az európai konjunkturális és inflációs környezet hatása a hazai iparcikkek áraira

**Hazánk kis nyitott gazdaság, így a globális folyamatok jelentős hatást gyakorolhatnak a fogyasztói árak alakulására.** A nemzetközi konjunktúra az importáron és a hazai növekedésre gyakorolt hatásán keresztül jelentkezhet a hazai tartós inflációs folyamatokban. Tekintve, hogy a legfontosabb kereskedelmi partnerünk az eurozóna és ezen belül Németország, így ezen ország(csoport) növekedése, illetve az iparcikkek Németországon belüli árdinamikája a legmeghatározóbb hazánk inflációs folyamatai szempontjából. Kiemelt témánk első részében felfrissítjük korábbi elemzésünket, amit a 2019. júniusi Inflációs jelentés 1-1. keretes írásában mutattunk be.

**Az euroövezeti konjunktúra lassulása eltérő késleltetéssel jelenik meg az eurozóna és hazánk iparcikk árdinamikájában.** Az ezredforduló óta az eurozóna gazdasági teljesítményének növekedése több alkalommal – összesen négyszer – is megtorpant vagy visszaesett, ami az inflációs folyamatokban is tükröződött (6-1. ábra). A 2002 második negyedétől tapasztalt euroövezeti lassulással párhuzamosan az iparcikkek inflációja mérséklődött, azonban hazánkban ennek dezinflációs hatásait egyéb hatások fedték el. Második alkalommal a 2008–2009-es gazdasági válság alatt esett vissza jelentősen az euroövezet gazdasági teljesítménye. Az eurozónában a recesszió utáni negyedik negyedévben volt megfigyelhető az infláció lassulása az iparcikkek körében, míg hazánkban a külső dekonjunktúrát követő 6. negyedévben mérséklődött az árindex. Az eurozóna adósságválsága az országcsoport növekedési dinamikáját 2011 közepétől fogta vissza. A lassulás az iparcikkek inflációjában az övezetben és hazánkban is hasonló időzítéssel, 6 negyedévvél később jelent meg.

6-1. ábra: Az eurozóna GDP-változása és az iparcikkek inflációjának alakulása az eurozónában és hazánkban

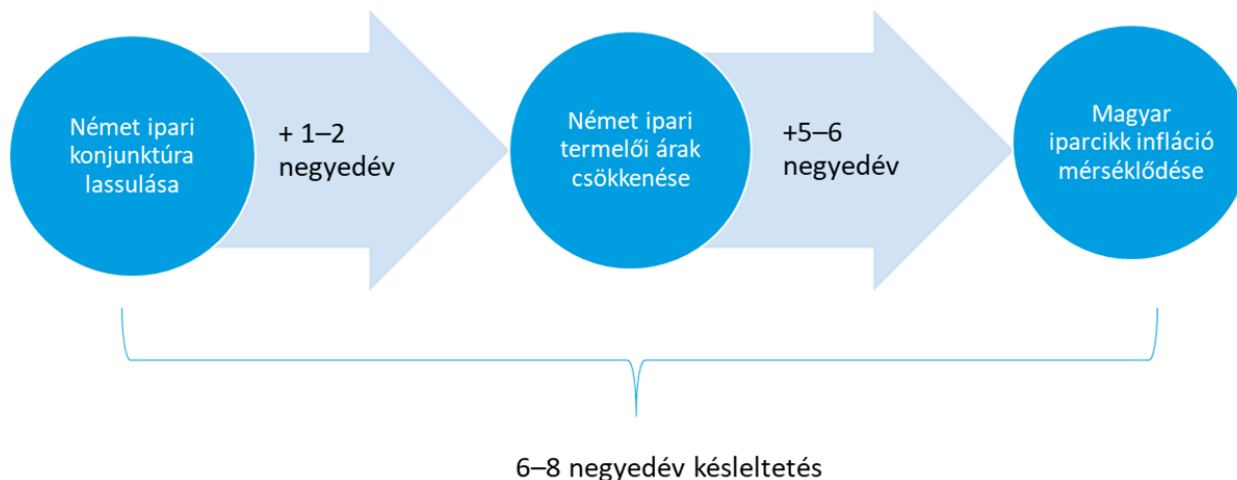


Megjegyzés: \*Áfaszírt adatok alapján. Az eurozóna esetében HICP adatokból számolva.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB-számítás

Figyelembe véve a múltbéli tapasztalatokat hazánk és az eurozóna vonatkozásában, a koronavírus által okozott recessziót követően megközelítőleg 6 negyedév múlva, 2021 második felétől számíthatunk a hazai iparcikkek árain keresztül a külső konjunktúra romlásából eredő dezinflációs hatásokra.

