



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2022  
MÁRCIUS

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

*Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről*



# INFLÁCIÓS JELENTÉS

2022  
MÁRCIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1013 Budapest, Krisztina körút 55.

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

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

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

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

*A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2022. március 17-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.*



# Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez .....	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások .....	11
1.1. Inflációs előrejelzésünk .....	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk .....	16
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk .....	22
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	26
3. Makrogazdasági helyzetértékelés .....	30
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése .....	30
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése .....	37
3.3. Munkaerőpiac .....	45
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója .....	49
3.5. Költségek és infláció .....	52
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	57
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....	57
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói .....	61
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	63
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....	63
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....	65
5.3. Költségvetési folyamatok .....	67
6. Kiemelt témák .....	71
6.1. A 2021-es évre adott jegybanki előrejelzések értékelése .....	71
7. A 2022. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása .....	76
Ábrák és táblázatok jegyzéke .....	77

## Keretes írárok jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink .....	14
1-2. keretes írás: Az orosz-ukrán konfliktus makrogazdasági hatásainak csatornái .....	20
3-1. keretes írás: Globális termelési láncok helyzete és kilátásai .....	35
3-2. keretes írás: Oroszország súlya az Európai Unió és Magyarország külkereskedelmében .....	41
3-3. keretes írás: Az árstopok és a jövedelemnövelő költségvetési intézkedések hatásai .....	47
3-4. keretes írás: Változó év eleji átárazási mintázat .....	50
3-5. keretes írás: Az infláció szerkezetének változása a koronavírus-járvány következtében .....	55
4-1. keretes írás: A magyar bankrendszer stabil fundamentumai lehetővé teszik a hitelezés fenntartását .....	59





# A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

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

**A február végén kirobbant orosz-ukrán háború alapvetően megváltoztatta a világ gazdasági kilátásokat. A földrajzi közelség és az érintett országokkal folytatott külkereskedelem nagyobb súlya miatt a várható hatások Európában, és különösen a kelet-közép-európai régióban erőteljesebbek lehetnek. Az infláció számos országban, több évtizedes csúcspontokat elérve, tovább emelkedett. A háború a nyersanyag- és az energiaárak emelkedésén keresztül további inflációs kockázatokat okoz, amit az ellátási nehézségek erősödése is súlyosbít.**

2021 negyedik negyedévében Kínában lassult, az USA és az euroövezet esetében pedig gyorsult a gazdasági növekedés éves üteme. Kínában 4,0 százalékkal, az Egyesült Államokban 5,6 százalékkal emelkedett a GDP. 2021 negyedik negyedévében az euroövezet 4,6, az EU 4,8 százalékos gazdasági növekedést regisztrált az előző év azonos időszakához képest. Az euroövezet GDP-je elérte a járvány előtti szintjét. A régiós országok közül Lengyelországban és Romániában is a koronavírus-válság előtti szint felett alakult a gazdasági teljesítmény, míg Szlovákia és Csehország kibocsátása továbbra is elmaradt attól. A február végén kirobbant orosz-ukrán háború azonban számos csatornán keresztül rontja a növekedési kilátásokat.

A gazdasági helyreállással párhuzamosan az elmúlt hónapokban számos ország esetében több évtizedes csúcsra nőtt az infláció. A mutató emelkedésének hátterében elsősorban a nyersanyag- a termény- és az energiaárak tartós növekedése áll, amelyhez az egyre több piacon megfigyelhető ellátási nehézségek is hozzájárulnak. A tartósan magas infláció következtében számos országban huzamosabb ideje a jegybanki cél felett alakul a fogyasztóiár-index. Az Egyesült Államokban januárban 7,5 százalékra, míg az eurozóna esetében februárban 5,8 százalékra nőtt az inflációs mutató. Régióinkban a fogyasztóiár-index Csehország, Lengyelország és Románia esetében is többszörösen meghaladja a jegybanki toleranciasáv felső szélét. Az orosz-ukrán háború hatására a régiós devizák gyengülése volt megfigyelhető, ami tovább emeli az inflációs kockázatokat.

**Az elmúlt időszakban a globálisan meghatározó jegybankok az emelkedő növekedési és inflációs kockázatok mellett is szigorúbb monetáris politikai irányultság felé mozdultak el. A régiós jegybankok többsége folytatta a monetáris kondíciók szigorítását.**

A Federal Reserve döntéshozói márciusi ülésükön 25 bázisponttal 0,25–0,50 százalékra emelték az irányadó ráta célsávját. A döntéshozók jelezték, hogy a következő üléseken megkezdhetik az állampapírok, valamint a jelzálogfedezetű értékpapírok állományának leépítését is. Az előretekintő iránymutatás alapján a kamatrata folyamatos emelése szükséges a jegybanki célok eléréséhez. Az Európai Központi Bank korábbi kommunikációjával összhangban 2022 márciusában lezárja vészhelyzeti eszközvásárlási programját (PEPP), emellett a Kormányzótanács márciusban az eszközvásárlási program (APP) korábban tervezettnél gyorsabb ütemű lezárásáról döntött.

Régióinkban a cseh jegybank februárban 75 bázisponttal 4,50 százalékra emelte az alapkamatot. A lengyel jegybank az év első három hónapjában összesen 175 bázisponttal 3,50 százalékra emelte az irányadó eszköz kamatát. A román jegybank januárban 25 bázisponttal, majd februárban 50 bázisponttal 2,50 százalékra emelte az alapkamatot. Az MNB az alapkamatot 200 bázisponttal, míg az egyhetes betéti kamatot 185 bázisponttal emelte 2022 első negyedévében.

**A fejlett piaci befektetői hangulat az orosz-ukrán háború hatására jelentősen romlott az elmúlt negyedévben. Az invázió következtében nőtték a nyersanyagárak, ami előretekintve érdemben emelheti a globális inflációt, miközben a feltörekvő kötvény- és devizapiacok volatilitása is számottevően nőtt.**

A negyedév elején viszonylag stabilan alakult a kockázatvállalási hajlandóság, majd az orosz-ukrán háború hatására drasztikus hangulatromlás következett be a globális pénzpiacokon. A jelentősen megemelkedett nyersanyag- és

energiaárak hatására tovább fokozódtak az inflációs félelmek. Az amerikai és a német állampapírhozamok a szigorodó monetáris politikai várakozásokkal párhuzamosan emelkedtek az év elején, ugyanakkor menedékeszközként az időszak második felében a kockázatvállalási hajlandóság romlása miatt korrigáltak. A menedékdevizának számító dollár és svájci frank a fejlett és a feltörekvő piaci devizákkal szemben is jelentősen erősödött, amellyel párhuzamosan tőke kivonás indult meg a feltörekvő piacokról. A fejlett piaci tőzszeindexek számottevően csökkentek az elmúlt negyedévben.

**Az energia- és nyersanyagárak emelkedése költségoldalról ismét növeli a hazai inflációt, amelynek mértéke erőteljesen függ a háború alakulásától.**

Év elején a vállalatok az energia- és nyersanyagárak tavalyi növekedése miatt a korábbi évek átlagánál számottevően nagyobb mértékben árazták át termékeiket, ami a hazai infláció emelkedéséhez vezetett. Az első körös hatások begyűrűzése után a következő hónapokban az infláció mérséklődésére lehetett számítani, azonban az orosz-ukrán háború újabb jelentős költségsokkot okozott. A rövid távon várható inflációs pálya a háború időtartamától, a szankciók mértékétől és fennmaradásának hosszától, valamint az ezekre adott kormányzati válaszlépésektől függ. Az energia- és nyersanyagárak emelkedése költségoldalról tovább növeli az inflációt, ezért az inflációs ráta csökkenésének megindulása a második félévre toródik. Amennyiben a háború okozta piaci sokk enyhül, akkor a bázishatásból, valamint a várt nyersanyagár-korrekcióból fakadóan mérséklődhet az infláció. Éves átlagban az infláció 7,5–9,8 százalék között alakulhat. Előrejelzésünkben az üzemanyagárakra bevezetett árplafon és az élelmiszerárstop Kormány által meghirdetett időtartamát és az ezt követő kifizetését feltételeztük.

Középtávon az ismételt ársokk kifizetését követően az árstabilitás elérésében meghatározó szerepe lesz az inflációs várakozások inflációs céllal összhangban lévő szinten történő horgonyzásának. Várakozásaink szerint a háborús feszültségek első körös hatásainak lecsengése, a külső inflációs hatások mérséklődése és a proaktív jegybanki lépések következtében az infláció várhatóan 2023 második felében tér vissza a jegybanki toleranciasávba, majd 2024 első felében éri el a 3 százalékos jegybanki célt. A fogyasztóiár-index 2023-ban 3,3–5,0 százalékon, 2024-től pedig az inflációs céllal összhangban alakul.

**A magyar gazdaság növekedési képessége változatlanul erős, ugyanakkor a rövid távú gazdasági kilátásokat nagyfokú bizonytalanság övezi. A növekedést az emelkedő nyersanyag- és energiaárak, valamint az ellátási láncok fokozódó nehézségei is lassítják.**

A 2021. évi rekordméretű gazdasági növekedés után az év elején is rendkívül dinamikus volt a gazdaság bővülése. A gazdasági aktivitást a következő negyedévekben a háború, a bevezetett szankciós politikák és a kormányzatok ezen rendkívüli helyzetre adott válasza befolyásolják erőteljesen. A háború következményei közvetlenül a külkereskedelmi csatornákon és a nemzetközi termelési láncok nehézségein keresztül fejtik ki a legerősebb növekedést fékező hatást. Ezen felül a nyersanyagárak és a vállalati költségek emelkedése, illetve a bizonytalanság általánosan magas szintje is visszafogja a növekedést.

A növekedés szerkezetét jellemző kettősség a következő időszakban is fennmarad. A külső tényezők hatására lassul az export, és 2022-ben az ellátási láncok töredezettsége mellett enyhébb pozitív hatást fejt ki a GDP-re. A külső piacok és a termelési láncok helyreállításával párhuzamosan azonban 2022 végétől újból jelentősen emelkedhet a kivitel, amit az elmúlt években kiépült új exportkapacitások termelésbe állása is erősít. A belső kereslet erős, a háztartások fogyasztását a bérek emelkedése és a lakossági jövedelmet bővítő kormányzati intézkedések egyaránt növelik. A beruházások növekedési üteme lassul, azonban a beruházási ráta magas szinten marad. A háború és a szankciós politikák időbeli lefutásától függően a GDP 2022-ben 2,5–4,5 százalékkal, míg 2023-ban 4,0–5,0 százalékkal, 2024-ben pedig 3,0–4,0 százalékkal bővül.

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

A teljes pénzügyi közvetítőrendszer vállalati hitelállománya 460 milliárd forinttal növekedett 2021 negyedik negyedévében, így a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme 1,3 százalékponttal gyorsulva 10,9 százalékot ért el decemberben. A bankok által lejegyzett vállalati kötvényeket is figyelembe véve a hitelintézetek nem pénzügyi vállalati szektor felé fennálló hitel- és kötvényállománya 18,4 százalékkal növekedett éves alapon a negyedik negyedév végén. A kvv-szegmens hitelállományában ugyanezen időszak alatt 16,8 százalékos éves növekedés volt megfigyelhető. A negyedév során az

újonnan kibocsátott vállalati hitelek növekvő aránya (közel négyötöde) valósult meg piaci alapon. A magyar bankrendszer oroszországi és ukrainai kitétségei kezelhető mértékűek, így az orosz-ukrán háború egyelőre nehezen előrejelezhető gazdasági hatásait követően is arra számíthatunk, hogy a hitelezési kapacitások bőségesek maradnak, és támogatni tudják a hitelezést. Az orosz-ukrán háború reálgazdasági hatásai miatt összességében lassulhat a vállalati hitelállomány éves növekedési üteme az év második felében, azonban 2024-re visszatérhet a 8 százalék körüli szintre.

2021 negyedik negyedévében 193 milliárd forinttal bővült a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya, így az éves növekedés december végén 14,2 százalék volt. A hitelintézetek által a 2021 negyedik negyedévben szerződött lakáshitelek volumene az előző negyedév historikus csúcsától enyhén, 14 százalékkal elmaradt, azonban 2019 azonos időszakának értékét 37 százalékkal meghaladta. A továbbra is kimagasló lakáshitel-kihelyezést érdemben segítették a 2021-től elérhető új otthoneremtési támogatások, októbertől pedig a Zöld Otthon program is támogatta a lakáshitelezést mintegy 33 milliárd forintos negyedéves kibocsátással. A program hatására az új lakás építésére és vásárlására nyújtott hitelek aránya 2021 végére 27 százalékra emelkedett az újonnan szerződött lakáshitelekben belül. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján mind a lakáshitelek, mind a fogyasztási hitelek esetében élnékülő keresletről számoltak be a bankok a negyedév során, miközben előretékintve további bővülésre számíthatnak. A babaváró hitelek negyedik negyedévi 123 milliárd forintos szerződéskötései szintén nagymértékben hozzájárultak a dinamikus növekedéshez, azonban a termék új kibocsátása csökkenő trendet mutat: míg 2021 első felében nagyjából heti 1000 szerződés valósult meg, addig a negyedik negyedévben átlagosan mintegy 800. Az orosz-ukrán háború reálgazdasági kockázatai miatt a háztartási hiteldinamika növekedése az év második felére 7 százalék körüli szintre lassulhat, azonban a 2023-as év második felétől a növekedés újra kétszámjegyű ütemet érhet el.

#### **A folyó fizetési mérleg hiánya 2022-ben a háború hatására emelkedik.**

A folyó fizetési mérleg hiánya 2022-ben emelkedik, mivel exportoldalon a gyenge külső kereslet, míg importoldalon a magas energiaárak egyaránt a külkereskedelmi egyenleg romlásának irányába hatnak. Összességében idén várhatóan romlik a folyó fizetési mérleg egyenlege. 2023-tól a külső egyensúlyi folyamatokban gyors javulás kezdődhet, aminek hatására a folyó fizetési mérleg egyenlege az előrejelzési horizont végére többletbe fordulhat.

Az MNB által közölt előzetes pénzügyiszámla-adatok alapján 2021-ben a korábbi várakozásoknál kedvezőbb 7,3 százalékos szinten alakult a költségvetés eredményszemléletű hiánya a GDP arányában, míg az államadósság-ráta 2021 végén 77,3 százalékra csökkent a 2020. év végi 80,0 százalékos értékről. A kormányzati célkitűzés a korábbi tervekénél alacsonyabb hiánypályát tartalmazott 2021 decemberében, amely 2022-re 4,9 százalékos, 2023-ra 3,5 százalékos, 2024-re pedig 2,5 százalékos GDP-arányos hiánnyal számolt. Az orosz-ukrán háború ugyanakkor több csatornán keresztül is növeli a költségvetési kockázatokat. Várakozásaink szerint az előrejelzési horizont végére főként a gazdasági növekedésnek köszönhető fokozatos mérséklődést követően 70 százalékra csökkenhet az államadósság-ráta.

#### **A romló nemzetközi hangulatban a forint a régiós devizákkal együtt gyengült.**

Az emelkedő globális hozamok, kamatvárakozások és felárak hatására emelkedtek a régiós állampapírhozamok. A bankközi hozamgörbe szintén felfelé tolódott. A régiós devizák február közepétől magas volatilitás mellett gyengültek az euróval szemben, míg az utolsó két hétben részben korrigáltak.

#### **Az inflációs kilátásokat többségében felfelé mutató kockázatok övezik.**

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A magasabb energia- és nyersanyagárakat feltételező alternatív forgatókönyv az alapelőrejelzésnél magasabb hazai inflációs és alacsonyabb növekedési pálya felé mutat. A globális ellátási láncok zavarainak gyorsabb oldódásával számoló forgatókönyv szerint az alappályánál alacsonyabb inflációs és magasabb növekedési pálya valósul meg. A másodkörös inflációs hatások kockázatának emelkedését bemutató forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs pályával áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scénárióként a tartósan magasabb kockázati felárat, a magasabb bérnövekedést és fogyasztásbővülést, illetve a versenyképességi reformok gyorsabb megvalósulását feltételező pályákat tárgyalta.

## AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

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

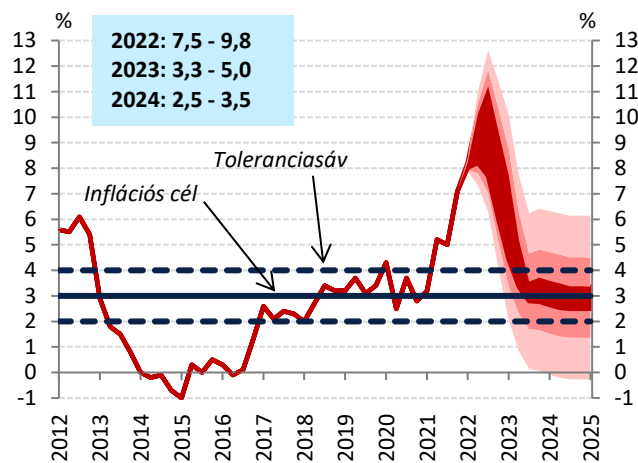
<sup>1</sup> Szezonálisan igazított adatok alapján.<sup>2</sup> Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.<sup>3</sup> Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.<sup>4</sup> MNB-becslés.<sup>5</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.<sup>6</sup> Tartalmazza a közösségi fogyasztást,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

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

A fogyasztói árak növekedési üteme éves összehasonlításban 8,3 százalékra emelkedett februárban. Az év eleji átárázások után a következő időszakban az infláció mérséklődésére lehetett számítani, azonban az Oroszország és Ukrajna közötti fegyveres konfliktus újabb jelentős költségsokkot okozott. A konfliktus, az Oroszországgal szemben bevezetett szankciók, illetve a geopolitikai feszültségek a nyersanyagárak és ezáltal az infláció további emelkedését eredményezik. A várható inflációs pálya a geopolitikai és piaci feszültségek mértékétől és fennmaradásának hosszától, valamint az erre adott kormányzati válaszlépésektől függ. A külső hatások következtében az infláció 8 százalék felett marad az első félévben, kedvezőtlenebb esetben 10 százalék fölé is emelkedhet. A maginfláció az inflációhoz hasonlóan tovább emelkedik a következő hónapokban a költségtényezők árakba történő begyűrűzése miatt. A magas nyersanyag- és energiaárak, illetve a szállítási költségek gyorsan megjelentek az élelmiszerek és az iparcikkek áraiban. Amennyiben csökken a háború intenzitása, és a piaci sokk enyhül, akkor a várt nyersanyagár-korrekcióból fakadóan mérséklődhet az infláció az év második felében. Emellett a proaktív jegybanki lépések hatásainak érvényesülésével az adószűrt maginfláció az idei év végétől mérséklődő pályára áll. Az infláció várakozásunk szerint 2023 második felében térhet vissza a toleranciasávba. Az éves átlagos infláció 2022-ben a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság következtében 7,5–9,8 százalék közötti sávban várható. A fogyasztóiár-index 2023-ban 3,3-5,0, míg 2024-ben pedig 2,5–3,5 százalék között alakul előrejelzésünk szerint. Előrejelzésünk szerint az indirekt adóktól szűrt maginfláció idén 7,9-9,4, 2023-ban 3,7–5,1, míg 2024-ben 2,7–3,3 százalék lehet.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

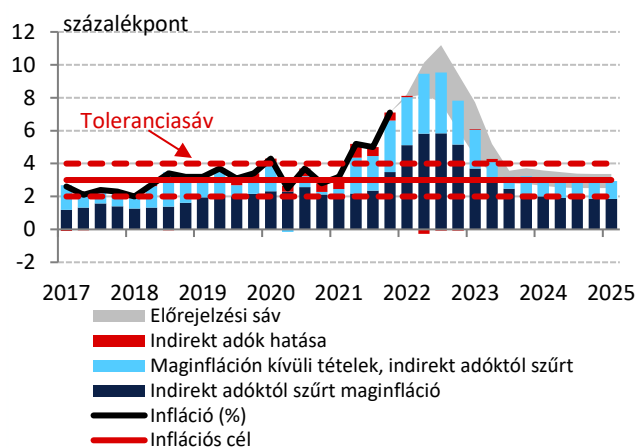
Forrás: KSH, MNB

**A fogyasztói árak növekedési üteme éves összehasonlításban 8,3 százalékra emelkedett februárban. Az Oroszország és Ukrajna közötti fegyveres konfliktus, illetve a geopolitikai feszültségek a nyersanyagárak és ezáltal az infláció további emelkedését eredményezik. Előrejelzésünk szerint az infláció 2023 második felében térhet vissza a jegybanki toleranciasávba.** Az év eleji átárázások magasabb üteme (a korábbi éveket jellemző értékek két-, illetve háromszorosa) általánosan megfigyelhető, melynek oka, hogy a globális nyersanyag- és energiaárak emelkedése gyorsan és széles termékkörben jelenik meg a fogyasztói árakban. Az év eleji átárázások után a következő időszakban az infláció mérséklődésére lehetett számítani, azonban az orosz-ukrán konfliktus újabb jelentős költségsokkot okozott.

**A várható inflációs pálya a geopolitikai és piaci feszültségek mértékétől és fennmaradásának hosszától függ.** A külső hatások következtében az infláció 8 százalék felett marad az első félévben, kedvezőtlenebb esetben 10 százalék fölé is emelkedhet. Az áralakulást befolyásolja az üzemanyagárakra bevezetett árplafon és az élelmiszerárstop időtartama és kifutása is. Az érintett termékek árai kulcsfontosságúak az inflációs várakozások szempontjából, és pszichológiai hatással is bírnak. Amennyiben nem következik be jelentősebb korrekció a nyersanyagok piacán, az intézkedések kifutását követően az ármaximált termékek körében számottevő áremelkedés valószínűsíthető. Középtávon az ismételt ársokk kifutását követően az árstabilitás elérésében meghatározó szerepe van az inflációs

várakozások inflációs céllal összhangban lévő szinten történő horgonyzásának. Amennyiben csökken a háború intenzitása, és a piaci sokk enyhül, akkor bázishatásból és a várt nyersanyagár-korrekcióból fakadóan mérséklődik az infláció. Az infláció várakozásunk szerint 2023 második felében térhet vissza a toleranciasávba. A fogyasztóiár-indexet 2022-ben a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi, számításaink szerint 7,5–9,8 százalék között alakulhat az éves átlag. A fogyasztóiár-index 2023-ban 3,3–5,0, míg 2024-ben pedig 2,5–3,5 százalékon alakul előrejelzésünk alappályáján (1-1. ábra).

1-2. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója



Megjegyzés: A dekompozíció az előrejelzésünk sávközepe alapján készült.

Forrás: KSH, MNB

**A maginfláció az inflációhoz hasonlóan tovább emelkedik a következő hónapokban a költségtényezők közvetett hatásainak gyors begyűrűzése miatt. Ezen hatások az élelmiszerek és az iparcikkek árain keresztül járulnak hozzá a maginfláció emelkedéséhez.** Az energiaárak (gáz és áram), illetve a világpiaci olajárak emelkedése a vállalati költségek növekedésén keresztül elsősorban az élelmiszerek és az iparcikkek fogyasztói áraiban jelenik meg, ami tovább emelheti a maginflációt. Előrejelzésünk szerint a következő időszakban a feldolgozott élelmiszereket, illetve az iparcikkeket jellemző magas árdinamika fennmaradhat, hozzájárulva ezzel az alapfolyamatok emelkedéséhez. Az iparcikkek inflációja 8–9 százalék között alakulhat a következő hónapokban, ami jelentősen meghaladja a termékkör normál időszaki historikus átlagát, ami 1,0 százalék körül alakul. A proaktív jegybanki lépések hatásainak érvényesülésével az adószűrt maginfláció az idei év végétől mérséklődő pályára áll. Előrejelzésünk szerint az indirekt adóktól szűrt maginfláció idén 7,9–9,4, 2023-ban 3,7–5,1, míg 2024-ben 2,7–3,3 százalék lehet.

**Az indirektadó-változások rövid távon az infláció mérséklődésének irányába hatnak, majd 2023 második felétől teljes mértékben kifutnak** (1-2. ábra). Az infláció idei évi adótartalmának mérséklődéséhez hozzájárult, hogy 2022. február 28-tól a kormányzat a benzin és a gázolaj jövedéki adóját a május 15-ig tartó időszakban literenként rendre 5, illetve 4,65 forintra csökkentette, ami 2022. március 11-től további 20-20 forintra csökkent. Emellett az üzemanyagok mentesülnek a Magyar Szénhidrogén Készletező Szövetség részére fizetendő tagi hozzájárulás (közismertebb nevén KKSZ-díj) alól 2022. március, április és május hónap tekintetében, ami további 4,1, illetve 3,9 forint csökkenést jelent literenként a benzin, illetve a gázolaj esetében. Az új intézkedések az idei évben becslésünk alapján átlagosan 0,1 százalékponttal mérsékelhetik az inflációt. Az indirektadó-változások inflációs hatása jövőre 0,1 százalékpont lehet a kormányzati intézkedések kifizetését



1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

	2022	2023	2024	
Indirekt adóktól szűrt maginfláció	7,9 - 9,4	3,7 - 5,1	2,7 - 3,3	
Maginfláció	7,9 - 9,4	3,7 - 5,1	2,7 - 3,3	
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	11,5-18,5	4,5 - 9,2	2,3 - 5,7
	Járműüzemanyag és piaci energia	13,5-26,1	1,6 - 10,3	1,8 - 5,5
	Szabályozott árú termékek	1,6	2,0	2,0
	Alkohol, dohány	5,9	3,1	3,1
Összesen	6,8 - 10,5	2,7 - 5,1	2,4 - 3,6	
<b>Infláció</b>	<b>7,5 - 9,8</b>	<b>3,3 - 5,0</b>	<b>2,5 - 3,5</b>	

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

Forrás: MNB

és a korábbi adómértékek helyreállítását követően, míg 2024-ben az indirekt adók inflációs hatása semleges lesz.

**A maginfláción kívüli tételek esetében az üzemanyagárak, illetve a feldolgozatlan élelmiszerek áraiban várható számottevő emelkedés.** Az üzemanyagárak jelentős emelkedését rövid távon tompítja a benzin és a gázolaj áraira bevezetett, majd május 15-ig meghosszabbított 480 Ft/l-es árplafon. Rövid távon ez az intézkedés tompítja a decemberhez képest számottevően magasabb világpiaci olajárak inflációnövelő hatásait. Várakozásunk szerint az árplafon időtartamának elteltével az üzemanyagárak visszatérnek a határidős jegyzésárak által indokolt szintekre, majd az előrejelzési horizont végére a termékkör inflációja a historikus átlag körüli tartományba mérséklődik. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja az idei évben kétszámjegyű mértékben emelkedhet. A globális élelmiszerek árának elmúlt időszaki növekedése, az orosz-ukrán konfliktus miatt számottevően emelkedő búza- és kukoricaárak, illetve az energia- és nyersanyagárak emelkedéséből fakadó közvetett hatások megjelentek a termékkör inflációjában (például a műtrágyagyártás költségeinek a gázárak miatti számottevő megrugása). Mindezek következtében a feldolgozatlan élelmiszerek inflációja februárra 11 százalék fölé emelkedett, és a következő időszakban korábbi várakozásunknál magasabban alakul annak ellenére, hogy a kormányzati árstop-intézkedések az élelmiszerek árnövekedésének ütemét átmenetileg visszafogják. Az alkohol, dohánytermékek inflációja az előrejelzési horizonton fokozatosan csökken a korábbi időszakban jellemző adóhatások és jelentősebb piaci áremelések kifutásával összhangban. A szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, míg a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében a decemberi feltevésünkhöz hasonló árdinamikára számítunk. Összességében a költséghatások kifutásával 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.** Prognózisunk átláthatóbbá tételét segíti a külső feltevésekre vonatkozó változások rövid bemutatása (1-2. táblázat).

**1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása**

Meghatározó feltevések	2022		2023		2024		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2022	2023	2024
EUR/USD	1,13	1,10	1,13	1,10	1,13	1,10	-2,4%	-2,9%	-2,9%
Olajár (USD/hordó)	70,0	95,7 - 120,8	68,1	85,8 - 110,6	68,1	85,4 - 110,0	36,7 - 72,7%	26,0 - 62,5%	25,6 - 61,6%
Olajár (EUR/hordó)	61,9	86,7 - 109,6	60,2	78,1 - 100,8	60,2	77,8 - 100,2	40,1 - 77,2%	29,8 - 67,4%	29,3 - 66,5%
Eurozóna inflációja (%)	3,2	5,1 - 5,9 - 7,1	1,8	2,0 - 2,1 - 2,7	1,8	1,6 - 1,9 - 1,9	1,9 - 2,7 - 3,9 szp.	0,2 - 0,3 - 0,9 szp.	(-0,2) - 0,1 - 0,1 szp.
Eurozóna növekedése (%)	4,2	2,3 - 2,5 - 3,7	2,9	2,3 - 2,7 - 2,8	1,6	1,6 - 1,9 - 2,1	(-1,9) - (-1,7) - (-0,5) szp.	(-0,6) - (-0,2) - (-0,1) szp.	0,0 - 0,3 - 0,5 szp.
Felvetőpiacaink növekedése* (%)	3,5	2,5 - 3,3	3,3	3,0 - 3,5	2,4	2,6 - 3,2	-1,0 - (-0,2) szp.	(-0,3) - 0,2 szp.	0,2 - 0,8 szp.

Megjegyzés: Olajárak esetén éves átlag. \*21 legfontosabb exportpartnerünk növekedési üteme az exportból vett részarányával súlyozva.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

**2021 negyedik negyedében a gazdasági növekedés nemzetközi szinten vegyesen alakult.** Kínában lassult, míg az Egyesült Államok és az euroövezet esetében gyorsult a gazdasági növekedés üteme. Kínában 4,0, az Egyesült Államokban 5,6, az euroövezetben 4,6, míg az Európai Unióban 4,8 százalékkal bővült a GDP az előző év azonos időszakához képest. Az Európai Unió országainak már több mint kétharmadában meghaladta a gazdasági teljesítmény a válság előtti szintjét, ugyanakkor legfőbb külkereskedelmi partnerünk, Németország továbbra is elmarad attól. 2021-ben az eurozóna és az EU-27 gazdasága egyaránt 5,3 százalékkal növekedett, míg Németország 2,9 gazdasági növekedést regisztrált. A koronavírus-járvány hatása mellett február vége óta az Ukrajnában zajló fegyveres konfliktus is rontja a nemzetközi gazdasági kilátásokat.

**Az eurozóna inflációja a decemberi előrejelzéshez képest magasabban alakul.** A magasabb árdinamikát 2022-ben a jelentős mértékben emelkedő energiaárak, az ukrajnai háború, az erősebb bérdinamika, az ellátási zavarok fennállása és a németországi tervezett minimálbér-emelés egyaránt magyarázzák. Az EKB új inflációs előrejelzése alapján az euroövezet inflációja az ukrajnai háború okozta bizonytalanság miatt széles sávban mozog, a háború kimenetele és a kivetett szankciók függvényében. A fogyasztóiár-index 2022-ben 5,1–5,9–7,1, 2023-ban 2,0–2,1–2,7, 2024-ben pedig 1,6–1,9 százalék lehet. Az eurozóna GDP-növekedése a korábbi várakozásnál visszafogottabban alakulhat 2022-ben.

**A Brent nyersolaj átlagos világpiaci ára januárban 85,5 dollár/hordó volt, majd a hónap végétől fokozatosan tovább emelkedett. Február végétől, az ukrán háború kirobbanását követően egyre meredekebben emelkedett a Brent nyersolaj világpiaci ára. Az idei évben az árszint évtizedes csúcst ért el, és az emelkedés mértéke az év egészében elérheti a 36–73 százalékot 2021 átlagához képest.** A januári emelkedés háttérében a geopolitikai feszültségek, a koronavírus-járvánnyal kapcsolatos hírek és az OPEC+ olajkitermelésre vonatkozó döntésének hatása áll. Az olaj árát február elején tovább növelte az elégtelen kínálattól való piaci aggodalmak megjelenése az élénkülő kereslet mellett. Az orosz-ukrán háború kitörését, és az Oroszország ellen bevezetett szankciókat követően az olaj világpiaci ára tovább emelkedett, hiszen Oroszország a világ egyik vezető kőolajkitermelője. Az OPEC+ március 2-án tartott ülésén jelezte, hogy a jelentős volatilitást a piacon jelenleg nem a fundamentumok okozzák, hanem a kialakult geopolitikai helyzet. Az ülésen döntés született arról, hogy az OPEC+ áprilisban napi 400 ezer hordóval növeli a kitermelést. A Brent nyersolaj világpiaci ára március elején évtizedes csúcst ért el. A Brent nyersolaj világpiaci ára március közepén jelentősen csökkent, és 100 dollár/hordó alá került. Az árcsökkenés háttérében az orosz-ukrán tárgyalásokkal kapcsolatos bizakodás, az újabb kínai járványhullám miatti lezárások következtében enyhülő kereslet oldali nyomás és a Fed kamatdöntését megelőző várakozások álltak.