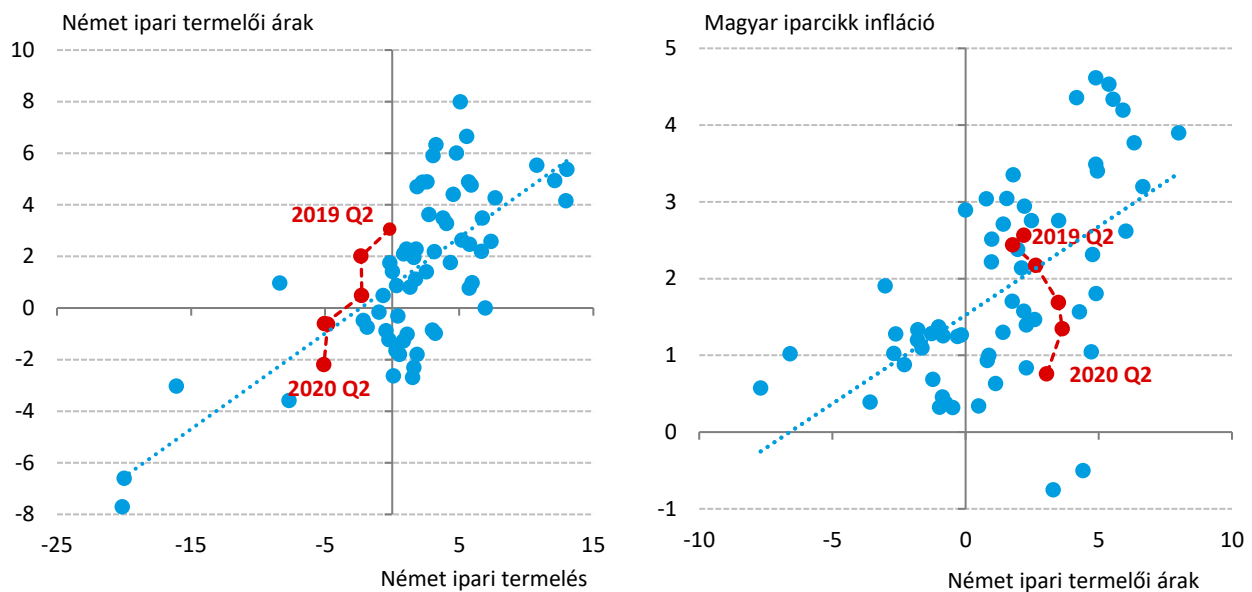
6-2. ábra: A német ipari termelés lassulásának hazai árakra gyakorolt hatásának folyamatábrája



Forrás: MNB

A koronavírus-járvány és az ebből eredő kedvezőtlen gazdasági hatások olyan időszakban érték a világ országait, amikor a globális konjunktúra általános lassulása mellett az elmúlt negyedévekben a kereskedelmi feszültségek fokozódása és a járműipart érintő kihívások (a kínai és amerikai autóeladások visszaesése, a változó globális járműipari trendek) is visszafogták a növekedést. Mindezek következtében hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnerének – Németország – ipari folyamatait és azok árazási hatásait is kedvezőtlen folyamatok befolyásolták. A német ipari termelés dinamikája 2018 elejétől mérséklődik és az autóipart érintő szigorodó szabályozások (harmonizált károsanyag-kibocsátási szabvány, valamint a dízelautókra vonatkozó várható korlátozások) következtében 2018 közepétől negatív tartományba süllyedt. Ezt követően 2020. április–májusban a koronavírus-járvány miatt visszaeső kereslet, akadozó ellátási láncok, valamint korlátozó intézkedések következtében a német ipari termelés az éves összehasonlításban több mint 20 százalékos csökkenésével elérte historikus mélypontját. Vizsgálatunk alapján az ipari konjunktúra lassulása hozzávetőlegesen fél év késleltetéssel mérsékli a német termelői árakat. A német termelői árak csökkenése – az importált árakon keresztül – átlagosan 5-6 negyedév alatt gyűrűzik be a hazai iparcikkek inflációjába (6-2. ábra és 6-3. ábra).

6-3. ábra: A német ipari termelés és termelői árak kapcsolata (bal panel), illetve a német termelői árak és a magyar iparcikk infláció kapcsolata (jobb panel)



Megjegyzés: Negyedéves adatok. A bal oldali ábrán a német ipari termelői árak 2 negyedéves, míg a jobb oldali ábrán a magyar iparcikk infláció 5 negyedéves késleltetéssel került ábrázolásra.

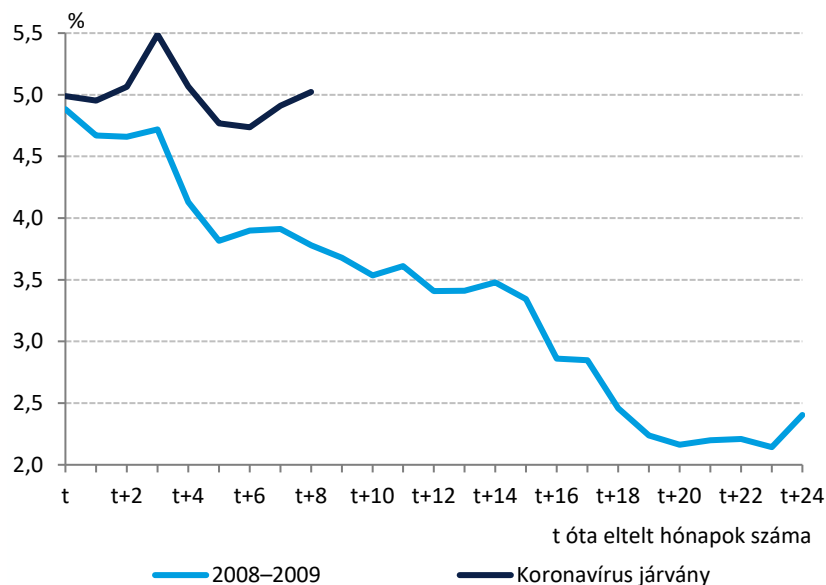
Forrás: Eurostat, KSH, MNB-számítás

#### 6.1.2. A piaci szolgáltatások inflációjának középtávú alakulása a korábbi válságtapasztalatok tükrében

**Az iparcikk inflációjának alakulása mellett a piaci szolgáltatások árváltozása bír kiemelt fontossággal a hazai alapfolyamatok középtávú lefutására nézve.** A piaci szolgáltatások esetében az árdinamika leginkább a belső gazdasági folyamatokkal van összefüggésben. Kiemelt témánk második részében a piaci szolgáltatások inflációját elemezzük részletesebben a korábbi válságtapasztalatok tükrében.

**A piaci szolgáltatások inflációja a márciusi csúcsát követően az elmúlt hónapokban mérséklődött, és átlagosan 4,9 százalékon alakult** (6-4. ábra). Az elmúlt 7 hónap áralakulását figyelembe véve az év eleje óta eltelt idő rövideége miatt még nehéz összehasonlítani a jelenlegi helyzetet a 2008–2009-es válság elnyújtottan jelentkező árazási hatásaival. A gazdasági válság időszakában a szolgáltatások inflációja a 2008 szeptemberében megfigyelt 5,0 százalékos szintről 24 hónappal később, 2010 szeptemberére 2,0 százalékos közelébe, 2011 elejére pedig 1,8 százalékos mérséklődött.