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

**A költségvetési deficit a 2021-es vártnál kedvezőbb 7,3 százalékos előzetes adatot követően 2022-ben 4,9 százalékra, majd az előrejelzési horizont végére 2,5 százalékra csökkenhet.** Az MNB által közölt előzetes pénzügyi számla adatok alapján 2021-ben a költségvetés eredményszámlájának hiánya a korábbi várakozásoknál kedvezőbb 7,3 százalékos szinten alakult a GDP arányában, míg az államadósság-ráta 2021 végén 77,3 százalékra csökkent a 2020. év végi 80 százalékról.



A kormányzati célkitűzés a korábbi terveknél alacsonyabb hiánypályát tartalmazott 2021 decemberében, amely 2022-re 4,9 százalékos, 2023-ra 3,5 százalékos, 2024-re pedig 2,5 százalékos GDP-arányos hiánnyal számolt. A geopolitikai és piaci feszültségek azonban kockázatot jelentenek, amelyet a költségvetés belső tartalékainak e célra való felhasználásával lehet kezelni.

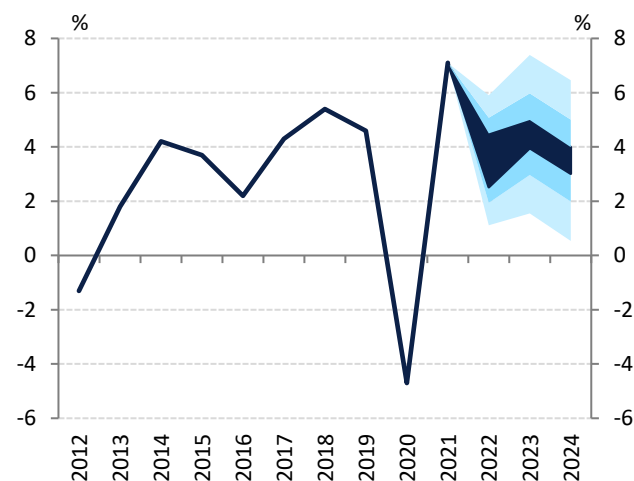
**Várakozásunk szerint 2022-ben az RRF-terv és a Partnerségi Megállapodás elfogadását követően megkezdődhet a 2021-2027-es ciklus forrásainak felhasználása.** A kohéziós és a helyreállítási programokkal kapcsolatos forrás-felhasználás összegének évek közötti megoszlását ugyanakkor továbbra is jelentős bizonytalanság övezi.

## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A tavalyi évben regisztrált gyors kilábalást követően a 2022-es év elején is rendkívül dinamikus volt a magyar gazdaság bővülése. A gazdasági aktivitást a következő negyedévekben leginkább a háború és a következményeként bevezetett szankciós politikák, illetve a kormányzatok ezen rendkívüli helyzetre adott válasza határozzák meg, így a decemberi prognózisunknál visszafogottabb gazdasági növekedésre számítunk. Számításaink szerint a hazai GDP idén 2,5–4,5 százalékkal, jövőre 4,0–5,0 százalékkal, míg 2024-ben 3,0–4,0 százalékkal emelkedhet. A háztartások fogyasztásának bővülése folytatódik, amit idén a bérek kétszámjegyű emelkedése és a lakossági jövedelmet növelő kormányzati intézkedések is támogatnak. Az emelkedett inflációs környezet ellenére a reáljövedelem összességében mérsékelt ütemben bővül 2022-ben. A beruházások bővülése az orosz-ukrán háború következtében megugró energia- és nyersanyagárak, valamint a visszafogottabb külső kereslet hatására a korábbi várakozásainknál mérsékelt ütemben folytatódhat. Ugyanakkor a beruházási ráta magas szinten, 26–27 százalék körül stabilizálódik az előrejelzési horizonton. A beruházások lassabb bővüléséhez hozzájárul a reálgazdasági bizonytalanság és a csökkenő kockázatvállalási hajlandóság következtében a korábbi prognózisunknál alacsonyabb vállalati hiteldinamika is. Az exportteljesítmény rövid és középtávú alakulását az orosz-ukrán konfliktus, illetve a szankciók rontják a közvetlen és közvetett külkereskedelmi kapcsolatokon keresztül. A geopolitikai fejlemények hatására korábbi feltételezésünkhöz képest fokozódtak a nemzetközi termelési láncok eddig is meglévő nehézségei, emellett a nyersanyag- és energiaárak tovább emelkedtek. A közelmúlt eseményei visszavetítik a nemzetközi turizmus régiós kilábalását, és ronthatja szolgáltatásexportunk teljesítményét is. A külső piacok és az ellátási láncok helyreállításával párhuzamosan 2022 végétől az export kilátásai is újból jelentősen javulhatnak, amit a kiépülő új exportkapacitások is támogatnak. Ugyanakkor a kivitelt övező kockázatok jelentősek.

**A 2021. évi rekordmértékű, 7,1 százalékos növekedést követően a magyar gazdaság bővülése az év elején is rendkívül dinamikus volt.** A hazai gazdaság teljesítménye 3,3 százalékkal haladta meg a járvány előtti szintjét 2021 negyedik negyedévében. A tavalyi év magas áthúzó hatása kedvezően hat az idei gazdasági növekedésre, a magas frekvenciás adatok alapján pedig az év első két hónapjában folytatódott a gazdaság dinamikus bővülése.

1-3. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján

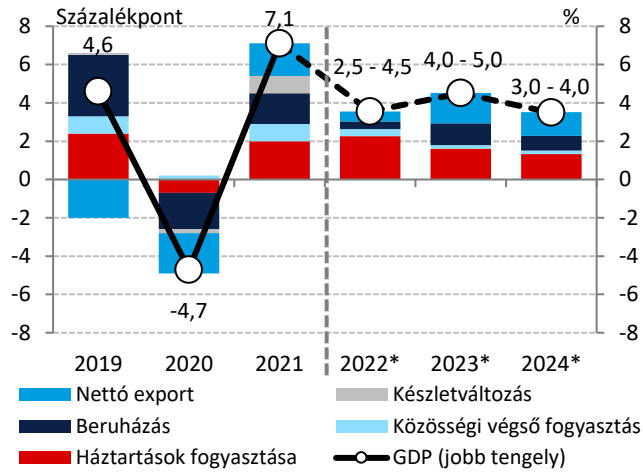
Forrás: KSH, MNB

**Külső hatások a GDP lassulását eredményezik, idén 2,5–4,5 százalékos, jövőre pedig 4,0–5,0 százalékos gazdasági növekedés valósulhat meg** (1-3. és 1-4. ábra). A következő negyedévek kilátásait rontja az orosz-ukrán konfliktus a közvetlen és közvetett külkereskedelmi csatornákon keresztül. A háború, illetve a szankciók a nemzetközi termelési láncok eddig is meglévő nehézségeinek fokozódásán, valamint a vállalati költségek emelkedésén keresztül kínálati oldalról rontják a növekedési képet. A decemberi Inflációs jelentéshez képest erősödtek a növekedést övező lefelé mutató kockázatok, így 2,5–4,5 százalékra mérsékeltük az idei gazdasági bővülésre vonatkozó előrejelzésünket. A hazai GDP 2023-ban 4,0–5,0 százalékkal, 2024-ben 3,0–4,0 százalékkal bővülhet.

**A magyar gazdaság eurozónához történő felzárkózása ugyanakkor a következő években is folytatódik.** A hazai gazdaság eurozónához viszonyított növekedési többlete 1,1-1,6 százalékpont lehet.

**A háztartások fogyasztásának emelkedése folytatódik, amit a bérek növekedése és a kormányzati intézkedések is támogatnak.** A minimálbér emelése mellett a feszes

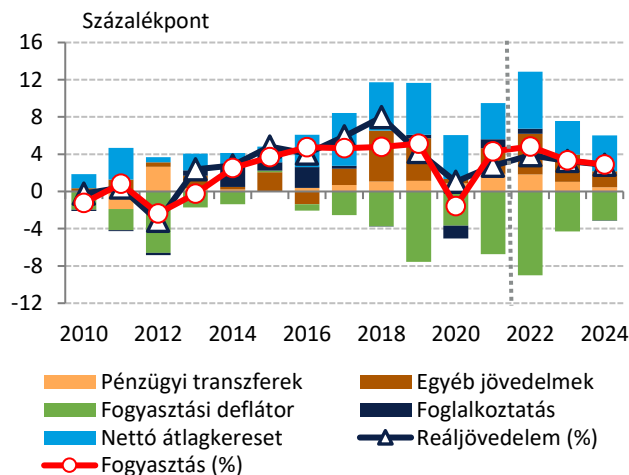
1-4. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése



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

Forrás: KSH, MNB

1-5. ábra: A lakossági reáljövedelem alakulása



Megjegyzés: Az előrejelzési sáv átlaga alapján

Forrás: KSH, MNB

munkaerőpiac is az élénk bérdinamika fennmaradásának irányába hat. A nettó keresettömeg és a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének érdemi bővülése a vártnál magasabb infláció ellenére is biztosítja a vásárlóerő emelkedését (1-5. ábra).

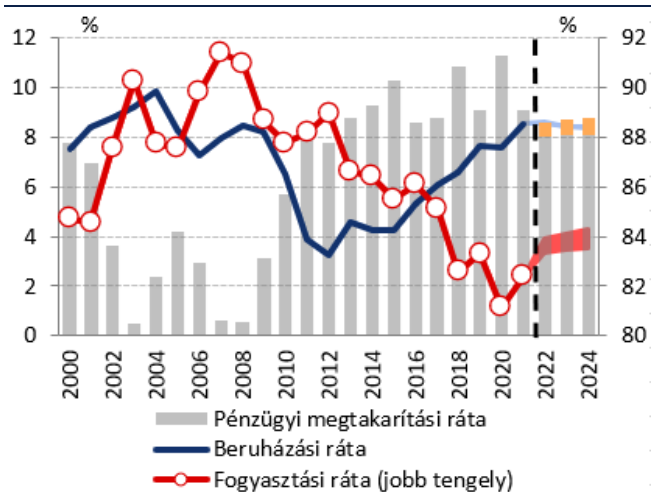
**A háztartások jövedelmének emelkedését támogatják a 2022 elejére koncentrálódó kormányzati kifizetések, amelyek együttes értéke meghaladja a 2200 milliárd forintot.** A lakosság az egyszeri, nemrendszeres többletjövedelem jelentős részét megtakarításainak gyarapítására vagy adósságleépítésre fordíthatja, és az intézkedések keresletélénkítő hatása visszafogott maradhat (ld. 3-3. keretes írás).

**A lakosság fogyasztási rátája emelkedhet az idei évben, az óvatossági megtakarítások beépülnek, és a beruházási ráta magas szinten stabilizálódik.** A lakosság jövedelmeinek felhasználási-megtakarítási döntései során a háború pszichológiai hatása is szerepet játszhat, ami jelentős bizonytalanságot eredményez a fogyasztásban. A magasabb infláció emeli a lakosság fogyasztási kiadásait, ami várhatóan leginkább a megtakarítások csökkenésében csapódik le, ugyanis az elmúlt évek reálbéremelkedésének köszönhetően a legalsó jövedelmi tized kivételével nettó megtakarítóvá váltak az alsó jövedelmi tizedbe tartozó háztartások is. A fogyasztási ráta az előrejelzési horizonton emelkedik, a beruházási ráta magas szinten stabilizálódik, a megtakarítási ráta pedig csökken (1-6. ábra).

**A háztartási hitelezés növekedési dinamikája a háború reálgazdasági hatásai és az emelkedő kamatkörnyezet miatt érdemben lassulhat.** A háztartási hitelállomány növekedési üteme a korábbi várakozásaink alatt alakulhat, az orosz-ukrán konfliktus és a megfékezésére bevezetett szankciók negatív reálgazdasági hatása, valamint az emelkedő infláció miatt növekvő kamatkörnyezet mérsékelhetik a lakosság hitelfelvételi kedvét (1-7. ábra). E hatásokat részben ellensúlyozhatja, hogy a támogatott hiteltermékek a jövőben is segíthetik az állomány bővülését. Fontos hangsúlyozni, hogy előrejelzésünkben a jelenleg hatályos jogszabályok szerinti támogatott hitelprogramok hatásával számoltunk, így a 2022-ben kifutó otthonteremtési támogatások esetleges meghosszabbítása tovább emelheti a lakossági hitelállomány várható növekedési ütemét.

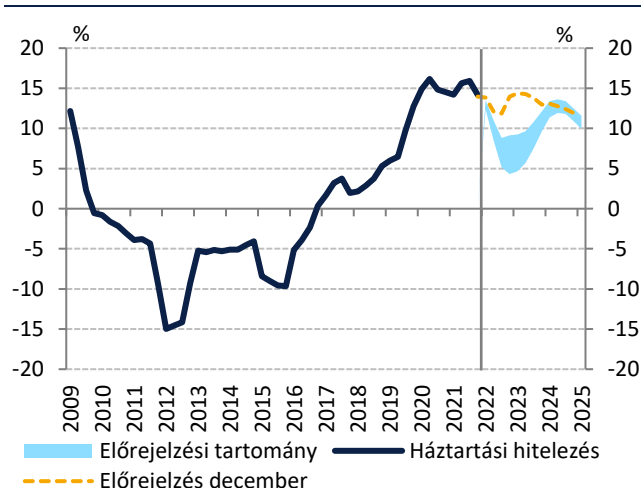
**A beruházások bővülése az orosz-ukrán konfliktus következtében megugró energia- és nyersanyagárak, valamint a visszafogottabb külső kereslet hatására a korábbi várakozásainknál mérsékeltebb ütemben folytatódhat.** A geopolitikai feszültségek a nyersanyagárak, a szállítási költségek és ezen keresztül a vállalati működési

1-6. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Megjegyzés: A megtakarítási ráta 2021-ben az alapfolyamatokat szemlélteti, ennek következtében az SZJA kiengedés hatása kiszűrésre került. Forrás: KSH, MNB

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

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

	2022	2023	2024
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	0,8 - 2,4	3,9 - 4,3	2,5 - 3,7
Állami beruházás	4,9	-1,4	-7,6
Privát beruházás	-0,3 - 1,7	5,4 - 5,9	5,2 - 6,8
Beruházási ráta	26,8 - 27,2	26,5 - 26,7	26,6 - 26,7

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

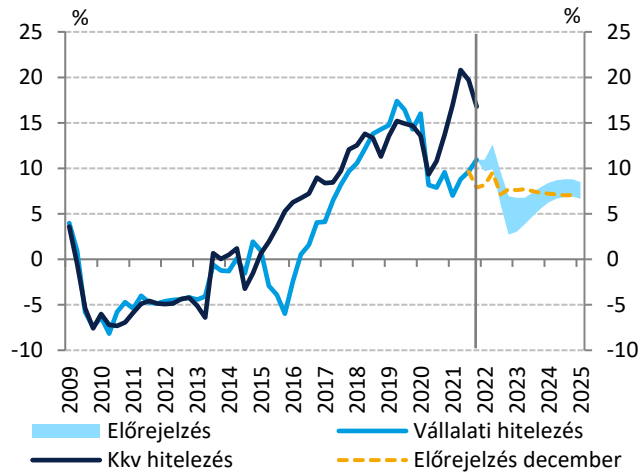
Forrás: MNB

költségek további emelkedését eredményezik, ami egyes beruházások elhalasztásához, csökkentéséhez vezet. Ugyanakkor a beruházási ráta magas szinten, 26–27 százalék körül stabilizálódik az előrejelzési horizonton (1-3. táblázat).

**A hazai bankok hitelezési kapacitásai bőségesek, azonban a megnövekedett reálgazdasági bizonytalanság és csökkenő kockázati étvágy hatására csökkentettünk vállalati hitel előrejelzésünkön.** A vállalati hitelállomány éves növekedési üteme a negyedik negyedéves tényadatok tükrében a korábbi várakozásunk felett alakult 2021-ben, a reálgazdasági kilábalás, a továbbra is alacsony reálkamat, valamint a bankok bőséges hitelezési kapacitásai év végén támogatták a magas vállalati hiteldinamika fenntartását (1-8. ábra). A vállalati forrásbevonást és a beruházások élénkülését az állami hitel- és garanciaprogramok mellett az 1550 milliárd forintos keret összegéig a Növekedési Kötvényprogram is támogatta, azonban az új vállalati hitelszerződések túlnyomórészt már piaci alapon valósultak meg. Az orosz-ukrán háborús konfliktus okán növekvő energia- és nyersanyagárak miatt a vállalatok forgóeszközhitel igénye rövid távon akár növekedhet is, azonban a háború és szankciók miatt bizonytalan környezetben összességében a vállalati hitelállomány éves növekedési dinamikája lassulhat az év második felében, és csak 2024-re térhet vissza a 8 százalék körüli szintre. A bankok orosz és ukrán kitétségei kezelhető mértékűek, a közvetlen kitétségekből származó potenciális veszteségek korlátozottak, emiatt a bankok hitelezési kapacitásai továbbra is biztosítani tudják a reálgazdasági szereplők finanszírozásának fenntartását (a bankrendszer helyzetéről lásd a 4.1. keretes írást).

**A vállalati beruházási aktivitás 2022-ben a megugró energia- és nyersanyagárak, valamint a visszafogottabb külső kereslet hatására elmaradhat korábbi várakozásainktól.** A tavaly év végi energiaárak költségemelő hatása már éreztethette hatását főként az iparban és a mezőgazdaságban működő vállalatok profithelyzetére. A megemelkedett energiaköltségek ellenére az MNB februári vállalati konjunktúra felmérése – amelyben még nem jelentek meg az orosz-ukrán konfliktus eszkalációjának hatásai – mutatta a beruházási tervek legmagasabb értékét a felmérés 2020. decemberi kezdete óta (1-9. ábra). Az orosz-ukrán háború következtében növekvő energia- és nyersanyagárak tovább emelik a vállalati működési költségeket, ami a régiót övező nagyfokú bizonytalansággal együtt egyes beruházások elhalasztásához és kevesebb új beruházáshoz vezethet. A vállalati beruházási aktivitás a geopolitikai feszültségek oldódását követően élénkülhet ismét.

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



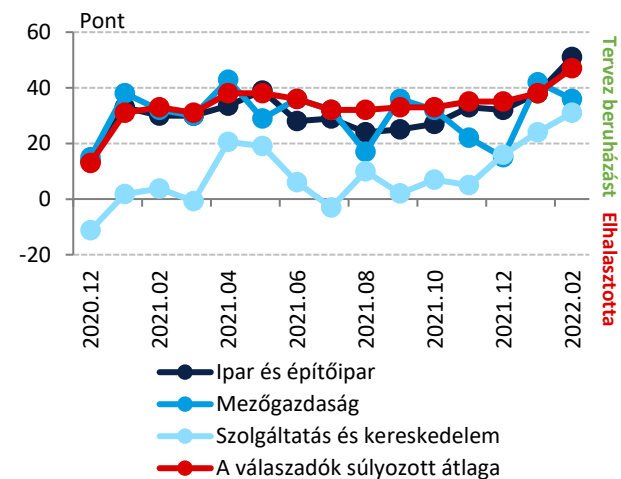
Megjegyzés: Tranzakciós alapú éves változás. A kkv-szektor az önálló vállalkozókat nem tartalmazza. A teljes vállalati növekedési ütem a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállomány alapján.

Forrás: MNB

Az állami beruházások volumene 2022 átlagában emelkedik, az év második felétől azonban mérséklődésre számítunk. A rendelkezésre álló információk alapján az állam által végrehajtott beruházások a tavalyi év végén jelentős mértékben csökkentek, amiben szerepet játszott a pótlólagos költségvetésitartalék-képzés is. 2022-ben emelkedést prognosztizálunk az előző évhez viszonyítva. Az állami beruházások előrejelzésünk szerint 2022 második felétől csökkennek, elsősorban a saját forrásból megvalósuló beruházások visszaesése miatt.

A magasabb infláció ellenére a háztartások rendelkezésre álló jövedelme bővül, azonban a vártnál kisebb mértékben, ami a háztartási beruházásokat csökkentheti. Az idei évben az otthonteremtési programok továbbra is támogatják a háztartások beruházásainak növekedését. Ugyanakkor, az infláció emelkedése lassítja a reáljövedelmek növekedését, így a lakosság a fogyasztás mellett a beruházásait is kisebb mértékben növelheti, mint a korábbi várakozásunk. A növekvő energia- és nyersanyagárak az építőiparban is éreztetik negatív hatásukat, így a lakásépítés és -felújítás költségei tovább emelkedhetnek. Az építőipari kapacitások szűkösek, a termelést korlátozza a munkaerőhiány, ami szintén az árak növekedésének irányába mutat, így a lakossági beruházás visszafogottabb ütemű növekedését eredményezheti.

1-9. ábra: A következő három hónapban beruházást tervező vállalatok aránya



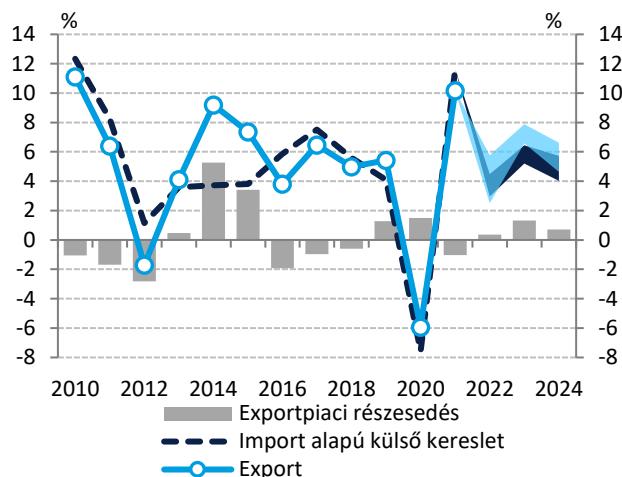
Megjegyzés: Az egyenlegmutató a pozitív és negatív válaszok arányainak különbsége.

Forrás: MNB

Az exportteljesítmény rövid és középtávú alakulását az orosz-ukrán konfliktus erőteljesen érinti, hazai export előrejelzésünkben érdemi bizonytalanságokkal számolunk.

A geopolitikai kockázatok egyrészt a közvetlen és közvetett orosz és ukrán külkereskedelmi kapcsolatokon keresztül fogják vissza az exportteljesítményt. Másrészt geopolitikai fejlemények hatására korábbi feltételezésünkhöz képest fokozódtak a nemzetközi termelési láncok eddig is meglévő nehézségei, és a nyersanyag- és energiaárak tovább emelkedtek. A hazai szempontból kedvezőtlen folyamatok következtében romló cserearány és az ellátási láncok akadozása továbbra is jelentős nyomást helyez az árukereskedelmi egyenlegre. Ezek tükrében a hazai export alakulásában érdemi bizonytalanság rejlik. A közelben zajló konfliktus közvetlenül is érinti hazai kivitelt, de az érintett országokkal folytatott kereskedelem visszaesése exportpartnereink importigényét is mérsékli, ami a hazánkat érő hatásokat tovább növelheti. Az események az exportteljesítményt hátráltatják a nemzetközi termelési láncok eddig is meglévő nehézségeinek fokozódásán keresztül is. A főként exportra termelő járműipart és elektronikai termékek gyártását jelentős mértékben érinti a globális félvezetőhiány. Emellett az orosz-ukrán konfliktus tovább növelte az addig is magas nyersanyag- és

1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Exportpiaci részesedés az előrejelzési sáv átlaga alapján.

Forrás: KSH, MNB

energiaárakat, ami a vállalati költségek jelentős emelkedését okozzák. A közelmúlt eseményei visszavethetik a nemzetközi turizmus régiós kilábalását és ronthatja a szolgáltatásexportunk teljesítményét is.

**Exportpiaci részesedésünk 2022-ben a beszállítói láncokban jelentkező szakadások tartóssá válása esetén akár csökkenhet is, 2023-tól azonban ismét növekedést várunk (1-10. ábra).** A külső tényezők hatására átmenetileg lassuló export és az élénkebb belső kereslet következtében a nettó export 2022-ben csak enyhén pozitív hatást fejt ki a GDP-re. A külső piacok és az ellátási láncok helyreállításával párhuzamosan 2022 végétől az export kilátásai is újból jelentősen javulhatnak, amit a kiépülő új exportkapacitások is támogatnak. A konfliktus rendeződésével megkezdődik a nyersanyag- és energiapiacok, valamint a termelési láncok helyreállása, és ezek kedvező konjunkturális hatása.

## 1-2. keretes írás: Az orosz-ukrán konfliktus makrogazdasági hatásainak csatornái

**Az Oroszország és Ukrajna között jelenleg fennálló háborús helyzet a pénz- és az áru piacokon fejt ki azonnali hatását, ami mellett fokozatosan erősödik a reálgazdasági csatorna szerepe (1-11. ábra).** A háborús helyzet és az arra adott gazdasági szankciók lényegében teljes Európában emelik az inflációt, és negatívan hatnak a gazdasági növekedésre. A hatások mértékét befolyásolja a konfliktus időbeli elhúzódása, a szankciók mértéke és fennállásának ideje.

**Jelentős pénzügyi és gazdasági hatásokkal jár, hogy az orosz bankrendszer egyes tagjait kizárták a SWIFT nemzetközi bankközi kommunikációs hálózatról.** A szankciók az orosz gazdaság finanszírozásának megnehezítését és a nemzetközi elszámolásokhoz való hozzáférés berekesztését célozta, ugyanis az orosz bankszektor devizatranszakcióinak 80 százaléka, az orosz kereskedelmi elszámolások 50 százaléka dollárban bonyolódik. Jelentős mértékben megrekedt az orosz bankok nemzetközi tevékenysége és ezáltal likviditása, ami egyúttal jelentősen hozzájárult a kereskedelmi elszámolások megakasztásához is. **Amennyiben az orosz-ukrán válság nyomán bevezetett uniós korlátozó intézkedések, szankciók a közvetlen konfliktus rendeződése után is fennmaradnak, annak hosszabb távú hatása lesz a nemzetközi áru piacokra és a globális ellátási láncokra.**

**Az orosz-ukrán konfliktus háborúvá eskalálódását azonnali pénz- és áru piaci hatások követték, ugyanis Oroszország szerepe jelentős az olyan nyersanyagok és az energiahordozók piacán, amelyek kulcsfontosságúak számos iparcikk és mikrochipek előállításához, és így az ellátási láncok nehézségei nőnek.** A Brent nyersolaj világpiaci ára 100 dollár/hordó fölé emelkedett, amire legutóbb 2014-ben volt példa. Oroszország a világ második legnagyobb olajtermelője, nyersolaját főként európai finomítóknak adja el, így a helyzet további alakulása érdemi kockázatot hordoz a világpiaci olajárak alakulására nézve. A legnagyobb európai gáztőzsde, a holland TTF legközelebbi, márciusi határidős jegyzésárai jelentős emelkedést mutattak a december első felében tapasztalt 70-80 EUR/MWh körüli szinthez képest. A nyersanyagpiacokat is jelentős áremelkedés jellemezte. A londoni fémtőzsdén a jegyzésárak meghaladták a legutóbb 2008-ban jegyzett magas értéket.

**A gabonátőzsdén a búza- és a kukorica jegyzésárai emelkedtek. Európai és globális szempontból kiemelendő, hogy Oroszország és Ukrajna jelentős szereplők a mezőgazdasági termékek, elsősorban a gabonatermékek kiviteli piacán (ld. 3-1. keretes írás).** Együttesen 26 százalékát adják a búza, 25 százalékát az árpa, 16 százalékát a kukorica teljes exportjának a világon.



**A piaci kockázatkerülés növekedésével a befektetők számára felértékelődtek az értékálló eszközök.** Ezt mutatja, hogy megindult a menekülő devizák, eszközök vásárlása, és az arany árfolyama emelkedett, melyek az első piaci reakciókhoz köthetőek.

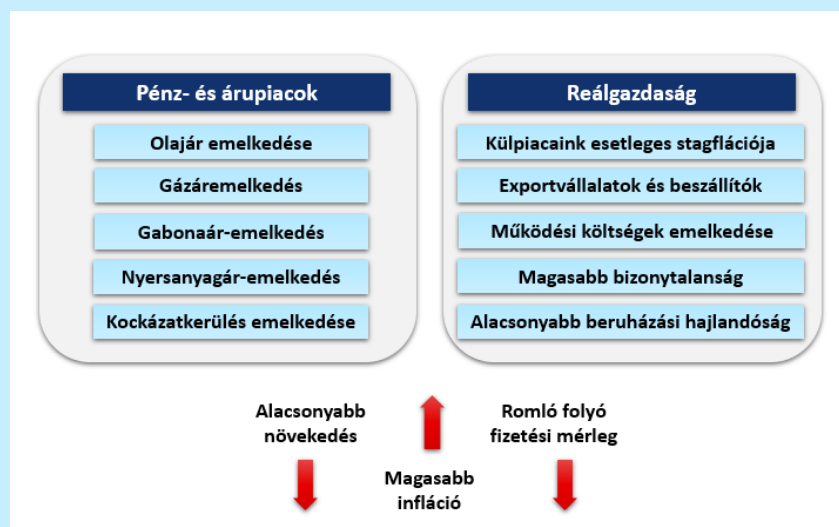
**A háború és a kereskedelmi szankciók növelik a nemzetközi ellátási láncok nehézségeit.** Az EU unión kívüli árukivitelének 5,3 százaléka irányul Oroszországba és Ukrajnába, előbbi súlya 4,1 százalék, utóbbié 1,2 százalék (ld. 3-2. keretes írás). A német export 2,3 százaléka irányul ebbe a két országba, ebből Oroszországba 1,9 százalék és Ukrajnába 0,4 százalék. Nyugat-Európa energiaimportőr, így a cserearányait szintén jelentősen rontja a nyersanyagpiacon kialakuló árrobbanás. Mindezek következtében Magyarország exportpiacainak növekedési üteme várhatóan lassul, ami kedvezőtlenül hat a hazai gazdasági folyamatokra is.

**Az Oroszországba és Ukrajnába irányuló hazai export érdemben visszaeshet, emellett a szankciókon és beszállítói kapcsolatokon keresztül a konfliktus közvetett módon is negatív hatással lehet a hazai gazdasági teljesítményre.** Áruexportunk csak mintegy 1,7, illetve 1,5 százaléka irányul a két érintett országba (szolgáltatások esetében ez összesen 2,8 százalék). 2020-ban az Oroszországba irányuló termékexport fő árucikkei vegyipari termékek és élelmiszerek voltak (az adott termék teljes hazai exportjának 3,9, illetve 2,3 százaléka), ugyanakkor elsősorban a német beszállítói láncokon keresztül járműipari kivitelünk is érintett.

**Európa jelentősen kített az Oroszországból érkező földgáz- és kőolajimportnak.** Az európai energiaellátásban jelentős az Oroszországból érkező kőolaj- és földgázimport szerepe. 2019-ben az Európai Unión kívüli kőolajimport közel egyharmada (26,9 százalék), a földgázimport csaknem fele (41,1 százalék), még a szilárd tüzelőanyag (többnyire szén) 46,7 százaléka Oroszországból érkezett.

**A hazai vállalatok működési költségeinek emelkedése és a régiót övező magasabb bizonytalanság egyes beruházások elhalasztásához és kevesebb új beruházáshoz vezethet.**

1-11. ábra: Az orosz-ukrán konfliktus makrogazdasági hatásai

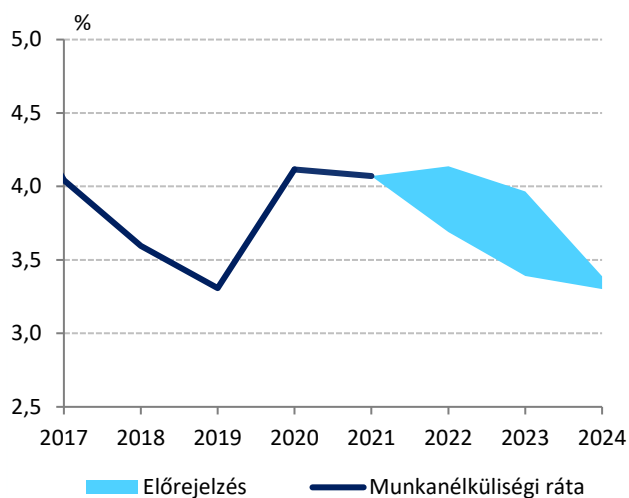


Forrás: MNB

### 1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

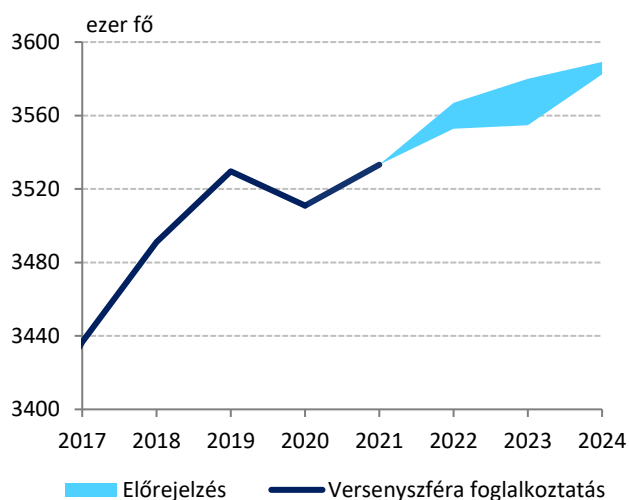
A munkaerőpiac további bővülése a vártnál lassabban folytatódhat. Az orosz-ukrán konfliktus következtében felerősödő nyersanyag- és energiapiaci feszültségek a vállalati költségek további emelkedésén keresztül rontják a vállalatok profitkilátásait. Az ellátási láncok fokozódó nehézségei a termelés lassulását vonhatják maguk után, ami mérsékelheti a munkaerő-keresletet. A versenyszférában foglalkoztatottak száma várhatóan 20–34 ezer fővel (0,6–1 százalékkal) nő 2022-ben, majd további 2–13 ezer fővel (0,1–0,4 százalékkal) emelkedhet 2023-ban. A 2022. évi bérdinamika alakulását az évi eleji minimálbér-emelés, a feszes munkaerőpiac, valamint az emelkedett lakossági inflációs várakozások határozzák meg. Előrejelzésünk szerint 2022-ben ismét kétszámjegyű lehet a bérnövekedés, és az erős, 8–8,5 százalékos körüli bérdinamika várhatóan a teljes előrejelzési horizonton fennmarad. Az emelkedett inflációs környezet ellenére a hazai reálbérek stabilak maradnak, enyhén emelkednek. Ez a növekedés azonban idén visszafogottabb lesz, mint az elmúlt években.

1-12. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Forrás: KSH, MNB

1-13. ábra: A foglalkoztatás alakulása a versenyszférában



Forrás: KSH, MNB

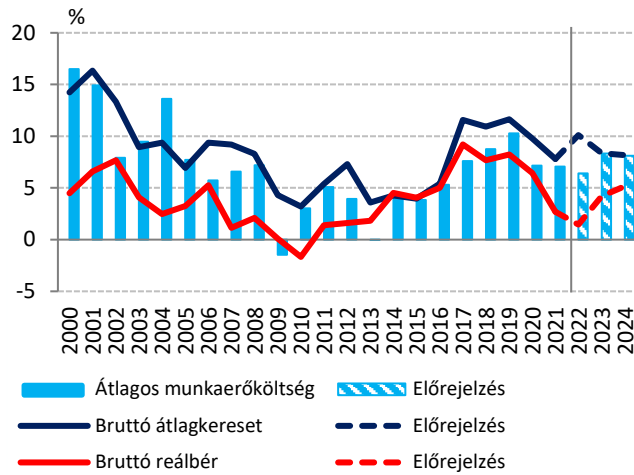
**A vállalkozások munkaerőkeresletének bővülése tovább folytatódhat, azonban az elmúlt időszakban a lefelé mutató kockázatok felerősödtek.** Az ESI – foglalkoztatási kilátásokat monitorozó – felmérése februárig a vállalatok kedvező kilátásait tükrözte: a vállalatok minden kiemelt ágazatban létszámbővítést terveztek az elkövetkező hónapokban, valamint egyre több vállalat a munkaerőhiányt jelölte meg a termelés szűk keresztmetszetének. Ugyanakkor az orosz-ukrán konfliktus következtében felerősödő nyersanyag- és energiapiaci feszültségek a vállalati költségek további emelkedésén keresztül rontják a vállalatok profitkilátásait, illetve a vállalatok az ellátási láncok fokozódó nehézségei a termelés lassulását vonhatja maga után, ami a munkaerő-keresletet is mérsékelheti.

**A foglalkoztatottság jövőbeni alakulása nagymértékben függ a kereslet–kínálati súrlódások, valamint a nemzetközi ellátási láncokban fennálló zavarok tartósságától.** A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma historikus csúcson volt 2021 második felében, és a szezonálisan igazított adatok alapján továbbra is a piacgazdaság csúcán tartózkodik. A globális keresleti–kínálati súrlódások következtében azonban a munkaerő-kereslet és így a foglalkoztatás visszafogottabb növekedésére számíthatunk, ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta a korábban vártnál lassabban süllyedhet tartósan 4 százalék alá. 2021 negyedik negyedében a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,9 százalék volt, előrejelzésünk szerint 2022-ben a munkanélküliségi ráta 3,7–4,1 százalékon alakulhat (1-12. ábra). A teljes foglalkoztatást a decemberben vártnál később, 2023-ra közelítheti meg a hazai munkaerőpiac. A globális ellátási láncokban bekövetkezett súrlódások gyorsabb rendeződése esetén már 2023 elejére elérheti a munkanélküliségi ráta a koronavírus-járvány előtti 3,4 százalékos értéket.

**A versenyszféra foglalkoztatás előrejelzésünk szerint 20–34 ezer fővel (0,6–1,0 százalékkal) emelkedik 2022-ben.** A szezonálisan igazított adatok alapján a versenyszféra foglalkoztatás 2021 negyedik negyedében elérte a



1-14. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



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

Forrás: KSH, MNB

koronavírus-járvány előtti szintjét. A bővülés további mértéke a vállalati beruházások, valamint a külföldről tartósan hazatérő munkavállalók mértékétől is függően 0,6-1,0 százalékos lehet 2022-ben, és további 0,1-0,4 százalékos 2023-ban (1-13. ábra).

**A 2022-es versenyszféra bérdinamika alakulását az év eleji nagymértékű minimálbér-emelés, a feszes munkaerőpiac és az emelkedett inflációs várakozások határozzák meg.** A 20 százalékos minimálbér-, valamint 19 százalékos garantált bérminimum-emelés a bértorlódás következtében egészen az átlagbér szintjéig hatással lehet a keresetek alakulására. Számításaink szerint ez az alapfolyamatoknál 2-2,5 százalékkal magasabb átlagbér-dinamikát eredményezhet. Az adminisztratív bérek jelentős emelése mellett a vártnál magasabb, 8-10 százalékos nagyvállalati bérfelvezetések is bérfelhajtó hatást okozhatnak. A feszes munkaerőpiac és az emelkedett lakossági inflációs várakozások is a korábbiaknál magasabb bérdinamikát vetítenek előre (1-14. ábra).

**Előrejelzésünk szerint 2022-ben ismét kétszámjegyű lehet a bérnövekedés.** A jelentős mértékben emelkedő nyersanyag- és energiaárak, illetve a nemzetközi termelési láncokban felerősödő súrlódások rontják a vállalatok profitkilátásait, ami kockázatot jelenthet a még be nem jelentett béremelések megvalósulására vonatkozóan. Legfrissebb prognózisunk alapján a 2022-es bérnövekedés 9,8-10,4 százalékos lehet a versenyszférában, majd az erős 8-8,5 százalékos bérdinamika fennmarad az előrejelzési horizont további részében.

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

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

<sup>1</sup> Szezonálisan igazítatlan 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

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

<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.

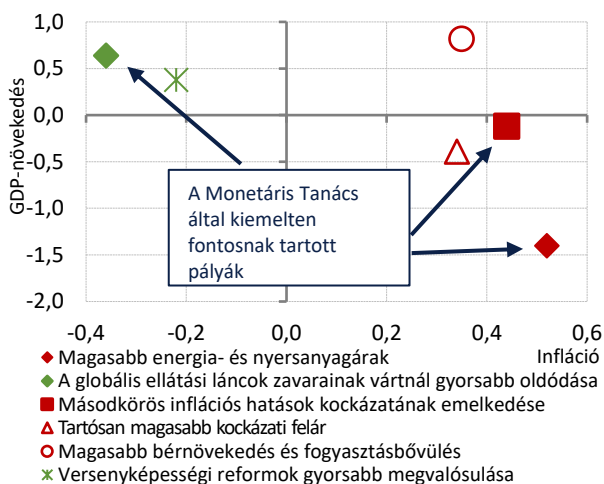
<sup>3</sup> A GDP arányában.

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

## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alapelőrejelzése körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A magasabb energia- és nyersanyagárakat feltételező alternatív forgatókönyv az alapelőrejelzésnél magasabb hazai inflációs és alacsonyabb növekedési pálya felé mutat. A globális ellátási láncok zavarainak gyorsabb oldódásával számoló forgatókönyv szerint az alappályánál alacsonyabb inflációs és magasabb növekedési pálya valósul meg. A másodkörös inflációs hatások kockázatának emelkedését bemutató forgatókönyv az alappályához képest magasabb inflációs pályával áll összhangban. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív szenárióként a tartósan magasabb kockázati felárat, a magasabb bérnövekedést és fogyasztásbővülést, illetve a versenyképességi reformok gyorsabb megvalósulását feltételező pályákat tárgyalta.

2-1. 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

Magasabb energia- és nyersanyagárak

**Külpiacaink növekedése az orosz-ukrán háború megfékezésére hozott intézkedések és az infláció elleni küzdelem következtében lassulni fog.** Az orosz gazdasággal való kereskedelemre vonatkozó szankciók közvetlenül is mérséklék Európa gazdasági teljesítményét. A nyersanyagok piacán Oroszország exportőr szerepe jelentős, ezért a kivetett szankciók a feszültségek gyors oldódása esetén is a termelési láncok súrlódásainak ismételt megemelkedését eredményezhetik.

**Az infláció az utóbbi hónapokban globálisan megemelkedett, ami a kereslet-kínálati viszonyok egyensúlyának felborulásával és a nyersanyagárak növekedésével magyarázható.** A kőolaj világpiaci árfolyama februárban hét éves csúcsára emelkedve meghaladta a 95 dolláros hordónkénti árat, majd az orosz-ukrán háború következtében még tovább, 110 dollár fölé emelkedett, ahonnan 100 dollár/hordó körüli szintre korrigált vissza március közepén. Az európai gáz- és áramárak hasonló megugrást, majd kisebb korrekciót mutattak az előzőleg is igen magas szintjükről.

**A magas globális inflációs környezet fennmaradásához az orosz-ukrán háború is jelentős mértékben hozzájárul.** A háború a nyersanyagárak további emelkedését okozhatja, valamint az ellátási nehézségek is egyre szélesebb körben jelentkezhetnek, ami még tovább növeli a külső inflációt.

**A háború összességében a hazai növekedés lassulását, az infláció és a kockázati prémium emelkedését eredményezi.** A következmények hazánkat közvetlenül az élelmiszerárak és az energiahordozók árának emelkedésével, illetve közvetetten is érintik, mint a befektetői hangulat romlása és a globális ellátási lánc problémák fokozódása.

**Alternatív pályánkban** a globális kínálati problémák és az elhúzódó geopolitikai feszültségek az ellátási láncok erősebb zavarait eredményezik, aminek következtében az alappályánál alacsonyabb külső keresletet, és ezzel párhuzamosan mérsékeltebb hazai exportdinamikát feltételezünk. A globális félvezetőhiány visszafogja az ipar és az exportszektor teljesítményét, ami az alappályában feltételezettnél alacsonyabb gazdasági növekedést eredményez. Ezen felül az ellátási láncok erősebb zavarai a globális nyersanyagárak jelentős emelkedését okozzák. Az alternatív pálya megvalósulása esetén a külső inflációs környezet a vártnál magasabban alakul, ami begyűrűzik a hazai árakba. Amennyiben a hazai infláció emelkedése tartósnak bizonyul, az alappályához képest szigorúbb monetáris kondíciók válhatnak indokolttá.

A globális ellátási láncok zavarainak vártnál gyorsabb oldódása

**A termelési folyamatokat továbbra is negatívan befolyásolják az alapanyag-ellátási problémák.** A globális félvezetőhiány a hazai járműiparban is fennakadásokat okozott a tavalyi év folyamán. A szállítási költségek korrekciója tavaly év végén megkezdődött, de a költségek szintje továbbra is magas. Előretekintve azonban kedvező jel, hogy a kínai termelőiár-index, amely a kínálati problémákkal együtt nőtt, enyhén mérséklődött az elmúlt hónapokban.

**A hazai termelésben a nyersanyag- és chiphiány, valamint a szállítási költségek képezik most a legjelentősebb akadályokat.** A kedvezőtlen körülmények ellenére az ipari termelés az év végén a korábbi feltevéseknél pozitívabban alakult.

**Az orosz-ukrán háború és az Oroszországgal szemben kivetett gazdasági szankciók a súrlódások ismételt megemelkedését eredményezték a nyersanyagok piacán.** Emellett a chiphiány, valamint a szállítási idő és költségek emelkedése az idei évben is negatív hatást gyakorolhat a termelésre.

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

Másodkörös inflációs hatások kockázatának emelkedése

**Hazánkban az infláció és a maginfláció emelkedése az év elején tovább folytatódott.** Az év eleji hónapokban a havi árváltozás üteme közel háromszorosa volt az előző évtizedben ilyenkor tapasztalt átlagos ütemnek. Februárban mind az infláció (8,3 százalék), mind a maginfláció (8,1 százalék) tovább emelkedett.

**Egyre szélesebb körben jellemző az árak számottevő emelkedése az év eleji inflációs adatok alapján.** Ennek oka, hogy a globális nyersanyag- és energiaárak emelkedése gyorsan és széles termékkörben jelenik meg a fogyasztói árakban. Az erős belső kereslet mellett a vállalkozások viszonylag rövid idő alatt be tudják építeni áraikba a megemelkedett nyersanyag- és bérköltségeket. Az első negyedév átárazásai mind az infláció, mind a maginfláció idei évi dinamikájában meghatározóak lesznek.

**A lakosság inflációs várakozásai a jegybanki toleranciasáv fölött alakulnak.** A várakozások is a kiskereskedelmi értékesítési árak és a szolgáltatások árainak folytatódó emelkedését vetítik előre. A jelenlegi magasabb inflációs környezetben a felfelé mutató inflációs kockázatokat erősíti az orosz-ukrán háború és a gazdasági szankciók bevezetése.

**Különösen fontos az inflációs várakozások alakítása, illetve az ár-bér spirál kialakulásának megakadályozása.** Magyarországon a kormányzati intézkedéseknek (az üzemanyag árának maximálása, a jövedékiadó-csökkentés, egyes alapvető élelmiszerek árának befagyasztása, rezsicsökkentés) jelentős szerepe van a nyersanyagárak begyűrésének megfékezésében. Az érintett termékek árai kulcsfontosságúak az inflációs várakozások szempontjából, és pszichológiai hatással is bírnak.

**Az alternatív forgatókönyv** szerint a másodkörös inflációs hatások kialakulásának kockázata realizálódik: a jelenlegi magasabb árdinamika beépül a gazdasági szereplők várakozásaiba. A magas infláció így az alappályában vártnál tartósabban marad fenn, és a maginfláció mérséklődése is csak később várható.

További kockázatok

A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács három további alternatív pályát mérlegelt. A tartósan magasabb kockázati felárat feltételező alternatív pálya szerint arra számítunk, hogy a feltörekvő piacokkal, így hazánkkal szemben az alappályához képest tartósabban és erőteljesebben emelkedik a kockázatkerülés. Ennek eredményeként jelentős tőkekiáramlás és az infláció további emelkedése következhet be. A magasabb bérnövekedéssel és fogyasztásbővüléssel számoló

feltevésünk szerint a bérdinamika és a háztartások fogyasztása az alappályában feltételezettnél gyorsabb ütemben nő, ami az infláció további emelkedésének irányába mutat, és szigorúbb monetáris politikai kondíciókat tesz szükségessé. A versenyképességi reformok gyorsabb megvalósulását feltételező alternatív forgatókönyvben a versenyképesség javulása elsősorban kínálati oldalról élénkíti tovább a hazai gazdaságot. Az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékben javulhat a versenyképesség, amennyiben a Magyar Nemzeti Bank által bemutatott, a versenyképesség javítását célzó 330 lépés közül további javaslatok valósulnak meg. A célzott intézkedések megvalósulása jelentős mértékben javítja a termelékenységet, ami alacsonyabb ciklikus pozíciót eredményez a hazai gazdaságban. Ez alacsonyabb inflációs pályával és magasabb gazdasági kibocsátással konzisztens.

## 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

### 3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

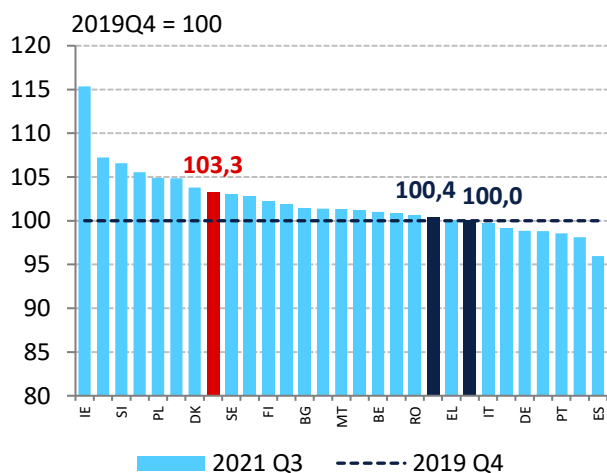
2021 negyedik negyedében a nemzetközi szinten vegyesen alakult a gazdasági növekedés. Az Európai Unió országainak több mint kétharmada már meghaladta a válság előtti gazdasági teljesítményét, ugyanakkor hazánk legnagyobb kereskedelmi partnere, Németország továbbra is elmarad attól. A koronavírus-járvány hatása mellett február vége óta a szomszédban zajló háborús konfliktus is rontja a nemzetközi és különösen a régiós gazdasági kilátásokat, és megtörheti az eddig is törékeny nemzetközi kilábalási folyamatokat. Az ipari termelés kilátásait rontja, hogy a konfliktus felerősíti a beszállítói láncokban jelentkező szakadásokat, és a már jelenleg is magas nyersanyagárak tovább emelkedhetnek. Emellett a bizonytalanság növekedése és a hangulat romlása a lassú kilábalást mutató szolgáltatásokat is kedvezőtlenül érinti. Az elmúlt időszakban a jegybankok többsége az emelkedő inflációra reagálva tovább folytatta a monetáris kondíciók szigorítását. A Fed márciusban lezárta a nettó eszközvásárlásokat és emelte irányadó rátáját, míg az EKB lezárta PEPP programját és bejelentette, hogy akár már 2022. harmadik negyedében véget érhet az APP eszközvásárlási programja. Az orosz-ukrán háború azonban tovább növelte a jegybankok jövőbeli lépéseivel kapcsolatos bizonytalanságot. A régió országaiban a növekvő inflációra reagálva tovább emelkedtek a kamatszintek. Előretekintve a nyersanyag- és energiaárak további emelkedése, a pénz- és tőkepiaci hangulat romlása, illetve a kötvény- és devizapiacok volatilitásának emelkedése a régiós piacokon is megemelte a beárzott kamatpályát.

#### 3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

**2021 negyedik negyedében a nemzetközi szinten vegyesen alakult a gazdasági növekedés.** Kína növekedése tovább lassult, 4,0 százalékkal bővült az ország gazdasága 2020 negyedik negyedéhez képest. Az Egyesült Államokban ezzel szemben a harmadik negyedévinél gyorsabban, 5,6 százalékkal nőtt a gazdaság. 2021 végére a GDP az eurozónában is elérte a válság előtti szintjét. A negyedik negyedévből 2020 azonos időszakához képest az eurozóna 4,6 százalékkal, az EU 27 országának gazdasága pedig 4,8 százalékkal bővült. Az Európai Unió országainak több mint kétharmadában a válság előtti szintje felett alakult a gazdasági aktivitás. Legfontosabb kereskedelmi partnerünk, Németország az európai rangsor végén szerepel, gazdasága továbbra is a válság előtti szintje alatt teljesít (3-1. ábra).

**A koronavírus-járvány hatása mellett február vége óta a szomszédban zajló háborús konfliktus is rontja a nemzetközi és különösen a régiós gazdasági kilátásokat.** A konfliktus felerősítheti a beszállítói láncokban jelentkező szakadásokat, a korábban is magas energia- és nyersanyagárak még tovább emelkedtek. A konfliktus hazánkra gyakorolt makrogazdasági hatásával kiemelten foglalkozunk az 1-1. keretes írásban. A globális félvezetőhiány következtében a mikrochipek kézbesítési ideje két év alatt megduplázódott (3-2. ábra). A félvezetőhiány és a beszállítói láncok akadozása elsősorban a fejlett gazdaságok termelőegységeinél csapódik le, ahol a beszállítói kézbesítési idők is érdemben megemelkedtek az elmúlt időszakban. A félvezetőhiány közvetlenül leginkább a

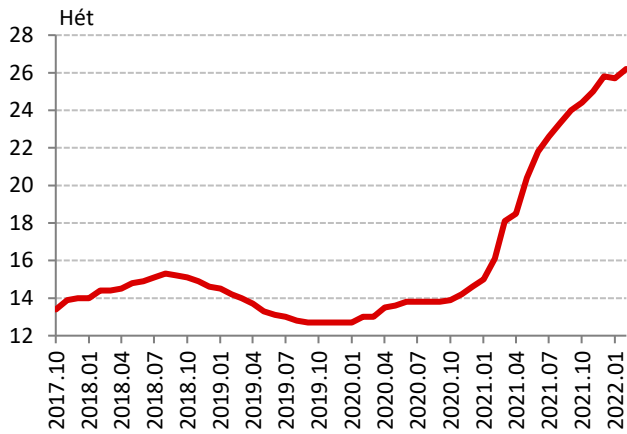
3-1. ábra: A GDP szintjének alakulása



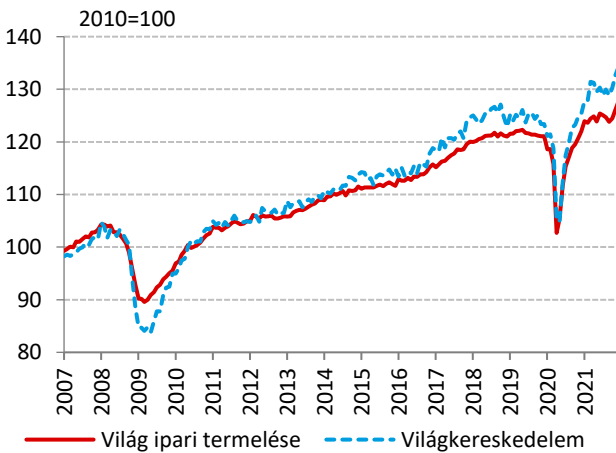
Megjegyzés: Szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján.

Forrás: Eurostat, Trading Economics

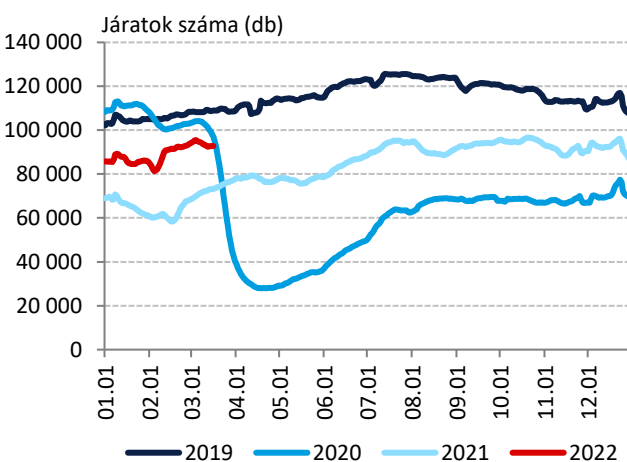


**3-2. ábra: A megrendelés és kézbesítés közötti átlagos várakozási idő a mikrochipek esetében**


Forrás: Bloomberg, Susquehanna Financial Group

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


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján. Forrás: CPB

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


Megjegyzés: Index 7 napos mozgóátlag alapján

Forrás: Flightradar24

járműgyártást és az elektronikai termékek gyártását hátráltatja, és szűk keresztmetszektént jelentkeznek a hazai exportteljesítményben meghatározó német ipar számára. Emellett a beszállítói láncokban történő szakadások a nyersanyagok széles körében akadályozzák azok rendelkezésre állását.

**Emellett továbbra is az elmúlt évtizedek legnagyobb energiaár-emelkedése zajlik a világon, amihez az orosz-ukrán konfliktus is hozzájárul. Ez szintén mérsékelheti a gazdasági növekedést a vállalatok döntésein keresztül (a megnövekedett költségek miatti kibocsátáscsökkentés vagy beruházások halasztása). Az emelkedő energiaárak számottevően rontják a cserearányt és a folyó fizetési mérleg egyenlegét is, elsősorban a nettó energiaimportőr országok esetében, mint amilyen a régiós országok többsége, köztük hazánk is.**

**A világ ipari termelése már 2020 szeptembere óta a járvány előtti szintje fölött alakul, és pár hónapos megakadás után 2021 végén újra növekedésnek indult (3-3. ábra). Hasonló tendenciát mutat a világkereskedelem is, melynek bővülése a beszállítói láncok zavarai ellenére szintén megindult a háborút megelőző időszakban.**

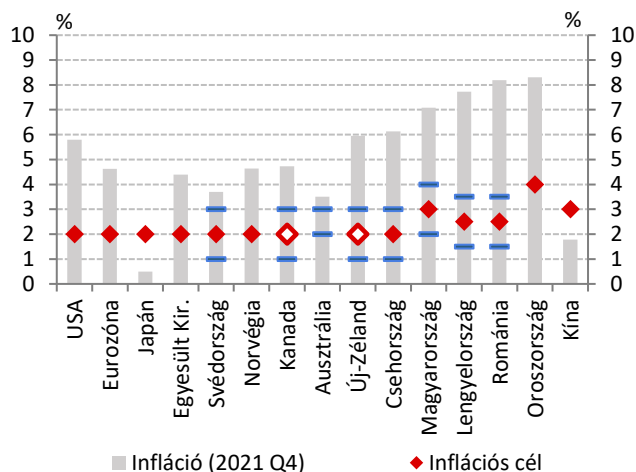
**A szolgáltatások terén továbbra is a turizmus az egyik leginkább érintett szektor, melynek kilábalását a járványhullámok mellett most már az Európa peremén kialakuló háborús konfliktus is hátráltatja. Az érvényben lévő korlátozások mellett a nemzetközi turizmus csak fokozatosan erősödött. A napi kereskedelmi célú repülőjáratok száma 90–95 ezer környékén alakul, ami azonban továbbra is elmarad a 2019-es adatoktól (3-4. ábra). A bizonytalanság növekedése és a hangulat romlása a lassú kilábalást mutató szolgáltatások kilátásait is kedvezőtlenül érinti.**

3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

**A globális infláció az elmúlt hónapokban tovább emelkedett.** A fejlett gazdaságok többségében az utóbbi időszakban az inflációs ráta jóval meghaladta a jegybanki célértéket (3-5. ábra). Erre reagálva a legtöbb jegybank megkezdte vagy folytatta a monetáris kondíciók szigorítását, az eszközvásárlások lezárását, valamint az irányadó kamatok emelését, továbbá egyes jegybankok esetében előtérbe került a mérlegszűkítés is.

**A háborúvá eszkalálódott orosz-ukrán konfliktus jelentősen megnövelte a jegybankok monetáris politikai lépéseivel kapcsolatos bizonytalanságot.** A nyugati hatalmak arról döntöttek, hogy egyes orosz bankokat kizárják a SWIFT nemzetközi bankközi kommunikációs és

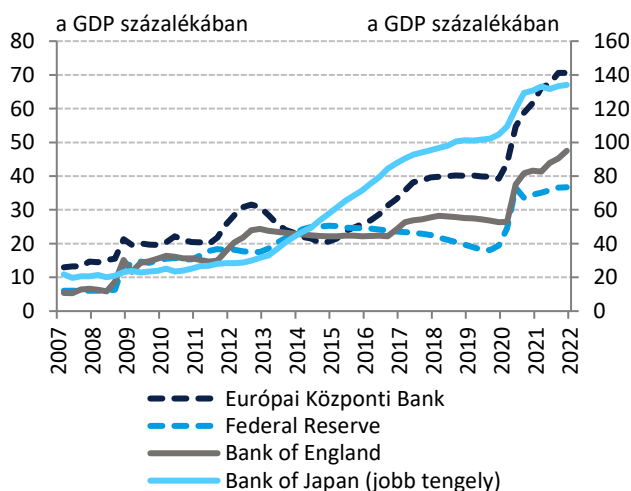
3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



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

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

3-6. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

tranzakciós hálózatból. Emellett az EU döntése alapján megszakítanak minden pénzügyi tranzakciót az orosz jegybankkal, és befagyasztják a jegybank eszközeit. A szankciók, valamint az események eskalálódása átmeneti likviditás zavarhoz vezethetnek.

### 3.1.3. Az eurozóna folyamatai

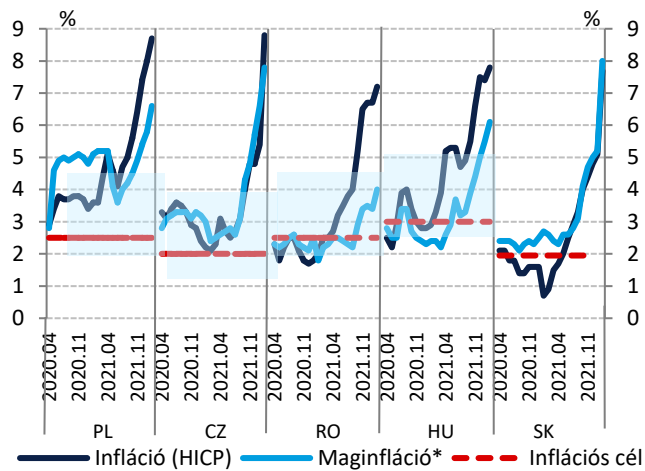
**Az euroövezetben 2022 februárjában 5,8 százalékra emelkedett az infláció.** 2021 év elejétől kezdve az infláció fokozatosan közelített a 2 százalékos célértékhez, majd júliusban meghaladta azt. Az euroövezet gazdasági kilábalása tovább folytatódott, a munkaerőpiac helyzete javult. A növekedés ugyanakkor az eddiginél lassabb ütemben folytatódott az év utolsó negyedében és várhatóan 2022 elején is. A lassulás hátterében a járványhelyzet romlása, a kínálatoldali korlátok elhúzódnása, a növekvő energiaárak, valamint az orosz-ukrán konfliktus állnak.

Az EKB márciusi kamatlétszámításánál változatlanul hagyta az irányadó rátákat, azonban jelezte, hogy a korábban vártnál hamarabb lezárhatja eszközvásárlási programját. Az EKB APP program keretében történő eszközvásárlásai korábban, a beérkező adatok függvényében már 2022. harmadik negyedében véget érhetnek. A nettó eszközvásárlások áprilisban 40 milliárd, májusban 30 milliárd, júniusban 20 milliárd euro értékben folynak majd, ezt követően a harmadik negyedévtől az EKB adatfüggő módon dönt az eszközvásárlások alakulásáról. Ha a beérkező adatok alapján a középtávú inflációs kilátások nem enyhülnek, akkor az EKB 2022. harmadik negyedében lezárja az APP keretében történő nettó eszközvásárlásokat. A jegybank emellett megerősítette, hogy 2022. márciusában véget érnek a PEPP vásárlások. Az EKB a PEPP keretében vásárolt lejáró értékpapírokat 2024 végéig újrabefekteti. Az EKB Kormányzótanácsa döntése alapján az irányadó kamatok a jelenlegi szinten maradnak, ameddig az infláció jóval az előrejelzési horizont vége előtt, tartósan el nem éri a 2 százalékos inflációs célt, valamint az inflációs alapfolyamatok összhangba nem kerülnek az infláció 2 százalékon történő, középtávú stabilizációjával. Az EKB mindent megtesz az árstabilitás és pénzügyi stabilitás biztosítása érdekében, biztosítja a szükséges likviditást, és végrehajtja az EU által hozott szankciókat. Az EKB mérlegfőösszege 2022. március közepére 8687 milliárd euróra, a GDP 72,5 százalékára emelkedett (3-6. ábra).