6-4. ábra: A piaci szolgáltatások inflációja válság-időszakokban

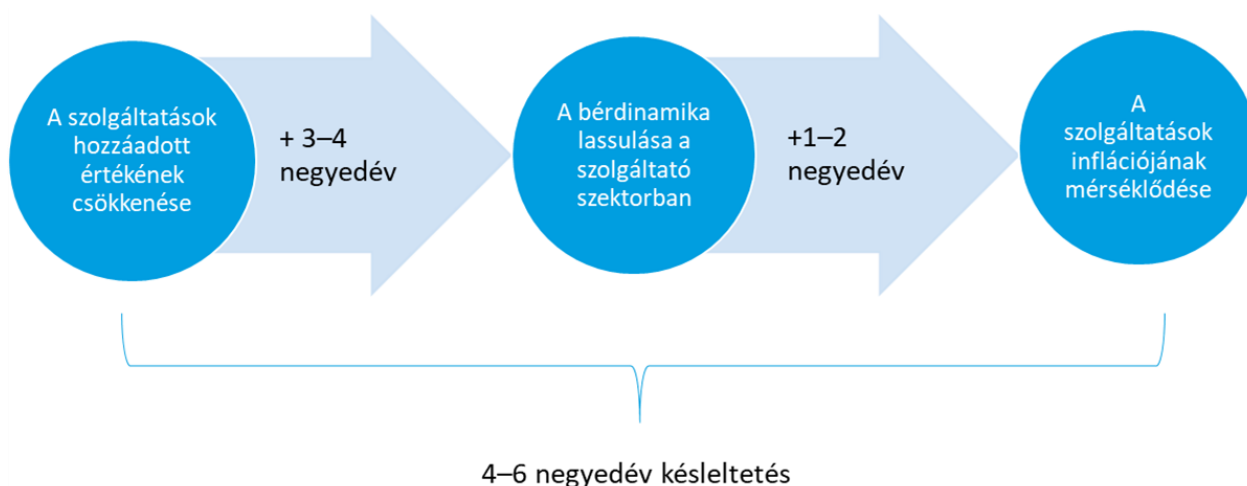


Megjegyzés: A t időpont 2008 szeptemberét és 2019 decemberét jelöli. Adószűrt, éves változás.

Forrás: KSH, MNB

**A piaci szolgáltatások esetében az árazási folyamatokra érdemi hatással bír a hazai konjunkturális és munkaerő-piaci helyzet.** Ezek a hatások azonban csak bizonyos késleltetéssel jelennek meg. Válsághelyzetben – mint amilyen a 2008-2009-es válság volt – elsőként a gazdasági növekedésben következett be visszaesés, majd átgyűrűzött a munkaerő-piacra, ahogyan a vállalatok előbb a bérezési folyamatokban alkalmazkodtak, végül pedig az árazási döntéseik megváltoztatásával a fogyasztói árak alakulásában is megjelent a hatás. A jelenlegi járványhelyzetben előretekintve hasonló folyamatokra számítunk, ezért részletesebben elemeztük a több mint egy évtizede lejajlott gazdasági válság tapasztalatait.

6-5. ábra: A szolgáltató szektor hozzáadottérték-lassulásának a hazai szolgáltatások áraira gyakorolt hatásának folyamatábrája