### 3.1.4. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

**Az Egyesült Államokban a növekvő inflációs kockázatok, valamint a lassuló gazdasági növekedés következtében a jegybank 2021. novemberétől megkezdte a monetáris kondíciók szigorítását.** A Federal Reserve döntéshozói

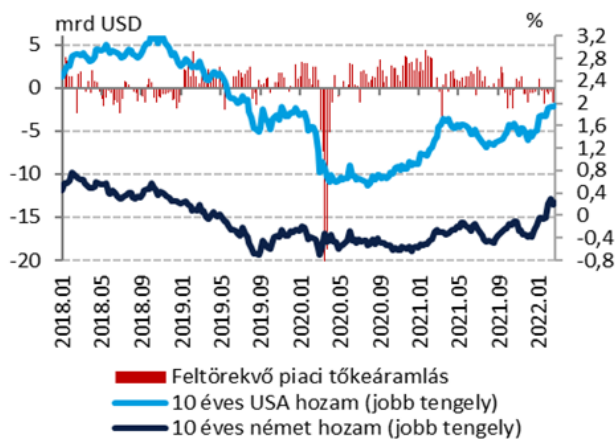
3-7. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban



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

Forrás: Eurostat

3-8. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása



Forrás: EPFR, Bloomberg

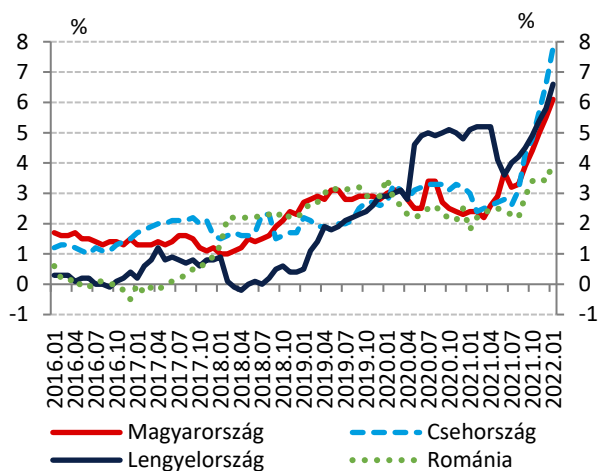
márciusi kamatdöntő ülésükön 25 bázisponttal 0,25 – 0,5 százalékos szintre emelték az irányadó kamatrátá célsávját.

A jegybank előrettekintő iránymutatása szerint a kamatrátá folyamatos emelése szükséges céljai eléréséhez. 2022 végéig további hat darab 25 bázispontos emelés olvasható ki az FOMC előrejelzéséből. Az FOMC arra számít, hogy hosszútávon az infláció visszatér a 2 százalékos célhoz, emellett a munkaerőpiac továbbra is erős marad. Az FOMC új előrejelzését tekintve változás a decemberihez képest, hogy jóval alacsonyabb növekedést és magasabb inflációt várnak a döntéshozók 2022 során. A Fed Nyílt Piaci Bizottsága következő ülését követően megkezdheti az állampapírok, valamint a jelzálogfedezetű értékpapír állományának csökkentését. A foglalkoztatás növekedése az elmúlt hónapokban erős volt és a munkanélküliségi ráta is jelentősen csökkent. Az infláció továbbra is magas, ami a pandémiával kapcsolatos kínálati oldali szűk keresztmetszeteknek, a növekvő energiaáraknak és a szélesebb körű árnyomásnak köszönhető. Az orosz-ukrán háború amerikai gazdaságra gyakorolt hatásai rendkívül bizonytalanok. A Fed továbbra is nyomon követi a gazdasági kilátásokra vonatkozó beérkező információkat. A Fed mérlegfőösszege 2022. március közepére 8960 milliárd dollárra, a GDP 37,3 százalékára emelkedett (3-6. ábra).

A fejlett piaci befektetői hangulat az elmúlt negyedévben jelentősen romlott, a háborús helyzet a kötvény- és devizapiacok volatilitásának emelkedésével járt együtt. A nyersanyag- és energiaárak a fokozódó feszültség következtében újabb jelentős emelkedést mutattak, ami a feltörekvő piacokon a beárazott kamatpályát is megemelte. Az időszak első felében a befektetői hangulat némileg romlott, amit a kockázati mutatók kismértékű emelkedése is jelzett. A koronavírus-járványt illető kockázatok azonban egyre inkább mérsékeltek az omikron variánst érintő kedvező beérkező hírek és adatok, amik a gazdasági kilábalásra vonatkozó kedvező várakozásokon keresztül javítottak a befektetői hangulaton is. Az időszak második felében azonban az orosz-ukrán háború közvetlen és közvetett hatásai jelentősen rontottak a piaci hangulaton, miközben az inflációs várakozásokat felfelé módosították, a növekedési előrejelzéseket pedig mérsékeltek a fejlett és feltörekvő gazdaságok esetében is.

A romló piaci hangulat a pénz- és tőkepiacokon egyaránt a volatilitás emelkedésével járt együtt. A fejlett részvényindexek jelentős mértékben csökkentek, a vezető amerikai és európai tőzsdeindexek mintegy 5-12 százalékkal. A feltörekvő országok tőzsdéi átlagosan 13 százalékkal estek. A dollár a fejlett és a feltörekvő devizákkal, köztük a szűk régió devizáival szemben többnyire erősödött, így az euróhoz és a japán jenhez képest rendre 2,3 és

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



Forrás: Eurostat

4,7 százalékkal értékelődött fel, míg az angol fonttal szemben 1,2 százalékkal erősödött. A fejlett piaci hosszú kötvényhozamok számottevően emelkedtek, az amerikai tízéves állampapír 70 bázisponttal került magasabbra. (3-8. ábra). A feltörekvő piaci kötvényhozamok, így a régiós hozamok is emelkedtek, melyet egyrészt a monetáris politikai lépések, másrészt a fejlett piaci hozamemelkedések támogattak.

**A piaci árazások az időszak nagy részében még egyre agresszívabb emeléseket áraztak a fejlett jegybankok esetében, azonban az orosz-ukrán konfliktus és annak következményei a kamatemelési várakozásokat is tompították.** A piaci árazások alapján a Fed kamatemeléseivel kapcsolatos várakozások fokozódtak. Az időszak végén a korábbi, 50 bázispontos márciusi emelésre vonatkozó várakozások elkezdtek kiárazódni. Az EKB jelenlegi kamatkondíciói a piaci árazások alapján leghamarabb nyáron szigorodhatnak, az év végéig történő emelésre vonatkozó várakozások 45 bázisponton állnak.

### 3.1.5. A kelet-közép-európai régió folyamatai

**A régiós országok jegybankjai közül legutóbbi ülésén a lengyel és a cseh jegybank 75 bázispont, míg a román jegybank 50 bázispontos kamatemelésről döntött.** A harmonizált fogyasztóiár-indexet és a maginflációt tekintve az elmúlt hónapokban a régió országában mindenhol gyors emelkedés volt megfigyelhető (3-9. ábra). Előretekintve az orosz-ukrán konfliktus hatása meghatározó, ami a nyersanyag- és energiaárak további emelkedését, a pénz- és tőkepiaci hangulat romlását, illetve a kötvény- és devizapiacok volatilitásának emelkedését okozva a régiós piacokon is megemelte a beárazott kamatpályát.

### 3-1. keretes írás: Globális termelési láncok helyzete és kilátásai

A termelési folyamatokat továbbra is negatívan befolyásolják a koronavírus-járvány következtében fellépő alapanyag-ellátási problémák. A háborúvá eszkalálódott orosz-ukrán konfliktus és az Oroszországgal szemben kivetett gazdasági szankciók a sűrűlódások ismételt megemelkedését eredményezték a nyersanyagok piacán. A globális értékláncokban lévő sűrűlódás historikusan magas volt 2021 végén (3-10. ábra). Korábbi elemzések (Bloomberg, Európai Bizottság, OECD) 2022 folyamán fokozatos enyhülést vártak, azonban az ellátási láncok problémái tartósabbnak tűnnek a korábban gondoltnál és az orosz-ukrán háború újabb fordulatot jelent.

A szállítási költségek korrekciója a tavaly év végén megkezdődött, de a költségek szintje továbbra is magas. A nyersanyagok szállítási költsége jelentősen korrigálódott tavaly év végén, de a konténerek szállítási költsége így is magas szinten tartózkodik. A Morgan Stanley elemzői úgy vélik, hogy a kulcsfontosságú transzkontinentális útvonalakon a karantén és az utazási korlátozások egész évben érvényben maradhatnak, és csak 2023 végén számítanak kapacitásnövekedésre. Ehhez hozzáadódik még a szállítás és szállítmányozás szektorban fennálló munkaerőhiány is, ami további nyomást gyakorol a szállítási költségekre 2022 folyamán. Az ellátási láncokban jelentkező sűrűlódások végleges megszűnéséhez befektetésekre, technológiára és a globális üzleti ösztönzők újragondolására lesz szükség. Az IMF többek között az ellátási láncok problémáira hivatkozott, amikor 4,9 százalékról 4,4 százalékra rontotta a 2022-es világgazdasági növekedésre vonatkozó előrejelzését. Pozitív hír ugyanakkor, hogy a kínai termelőiár-index, amely a kínai termékekkel együtt nőtt, enyhén mérséklődött az elmúlt hónapokban.

3-10. ábra: A Globális értéklánc sűrűlódás index (GSCPI) alakulása



Megjegyzés: A mutató olyan indikátorokból épül fel, melyek képesek megragadni a globális értékláncokban lévő nyomást belső és nemzetközi szempontok szerint is. Ezek közé tartoznak a szállítási költség-indexek, továbbá a beszerzésimenedzser-indexek bizonyos alindexei (pl. szállítási idő, készletek stb.). Forrás: Federal Reserve Bank of New York

A hazai termelésben a nyersanyag- és chiphiány, valamint a szállítási költségek képezik most a legjelentősebb akadályokat. A kedvezőtlen körülmények ellenére az ipari termelés az év végén a korábbi feltevéseknél pozitívabban alakult. Egyelőre nehéz megbecsülni az orosz-ukrán háború hatását az ellátási láncokra, azonban egyes nyersanyagok, élelmiszerek esetében akár komolyabb hiány alakulhat ki, ha a gazdasági szankciók közvetlenül érintik ezeket a termékeket.

3-1. táblázat: Oroszország és Ukrajna részesedése a világ gabonaexportjából, százalék (2020)

	Oroszország	Ukrajna	Együtt
Búza	18,1	7,9	26,0
Árpa	12,7	11,8	24,5
Kukorica	2,6	13,1	15,7
Repce	2,6	9,1	11,7
Napraforgó	10,5	1,2	11,7
<b>Gabona és gabonakészítmény összesen</b>	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>	<b>11,1</b>

Forrás: UNCTAD, FAO

**Oroszország földrajzi adottságait kihasználva a világ egyik legnagyobb mezőgazdasági termelője.** Az orosz búzaexport a világ teljes kivitelének több mint 18 százalékát teszi ki, Ukrajnával együtt 26 százalékát. A két ország együttesen a világ árpakivitelének 24,5 százalékát (Oroszország 12,7 százalék, Ukrajna 11,8 százalék), míg kukoricaexportjának 15,7 százalékát (Oroszország 2,6 százalék, Ukrajna 13,1 százalék) adja. A repce exportjában Ukrajna súlya magasabb (9,1 százalék), a két ország együtt 11,7 százalékos részesedést ér el. A napraforgó esetében az oroszok 10,5 százalékát adják a teljes exportnak, míg az ukránok 1,2 százalékát (3-1. táblázat). A háborús konfliktus tehát Európa egyik legfontosabb termőterületén zajlik, mely a fentebb említett élelmiszerek és az ezekből készülő feldolgozott élelmiszerek kínálatára, így közvetve az áraikra is nagy hatással lehet.

**3-2. táblázat: Oroszország és Ukrajna részesedése az energiahordozók és fémek exportjából, százalék (2020)**

Részesedés a világexportból	Oroszország	Ukrajna	Együtt
Palládium	20,7	0	20,7
Szén	17,2	0	17,2
Kőolaj	12,7	0	12,7
Vas	11,4	4,4	15,8
Kénszármazékok	10,4	0	10,4
Nikkel	10,2	0	10,2
Platina, ezüst	8,7	0	8,7
Alumínium	4,8	0,1	4,9
Réz	4,1	0,1	4,1
Földgáz	3,5	0	3,5
Foszfor (2019)	6,7	-	6,7
Ródiium (2019)	5,1	-	5,1
Ritkaföldfémek (2019)	2	-	2
Ritkaföldfém tartalékok (2019)	10,4	-	10,4

Forrás: OEC, UNCTAD, Visual Capitalist, World's Top Exports

**Az energiahordozók területén kiemelkedő szereplőnek számít Oroszország, ezek a cikkek árukivitelének meghatározó termékei.** A világ harmadik legnagyobb szénexportőre, a teljes szénexport 17,2 százaléka köthető az országhoz. A teljes olajkivitel 12,7 százalékát teszi ki az orosz olajexport. Az ország a világ második legnagyobb olajtermelője, nyersolaját főként európai finomítóknak adja el. A földgáz, ami leginkább az Európába irányuló export miatt jelentős, a világ exportjának 3,5 százalékát teszi ki (3-2. táblázat). Habár a világexportban betöltött szerepe mérsékeltnak mondható, Európa gázimportjának mintegy 40 százalékát adja, így jelentősége a kontinensen érdemben meghaladja a világranglistán elfoglalt pozícióját.

**Az energiahordozókon kívül más nyersanyagok piacán is meghatározó jelentőségű az orosz jelenlét.** A katalizátorokhoz használt palládium kivitelének 20,7 százaléka, a nyersvas kivitel 11,4 százaléka, a kénszármazékok kivitelének 10,4 százaléka és a nikkelexport 10,2 százaléka köthető Oroszországhoz. A ritkaföldfémek exportjának 2 százalékát adja az orosz gazdaság, de az ország rendelkezik a tartalékok 10,4 százalékával. Emellett Oroszország a világ alumíniumkivitelének közel 5 százalékát adja. Az EU különösen importfüggő néhány kritikus nyersanyag tekintetében, melyekhez több esetben teljes egészében behozatal útján jut, részben Oroszországból. Az oroszok súlya a foszfor (6,7 százalék) és ródiium (5,1 százalék) esetében magasabb a világexportból (3-2. táblázat). Ukrajna részesedése az energiahordozók és fémek piacán elenyésző, ugyanakkor Ukrajna állítja elő a világ neongáz exportjának körülbelül 70 százalékát, ennek a gáznak a tisztított változata pedig rendkívül fontos a félvezetőipar számára. A háborús helyzet elhúzódásával az ellátási láncokban további fennakadások jelentkezhetnek, ami a más országokból érkező nyersanyagok importjában is problémákat okozhat.

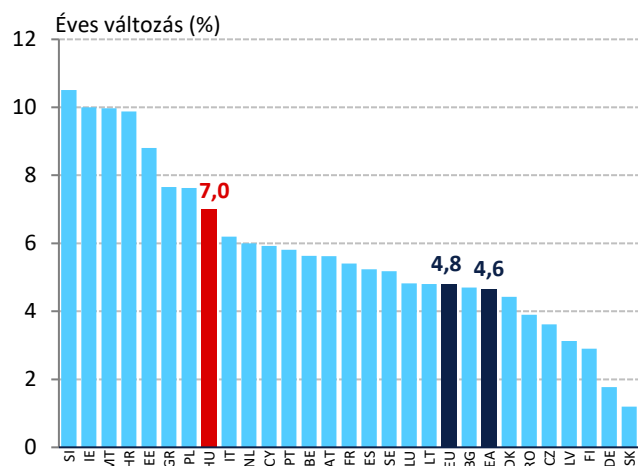
**A kilátásokat a háború kirobbanása előtt is negatív kockázatok árnyalták, melyek most csak tovább nőttek. A chiphiány és az egyes kritikus nyersanyagok piacán esetlegesen fellépő hiány, valamint a szállítási idő és költségek emelkedése várhatóan az idei évben is negatív hatást gyakorolhat a termelésre.**



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

A sikeres újraindulást követően a magyar gazdaság növekedése gyorsuló ütemben folytatódott, a bruttó hazai termék 7,1 százalékkal emelkedett éves bázison 2021 negyedik negyedévében. A hazai gazdaság teljesítménye 3,3 százalékkal haladta meg a járvány előtti szintjét. A belső kereslet kilábalása folytatódott, a növekedés közel felét a lakossági fogyasztás adta éves bázison. A vállalati szektor beruházásai növekedtek a negyedik negyedévben, miközben a költségvetési szervek beruházásai mérséklődtek. Az áfarezidensekkel korrigált árkereskedelmi egyenleg továbbra is negatívan alakult az elmúlt hónapokban, amiben elsősorban a romló csepearány, de emellett a dinamikus belső kereslet miatti importemelkedés is szerepet játszott.

3-11. ábra: A GDP éves változása 2021 negyedik negyedévében az Európai Unió országaiban

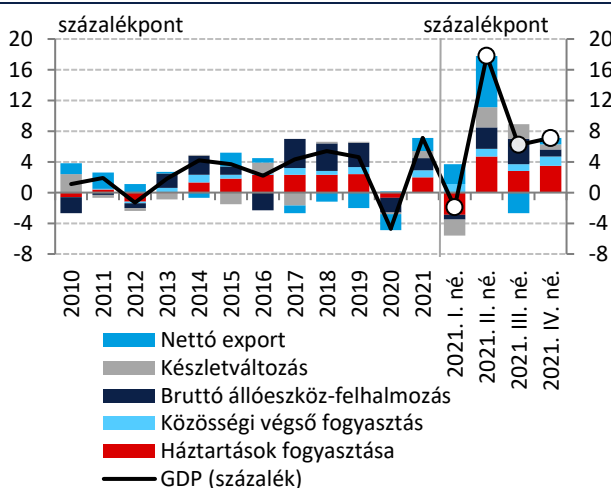


Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok  
Forrás: Eurostat

A sikeres újraindulást követően a magyar gazdaság növekedése gyorsuló ütemben folytatódott. 2021 negyedik negyedévében a bruttó hazai termék 7,1 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Hazánk gazdasága 7,0 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest a nemzetközi összevetésben használt szezonálisan és naptárhatással igazított adatok szerint, míg az eurozóna 4,6 százalékkal, az EU-27 országának gazdasága pedig 4,8 százalékkal bővült éves bázison (3-11. ábra). Az eurozónához viszonyított növekedési többletünk 2,4 százalékpont volt 2021 negyedik negyedévében.

Felhasználási oldalról mindegyik tétel pozitívan járult hozzá a GDP éves alapú növekedéséhez (3-12. ábra). A háztartások fogyasztási kiadásai 7,7 százalékkal emelkedtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. A legnagyobb mértékben a szolgáltatások fogyasztása nőtt (+13,6 százalék). A közösségi végső fogyasztás 5,3 százalékkal emelkedett éves alapon.

3-12. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



Megjegyzés: A közösségi végső fogyasztás tartalmazza a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokat. A készletváltozás tartalmazza az értéktárgyak beszerzésének és eladásának egyenlegét.

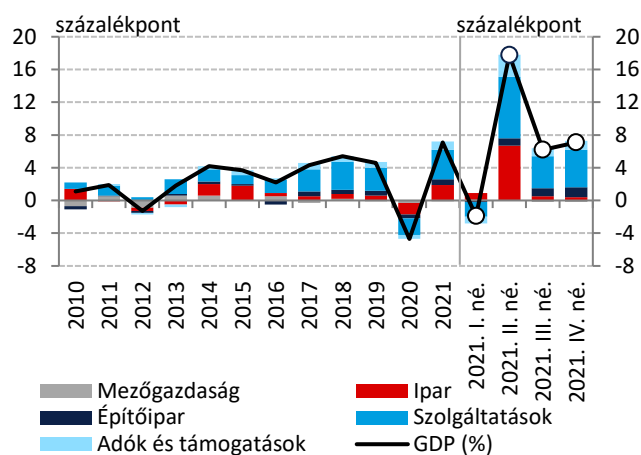
Forrás: KSH

A bruttó állóeszköz-felhalmozás hozzáadott értéke 3,3 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Az építési beruházások volumene nőtt, a gép- és berendezésberuházásoké csökkent. A beruházási ráta 2020-hoz képest 0,1 százalékponttal emelkedve 26,9 százalékon alakult 2021-ben. A készletváltozás növekedési hozzájárulása a harmadik negyedévhez hasonlóan pozitívan alakult.

Az export volumene (+3,2 százalék) nagyobb mértékben nőtt, mint az importé (+2,3 százalék). A chiphiány év végi erősödésével összefüggésben az áruexport 1,5 százalékkal csökkent, a szolgáltatások exportja azonban 28,3 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest.

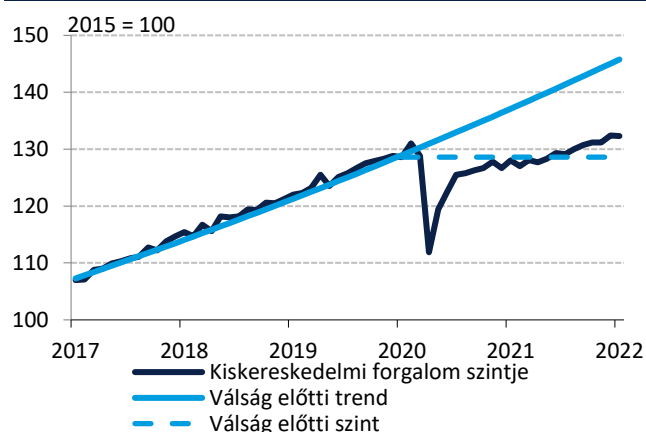
A mezőgazdaság kivételével az összes nemzetgazdasági ág teljesítménye bővült az előző év azonos időszakához képest, azonban az előző negyedévhez viszonyítva eltérő a növekedési mintázat (3-13. ábra). Az ipar teljesítménye 2,1 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához mérten. A feldolgozóipari ágazatok közül a legnagyobb mértékben a fémfeldolgozási termékek, illetve az élelmiszeripar növekedése járult hozzá az ipar éves bővüléséhez. Az

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



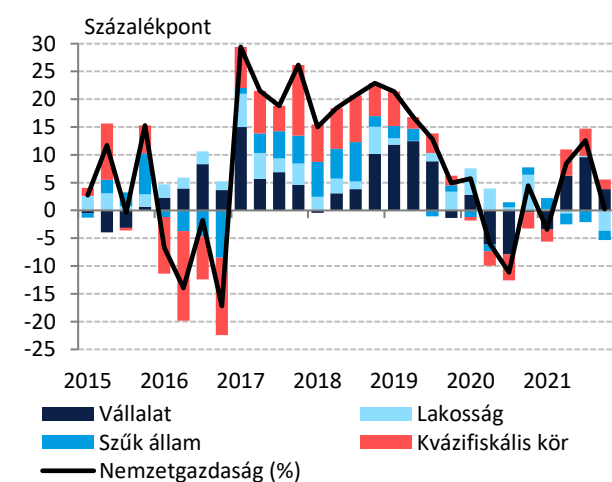
Forrás: KSH

3-14. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és a válság előtti trend alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján. A válság előtti trend a 2017. január és 2020. január közötti lineáris trend meghosszabbítása. Forrás: KSH, MNB

3-15. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



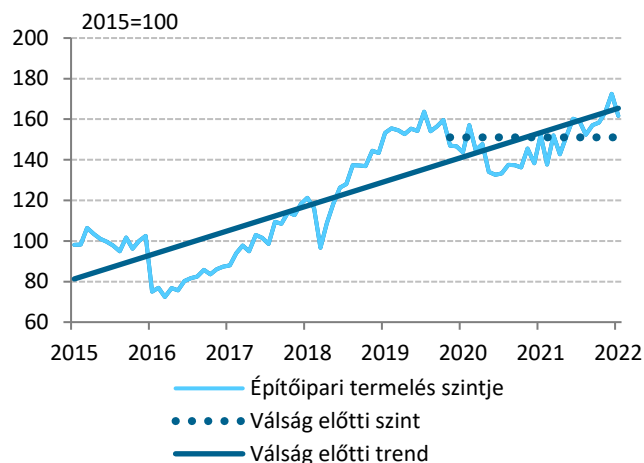
Forrás: KSH

építőipar hozzáadott értéke 21,4 százalékkal nőtt, míg a mezőgazdaságé 6,1 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A szolgáltatások hozzáadott értéke 8,1 százalékkal növekedett. A legerőteljesebb növekedés az alacsony tavalyi bázisoknak köszönhetően a szálláshelyszolgáltatás és vendéglátás nemzetgazdasági ágban történt.

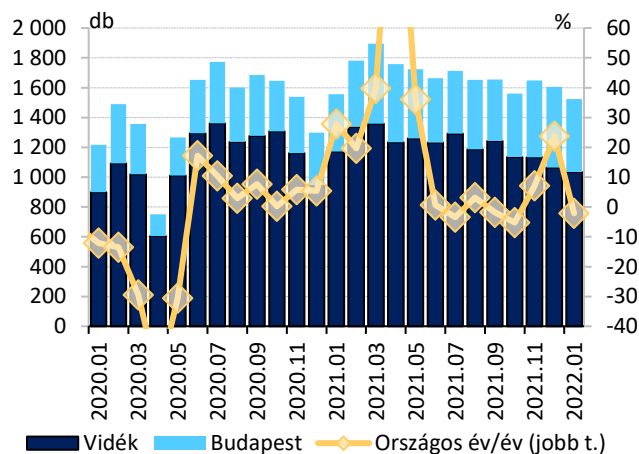
**A kiskereskedelmi értékesítések 2021 negyedik negyedévében már a válság előtti szint felett alakultak, azonban továbbra is elmaradtak az elmúlt évek növekedési trendjétől** (3-14. ábra). 2022. januárban a kiskereskedelmi üzletek forgalmának volumene a nyers adatok alapján 4,5 százalékkal, a naptárhatástól megtisztított adatok szerint 4,1 százalékkal emelkedett éves összevetésben. A szolgáltatások kilábalása tovább folytatódott. Erre utal, hogy a bizonyos szolgáltatásokat is tartalmazó online pénztárgép adatok a kiskereskedelmi forgalom KSH által mért alakulásánál kedvezőbb képet mutatnak. Ezen értékesítések nominálisan 20,5 százalékkal bővültek az előző év azonos időszakához képest.

**A lakáshitelek kibocsátása érdemben meghaladta a járvány előtti kihelyezéseket.** 2021 negyedik negyedévében a teljes pénzügyi közvetítőrendszer háztartási hitelállománya 193 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredményeként, így a háztartási hitelállomány 2021-ben mintegy 14,2 százalékkal növekedett. 2021. novemberől a moratórium törlesztéseket visszafogó hatása érdemben csökkent, ugyanis a korábbi 28 százalék helyett már csak a lakossági hitelállomány 6 százaléka maradt a szűkített formában folytatódó programban. A hitelintézetek által 2021. negyedik negyedévben szerződött lakáshitelek volumene az előző negyedév historikus csúcsától enyhén, 14 százalékkal elmaradt, azonban 2019 azonos időszakának értékét 37 százalékkal meghaladta. A személyi hitelek kibocsátása kismértékben, 12 százalékkal maradt el a járvány előtti értéktől. A továbbra is kimagasló lakáshitel-kihelyezést a 2021-től elérhető új otthonteremtési támogatások érdemben segítették, októbertől pedig a Zöld Otthon program is támogatta a lakáshitelezést mintegy 33 milliárd forintos negyedéves kibocsátással. A program hatására az új lakás építésére és vásárlására nyújtott hitelek aránya 27 százalékra emelkedett 2021 végére. A negyedév során 123 milliárd forint értékben kötöttek a fiatal házaspárok babaváró hitelszerződéseket, azonban a termék új kibocsátása csökkenő trendet mutat: míg 2021 első felében nagyjából heti 1000 szerződés valósult meg, addig a negyedik negyedévben átlagosan mintegy 800 szerződés. A Hitelezési felmérés alapján a bankok 2021 negyedik negyedévében a lakáscélú sztenderdjei érdemben nem változtattak, ellenben a fogyasztási hitelek terén a bankok



**3-16. ábra: Az építőipari termelés és a válság előtti trend alakulása**


Forrás: KSH, MNB

**3-17. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban**


Megjegyzés: Előző év azonos időszakához képest.

Forrás: Lakáspiaci közvetítói adatok.

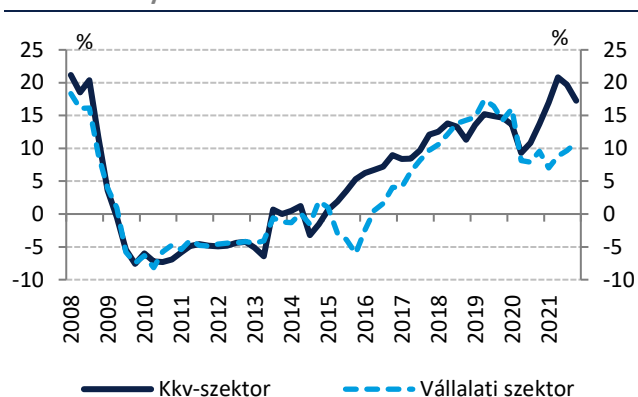
nettó értelemben vett 10 százaléka szigorított a feltételeken, és 2022 első felében is harmaduk tervez további szigorítást. A válaszadó intézmények mind a lakáshitelek, mind a fogyasztási hitelek esetében élénkülő keresletet érzektek, melynek további élénkülésére számítanak 2022 első felében, részben a 2021-ben elindult, lakáspiacot érintő új állami programok, illetve az otthonfelújítási támogatás előfinanszírozása és 2021 októberében elindított Zöld Otthon Program iránti jelentős érdeklődés miatt.

**2021 negyedik negyedében a nemzetgazdasági beruházások volumene 0,2 százalékkal növekedett a beruházási szakstatisztika alapján az előző év azonos időszakához viszonyítva** (3-15. ábra). A gép és berendezésberuházások mérséklődtek, míg az építési beruházások emelkedtek éves bázison. A költségvetési szervek beruházási volumene 15,9 százalékkal csökkent, amiben a KSH tájékoztatása alapján szerepet játszott a pótlólagos költségvetésirtalék-képzés is az év végén. A legalább 50 főt foglalkoztató, közepes- és nagyvállalkozások körében a beruházások volumene 6,0 százalékkal emelkedett, amihez nagymértékben hozzájárultak a külföldi érdekeltségű vállalkozások fejlesztései. A legnagyobb súlyt képviselő feldolgozóipar beruházásai 16,7 százalékkal növekedtek. 2021 negyedik negyedében a lakásépítések csökkentek éves összevetésben, a negyedik negyedévben 7 256 új lakást adtak át.

**Az építőipari kibocsátás 2021 negyedik negyedében 19,2 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest.** Az épületek építése 21,8 százalékkal, míg az egyéb építmények építése 17,2 százalékkal emelkedett éves bázison a negyedik negyedévben. Október és január között a szezonálisan és naptárhatással igazított adatok alapján az építőipar kibocsátásának volumene a válság előtti termelési szint felett alakult (3-16. ábra). Az építőipari termelés januárban elmaradt az elmúlt évek növekedési trendjétől.

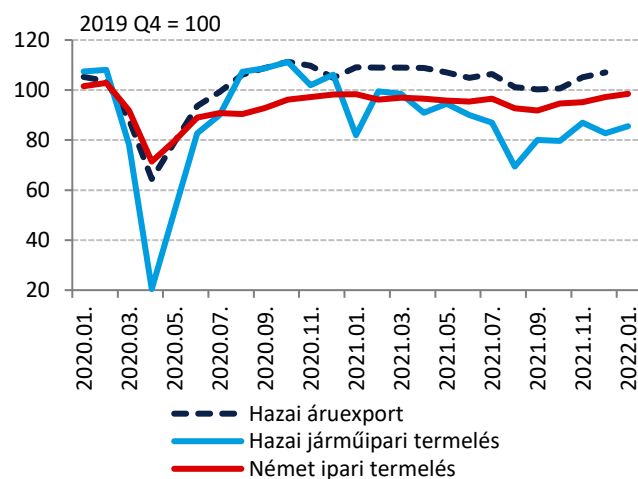
**Lakáspiaci közvetítói adatok alapján a tranzakciók száma 2021 negyedik negyedében országos szinten meghaladta az előző év azonos időszakai értékét.** Éves alapon a tavalyi év utolsó negyedében a tranzakciók száma a fővárosban 38,8 százalékkal emelkedett, vidéken pedig 2,4 százalékkal csökkent, így ezek eredőjeként országos szinten 7,4 százalékkal nőtt (3-17. ábra). 2022. januárban az előző év azonos időszakához képest elsősorban a tranzakciók területi megoszlása változott, mivel a fővárosban 27,1 százalékkal nőtt, ugyanakkor a vidéki településeken 11,7 százalékkal mérséklődött az adásvételszám. Előzetes adatok alapján 2021 negyedik negyedében országos átlagban és a fővárosban is folytatódott a lakásárak emelkedése,

3-18. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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

3-19. ábra: A járműipari termelés alakulása



Forrás: Destatis, KSH.

országosan 5,2 százalékkal, Budapesten pedig 2,0 százalékkal nőttek az ingatlanárak.