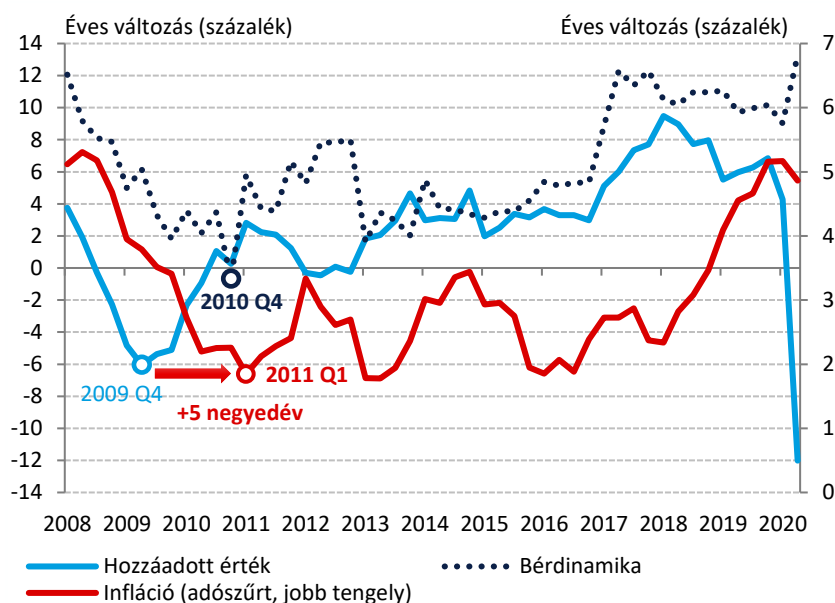


Forrás: MNB

**A 2008–2009-es válság során a hozzáadott érték a szolgáltató szektorban a kereskedelem, gépjárműjavítás, szálláshelyszolgáltatás és a vendéglátás terén esett vissza jelentősen.** A szolgáltató szektor visszaesése 2009 negyedik negyedévében érte el mélypontját. Ami a munkaerő-piaci folyamatokat illeti, a bérdinamika mérséklődése a szolgáltató alágazatok többségében 2010 negyedik negyedévéig folytatódott, ami a hozzáadott érték mélypontjához képest 4 negyedév késleltetést jelent. Az árak alkalmazkodása a szolgáltatások esetében a hozzáadott érték zuhanását követően

5 negyedévvél, míg a bérek alakulásához viszonyítva mindössze 1 negyedévvél később következett be (6-5. ábra és 6-6. ábra). Eredményeink alátámasztására regressziós becsléseket, illetve keresztkorrelációs vizsgálatokat is végeztünk. A becslési eredmények alapján a szolgáltató szektor hozzáadott értékének alakulása a bérdinamikára 3–4 negyedévvél később fejt ki hatását. A késleltetés a szolgáltatások volumenének változása és a szolgáltatások inflációja között 4–6 negyedév, míg a bérek alakulására az árak 1–2 negyedév késleltetéssel reagálnak.

6-6. ábra: A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke, bérdinamikája és inflációja közötti kapcsolat



Megjegyzés: A hozzáadott érték változatlan (2015. évi) áron számolva, termékadók és támogatások nélkül.

Forrás: KSH, MNB

Összességében az elmúlt közel két évtized tapasztalatai alapján a lassuló külső konjunktúra hatása átlagosan 5-6 negyedévvél később jelentkezik a hazai iparcikkek áraiban. A szolgáltatások esetében a hazai gazdasági folyamatok átlagosan 4–6 negyedévvél később fejtik ki hatásukat a munkaerő-piacon keresztül. Mindezek alapján előretekintve a külső és belső konjunkturális hatások, melyek az árdinamika mérséklődését okozhatják, 2021 második felétől érvényesülhetnek a hazai alapfolyamatok alakulásában az iparcikkek és a piaci szolgáltatások inflációja által, ahogyan a koronavírus-járvány miatti speciális, keresleti–kínálati súrlódásokból fakadó inflációs hatások a normál gazdasági működés helyreállításával kifutnak.

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

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

	Inflációs hatás 2019-ra			Inflációs hatás 2021-re		
	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2
Piaci	1,3	1,7 - 1,8	3,0 - 3,1	0,9 - 1,2	1,8 - 1,9	2,8 - 3,0
Indirekt adók és intézkedések	0,1	0,3	0,4	0,2	0,2	0,4
<b>Infláció</b>	<b>1,4</b>	<b>2,1 - 2,2</b>	<b>3,5 - 3,6</b>	<b>1,1 - 1,4</b>	<b>2,2 - 2,3</b>	<b>3,4 - 3,6</b>

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo 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 áthúzódo 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 áthúzódo és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)