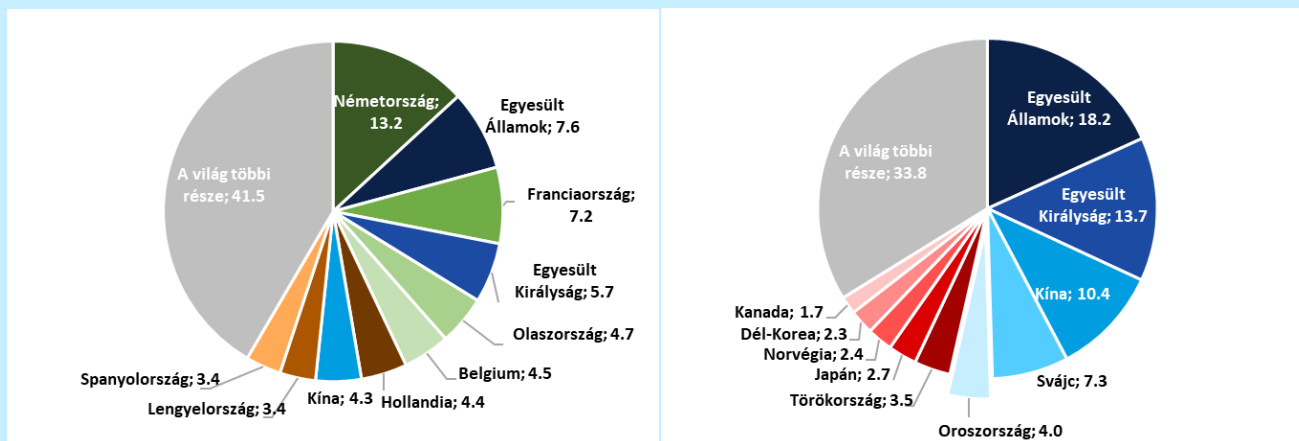
**A vállalati hitelállomány dinamikusán növekedett a negyedik negyedévben.** A vállalati hitelállomány a teljes pénzügyi közvetítőrendszer mérlegében 460 milliárd forinttal növekedett 2021 negyedik negyedévében, mellyel az éves növekedési ütem 10,9 százalékot tett ki (3-18. ábra). A bankok által lejegyzett vállalati kötvényeket is figyelembe véve a hitelintézetek nem pénzügyi vállalati szektor felé fennálló hitel- és kötvényállománya 18,4 százalékkal növekedett a 2021-es év folyamán. A vállalati hitelezésen belül a kkv hitelállomány éves növekedési üteme **16,8 százalék** volt decemberben. A negyedév során az újonnan szerződött vállalati hitelek növekvő aránya, 78 százaléka valósult meg piaci alapon, mely arány csak enyhén alacsonyabb, mint a koronavírus megelőző időszak 85-90 százalékos értékei. A jelentős árbevétel-csökkenést elszenvedő vállalatok számára elérhető szűkített formájú fizetési moratóriumban a vállalati hitelállomány 2 százaléka vesz részt novemberben, mely érdemben alacsonyabb a korábbi 17 százalékos részvételi aránynál. 2021 negyedik negyedévében a nagyügyletek (5 milliárd forint feletti tranzakciók) nagymértékben támogatták az állomány bővülését. Az emelkedő kamatok ellenére a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 12 százaléka a kereslet élénküléséről számolt be 2021. negyedik negyedévére vonatkozóan, és 2022. első félévében is további keresletbővülésre számítanak.

**A hazai ipari termelés az előző negyedévhez képest 1,6 százalékkal emelkedett a negyedik negyedévben.** Januárban a feldolgozóipari ágak többségében emelkedett a kibocsátás az előző év azonos időszakához képest. A hazai termelésben legnagyobb súlyt kitevő járműgyártás kibocsátása ismét növekedett (3-19. ábra). Az akkumulátorgyártás dinamikus felfutása folytatódott, a villamosmotor-gyártásban ugyanakkor visszaesést regisztráltak. A külkereskedelmi termékforgalom áfarezidensekkel korrigált egyenlege továbbra is hiányt mutatott januárban. A cserearány az ásványi fűtőanyagok áremelkedése következtében romlott éves bázison decemberben.

**3-2. keretes írás: Oroszország súlya az Európai Unió és Magyarország külkereskedelmében**

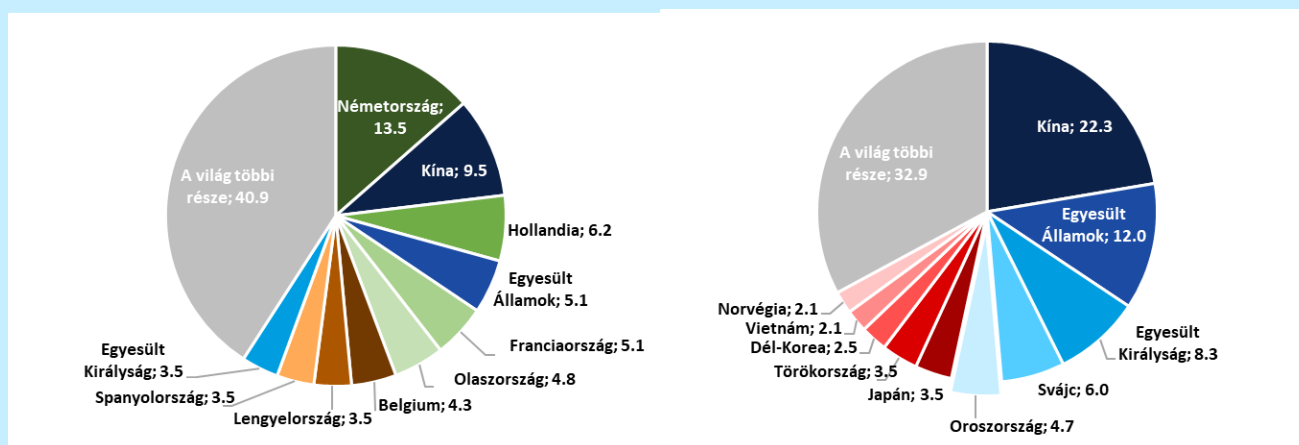
Az Oroszország és Ukrajna között február végén kirobbant nyílt fegyveres konfliktus és az orosz fellépést követő gazdasági szankciók előtérbe helyezték a kontinens két országgal folytatott kereskedelmét. A szankciók közvetlenül is érintik az Oroszországgal folytatott árukereskedelmet, ezért keretes írásunkban megvizsgáljuk az EU és hazánk termék- külkereskedelmének összetételét és kulcsfontosságú termékeit.

3-20. ábra: Az EU teljes (bal oldalon) és EU-n kívüli országokba irányuló (jobb oldalon) áruexportja célországok szerint (2020, százalék)



Forrás: UNCTAD

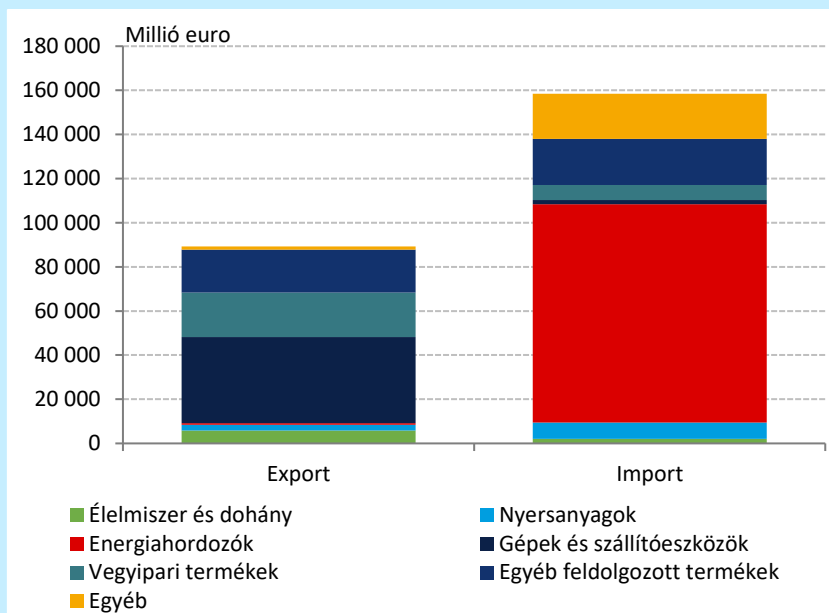
3-21. ábra: Az EU teljes (bal oldalon) és EU-n kívüli országokból érkező (jobb oldalon) áruimportja kiindulási országok szerint (2020, százalék)



Forrás: UNCTAD

Az európai uniós országok között a keleti exportsúly tekintetében vegyes a kép, de a tagállamok jellemzően kismértékben támaszkodnak az Oroszországba (vagy Ukrajnába) irányuló áruexportra. Az EU-s országok összesített exportjának 1,7 százaléka célozza Oroszországot, és az import 2,0 százaléka érkezik onnan. Természetesen a regionális különbségek nem elhanyagolhatóak, hiszen miközben Oroszország termékexporton belüli súlya a balti országok mindegyikében meghaladja a 8 százalékot (Észtországban 13,4 százalék), addig a tőle földrajzilag is távol fekvő Írországban ez csak 0,3 százalék. Behozatali oldalon nagyobb Oroszország és Ukrajna részesedése, elsősorban az energiahordozók következtében. Itt is a balti országok, valamint Málta és Finnország a leginkább érintett. A nem EU-tagokkal folytatott kereskedelem legfontosabb szereplője az Egyesült Államok, Kína és az Egyesült Királyság, Oroszországnál pedig a Svájjal folytatott árukereskedelem is nagyobb volumenű az EU átlagát tekintve (3-20. és 3-21. ábra). Az EU-n kívüli áruvitel 4,0 százaléka irányul Oroszországba, és az árubehozatal mintegy 4,7 százaléka érkezik onnan.

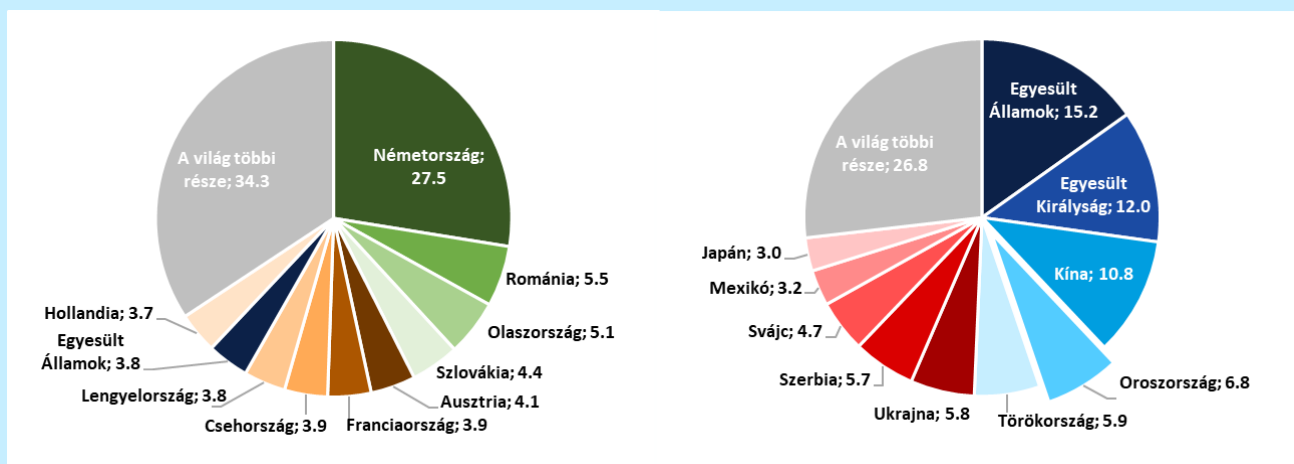
3-22. ábra: Az EU és Oroszország külkereskedelme termékcsoportok szerint (2021)



Forrás: Eurostat

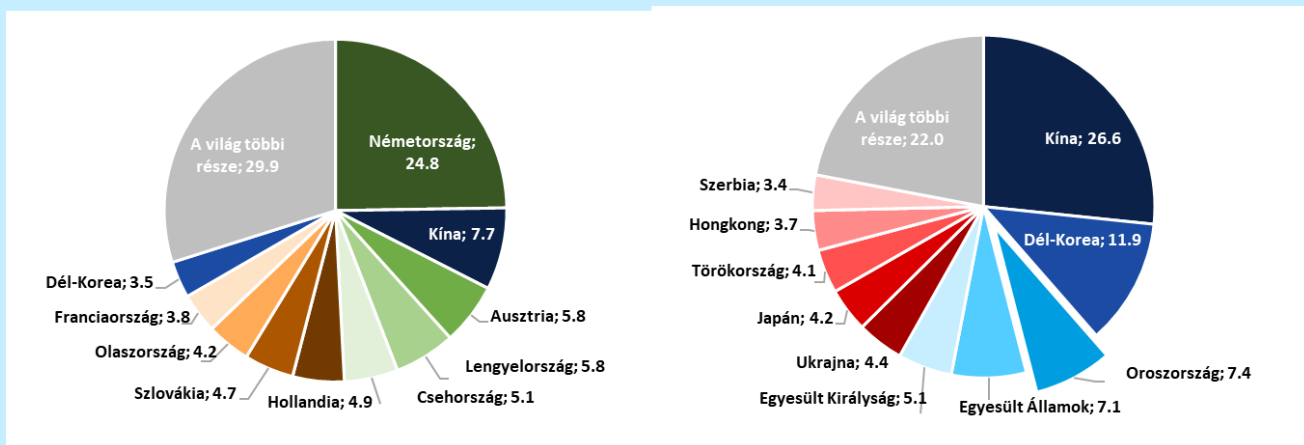
**Az orosz partnerség ugyanakkor elsősorban nem nominális értéke, hanem az energia- és nyersanyagfüggőség miatt kiemelt fontosságú.** Európa gázimportjának nagyságrendileg 40 százaléka, olajimportjának 27 százaléka érkezik Oroszországból, ezek a számok a régiós országokban pedig jóval magasabbak. Ennek megfelelően az orosz import közel kétharmadát az energiahordozók teszik ki (3-22. ábra). Emellett Oroszország szerepe számos kritikus fontosságú, szűkös kínálatú nyersanyag exportpiacán is globális jelentőségű, amelyek nagy százalékát az EU importból szerzi be (a témával a 3-1. keretes írás foglalkozik mélyebben). A kiviteli oldalon az EU részéről feldolgozott termékek, vegyipari termékek, valamint legnagyobb arányban gépek és szállítóeszközök szerepelnek, melyben kiemelt szerepet játszik Németország, ami Oroszország második legfontosabb importpartnere. Emellett a külföldi működőtőke befektetéseknek és a vállalati együttműködéseknek köszönhetően az Oroszországba irányuló technológiaexport is jelentős.

3-23. ábra: Magyarország teljes (bal oldalon) és EU-n kívüli országokba irányuló (jobb oldalon) áruexportja célországok szerint (2020, százalék)



Forrás: UNCTAD

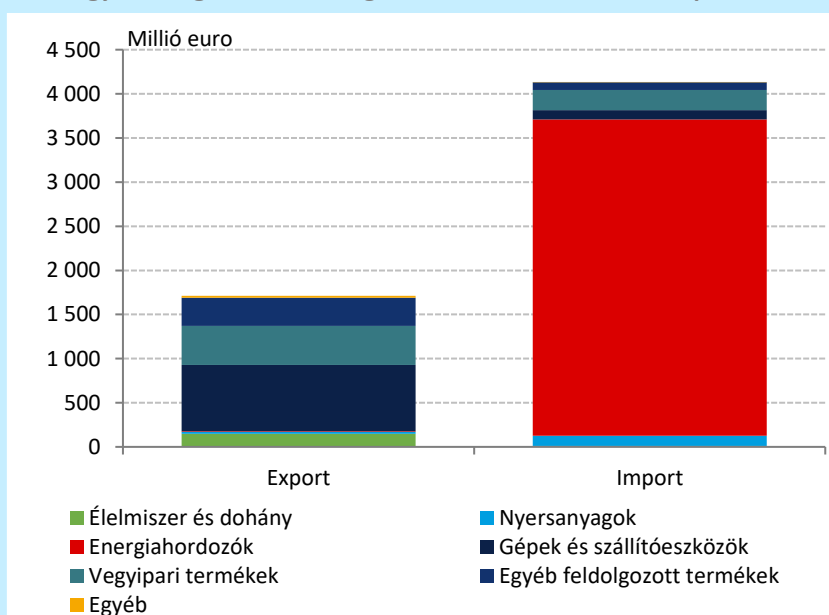
3-24. ábra: Magyarország teljes (bal oldalon) és EU-n kívüli országokból érkező (jobb oldalon) áruimportja kiinduló országok szerint (2020, százalék)



Forrás: UNCTAD

A közvetlen külkereskedelmi kapcsolatokat tekintve hazánk messze legfontosabb exportpartnere hagyományosan Németország, valamint az EU más tagállamai. A 10 legfontosabb célország között egyedül az Egyesült Államok nem uniós tag. Oroszország hazánk 15. legnagyobb kiviteli partnere a termékek közvetlen kereskedelmében, a teljes export 1,7 százaléka irányul oda (Ukrajnával együtt 3,2 százaléka). A behozatalban szintén Németország áll az élen jelentős súllyal, amit Kína és Ausztria követ, a legfontosabb 10 partner közé még Dél-Korea tartozik nem EU-tagként. Áruimport szempontjából Oroszország hazánk 13. legjelentősebb partnere, a nem EU-tagok között pedig a harmadik legnagyobb súllyal rendelkezik (3-23. és 3-24. ábra).

3-25. ábra: Magyarország és Oroszország külkereskedelme termékcsoportok szerint (2021)



Forrás:

Az Oroszországot célzó hazai áruexport az európai mintát követve főként feldolgozott termékekből, vegyipari termékekből és legnagyobb részt a hazai ipar gerincét adó gépekből és szállítóeszközökből áll (3-25. ábra). A saját termékcsoportján belül legfontosabb a vegyipari termékek orosz kivitele, hiszen a hazai vegyipar 7. legnagyobb felvevőpiaca Oroszország (3,9 százalékos súllyal). A háború és az azt követő szankciók, bizonytalanság a gyógyszeripart is érinti annak ellenére, hogy az orosz és ukrán célpiacok súlya jelentős mértékben csökkent az elmúlt évtizedben. A szankciók közvetlenül várhatóan csak kis mértékben hátráltatják a hazai járműgyártás kivitelét, hiszen a gépek és szállítóeszközök kivitelének csupán 1,2 százalékat teszi ki az orosz export. A háború és a szankciók közvetett hatása – többek között a termelési láncok

súrlódásainak növekedésével – ugyanakkor jelentősen meghaladhatja a közvetlen hatásokat (a konfliktus hatásának csatornáiról az 1-1. keretes írásban írunk részletesebben).

3-3. táblázat: A magyar energiaimport megoszlása származási ország szerint (százalék, 2020)

Energiahordozók			Nyersolaj és olajtermékek			Földgáz és származékai		
Helyezés	Ország	Részesedés	Helyezés	Ország	Részesedés	Helyezés	Ország	Részesedés
1.	<b>Oroszország</b>	<b>31,7</b>	1.	<b>Oroszország</b>	<b>42,4</b>	1.	<b>Oroszország</b>	<b>38,4</b>
2.	Ausztria	22,9	2.	Ausztria	21,5	2.	Ausztria	32,1
3.	Szlovákia	10,9	3.	Szlovákia	7	3.	<b>Ukrajna</b>	<b>13,7</b>
4.	Horvátország	8,4	4.	Horvátország	6,4	4.	Szlovákia	4
5.	<b>Ukrajna</b>	<b>5,8</b>	5.	Szlovénia	3,1	5.	Bulgária	3
6.	Szerbia	2,9	6.	Csehország	3	6.	Románia	2,3
7.	Románia	2,7	7.	Németország	2,4	7.	Horvátország	1,7
8.	Csehország	2	8.	Egyesült Királyság	1,7	8.	Lengyelország	1,6
9.	Szlovénia	1,5	9.	Románia	1,6	9.	Németország	0,7
10.	Egyesült Államok	1,5	10.	Hollandia	1,2	10.	Belgium	0,4
Oroszország és Ukrajna együtt		37,5	Oroszország és Ukrajna együtt		42,7	Oroszország és Ukrajna együtt		52,1
Becsült teljes részesedés		55-65	Becsült teljes részesedés		60-70	Becsült teljes részesedés		70-80

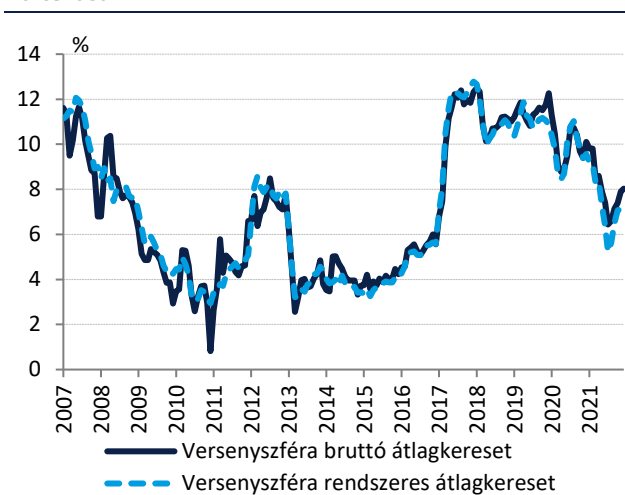
Forrás: UNCTAD

**Hazánk orosz importjának túlnyomó részét az energiahordozók behozatala adja** (3-3. táblázat). A nemzetközi termékforgalom elszámolás az áruk közvetlen behozatalát jeleníti meg. A régiós országok többségéből importált energiahordozók túlnyomó része azonban szintén Oroszországból az ukrajnai vezetéseken érkezik szomszédainkhoz. Az energiahordozók közvetett behozatalát is figyelembe véve a hazánkba érkező kőolaj akár kétharmada, a földgáz háromnegyede lehet orosz eredetű.

### 3.3. Munkaerőpiac

2021 negyedik negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 8,0 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A régiós országok között a hazai bérendex az egyik legmagasabb volt. A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma átlagosan 4 millió 684 ezer volt a negyedik negyedében, ami 62 ezer fővel több, mint az előző év azonos időszakában. Az elmúlt hónapokban folytatódott a munkaerőpiac visszarendeződése, továbbra is historikus csúcson van a foglalkoztatottak száma, és az üres álláshelyek száma is nőtt. A vállalatok munkaerő-kereslete főként a feldolgozóiparban és a szolgáltató szektorban emelkedik.

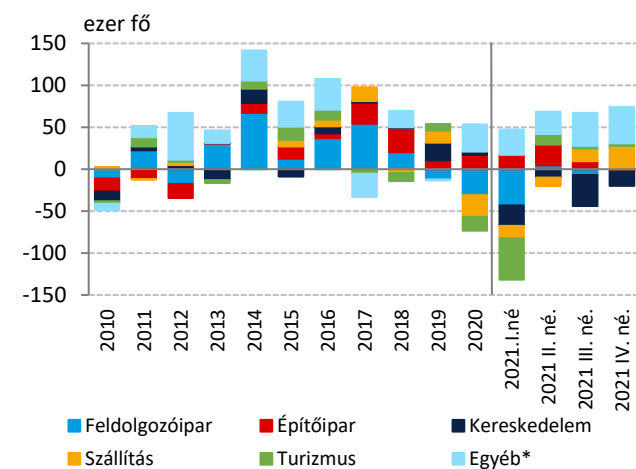
3-26. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-27. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása



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

Forrás: KSH

#### 3.3.1. Bérek

2021 negyedik negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 8,0 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest, ami közel 1 százalékponttal magasabb, mint a második és harmadik negyedében (3-26. ábra). A rendszeres átlagkereset 7,2 százalékkal nőtt éves alapon, a prémiumkifizetések érdemben magasabb szinten alakultak, mint az előző év azonos időszakában. A negyedik negyedében a legtöbb versenyszféra ágazatban 7–10 százalékos volt az éves bérnövekedés. A turizmusban és az ingatlanügyletek területén 12, illetve 14 százalékkal emelkedtek a keresetek. A szállítás, raktározás, valamint a villamosenergia szektorokban visszafogottabb 1–3 százalékos bérnövekedést regisztráltak. Az orvosok és ápolók körében bekövetkezett bérfelzárkózás következtében az egészségügyben 26,6 százalékkal nőttek a bruttó keresetek éves alapon az utolsó negyedében.

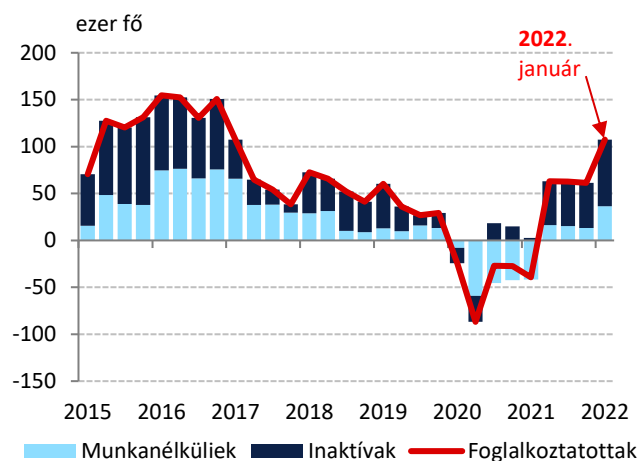
A negyedik negyedéves adatok alapján a régiós országok között Lengyelország után hazánkban volt a legmagasabb a bérdinamika. Az összehasonlítást nehezíti, hogy más országok bértatistikái a részmunkaidősekkel együtt kerülnek publikálásra. Amennyiben ezzel korrigáljuk a hazai adatot, akkor a bérnövekedés 9,6 százalék volt a negyedik negyedében. Ezzel szemben Lengyelországban 9,8 százalékkal, Szlovákiában 8,1 százalékkal, míg Romániában 6,6 százalékkal nőttek a keresetek éves alapon.

#### 3.3.2. Foglalkoztatás és munkanélküliség

Az elmúlt hónapokban a koronavírus újabb hullámai ellenére folytatódott a munkaerőpiac bővülése. Ehhez a már részben lezárult jegybanki és kormányzati intézkedések (hitelmoratórium, bértámogatások) is hozzájárultak. A Vállalkozások munkaerő támogatása program, mely a sérülékeny csoportok támogatását célozza, február elejéig 43 ezer új munkahely létrehozásához járult hozzá, főként a mikro- és kisvállalkozások körében. A Munkahelyvédelmi bértámogatással 207 ezer fő, az Ágazati bértámogatással 181 ezer fő munkahelyét tudták a vállalatok megőrizni, míg



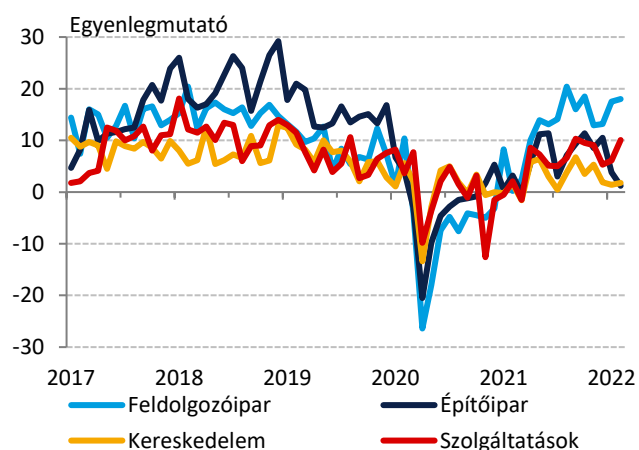
3-28. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



Megjegyzés: 2022. I. negyedéve helyett januári havi adatok állnak rendelkezésre. A munkanélküliek és az inaktívák számának változása ellentétes előjellel szerepel.

Forrás: KSH

3-29. 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

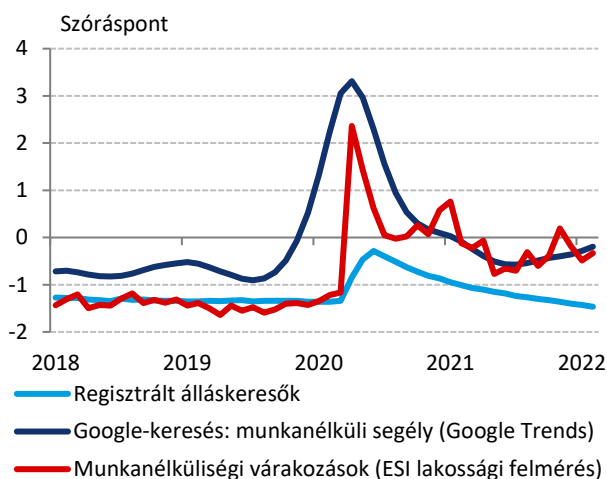
a Munkahelyteremtő bértámogatással 49 ezer új munkahely létesült.

**A Munkaerő-felmérés szerint 2021 negyedik negyedévében 62 ezer fővel bővült a foglalkoztatás az előző év azonos időszakához képest.** A nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma átlagosan 4 millió 684 ezer volt ezekben a hónapokban. A közfoglalkoztatottak száma 9 ezer fővel, míg a külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 10 ezer fővel mérséklődött éves alapon, a foglalkoztatás növekedéséhez tehát az elsődleges munkaerőpiac járult hozzá. A versenyszféra foglalkoztatás az előző év azonos időszakához képest 1,8 százalékkal, negyedéves összevetésben pedig 0,5 százalékkal bővült. A ledolgozott munkaórák kismértékben nőttek, a teljes munkaidő egyenértékes (TME) létszám így 1,5 százalékkal volt magasabb az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférán belül a szállításban, valamint egyes piaci szolgáltató szektorokban (szakmai-adminisztratív tevékenységek, pénzügy, információ, kommunikáció) érdemben nőtt, a mezőgazdaság és a kereskedelem területén csökkent a foglalkoztatottak száma éves alapon (3-27. ábra). Az állami szférában az egészségügyben dolgozók számának csökkenését a közigazgatásban és az oktatásban lévő foglalkoztatottak számának növekedése ellensúlyozta.

**2022 januárjában 4 millió 644 ezer fő volt a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma, ami 107 ezer fővel haladta meg az egy évvel korábbi értéket (3-28. ábra).** A szezonálisan igazított adatok alapján a foglalkoztatottak száma 4 ezer fővel magasabb volt az előző hónapoz képest. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta a negyedik negyedéves 3,9 százalékos szinten maradt januárban is. Nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsonynak tekinthető a hazai munkanélküliség.

**Az adatok azt mutatják, hogy a munkaerőpiac feszesedése az év elején is folytatódott.** Az ESI – konjunktúra hangulatot monitorozó – vállalati felmérése alapján 2022 elején, az orosz-ukrán konfliktus eszkalációja előtt, a vállalatok foglalkoztatásra vonatkozó várakozásai pozitívak voltak, és minden kiemelt ágazatban létszámbővítést terveztek. A munkaerő iránti kereslet a feldolgozóiparban és a szolgáltató szektorokban is magasabb volt, mint a járvány előtt (3-29. ábra). 2021 IV. negyedévében tovább nőtt a versenyszféra üres álláshelyek száma, jelenleg 56 ezer álláshely vár betöltésre, ami mindössze 1 ezerrel marad el a 2019-es értéktől. A regisztrált munkanélküliek száma februárban 252 ezer fő volt, ami megegyezik a járvány előtti, 2019-es éves szinttel (3-30. ábra). A munkanélküli

**3-30. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók**



Megjegyzés: Standardizált értékek

Forrás: NFSZ, ESI, Google

segélyre vonatkozó Google Trends indikátor historikus összevetésben alacsony. Az ESI lakossági felmérése alapján a lakosság munkanélküliségtől való féltelme az év elején kismértékben csökkent 2021 negyedik negyedévéhez képest.