	2020					2021				
	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	2,3	0,0	6,2 - 6,3	0,0	8,5 - 8,6	1,3 - 1,5	0,0	4,2	0,0	5,5 - 5,7
nem feldolgozott	2,5	0,0	10,1 - 10,2	0,0	12,6 - 12,7	(-0,1) - 0,1	0,0	5,6	0,0	5,5 - 5,7
feldolgozott	2,2	0,0	4,3	0,0	6,5	2,1 - 2,2	0,0	3,4 - 3,5	0,0	5,5 - 5,7
Ipari termékek	0,3	0,0	1,1 - 1,2	0,0	1,4 - 1,5	0,8 - 1,2	0,0	0,3 - 0,4	0,0	1,1 - 1,6
tartós	-0,1	0,0	1,0 - 1,1	0,0	0,9 - 1,0	(-0,7) - (-0,3)	0,0	0,2 - 0,3	0,0	(-0,5) - 0,0
nem tartós	0,4	0,0	1,2 - 1,3	0,0	1,6 - 1,7	1,5 - 1,9	0,0	0,4 - 0,5	0,0	1,9 - 2,4
Piaci szolgáltatások	1,7	0,0	3,1	0,0	4,8	1,1 - 1,4	0,0	2,6 - 2,8	0,0	3,9 - 4,0
Piaci energia	2,4	0,0	-0,7	0,0	1,7	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,2
Alkohol, Dohány	2,0	0,8	1,4 - 1,5	2,4	6,7	0,5 - 0,7	1,3	0,6 - 1,0	1,5	4,1 - 4,3
Üzemanyag	1,8	0,0	-8,3	1,2	-5,3	2,8	1,2	3,9	0,0	7,9
Szabályozott árak	0,2	0,0	0,5	0,0	0,7	0,3	0,0	1,3	0,0	1,6
<b>Infláció</b>	<b>1,3</b>	<b>0,1</b>	<b>1,8 - 1,9</b>	<b>0,3</b>	<b>3,5 - 3,6</b>	<b>0,9 - 1,2</b>	<b>0,2</b>	<b>2,0 - 2,1</b>	<b>0,2</b>	<b>3,4 - 3,6</b>
Maginfláció	1,4	0,1	2,4 - 2,5	0,3	4,2 - 4,3	1,1 - 1,4	0,2	1,7 - 1,8	0,2	3,3 - 3,5

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo 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 áthúzódo 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: A GDP-előrejelzés legyezőábrája .....	16
1-4. ábra: Beruházások éves változása .....	17
1-5. ábra: A teljes vállalati szektor hitelállományának éves változása .....	17
1-6. ábra: Fogyasztás éves változása .....	18
1-7. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása .....	19
1-8. ábra: Az export alakulása .....	19
1-9. ábra: A foglalkoztatás éves változása a versenyszférában .....	20
1-10. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása .....	20
1-11. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása .....	21
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre .....	24
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre .....	24
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	25
3-1. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása .....	26
3-2. ábra: A Dow Jones Global Shipping Index alakulása .....	27
3-3. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása .....	27
3-4. ábra: A 2020. első és második negyedévi, valamint első félévi GDP éves változása .....	28
3-5. ábra: Az új munkanélküli segélykérelmek alakulása az Egyesült Államokban .....	28
3-6. ábra: Az eurozóna egyes makroindikátorainak alakulása .....	29
3-7. ábra: A Bloomberg valós idejű aktivitási indikátorainak alakulása .....	29
3-8. ábra: Globális inflációs folyamatok .....	30
3-9. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása .....	30
3-10. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban .....	31
3-11. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása .....	31
3-12. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok .....	31
3-13. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2020. augusztus) .....	32
3-14. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban .....	32
3-15. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban .....	33
3-16. ábra: Az első féléves GDP változása és a kormányzati szigorúság mértéke .....	35
3-17. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás .....	35
3-18. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása .....	36
3-19. ábra: A GDP-változás jövedelem oldali felbontása .....	36
3-20. ábra: A turisztikai kereslet alakulása .....	36
3-21. ábra: A bolti kiskereskedelem és vendéglátás forgalomváltozása, augusztus .....	37
3-22. ábra: A kiskereskedelmi forgalom alakulása az Európai Unióban 2020 első félévében és júliusban .....	37
3-23. ábra: Az ipari termelés alakulása az Európai Unióban 2020 első félévében és júliusban .....	37
3-24. ábra: Heti áramfogyasztás éves változás .....	38
3-25. ábra: Közúti teherforgalom változása .....	38
3-26. ábra: A beruházások éves változásának felbontása .....	38
3-27. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	39
3-28. ábra: Az építőipari termelés alakulása az Európai Unióban 2020 első félévében és júliusban .....	39
3-29. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban .....	40
3-30. ábra: A rendszeres átlagkereset havi változása a versenyszférában .....	41