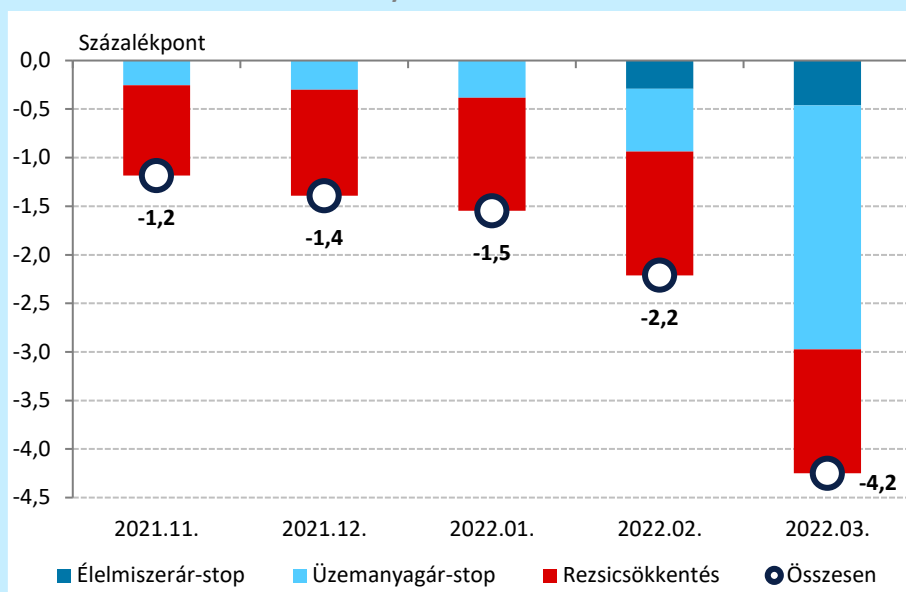
### 3-3. keretes írás: Az árstopok és a jövedelemnövelő költségvetési intézkedések hatásai

**A lakossági energiaárak közel 10 éve fennálló rögzítése mellett az elmúlt hónapokban a rendkívüli folyamatokra való tekintettel a kormányzat további termékek árára is felső határt rögzített.** 2022. február 1-től 3 hónapon keresztül október 15-i szinten maximálják 7 alapvető élelmiszer árát. Ezen tételek súlya a fogyasztói kosárban a 2022-es súlyok alapján 1,7 százalék. Továbbá a kormányzat 2021. november 15-től első körben 3 hónapra az üzemanyagok literenkénti árait 480 forintban maximálta, majd ezt az intézkedést további 3 hónappal május 15-ig meghosszabbította.

**Az infláció mérséklését célzó kormányzati intézkedések révén a háztartások havonta, átlagosan 12.000 forintot takarítanak meg november és március között, összesen mindez átlagosan 60.000 forintot hagy a háztartásoknál.** Az üzemanyagok felelnek a háztartások kiadásainak 6,5 százalékáért, a rezsicsökkentés által érintett szolgáltatások (távfűtés, gáz és áram) súlya pedig 4,2 százalék. Össességében tehát az elmúlt hónapokban újonnan bejelentett hatósági árintézkedések és a 2013–2014 időszakban befagyasztott rezsitételek aktuálisan az összes háztartási kiadás 12,4 százalékát teszik ki. Össességében a lakosság november–március időszakra eső fogyasztásnak átlagosan a 2,1 százaléka, mintegy 250 milliárd forint jövedelem marad a háztartásoknál az intézkedések nyomán.

**Az érintett termékek árai kulcsfontosságúak az inflációs várakozások szempontjából, és pszichológiai hatással is bírnak.** Magyarországon a kormányzati intézkedéseknek (az üzemanyag árának maximálása, a jövedékiadó-csökkentés, egyes alapvető élelmiszerek árának befagyasztása, rezsicsökkentés) jelentős szerepe van a nyersanyagárak begyűrésének megfékezésében (3-31. ábra).

3-31. ábra: A kormányzati intézkedések inflációs hatása



Megjegyzés: A rezsicsökkentés esetében azt feltételeztük, hogy a hazai rezsiköltségek az EU országaiban megfigyelt rezsiiinfláció mértékével emelkednek februártól.

Forrás: Eurostat és MNB-adatok alapján MNB-számítás

**A háztartások jövedelmének emelkedését támogatják a 2022 elejére koncentrálódó kormányzati kifizetések, amelyek együttes értéke megközelíti a 2000 milliárd forintot (3-4. táblázat).** Azt feltételezzük, hogy az egyszeri, nemrendszeres többletjövedelem jelentős részét megtakarításaik gyarapítására vagy adósságleépítésre fordíthatják, és az intézkedések keresletélénkítő hatása visszafogott maradhat. Ennek következtében a jövedelemnövelő intézkedésnek inflációs hatása elmaradhat az inflációcsökkentő intézkedések hatásától.

**A kormányzati kifizetések közül a rendszeres jövedelmeket érintő intézkedéseknek lehet magasabb a hozzájárulása a fogyasztás növekedéséhez, mint az egyszeri juttatásoknak.** A minimálbér és a garantált bérminimum növekedéséből eredően, illetve a 13. havi nyugdíj visszaépítésével számottevő többletjövedelem keletkezik a lakosságnál.

3-4. táblázat: A jövedelemnövelő intézkedések hatása Magyarországon

Jövedelemnövelő intézkedések	Nettó többletjövedelem (Mrd Ft)
13. havi nyugdíj visszaépítése	370
Minimálbér-emelés és bértorlódás	325
Fegyverpénz	160
Ágazati béremelések	300
A gyermeket nevelők személyi jövedelemadó-visszatérítése	680
25 év alattiak szja kedvezménye	140
<b>Összesen</b>	<b>1975</b>

Megjegyzés: Nettó összegek.

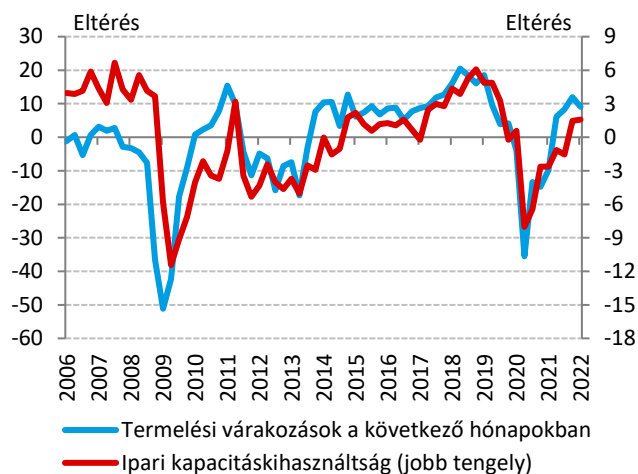
Forrás: MNB

**Az MNB kérdőíves felmérés segítségével folyamatosan monitorozza a lakosság megtakarítással kapcsolatos attitűdjét,** amelynek keretében az szja visszatérítés felhasználásával kapcsolatban is részletes képet kaptunk. Ennek alapján 2022 januárjában az érintettek több mint tíz százaléka a hiteleinek visszafizetésére fordítja majd a kapott összeget, míg mintegy 30 százalék egy részét legalább megtakarítaná. A januári adatok szerint a háztartások közel 60 százaléka tervezte elkölteni az szja visszatérítést, ami enyhe növekedést jelent az októberi felméréshez képest. Ezen belül a családok közel 30 százaléka nagyobb vásárlást tervez addicionális jövedelméből, míg a másik 30 százalék egy éven belül felhasználja azt. Ez utóbbi – a visszatérítést a mindennapi kiadásai fedezésére használó – háztartások aránya több mint 5 százalékponttal emelkedett. Az eddig beérkezett adatok alapján elmondható, hogy a többletjövedelem nagyrésze a likvid eszközcsoporthoz, így például a készpénz és a lakossági betétek állományát növelte elsősorban az év elején.

### 3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A hazai gazdaság helyreállása tovább folytatódott 2021 negyedik negyedében. A gazdaság ciklikus pozíciója javult az elmúlt negyedekben, amivel a kibocsátás elérhette a potenciális szintjét. A ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi, a keresleti és kínálati hatások számszerűsítése és szétválasztása nehézkes a jelenlegi helyzetben. Az orosz-ukrán háborús helyzet előretekintve tovább növeli a bizonytalanságot, ugyanis a nyersanyagok piacán újabb ellátási problémák léphetnek fel. A globális ellátási láncokban ismételten megnövekedhetnek a súrlódások, valamint a szállítási nehézségek az infláció emelkedésének irányába hatnak.

3-32. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

**Becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója javult az elmúlt negyedekben, amivel a kibocsátás elérhette a potenciális szintjét.** A ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi, a keresleti és kínálati hatások számszerűsítése és szétválasztása nehézkes a jelenlegi helyzetben. Az orosz-ukrán háborús helyzet előretekintve tovább növeli a bizonytalanságot, ugyanis a nyersanyagok piacán újabb ellátási problémák léphetnek fel. A globális ellátási láncokban ismételten megnövekedhetnek a súrlódások, valamint a szállítási nehézségek az infláció emelkedésének irányába hatnak.

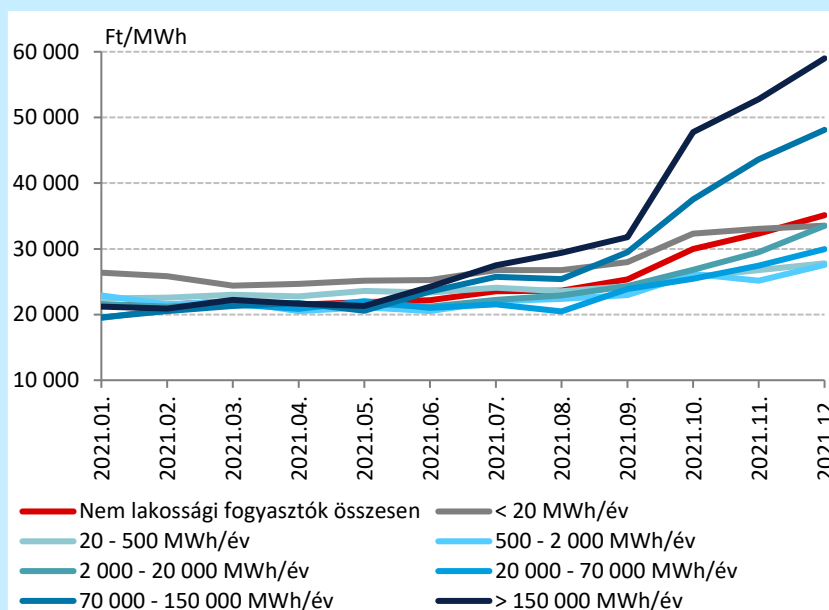
**A kérdőíves felmérések alapján a feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága jelentősen emelkedett az elmúlt hónapokban (3-32. ábra).** A felmérés azonban az orosz-ukrán háború kitörése előtt készült, és a szomszédos háború előtti gazdasági állapotot tükrözi. A világgazdaság teljesítményére vonatkozó kilátások romlottak, és az ezt övező bizonytalanság továbbra is jelentős maradt elsősorban az orosz-ukrán konfliktus eskalálódása és az erre válaszlépésként bevezetett szankciók következtében. Ezen kívül a megugró energiaárak és a globális félvezetőhiány szintén jelentős nehézségeket okoznak.

### 3-4. keretes írás: Változó év eleji átárazási mintázat

Az év elejére jellemző átárazások kapcsán általánosan elmondható, hogy az adott évi árdinamikára vonatkozó legfontosabb információt az év első hónapjainak adatai adják. Ez az átárazási mintázat főként a tartós inflációs tendenciákat megragadó adószűrt maginfláció, ezen belül is az annak mintegy harmadát adó piaci szolgáltatások esetében figyelhető meg. Historikus tapasztalatok alapján a piaci szolgáltatások esetében a vállalatok átárazásai tipikusan az év elején jelennek meg a fogyasztói árakban. Ez jellemzően a januári–februári időszakot érinti, korábbi évek tapasztalatai alapján a magasabb (alacsonyabb) januári–februári áremelkedést gyakran magasabb (alacsonyabb) egész éves árdinamika követi. Különösen az év második felére mondható el, hogy akkor főként egyedi tényezők okoznak számottevő áremelkedést vagy árcsökkenést, ahogy az az elmúlt években példa volt a mobiltelefon, internet szolgáltatások esetében több alkalommal is.

Amennyiben eltekintünk a világpiacon olajárakra érzékeny üzemanyagok és a hatóságilag szabályozott termékek áráról, a fogyasztói kosár havi árváltozása 1,6 százalékos volt januárban, februárban pedig 1,3 százalékos alakult. Az így számított év eleji átárazások mértéke átlagosan mintegy háromszorosa volt az elmúlt évtizedet jellemző értéknek. Az átárazás magasabb üteme általánosan megfigyelhető jelenség volt, melynek oka, hogy a globális nyersanyag-, termény- és energiaárak emelkedése gyorsan és széles termékkörben jelenik meg a fogyasztói árakban. A koronavírus járvány okozta leállások, az energiaárak emelkedése, illetve olyan tényezők is, mint a globális chiphiány lassítja a kínálati oldal helyreállítását. A kereslet–kínálat egyensúlyának felborulása egyes részterületeken már a járvány akut szakaszában is jelentős áremelkedéseket okozott, majd ez egyre szélesebb termékkörbe gyűrűzött be. Az energiapiaci kiugró áremelkedés is gyorsabb áremelkedést idézett elő az elmúlt hónapokban. A vállalatok által ténylegesen fizetett energiaár ugyanis a tavalyi év eleji szint 1,5–2,5-szeresére emelkedett az év végére (3-33. ábra). Ez az emelkedés először a termelői árakban jelent meg, az elmúlt hónapokban ugyanakkor egyre inkább meghatározta az élelmiszerárak és késztermékek árának alakulását is.

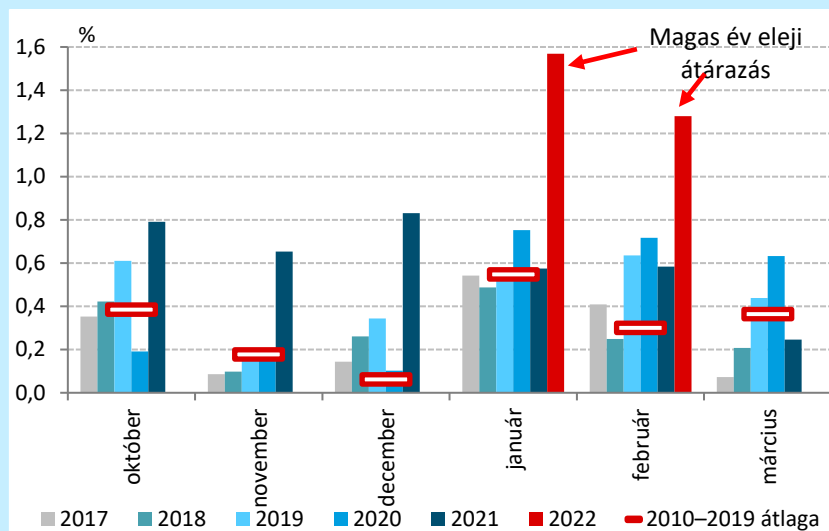
3-33. ábra: Az energiaárak alakulása fogyasztási kategóriánként



Forrás: MEKH, MNB-számítás

A korábbi éveknél magasabb átárazás azonban már tavaly év végén elkezdődött. A fogyasztói áraknál jellemző mintázat alapján az év végén csak kisebb árváltozások történnek. Tavaly november–decemberben azonban ez a mintázat megváltozott, és az adatok alapján a legmagasabb átárazást 2021 során az év vége mutatta a termékek és szolgáltatások széles körét érintve (3-34. ábra).

3-34. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagárak és szabályozott árak nélkül

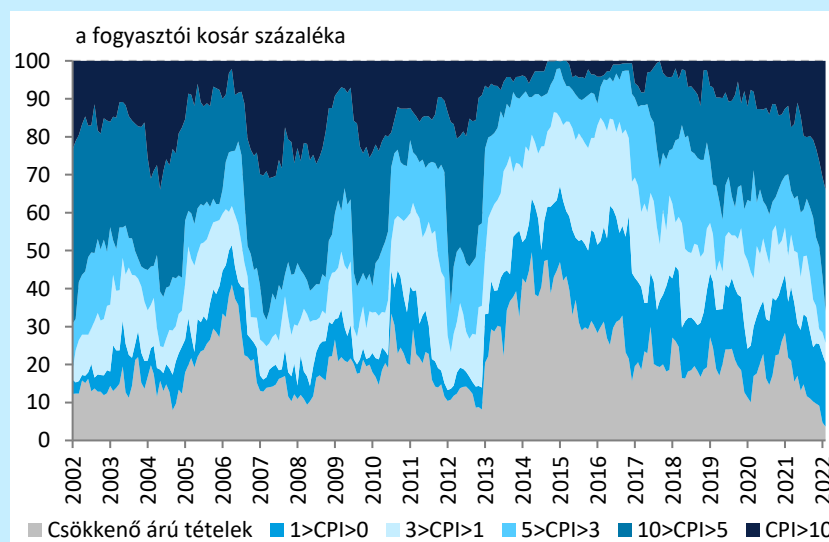


Megjegyzés: Adószűrt, szezonálisan nem igazított havi változás.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

**Az elmúlt hónapok adatai alapján egyre szélesebb körben jellemző az árak számottevő emelkedése.** A februári adatok alapján a termékcsoportok 66 százaléka esetében az áremelés mértéke meghaladja az 5 százalékot, ezen belül 34 százalék azon tételek aránya, amelynek ára több mint 10 százalékkal nőtt egy év alatt. A globális hatások miatti magasabb áremelkedés leginkább az iparcikkek, illetve az élelmiszerek áraiban tükröződik. Decemberhez képest az élelmiszerek árai 5,8 százalékkal emelkedtek, ami több mint másfélszeres áremelkedés az elmúlt évek első hónapjaival összehasonlítva. A feldolgozatlan élelmiszerek árindexének növekedését januárban elsősorban a baromfihús és a szezonális termékek magyarázzák. A feldolgozott élelmiszerek inflációjának növekedését a termékek széles köre okozta, de legnagyobb mértékben a világpiacon nyersanyagárakkal összhangban az étolaj és a tejtermékek ára nőtt. Az alapvető élelmiszerek esetében a kormányzat által bevezetett árstop által érintett termékek (kristálycukor, búzafinomliszt, napraforgó étolaj, sertéscomb, 2,8 százalékos UHT tej, csirkemell) ára februárban csökkent az előző hónaphoz képest, ami összességében mérsékelte az élelmiszerek áremelkedésének ütemét. Ugyanakkor éves összehasonlításban az élelmiszerek árai az árstop ellenére is 11,9 százalékkal emelkedtek. Az iparcikkek esetében meghatározó a tartós termékek áremelkedése, februárban 8,3 százalékkal nőttek az árak. A használt személygépkocsik ára érdemben tovább nőtt, emellett a televízió, a műszaki cikkek, háztartási gépek esetében is érdemi árnövekedés történt. A műszaki termékek áremelkedése arra utal, hogy a globális chiphiány is érdemben hozzájárul az áremelkedéshez.

3-35. ábra: A fogyasztói kosár megoszlása az infláció mértéke szerint



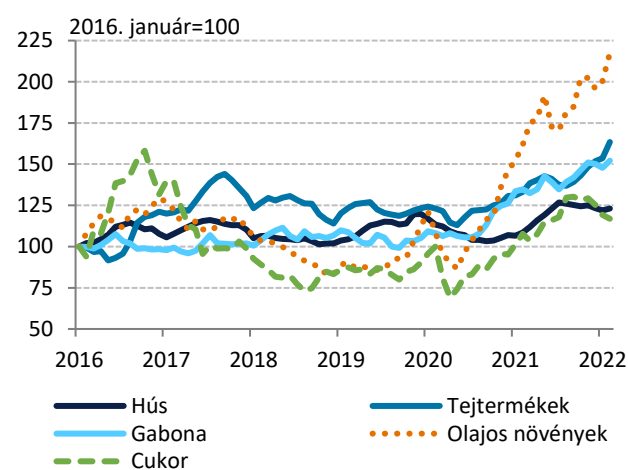
Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt éves változás.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

### 3.5. Költségek és infláció

Az árak növekedési üteme az év elején 8,3 százalékra emelkedett. Az infláció elmúlt hónapokban megfigyelt számottevő növekedésének háttérben elsősorban az élelmiszerek áremelkedése, illetve az iparcikkek és a piaci szolgáltatások jelentős átárázása állt. A hazai áremelkedés jelentős részét továbbra is külső tényezők magyarázzák. Az elmúlt éveket érdemben meghaladó év eleji átárázások magasabb üteme általánosan megfigyelhető, melynek oka, hogy a globális nyersanyag- és energiaárak emelkedése gyorsan és széles termékkörben jelenik meg a fogyasztói árakban. Az adószűrt maginfláció az év első hónapjaiban 8,1 százalékra emelkedett. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink az elmúlt hónapokban folyamatosan növekedtek.

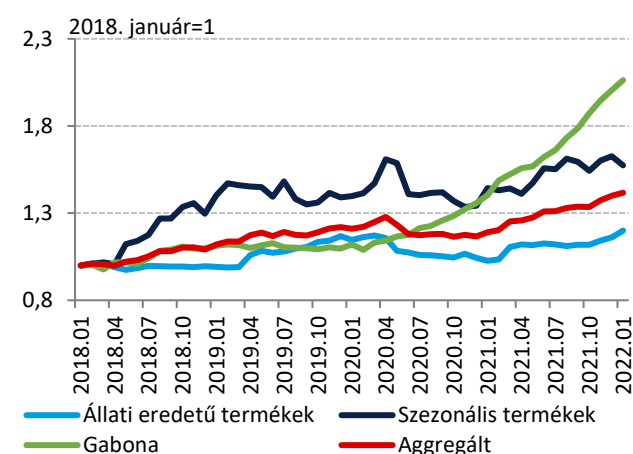
3-36. ábra: A világgiazi élelmiszerárak alakulása



Megjegyzés: Reálértékben vett árindexek.

Forrás: FAO

3-37. ábra: Mezőgazdasági termelők árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján

Forrás: KSH

#### 3.5.1. Termelői árak

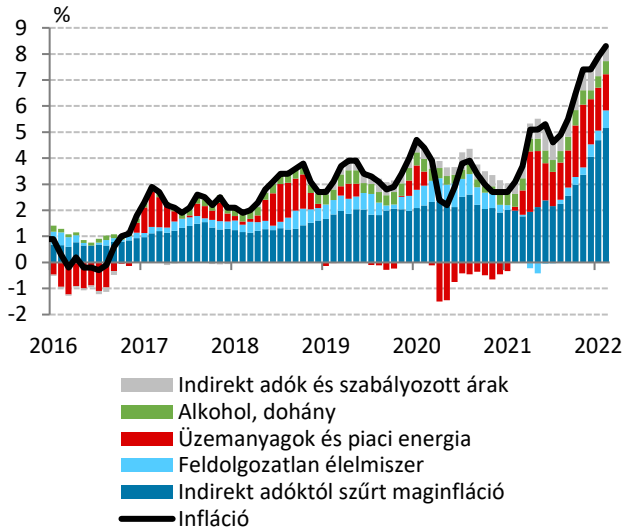
**A világgiazi élelmiszerárak a tavalyi emelkedést követően az év elején is magas szinten maradtak.** A nyers élelmiszerárak magas szintjét az elmúlt időszakban a globálisan szűkös kínálat mellett megugró kereslet, a várható terméseredményekkel kapcsolatos aggodalmak, illetve a ráfordítási költségek emelkedése magyarázta. Egy év alatt a legnagyobb emelkedés az olajos növények piacán volt megfigyelhető, ahol az árszint a harmadával volt magasabb az idén év első hónapjaiban. A többi termék esetében átlagosan 15 százalék körüli az áremelkedés éves összevetésben (3-36. ábra). Az orosz-ukrán konfliktus háborús helyzet, illetve az Oroszországgal szemben bevezetett szankciók következtében a búza és a kukorica ára február végén tovább emelkedett.

**A hazai mezőgazdasági termelői árak az előző negyedévhez képest tovább emelkedtek, így 2021. év végén éves összehasonlításban közel 20 százalékos növekedést mutattak.** A legnagyobb emelkedés változatlanul a gabonafélék esetében figyelhető meg, ahol az árak másfélszer magasabbak az előző év azonos időszakához képest. Az említett növekedéshez a búza, illetve olajnövények egyaránt hozzájárultak. Az állati eredetű termékek árai tovább nőttek 2021 harmadik negyedévéhez képest, amit főként a baromfiús és a tej áremelkedése magyarázott. Mindeközben enyhe korrekció történt a gyümölcsök esetén, ami csak részben ellensúlyozta a burgonya árának további érdemi növekedését (3-37. ábra).

**A fogyasztási cikkek esetében a hazai termelői árak a historikus átlagot érdemben meghaladó mértékben emelkedtek idén év elején.** A teljes ipar belföldi értékesítési árai éves összehasonlításban a historikus átlagot többszörösen meghaladó, 35 százalék körüli növekedést mutattak, melyhez főként az energiatermelő ágazatok járultak hozzá, összhangban a globális energiaárak emelkedésével. A szabadpiacon vásárló fogyasztóknak értékesített villamos energia ára tavaly év végén 1,5-2,5-szeresére emelkedett (ld. 3-4. keretes írás). Azóta a

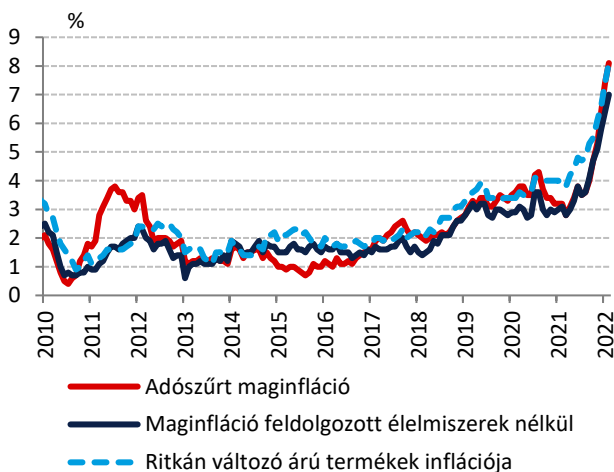


3-38. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

3-39. ábra: Az inflációs alapmutatók



Megjegyzés: A feldolgozott élelmiszerek nélküli maginfláció változatlan tartalom mellett a korábbi keresletérzékeny inflációnak felel meg. Az új elnevezést az indokolja, hogy általánosan ható jelentős költségsokkok időszakában a korábbi elnevezés félreérthető lehet.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

globális energiaárak további jelentős emelkedését eredményezte az orosz-ukrán konfliktus.

### 3.5.2. Fogyasztói árak

**Az árak növekedési üteme az év elején 8,3 százalékra emelkedett.** Az infláció elmúlt hónapokban megfigyelt számottevő növekedésének hátterében elsősorban az élelmiszerek áremelkedése, illetve az iparcikkek és a piaci szolgáltatások jelentős átárázása állt (3-38. ábra). Az év eleji átárázások mértéke két-, illetve háromszorosa volt az elmúlt éveket jellemző értéknek. Az átárzás magasabb üteme általánosan megfigyelhető, melynek oka, hogy a globális nyersanyag- és energiaárak emelkedése gyorsan és széles termékkörben jelenik meg a fogyasztói árakban.

**Az adószűrt maginfláció az év első hónapjaiban 8,1 százalékra emelkedett.** A maginfláció növekedését a feldolgozott élelmiszerek áremelkedése, illetve az iparcikkek és a piaci szolgáltatások átárázása magyarázza. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink folyamatosan emelkedtek az elmúlt hónapokban (3-39. ábra).

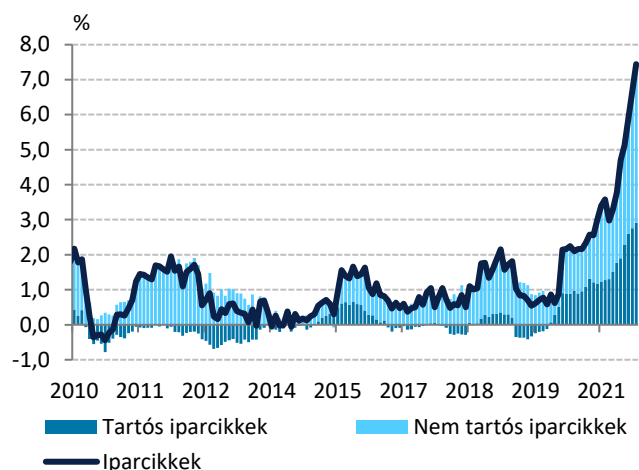
**Az iparcikkek inflációja az év elején 7 százalék fölé emelkedett, az éves áremelkedés számottevően magasabb a korábbi évek átlagánál.** Az árnövekedés a nemzetközi folyamatokkal összhangban van. Januárban és februárban az árak a korábbi évekre jellemző csökkenés helyett rendre 0,8, illetve 1,0 százalékkal emelkedtek havi összevetésben. A termékcsoport esetén a globális félvezetőhiány és a nyersanyagárak magas szintje is a fogyasztói árak emelkedése irányába hatott. A termékkörön belül a tartós és a nem tartós iparcikkek árindexe egyaránt nőtt. A tartós termékek áremelkedéséhez érdemben hozzájárult az új és használt személygépkocsik elmúlt hónapokban megfigyelt jelentős árnövekedése (3-40. ábra).

**A piaci szolgáltatások inflációja az év elején átlagosan 6 százalék körül alakult.** A szokásos január-februári átárzásnál jelentősen magasabb áremelkedés történt, ami a szolgáltatások széles körében jellemző volt. Decemberhez hasonlóan az élelmiszerekhez kapcsolódó szolgáltatások árai az év elején tovább növekedtek (3-41. ábra).

**Az alkohol- és a dohánytermékek inflációja fokozatosan mérséklődött az elmúlt hónapokban.** A termékkör árindexének csökkenését az magyarázza, hogy a korábbi jövedéki adó emelések hatása fokozatosan kifut. Ugyanakkor februárban az alkoholok esetében megfigyelt jelentős áremelkedés januárhoz képest a termékkör éves indexének emelkedését eredményezte.

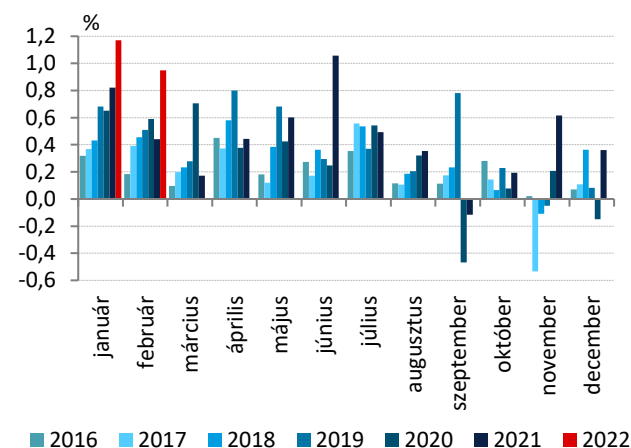
**Az élelmiszerek inflációja 12 százalék közelébe emelkedett, ami meghaladja a termékkör historikus átlagát.** A

3-40. ábra: Az iparcikkek árváltozása



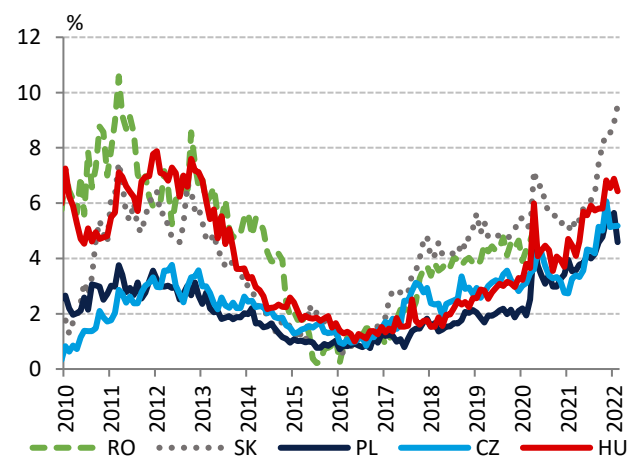
Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.  
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-41. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



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

3-42. ábra: Inflációs várakozások a régióban



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

feldolgozatlan és a feldolgozott élelmiszerek inflációja egyaránt kétszámjegyű emelkedést mutat. A termékkör inflációjának emelkedését a megugró takarmány- és energiaárak, illetve a magas szállítási költségek okozzák. A feldolgozatlan élelmiszerek árindexének januári növekedését elsősorban a baromfihús és a szezonális termékek magyarázzák. A feldolgozott élelmiszerek inflációjának növekedését a termékek széles köre okozta. Februárban azonban a kormányzat által az alapvető élelmiszerekre bevezetett árstop fékezte az áremelkedés ütemét (ld. 3-3. keretes írás).

**Az üzemanyagok árindexét az elmúlt időszakban bázishatás és kormányzati intézkedés is alakította.** Bár januárban a termékkör inflációja csökkent a tavalyi érdemi áremelkedés bázishatása következtében, továbbra is érdemben hozzájárul az inflációhoz. Emellett az elmúlt hetekben a 480 forintban meghatározott árplafon számottevő mértékben tompította a világi piaci kőolajár-emelkedés inflációs hatását.