3-31. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása .....	41
3-32. ábra: Szüneteltetések az egyéni vállalkozók körében .....	42
3-33. ábra: Munkaerő-piaci alkalmazkodás létszámban és munkaórák számában .....	42
3-34. ábra: A regisztrált álláskereső zárónapi száma havi frekvencián .....	42
3-35. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében .....	43
3-36. ábra: Google-keresések a munkanélküliséghez kapcsolódó kifejezésekre .....	43
3-37. ábra: A munkaerőpiaci feszesség alakulása .....	44
3-38. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban .....	44
3-39. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása .....	45
3-40. ábra: Az infláció dekompozíciója .....	45
3-41. ábra: Az inflációs alapmutatók .....	46
3-42. ábra: Az iparcikkek árváltozása .....	46
3-43. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása .....	46
3-44. ábra: Inflációs várakozások a régióban .....	47
3-45. ábra: Az infláció tételeinek július–augusztus havi árdinamikáinak eloszlása (2015–2020, bal panel) és az üzemanyagárak nélküli fogyasztói árak havi változása (jobb panel) .....	48
3-46. ábra: Az augusztusi infláció felbontása .....	49
3-47. ábra: A bruttó átlagkereset éves változása régiós összehasonlításban .....	50
3-48. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása .....	51
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői .....	52
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása .....	52
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya .....	53
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása .....	53
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása .....	53
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába .....	54
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegekben .....	54
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje .....	55
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegekben .....	55
4-10. ábra: Az előretékintő reálkamatlábak alakulása .....	55
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei .....	56
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása .....	56
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint .....	57
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása .....	57
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása .....	58
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása .....	59
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása .....	60
5-8. ábra: Egyes fontos adónemek és a központi alrendszer bevételeinek változása az előző év azonos hónapjához képest 2020-ban .....	61
5-9. ábra: A kormányzati beruházások alakulása .....	62
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása .....	62
5-11. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása .....	64
6-1. ábra: Az eurozóna GDP-változása és az iparcikkek inflációjának alakulása az eurozónában és hazánkban .....	65
6-2. ábra: A német ipari termelés lassulásának hazai árakra gyakorolt hatásának folyamatábrája .....	66
6-3. ábra: A német ipari termelés és termelői árak kapcsolata (bal panel), illetve a német termelői árak és a magyar iparcikk infláció kapcsolata (jobb panel) .....	67
6-4. ábra: A piaci szolgáltatások inflációja válság-időszakokban .....	68
6-5. ábra: A szolgáltató szektor hozzáadottérték-lassulásának a hazai szolgáltatások áaira gyakorolt hatásának folyamatábrája .....	68
6-6. ábra: A piaci szolgáltatások hozzáadott értéke, bérdinamikája és inflációja közötti kapcsolat .....	69

**Táblázatok jegyzéke**

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei .....	13
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása .....	14
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása .....	18
1-4. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest .....	22
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	23
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	60
5-2. táblázat: A kormányzati intézkedések költségvetési hatása (a GDP százalékában) .....	61
5-3. táblázat: A Magyarország számára elérhető uniós források 2018-as árákon.....	63
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	70
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	70

---

# 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 emelhesék, reform jellegű, átfogó pénzügyi intézkedésekre volt szükség. Mátyás felismerte, hogy megoldást csak egy központosított, az egész országra kiterjedő pénzügyi rendszer jelenthet, a királyi jövedelmeknek egy kézbe, a kincstartóhoz kell befutnia. Mátyás reformjait az országgyűlés elfogadta, és rendeleteit 1467. március 25-én ki is hirdették.

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

## **INFLÁCIÓS JELENTÉS**

**2020. szeptember**

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.