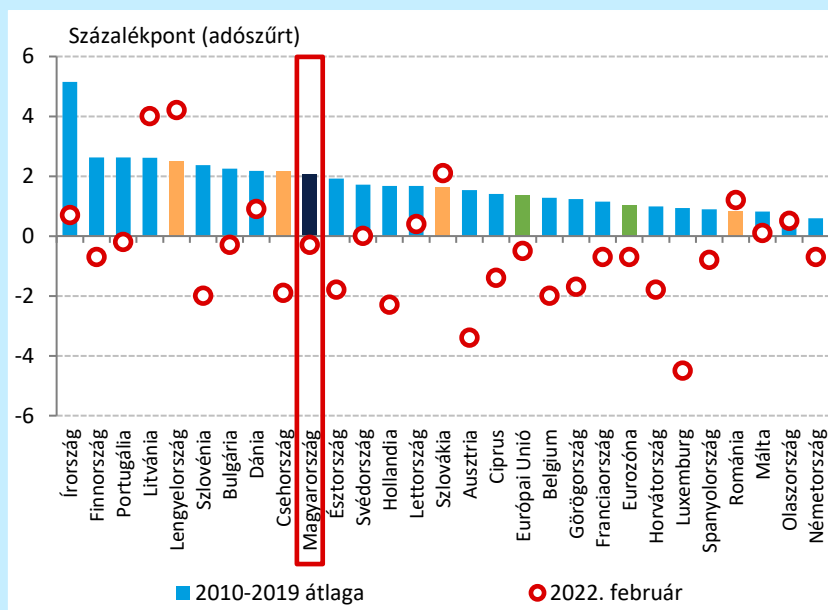
**Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció meghaladta a decemberi Inflációs jelentés előrejelzését.** Globálisan is megfigyelhető jelenség, hogy a tényadatok rendre felülríják a korábbi előrejelzéseket. A megugró infláció mögötti ok a kereslet-kínálat felborulása és az energiapiaci vihar. Az energiahordozók árának emelkedése először az üzemanyagok árában érvényesült, majd a termelői árak, végül a késztermékek árai növekedtek.

### 3.5.3. Inflációs várakozások

**Hazánkban a lakosság inflációs várakozásai lényegében nem változtak az év végéhez képest, bár továbbra is a jegybanki célsáv felett alakulnak.** A régió országaiban összességében vegyesen alakultak a várakozások, amit az elmúlt időszak emelkedő inflációjának, illetve az időközben bejelentett – áremelkedést fékező – intézkedéseknek az együttes hatása magyarázhat (3-42. ábra). Szlovákiában változatlanul a régiós átlagot érdemben meghaladó a lakosság áremelkedésre vonatkozó várakozása.

**3-5. keretes írás: Az infláció szerkezetének változása a koronavírus-járvány következtében**

A hagyományos közgazdasági gondolkodás szerint a gazdasági felzárkózással párhuzamosan az árszínvonalban is megfigyelhető konvergencia a fejlett országokhoz, ami alapvetően a szolgáltatások inflációján keresztül valósul meg. Ennek következtében pozitív inflációs különbszet figyelhető meg a piaci szolgáltatások és az iparcikkek között. Az ipari szektor tőkeintenzív, és erősebb piaci versenynek van kitéve, mint a szolgáltató szektor, ahol nagyobb a munkaintenzitás, és alacsonyabb verseny érvényesül. Nemzetközi adatok is megerősítik, hogy az elmúlt évtizedben a szolgáltatások inflációja jellemzően magasabban alakult, mint az iparcikkeké. A koronavírus-válság azonban globálisan átrajtolta az infláció szerkezetét, ugyanis a pozitív inflációs különbszet az elmúlt hónapokban eltűnt, sőt, az országok többségében meg is fordult (3-43. ábra).

**3-43. ábra: A piaci szolgáltatások és iparcikkek inflációjának különbsége nemzetközi összevetésben**


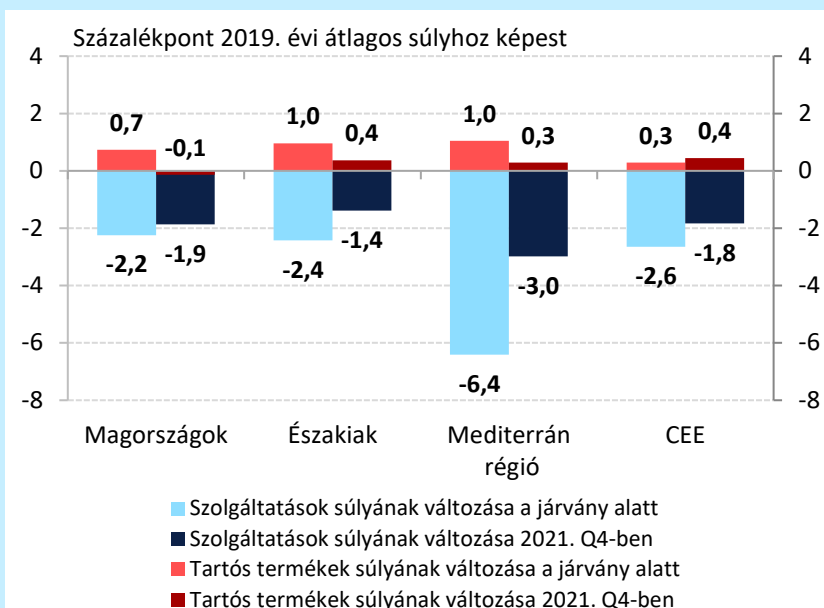
Megjegyzés: Adószűrt, HICP adatok alapján.

Forrás: Eurostat, MNB-számítás

**Az infláció szerkezetében bekövetkezett változás alapvetően két okra vezethető vissza: egyrészt az elmúlt időszakban bekövetkezett költségsokkok érdemben emelik az iparcikkek inflációját, másrészt a járvány kitörésével megváltozó fogyasztás szerkezet is az inflációs különbszet csökkenését támogatja.** Az elmúlt évtizedekben a növekedési mintázatok alapján általánosan megfigyelhető volt, hogy a szolgáltatások súlya a gazdasági növekedéssel párhuzamosan folyamatosan növekedett. Ezt a jelenséget törte meg a koronavírus járvány, ugyanis a fogyasztás szerkezete a járvány kitörésével eltolódott a szolgáltatások felől a tartós termékek felé (3-44. ábra).

**Az elmaradt szolgáltatások visszarendeződése megindult, ennek mértéke azonban eltérő.** A magországekban (Németország, Franciaország, Hollandia, Ausztria) 2021. negyedik negyedévben összességében 0,3 százalékponttal épült vissza a szolgáltatások fogyasztáshoz viszonyított aránya a járvány akut szakaszában tapasztalt negatív beeséshez (-2,2 százalék) képest. Az északi országokban (Dánia, Finnország, Svédország) ettől nagyobb mértékű, +1 százalékpontos visszarendeződés tapasztalható. A turizmusra legnagyobb mértékben támaszkodó mediterrán régióban (Olaszország, Málta) +3,4 százalékponttal, még a CEE régóban (Csehország, Magyarország, Észtország, Lettország, Románia) +0,8 százalékponttal javult a szolgáltatások erős visszaesésének aránya 2021. negyedik negyedévben. A tartós termékek súlyának válság alatti megugrása javarészt mérséklődött. A CEE régióban növekedett (+0,1 százalékpont), még a magországekban (-0,8 százalékpont), az északi térségben (-0,6 százalékpont) és a mediterrán régióban (-0,7 százalékpont) csökkent a tartós termékek fogyasztáshoz viszonyított aránya 2021. negyedik negyedévben a járvány alatt tapasztalt növekedéshez mérten.

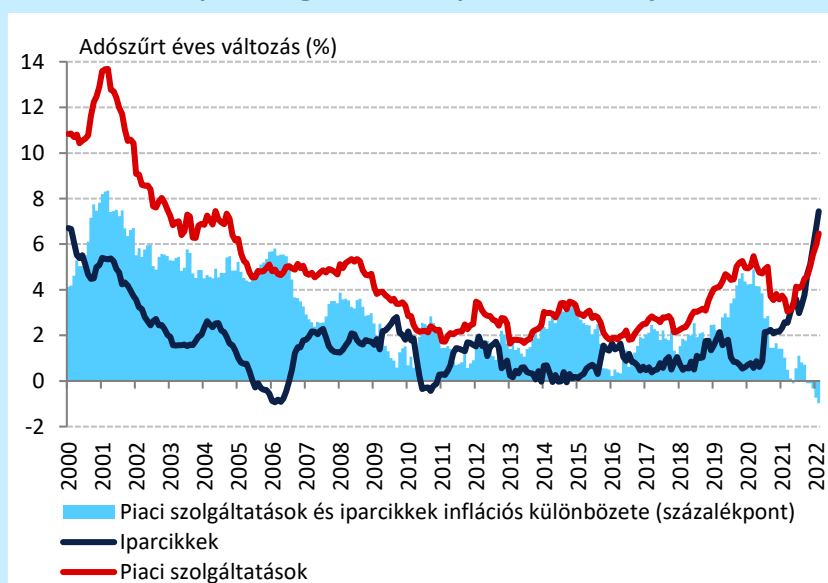
3-44. ábra: A fogyasztás szerkezetének változása termékcsoportok szerint



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok. A változás a válság előtti szinthez képesti értékeket mutatja. Magországek: Németország, Franciaország, Hollandia, Ausztria. Északiak: Dánia, Finnország, Svédország. Mediterrán régió: Olaszország, Málta. CEE: Csehország, Magyarország, Észtország, Lettország, Románia.  
 Forrás: Eurostat, KSH

**Az elmúlt időszakban globális kínálati sokkoknak lehetünk szemtanúi, aminek következtében az iparcikkek inflációja az elmúlt hónapokban utolérte vagy egyes országokban meg is haladta a piaci szolgáltatások inflációját.** A gáz ára januárban és februárban a 2019. évi átlagos szint több mint 4,5-szerese, március közepéig pedig több, mint 11-szerese volt. Az áram ára ugyanezen időszakokban a 2019-es szint négyszerese, illetve több, mint nyolcszorosa volt. Az olaj hordónkénti világpiaci ára az orosz-ukrán háború kitörését követően március első hetében 130 dollár fölé emelkedett, majd a hónap közepén 100 dollár közelébe korrigált. Az Ázsiából Európába irányuló tengeri szállítási költségek átlagosan a 2019-es szint tízszeresén alakultak az idei év eddigi időszakában. Emellett a globális chiphiány, az ellátási láncok problémái is a műszaki termékek áremelkedése irányába hatott. Így az iparcikkek inflációja hazánkban februárban 7,4 százalékra emelkedett, ami historikusan magas értéket jelent (3-45. ábra).

3-45. ábra: A piaci szolgáltatások és iparcikkek inflációja hazánkban



Megjegyzés: Adószűrt, éves változás.  
 Forrás: KSH, MNB-számítás

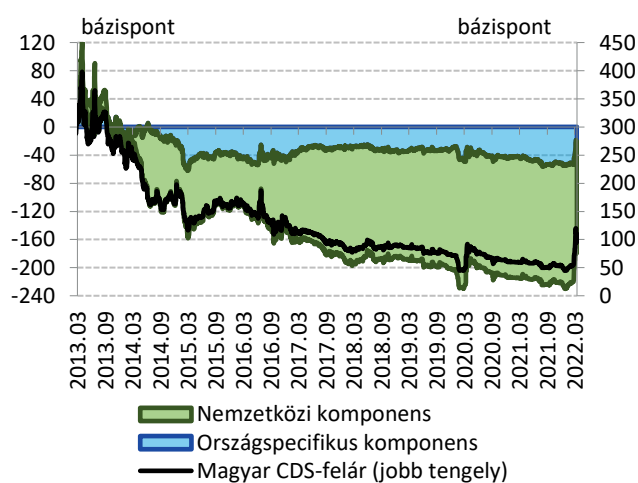
## 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

### 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

A pénz- és tőkepiaci hangulat az elmúlt negyedévben, különösen az időszak második felében jelentősen romlott, a háborús helyzet a kötvény- és devizapiacok volatilitásának emelkedésével járt együtt. A nyersanyag- és energiaárak a fokozódó feszültség következtében újabb jelentős emelkedést mutattak, ami a régiós piacokon a beárazott kamatpályát is megemelte.

Hazánk hitelkockázati felára jelentős mértékben emelkedett, ugyanakkor hosszabb időszakot tekintve továbbra is alacsony szinten van. Az emelkedő globális hozamok, növekvő infláció és jegybanki kamatemelések hatására a régiós és így a magyar állampapír hozamok is emelkedtek. A bankközi hozamgörbe is felfelé tolódott. A forint a régiós devizáknál nagyobb mértékben, 1,7 százalékkal értékelődött le az euróval szemben. A régióban a lengyel zloty a forinthez hasonló mértékben értékelődött le, míg a cseh korona 2 százalékkal erősödött az euróval szemben.

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



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

Forrás: Bloomberg

#### 4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

**Hazánk kockázati felára az időszak elején még enyhén csökkent, ezt követően azonban jelentős mértékben emelkedett.** (4-1. ábra). Az időszak során a nemzetközi tényező nagyobb mértékben növelte a CDS felárat, mint a hazai, bár mindkét tényező az emelkedés irányába hatott. Jelenleg 102 bázisponton tartózkodik a mutató.

#### 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

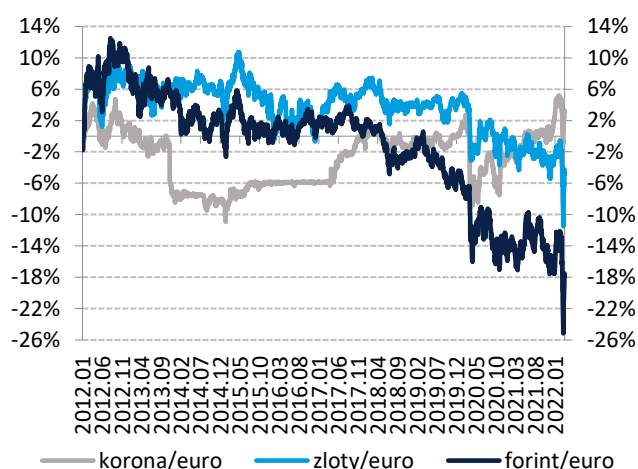
**A forint a régiós devizáknál nagyobb mértékben, 1,7 százalékkal értékelődött le az euróval szemben.** A régióban a lengyel zloty hasonló mértékben gyengült, míg a cseh korona 2,3 százalékkal erősödött (4-2. ábra). A régiós devizák az időszak első felében még számottevően erősödtek, majd az orosz-ukrán konfliktus kitörését követően jelentős mértékben leértékelődtek. A forint és a zloty a dollárral szemben közel 4 százalékkal értékelődött le, míg a cseh korona 0,6 százalékkal erősödött az amerikai fizetőeszközzel szemben.

#### 4.1.3. Állampapírpiac és hozamalakulás

**Nőtt a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben** (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya a tavalyi év során csökkent, majd az idei év elejétől emelkedett. Az elmúlt három hónap során közel 150 milliárd forinttal nőtt az állomány. A forint állampapírokon belüli tulajdoni részarány enyhén mérséklődött, így 19 százalékon alakult.

Az időszak során az államkötvény aukciókon gyakran a meghirdetettnél nagyobb mennyiségekben fogadott el ajánlatokat az ÁKK, ugyanakkor esetenként előfordult a meghirdetettnél kisebb kibocsátás is. Az aukciós átlaghozamok a másodpiaci hozamszint növekedésével összhangban minden futamidőn emelkedtek az elmúlt negyedévben. A 3 hónapos DKJ aukción 301 bázisponttal, míg a tízéves aukción 98 bázisponttal emelkedett, így az

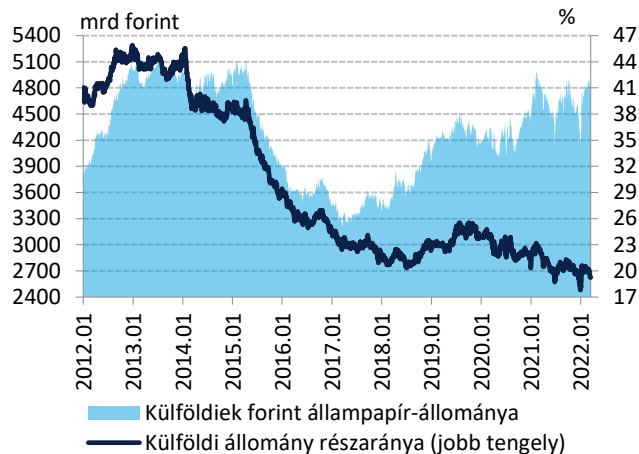
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

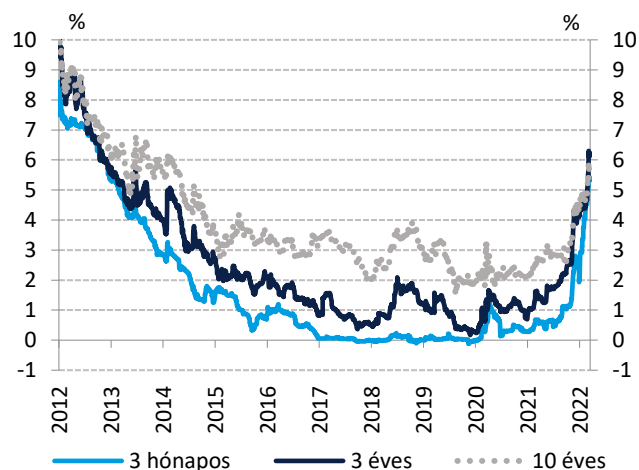
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

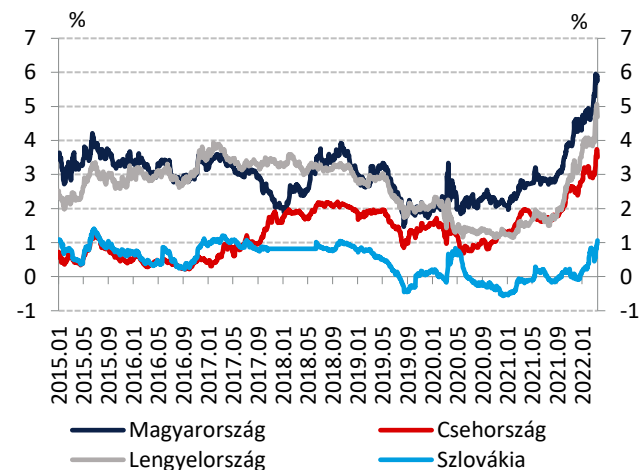
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

időszak végén előbbi esetében 5,57, utóbbinál 5,58 százalékon alakult az aukciós átlaghozam.

**Az állampapír-piaci hozamgörbe teljes szakaszán emelkedtek a hozamok.** A hozamemelkedés az időszak egészére jellemző volt, ugyanakkor az időszak végén a rövidebb futamidőkön nagyobb volt az emelkedés. (4-4. ábra). Összességében a 3 éves hozam 214, míg a 10 éves hozam 105 bázisponttal emelkedett a negyedév során, melyhez a globális tényezőkhöz túl, a régiós kamatemelések is hozzájárultak. A bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR 254 bázisponttal 6,2 százalékra emelkedett.

**A régiós hosszú referenciahozamok is emelkedtek az időszak során** (4-5. ábra). A tízéves lengyel hozam 150 bázisponttal nőtt, míg a cseh 112 bázisponttal magasabb, mint az előző negyedév végén. A szlovák (euro) hozamok 110 bázisponttal emelkedtek.



**4-1. keretes írás: A magyar bankrendszer stabil fundamentumai lehetővé teszik a hitelezés fenntartását**

**A hazai bankokat felkészülten érte az orosz-ukrán háború kitörése, a bankok megfelelő tőke- és likviditási tartalékai ellenállóvá teszik őket a külső sokkokkal szemben.** A magyar bankszektor 2021-ben rekordprofitot ért el (konszolidáltan 820 milliárd forintos adózás utáni eredmény), tőkemegfelelése közel 19 százalék, operatív likviditási tartaléka pedig 18 ezer milliárd forint körül mozgott 2022 elején. A szektor orosz és ukrán kitétségei kezelhető mértékűek, a közvetlen kitétségekből származó potenciális veszteségek korlátozottak. Összességében elmondható, hogy a hazai bankok jelentős hitelezési kapacitásai továbbra is biztosítani tudják a reálgazdasági szereplők finanszírozásának fenntartását.

**A hazai bankrendszert az elmúlt 15 évben több jelentős gazdasági és pénzügyi sokk is érte.** A szektor egyes sokkokra adott reakciója azonban jelentősen különbözött annak függvényében, hogy az adott sokk a bankokat mennyire egészséges állapotban érte. Egy alacsony tőkével, kifeszített mérleggel rendelkező bankrendszer esetében egy stressz scenárió bekövetkezésének hatása a hitelezési kapacitások csökkenésében és így végső soron a reálgazdaság romló teljesítményében is tetten érhető.<sup>1</sup> Így például a 2008-as pénzügyi válság az akkor kifeszített helyzetben lévő hazai bankok alkalmazkodási kényszerén keresztül jóval nagyobb negatív reálgazdasági hatást gyakorolt, mint amit a 2020-as évben megfigyelhettünk, amikor a bankok egészséges mérlegszerkezete lehetővé tette a reálgazdasági szereplők forrásszerzésének hitelezésen keresztüli támogatását.

**A 2008-as pénzügyi válság a hazai bankrendszert több szempontból is instabil helyzetben találta.** A bankok relatíve alacsony szintű likviditással és ingatag finanszírozási szerkezettel voltak jellemezhetőek ebben az időszakban. A hitel-betét mutató 152 százalékos értéket vett fel, a külföldi források a teljes mérleg mintegy harmadát tették ki (4-1. táblázat). Ez a két mutató arra utal, hogy a szektor a tevékenységét jelentős részben kevésbé stabil, sok esetben rendkívül rövid lejáratú bíró forráselemekkel finanszírozta. A tőkemegfelelés enyhén 10 százalék feletti volt, amely ugyan a minimum szabályozói követelményeket valamelyest meghaladta, ám az e feletti pufferek alacsony szintjéről tanúskodott. A lakossági hiteleken belül a változó kamatozású devizahitelek magas, mintegy kétharmados aránya dominált, a vállalati hiteleken belül pedig a kockázatos projekthitelek képviseltek jelentős súlyt. A banki mérleg kockázatos jellege alkalmazkodásra készítette a hazai pénzügyi intézményeket, amely a reálgazdasági szereplők finanszírozási lehetőségeire is negatív hatást gyakorolt.

**Az alkalmazkodás eredményeképp a szektor a koronavírus-válság kitörésének idején már jóval stabilabb mérleggel rendelkezett, és ezt a stabilitást az elmúlt két év során is fenntartotta.** Az érdemben 100 százalék alatti hitel-betét mutató, a külföldi források 15 százalék alatti aránya, a 18 százalékos konszolidált tőkemegfelelés mind hozzájárultak ahhoz, hogy a szektor helyzete a jelentős reálgazdasági sokk ellenére is stabil maradjon. A veszteségeket az egészséges hitelportfólió is korlátozta: a lakossági hitelek esetében a devizahitelek gyakorlatilag eltűntek a banki mérlegekből, és a változó kamatozású hitelek aránya is jelentősen mérséklődött, miközben a spekulatív vállalati projekthitelek is visszaszorultak. Mind az egészséges finanszírozási szerkezethez, mind a hitelportfólió magas minőségéhez jelentős mértékben hozzájárultak az MNB elmúlt években bevezetett makroprudenciális szabályai is.

<sup>1</sup> A témáról részletesen lásd: Drabancz Áron – Marosi Anna – Palicz Alexandr (2021): Hitelezés válsághelyzetben – 2008 vs 2020. Polgári Szemle, 17(4-6), 84-103. o.



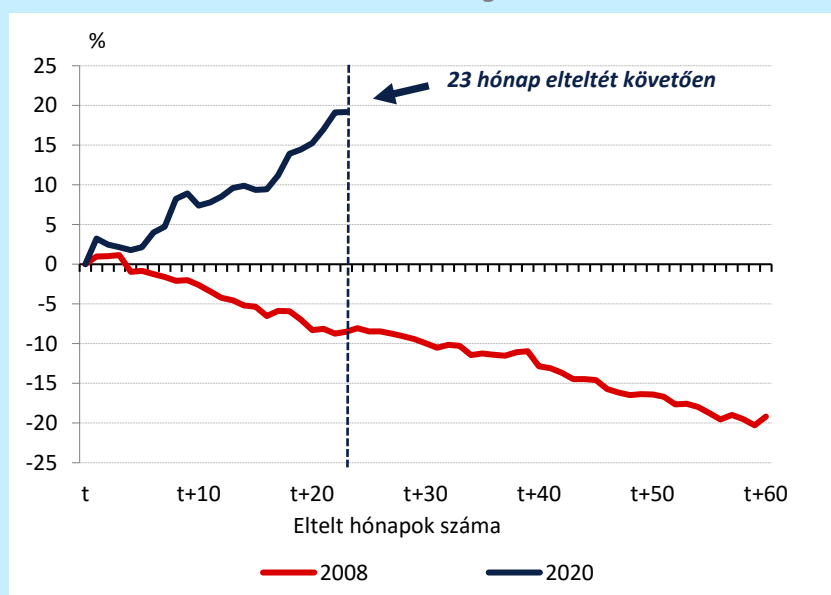
4-1. táblázat: A magyar bankrendszer egyes mutatói 2008-ban, 2019-ben és 2021-ben

	2008	2019	2021
Likvid eszköz / összes eszköz	10,0%	30,9%	39,3%
Hitel / betét mutató	152%	75%	66%
Külföldi források / összes forrás	33,9%	12,7%	7,5%
Bankrendszeri tőke megfelelési mutató (zárójelben konszolidált)	11,2% (12,9%)	22,5% (18%)	20,8% (18,6%)
90 napon túl késedelmes hitelek aránya	4,6%	2,1%	1,0%
Nettó NPL/ szavatoló tőke	16,0%	2,1%	1,2%
Saját tőke-arányos jövedelmezőség	11,3%	11,6%	11,0%
Eszközarányos működési költségek	2,4%	2,0%	1,7%
Devizahitelek aránya – háztartási hitelek	66,3%	0,7%	0,4%
Változó kamatozású jelzáloghitelek aránya - háztart.	77,5%	48,7%	30,1%

Forrás: MNB.

A stabil tőkehelyzet és a megfelelő finanszírozási háttér, társulva a koronavírusra adott gazdaságpolitikai reakciókkal (állami hitel- és garanciaprogramok, hitelmoratórium, jegybanki hitelprogramok) nagymértékben hozzájárult ahhoz, hogy a 2008-as válság kitörését követő évekkel ellentétben 2020 februárját követően a vállalatok hitelállománya érdemben bővülni tudott. Szűk két évvel a koronavírus-válság kitörését követően a vállalatok hitelállománya így mintegy 19 százalékkal magasabb, mint a válság kitörésekor, miközben a 2008-as válságot követően ekkor már közel 10 százalékos kontrakciót tapasztaltunk (4-6. ábra). A lakossági hitelezésben szintén hasonló tendenciák figyelhetők meg a két válságot összehasonlítva. A kedvező folyamatokra utal a Pénzügyi Kondíciós Index alakulása is, mely a koronavírus megjelenését követően is a 0 szint közelében maradt, azaz a bankrendszer nem fűtötte, de nem is vetette vissza a gazdasági növekedést. Összességében elmondható, hogy az orosz-ukrán háború a bankrendszert felkészülten érte, a hazai bankok jelentős hitelezési kapacitáisi továbbra is biztosítani tudják a reálgazdasági szereplők finanszírozásának fenntartását.

4-6. ábra: A vállalati hitelállomány változása a 2008-as pénzügyi válság és a 2020-as koronavírus-válság kitörését követően

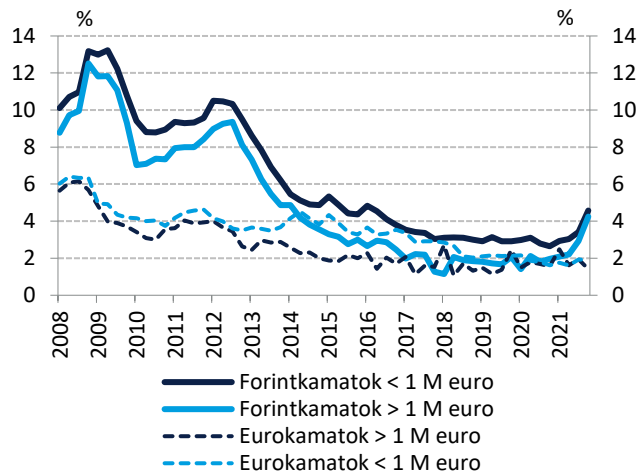


Forrás: MNB.

## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2021 negyedik negyedében a forinthitel átlagos kamatlába jelentősen növekedett a jegybanki kamatemelések következtében. A vállalati hitelezési feltételek egyetlen vállalatméret kategóriában sem változtak érdemben, míg az üzleti célú ingatlanhitelezés kapcsán a válaszadó hitelintézetek kis köre szigorított, előretekintve pedig a kkv szegmensben várható a hitelsztenderdek enyhítése. A lakossági hitelek sztenderdjei nem változtak jelentősen 2021 negyedik negyedében, azonban 2022 első felében a fogyasztási célú hitelek szigorítása várható. A vállalati forinthitel átlagos finanszírozási költsége, valamint a hosszú távon rögzített kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége is növekedett a vizsgált időszakban. A negyedév során megkötött lakáshitel-szerződések közel kétharmada Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel (MFL) minősítéssel rendelkezett, biztosítva a hosszabb távon kiszámítható törlesztőrészleteket.

4-7. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



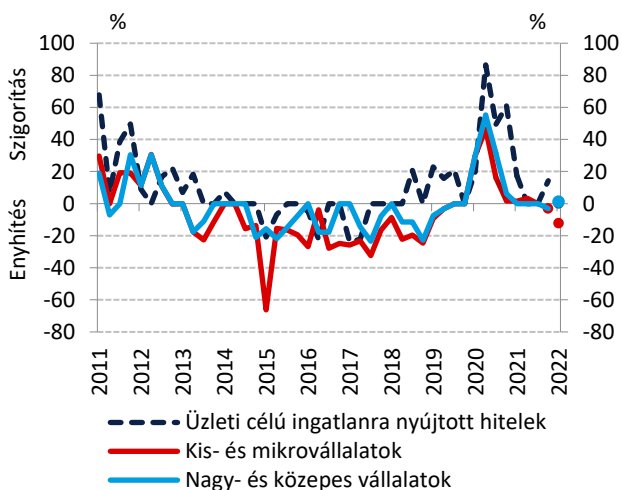
Megjegyzés: Változó kamatozású vagy maximum egy éves kamatfixálással rendelkező hitelek. 2015-től az 1 millió euro feletti money market hitelektől szűrt adatok alapján.

Forrás: MNB

### 4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

**2021 negyedik negyedében a forinthitel átlagos kamatlába jelentősen növekedett a jegybanki kamatemelések következtében.** Az újonnan szerződött, éven belül változó kamatozású, jelentős részben piaci alapon kötött vállalati forint hitel-szerződések simított átlagos kamatszintje – a pénzpiaci ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű hitelek esetében 115 bázisponttal, míg a nagyösszegű hitelek esetében 133 bázisponttal emelkedett az előző negyedévhez képest (4-7. ábra). Ezzel az átlagos forint hitel-kamat 4,3 százalékot tett ki decemberben az éven belül változó kamatozású hiteleken belül. A kis- és nagyösszegű euróhitelek kamatszintje rendre 2, valamint 54 bázisponttal mérséklődött a negyedév során, ezzel december végén az euróhitelek átlagos finanszírozási költsége 1,4 százalékon állt. A forintkamatok emelkedése a kamatkörnyezet emelkedésére vezethető vissza, míg az eurókamatok változását nagyrészt a felárak változása magyarázza.

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



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

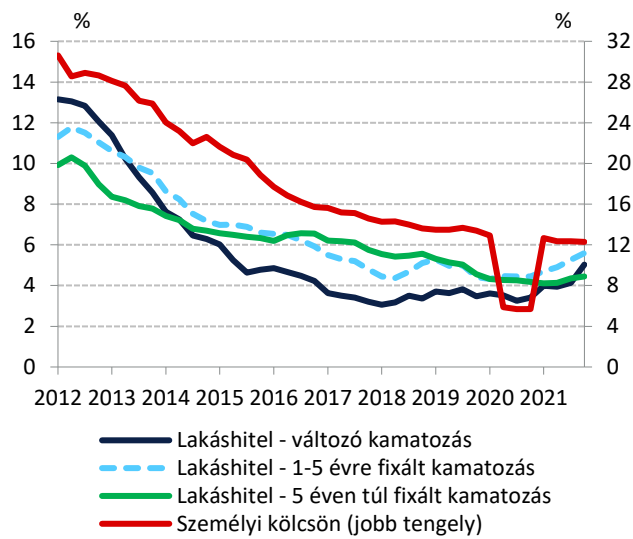
Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

**A negyedév során egyik vállalatméret kategóriában sem változtak érdemben a sztenderdek, míg előretekintve a kkv szegmensben enyhítés várható.** A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok egyik vállalatméret kategóriában sem változtattak érdemben a hitelhez jutás feltételein a negyedik negyedévben, az üzleti célú ingatlanhitelezés kapcsán viszont a válaszadó hitelintézetek nettó értelemben vett 14 százaléka szigorított. 2022 első félévére előretekintve sem várható a vállalati hitel feltételek érdemi változása: az üzleti célú ingatlanhitelezés, valamint a nagy- és közepes vállalatok esetében a bankok nem terveznek érdemben változtatni a sztenderdeken, míg a kis- és mikrovállalatok esetében a bankok nettó értelemben vett 12 százaléka tervez enyhítést (4-8. ábra).

### 4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

**A hozamkörnyezet emelkedését csak részben érvényesítették a bankok az árazásukban a negyedév során.** A 2021 negyedik negyedéve során létrejött lakáshitel-szerződések átlagos kamatfelára valamennyi

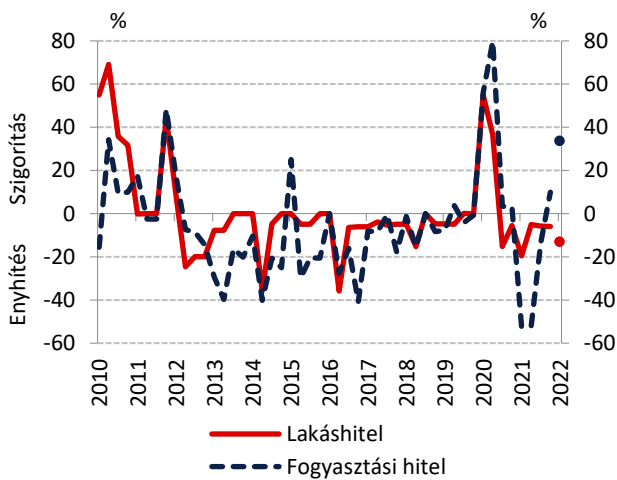
4-9. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

Forrás: MNB

4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

kamatfixálási kategóriában csökkent. A negyedév során megkötött lakáscélú hitelszerződések átlagos THM-szintje az 1–5 évre és az 5 évnél hosszabb futamidőre kamatfixált hitelek esetében rendre 34 és 10 bázispontos növekedés után 5,6 és 4,5 százalékon állt a negyedév végén (4-9. ábra). A Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek felára 87 bázisponttal csökkenve 0,4 százalékpontot tett ki 2021 december végén, mely termék a negyedéves lakáshitel-kibocsátás 66 százalékát adta. A személyi kölcsönök átlagos THM-szintje enyhén csökkenve 12,3 százalékot ért el a vizsgált időszak végére.

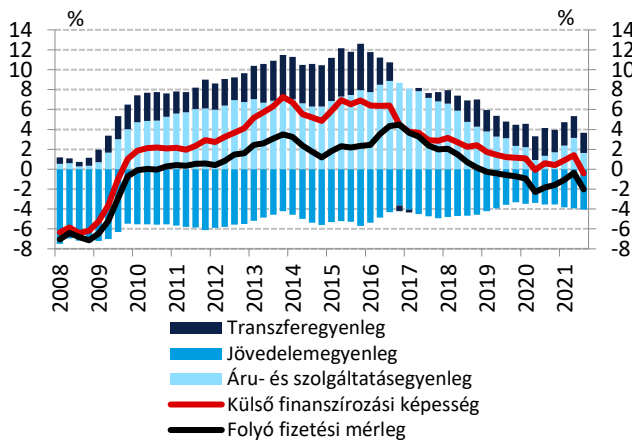
**Előretekintve a lakáshitelek sztenderdjein enyhíteni, míg a fogyasztási hiteleknél szigorítani terveznek a bankok.** A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján 2021 negyedik negyedévében a bankok érdemben nem változtattak a lakáshitelek sztenderdjein, a részfeltételek tekintetében azonban a válaszadó intézmények több mint fele a felárak mérséklését jelezte, ellenben mintegy harmaduk a hitelfolyósításért felszámított díjakban már szigorított. 2022 első félévére előretekintve a bankok nettó értelemben vett 13 százaléka tervez enyhíteni a lakáshitelek feltételein, azonban a részfeltételek tekintetében a bankok nettó értelemben vett 33 százaléka a hitelkamat és a forrásköltségek közötti spread szigorítását helyezte kilátásba (4-10. ábra). A fogyasztási hitelek tekintetében a hitelintézetek nettó értelemben vett 10 százaléka szigorított a hitelhez jutás feltételein a negyedik negyedév során. A következő fél évre előretekintve pedig a bankok nettó értelemben vett 34 százaléka a sztenderdek további szigorítást tervezi a fogyasztási hitelek piacán, elsősorban a felárak növelésén keresztül.

## 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

### 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2021 harmadik negyedében ismét nőtt a folyó fizetési mérleg hiánya, amivel párhuzamosan kismértékű külső finanszírozási igény alakult ki. Exportoldalon a globális félvezetőhiány és a külső kereslet gyengülése, míg importoldalon a belső kereslet élénkülése, valamint növekvő energiaárak összességében a nettó export mérséklődésében tükröződtek. Az előzetes havi adatok alapján a negyedik negyedévben folytatódott a külkereskedelmi többlet csökkenése, ami a folyó fizetési mérleg és a külső finanszírozási képesség további mérséklődéséhez vezetett. A finanszírozási adatok szerint a harmadik negyedévben – illetve az előzetes havi adatok alapján az év végén is – érdemben nőtt a nettó közvetlentőke befektetés, amivel párhuzamosan – elsősorban az államhoz köthetően – a nettó külső adósság is emelkedett.

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



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

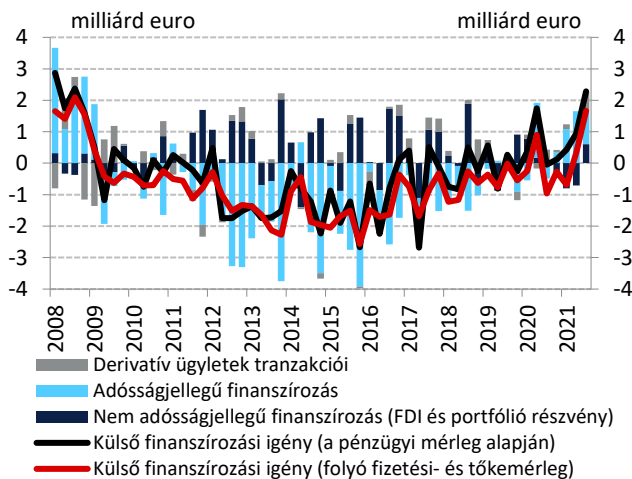
#### 5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciónk alakulása

**2021 harmadik negyedében a folyó fizetési mérleg négy negyedéves hiánya a GDP 2 százalékára bővült, míg az ország külső egyensúlyi pozíciója finanszírozási igénybe fordult (5-1. ábra).** A gazdaság külső egyensúlyi folyamatainak hátterében a külkereskedelmi többlet mérséklődése húzódott meg: a globális félvezetőhiány és a külső kereslet gyengülése az export mérséklődésében, míg a dinamizálódó belső kereslet, valamint a megugró energiaárak az import bővülésben tükröződtek. Ezzel párhuzamosan a jövedelemegyenleg hiányának (az átmenetileg külföldön dolgozó munkavállalók csökkenő jövedelmeihez köthető) növekedése, valamint a mérséklődő EU-transzfer felhasználás is hozzájárult a külső egyensúlyi mutatók romlásához. Az előzetes havi adatok alapján a negyedik negyedévben a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 3 százalékára, a külső finanszírozási igény a GDP 0,9 százalékára emelkedett. A romlást részben bázishatások eredményezték: az áruegyenleg negyedik negyedévi értéke érdemben elmaradt az előző év azonos időszakától, bár az előző negyedévhez képest javulás volt tapasztalható. Emellett enyhén nőtt a jövedelemegyenleg hiánya, miközben a transzferegenleg többlete érdemben emelkedett.

#### 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

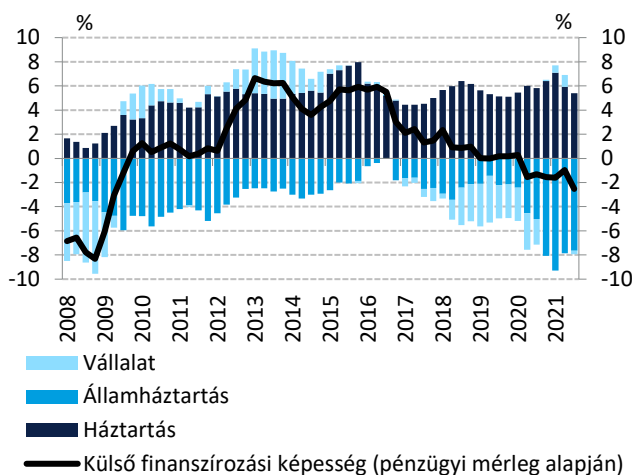
**2021 harmadik negyedében a nettó közvetlentőke befektetés, valamint a gazdaság nettó külső adóssága is emelkedett (5-2. ábra).** A nettó nem adósságjellegű források emelkedése döntően a külföldi vállalatok újrabefektetéseihez kötődött, miközben folytatódott a hazai szektorok külföldi befektetésijegy-vásárlása. Az adósságjellegű források nettó beáramlásához az államháztartás járult hozzá, amelyben a devizatartalékok csökkentő tételek szerepe (a jegybanki eurolikviditást nyújtó swap állomány előző negyedévit meghaladó igénybevétele, a finomhangoló swap eszköz mérséklődő állománya), illetve a külföldiek forint állampapír-vásárlása

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



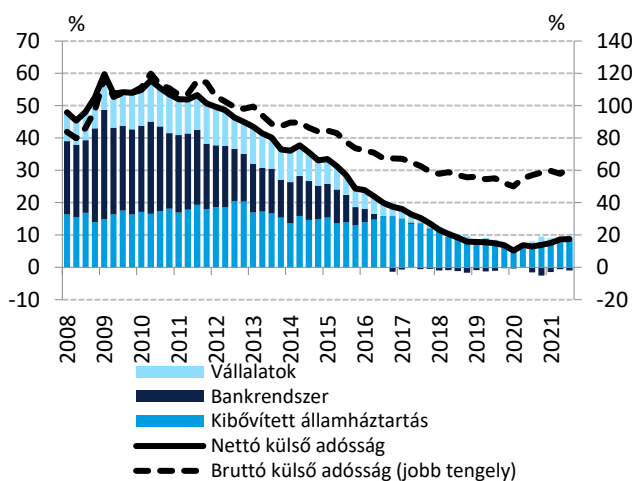
Megjegyzés: A pénzügyi mérleg finanszírozási képessége a folyó fizetési és tőkemérleg, illetve a fizetésimérleg-statisztika tévedések és kihagyások egyenlegének összege. Közgazdasági szempontból az adósságmutatók dinamikájának fundamentális alakulását nem befolyásolja a számla és tömbarany követelések közötti átváltás, ezért ezt a technikai hatást kiszűrtük az idősről. 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: Közgazdasági szempontból az adósságmutatók dinamikájának fundamentális alakulását nem befolyásolja a számla és tömbarany követelések közötti átváltás, ezért ezt a technikai hatást, illetve a tulajdonosi hiteleket kiszűrtük az idősorból. A GDP százalékában.

Forrás: MNB

volt a meghatározó. Az előzetes havi adatok alapján a negyedik negyedévben a nettó közvetlentőke befektetések számottevően emelkedtek, döntően az újrabefektetett jövedelmeknek köszönhetően. A külföldiek portfólió részvény befektetései jelentős mértékben csökkentek, miközben folytatódtak a lakosság külföldi befektetési jegy és részvény vásárlásai. Az adósságjellegű források tovább bővültek, döntően az államháztartáshoz kötődően, amiben az MNB által a swappiaci feszültségek csökkentése érdekében kibocsátott diszkontkötvény is szerepet játszott.

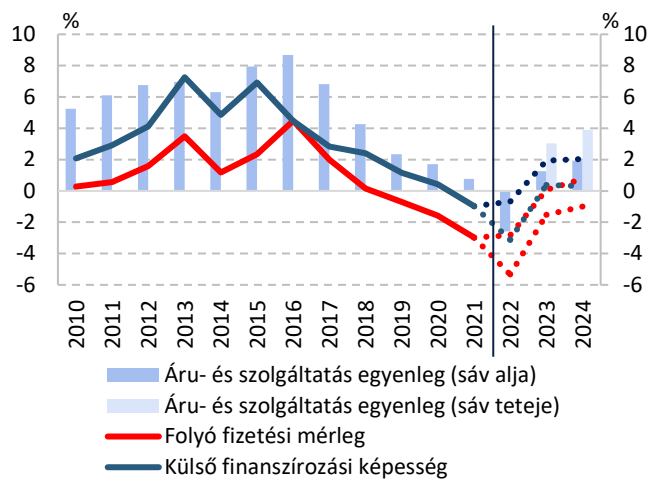
**2021 harmadik negyedévében az állam magas, de szinten maradó finanszírozási igénye mellett mérséklődött a magánszektor a nettó pénzügyi megtakarítása** (5-3. ábra). A harmadik negyedévben enyhén tovább mérséklődött a magánszektor nettó pénzügyi pozíciója, összhangban az élénkülő belső felhasználással. Mindeközben az állam finanszírozási igénye magas maradt, ami így összességében a gazdaság nettó finanszírozási igényének a bővülését eredményezte. Az előzetes pénzügyi számlák alapján a negyedik negyedévben a magánszektor nettó pénzügyi megtakarításának mérséklődése meghaladta a költségvetési hiány csökkenését, így a négy negyedéves külső egyensúlyi pozíció érdemben mérséklődött.

**2021 szeptember végén a gazdaság nettó külső adóssága a GDP 8,7 százalékán stabilizálódott** (5-4. ábra). Mindeközben a bruttó külső adósság a GDP 62 százalékának közelébe emelkedett, ami a – nettó mutatóra semleges – devizakötvény-kibocsátásra és az IMF SDR allokációjára volt visszavezethető, de hozzájárult a külföldiek forint állampapír-vásárlása is.

## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A folyó fizetési mérleg hiánya átmenetileg emelkedik, majd 2023-tól javul az egyenleg. A hiány mértéke függ a geopolitikai feszültségek mértékétől és fennmaradásának hosszától. Az áruegyenleg – gyengülő exportteljesítményen és romló cserearányon keresztül – romlásának mértéke függ a geopolitikai feszültségek elhúzóásától, miközben a jövedelemegyenleg hiánya ellentétes folyamatok eredményeként nagyjából stabilan alakulhat. Összességében a folyó fizetési mérleg hiánya 2022-ben a GDP 2,8–5,3 százalékát teheti ki. A folyó egyenlege a geopolitikai feszültségek elhúzóásától függően fokozatos javulás mellett az előrejelzési horizont végére egyensúly közelében alakulhat, és az előrejelzési horizont végén akár újra többletet mutathat. A szektorok megtakarítása szerint a magyar gazdaság külső finanszírozási képességének javulása mögött elrötekeintve a háztartások magas szinten stabilizálódó nettó megtakarítása, valamint az államháztartás csökkenő hiánya húzódik meg – utóbbit elsősorban a járványvédelmi intézkedések kiadásnövelő hatásának kifutása, illetve a helyreálló gazdasági növekedéssel emelkedő adóbevételek eredményezi.

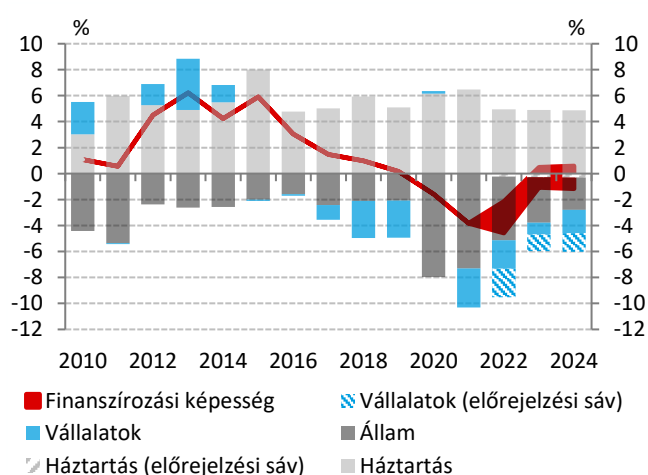
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



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

Forrás: MNB

**A folyó fizetési mérleg hiánya 2022-ben átmenetileg tovább emelkedik, majd 2023-tól javul az egyenleg. A hiány mértéke függ a geopolitikai feszültségek mértékétől és fennmaradásának hosszától** (5-5. ábra). Előretekintve a külkereskedelmi egyenleg alakulását alapvetően meghatározzák az orosz-ukrán fegyveres konfliktus és az Oroszországgal szemben bevezetett szankciók következményei, illetve a háborút követően fennmaradó geopolitikai feszültségek esetleges elhúzóása. Az áruegyenleg romlásának mértéke függ a geopolitikai feszültségek elhúzóásától. Az ellátási láncokban keletkező zavarok, illetve a visszaeső külső kereslet visszafogják a kivittelt, amivel párhuzamosan a megugró olajárak az import jelentős növekedését eredményezik. A geopolitikai feszültségek oldódásával helyreálló külső kereslet és a korrigálódó olajárak a nettó export javulását eredményezik. A megnövekedett bizonytalanság emellett lassítja a turizmus koronavírus járvány utáni helyreállását is. A visszaeső exportbevétel a külföldi vállalatok profitjának mérséklésén keresztül kismértékben csökkenti a jövedelemegyenleg hiányát, amit azonban ellensúlyozhat – a pénzpiaci feszültségek miatt – emelkedő kamatkiadás. Összességében a folyó fizetési mérleg hiánya 2022-ben a GDP 2,8–5,3 százalékát teheti ki. A folyó fizetési mérleg egyenlege a geopolitikai feszültségek elhúzóásától függően fokozatos javulás mellett az előrejelzési horizont végére egyensúly közelében alakulhat, és az előrejelzési horizont végén akár újra többletet mutathat.

**A szektorok megtakarítási folyamatait tekintve külső egyensúly előrevetett javulása mögött a magas szinten stabilizálódó lakossági megtakarítás és az állam csökkenő hiánya áll** (5-6. ábra). Előretekintve az államháztartás finanszírozási igénye fokozatosan mérséklődik. A járvánnyal összefüggő egészségügyi kiadások, illetve gazdaságvédelmi intézkedések kifutása a költségvetési hiány csökkenésének irányába hatnak, amit az első negyedévben megvalósuló jövedelemnövelő kiadások (fegyverpénz, 13. havi nyugdíj) átmenetileg lassítanak. A gazdasági növekedés

helyreállításával emelkedő adó- és járulékbévételek 2023-tól a költségvetési hiány mérséklődésben tükröződnek. Az emelkedő jövedelmek és a 2022-ben kifizetett egyszeri juttatások hatására a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása magas szinten stabilizálódik. A vállalatok finanszírozási igénye – a piaci feszültségeka fennmaradásától függően – a romló külső kereslet és cserearány következtében 2022-ben emelkedik, majd a korrigálódó külső kereslettel és a beáramló uniós forrásokkal összhangban enyhén mérséklődik.



### 5.3. Költségvetési folyamatok

Az MNB által közölt előzetes pénzügyi számla adatok alapján 2021-ben a költségvetés eredményszemléletű hiánya a korábbi várakozásoknál kedvezőbb 7,3 százalékos szinten alakult a GDP arányában, míg az államadósság-ráta 2021 végén 77,3 százalékra csökkent a 2020. év végi 80 százalékról. A hazai gazdaság gyors kilábalásának és a bejelentett fiskális konszolidációnak köszönhetően a kormányzati célkitűzés a korábbi tervekénél alacsonyabb hiánypályát tartalmazott 2021 decemberében, amely 2022-re 4,9 százalékos, 2023-ra 3,5 százalékos, 2024-re pedig 2,5 százalékos GDP-arányos hiánnyal számolt. A háborús konfliktus és az abból eredő piaci feszültségek mintegy a GDP 0,6 százalékkal emelik a költségvetés hiányát, amelyet a kedvező alapfolyamatok és a korábbi kiadásátütemezések fedeznek. A geopolitikai feszültségek további mélyülése azonban kockázatot jelent, amelyet a költségvetés belső tartalékainak e célra való felhasználásával lehet kezelni. A deficit 2023-ban már megközelítheti a 3 százalékos hiánykritériumot, majd 2024-re 3 százalék alá csökkenhet. Az államadósság-ráta az előrejelzési horizont végére 70 százalékra mérséklődhet.

#### 5.3.1. A főbb egyenlegmutatók

**A kormányzati szektor GDP-arányos eredményszemléletű hiánya 2021-ben 7,3 százalék volt az előzetes pénzügyi számla adatok alapján** (5-1. táblázat). A gyors és erőteljes gazdasági kilábalás következtében dinamikusan növekvő adóbevételek, és a kormány által decemberben elhalasztott beruházások következtében a költségvetés egyenlege a korábbi várakozásokhoz képest kedvezőbben alakult 2021-ben.

**A kormányzati célkitűzés a korábbi tervekénél alacsonyabb, 4,9 százalékos 2022. évi GDP arányos hiánycélt határozott meg 2021 decemberében, amelynek érdekében jelentős – elsősorban beruházásokat érintő – kiadáscsökkentésről döntöttek** (5-7. ábra). A kiadáscsökkentés mellett a kedvező 2021-es folyamatok is javították a hiánypályával kapcsolatos kilátásokat. Az orosz-ukrán konfliktus és annak eddig kialakult következményei ellenére is a kitűzött hiánycélt elérhetőnek látjuk, de a geopolitikai feszültségek erősödése esetén a deficitcél a költségvetés belső tartalékainak e célra való felhasználásával érhető el. A GDP-arányos deficit az előrejelzési horizont végéig 2,5 százalékra csökkenhet.

**Az európai uniós fiskális szabályokat átmenetileg enyhítő általános mentesítési záradék alkalmazása legalább 2022 végéig fennmarad.** Ezzel párhuzamosan a Stabilitási törvényben szereplő 3 százalékos kritérium és középtávú költségvetési célra vonatkozó szabály is felfüggesztésre került 2023 végéig. Az Európai Bizottság a szokásos tavaszi előrejelzése elkészítésekor megvizsgálja, hogy indokolt-e az általános mentesítési záradék fenntartásának meghosszabbítása.

#### 5.3.2. A 2021. évi egyenleg

**2021-ben az előzetes pénzügyi számlák alapján 7,3 százalék volt a költségvetés eredményszemléletű hiánya, ami alacsonyabb a költségvetési törvényben szereplő 7,5 százalékos hiánycélnél** (5-8. ábra). A magyar gazdaság kilábalása gyors és erőteljes volt, melynek következtében

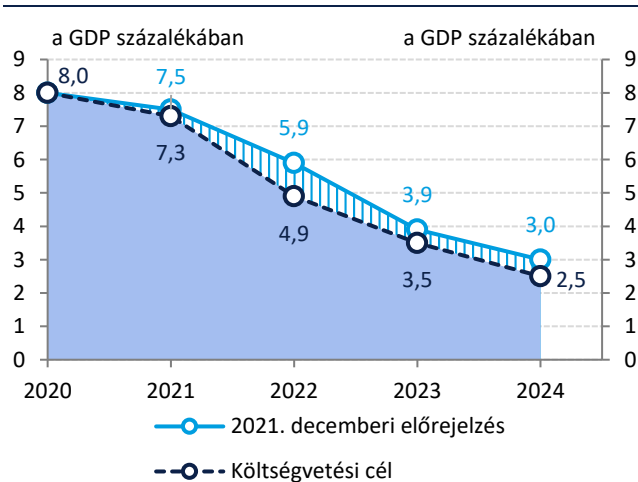
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

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

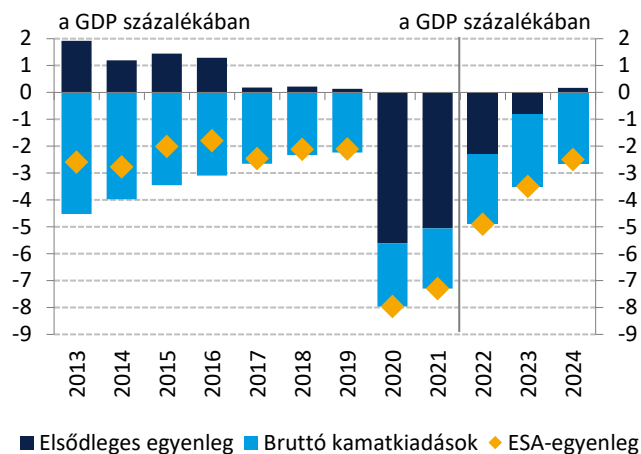
Forrás: KSH, MNB

5-7. ábra: A hiánypálya változása



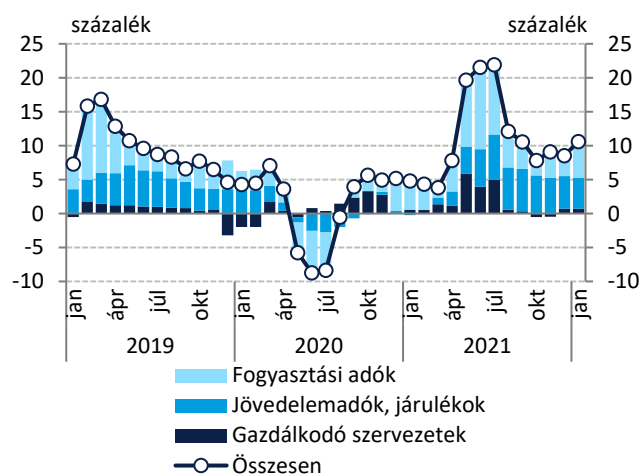
Forrás: PM, MNB

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



Forrás: KSH, MNB

5-9. ábra: Az adó- és járulékbévételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2019-2022-es időszakban



Forrás: MÁK, MNB

dinamikusan nőttek az adóbevételek (5-9. ábra), továbbá a gazdaságvédelmi intézkedések többsége is kivezetésre került. A bevételi többlet jelentős részét ugyanakkor lekötötték a Járvány Elleni Védekezés Központi Tartaléka és a Gazdaság-újraindítási programok terhére megvalósuló kiadások. Az erős gazdasági növekedés következtében jelentős, a GDP 0,4 százalékát elérő nyugdíjprémium kifizetésére került sor 2021 novemberében, amelynek keretében minden érintett a maximális 80 ezer forintos összeget kapta meg. A kiadások év végi alakulását ugyanakkor mérsékelte, hogy a kormány a GDP mintegy 0,6 százalékának megfelelő összegű állami beruházás elhalasztásáról döntött decemberben.

Az utolsó negyedéves eredményszemléletű hiány az MNB által közölt előzetes pénzügyi számla adatok alapján a negyedéves GDP 12,3 százalékának felelt meg (5-10. ábra), ami közel 5 százalékponttal alacsonyabb az előző év azonos időszakához képest.

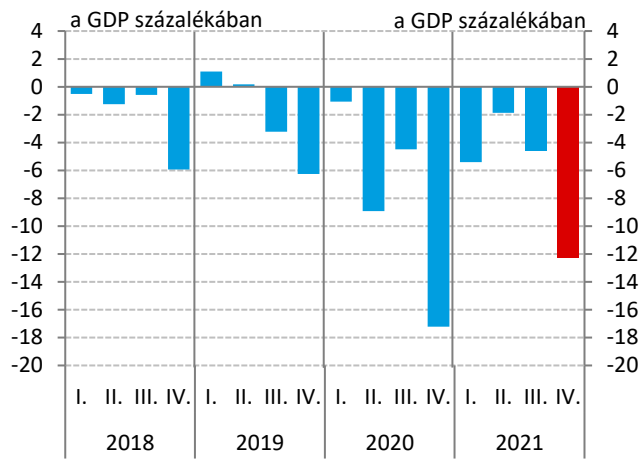
### 5.3.3. A 2022. évi egyenleg

**A kormányzati célkitűzés a korábbi terveknél alacsonyabb, 4,9 százalékos 2022. évi GDP arányos hiánycélt határozott meg 2021 decemberében** (5-8. ábra). A 2022. évi hiány éven belüli alakulása várhatóan eltér a korábbi évekre jellemző mintázattól, ugyanis a 2021-ben elfogadott intézkedések jelentős összegű egyszeri kiadásokat eredményeznek, melyek többsége az első negyedévben koncentrálódik.

A háztartások jövedelmi helyzetét javító jelentős egyszeri kifizetések valósultak meg februárban. A gyermeket nevelő foglalkoztatottak idén – jogosultanként legfeljebb 809 ezer forintig – visszakapták a 2021-ben befizetett személyi jövedelemadójukat, amelynek költségvetési hatása a GDP mintegy 1 százalékának felel meg. A 13. havi nyugdíj 2022-től teljes egyhavi ellátásnak megfelelő összegben kerül kifizetésre, ami a GDP 0,6 százalékát elérő kifizetés. A rendvédelmi és honvédelmi dolgozók egyszeri, hathavi illetménynek megfelelő juttatása ugyancsak az eredetileg tervezettnél korábban, 2022 februárjában került kifizetésre, ami a GDP 0,4 százalékának megfelelő kiadást jelent. Emellett az állami alkalmazottak széles körét érintő bérfejlesztésről döntött a kormány, amelyek a GDP arányában összesen bruttó 0,8 százalékkal növelik a költségvetési szervek kiadásait.

Érdemi adócsökkentések is segítik a háztartások és vállalkozások helyzetét. A versenyszféra bérköltségeit a munkáltatói közterhek (szociális hozzájárulási adó, szakképzési hozzájárulás, kisvállalati adó, helyi iparüzési adó) jelentős mérséklésével vállalja át a költségvetés, ami a GDP 1 százalékának megfelelő bevételcsökkenést

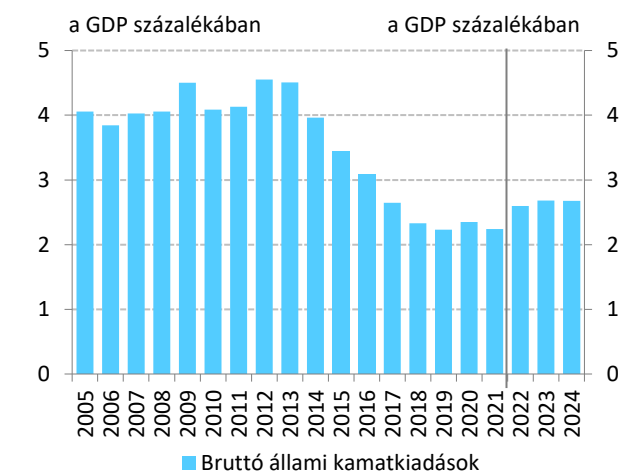
5-10. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege



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

Forrás: KSH, MNB

5-11. ábra: Az államháztartás bruttó kamatkidásainak az alakulása



Megjegyzés: A makrogazdasági prognózis sávközepe alapján készült.

Forrás: KSH, MNB

eredményezne, azonban a magasabb bérkiáramlás utáni többletbefizetés mérsékli ezt a hatást. Január 1-től a 25 évnél fiatalabb munkavállalók mentesülnek a személyi jövedelemadó megfizetése alól, ami a GDP 0,2 százalékának megfelelő összeget hagy a fiataloknál.

A kormányzati várakozásoknál kedvezőbb 2021-es makrogazdasági folyamatok következtében az adóalapok bővülése jelentősen növeli a költségvetés bevételeit, megteremtve a fenti intézkedéshez szükséges fedezetet. A 2022. évi költségvetés stabilitását erősíti továbbá a kormányzati kiadások csökkentéséről és egyes állami beruházások átütemezéséről született 2021. év végi kormánydöntés, ami a GDP közel 1,2 százalékának megfelelő kiadást érint.

A makrogazdasági alapfolyamatok kedvező alakulása és a korábban eldöntött kiadásátütemezés fedezetet nyújt a geopolitikai és piaci feszültségek miatt várhatóan megemelkedő kiadásokra. A feszültségek gyorsabb oldódása esetén is a GDP 0,6 százalékát elérő többletkiadásokra számítunk a menekültek ellátására fordított többletkiadások, az energiaárak növekedése, a magasabb infláció és a pénzpiaci feszültségek miatt emelkedő állami kamatkidások következményeként (5-11. ábra).

#### 5.3.4. A 2023-2024. évi egyenleg

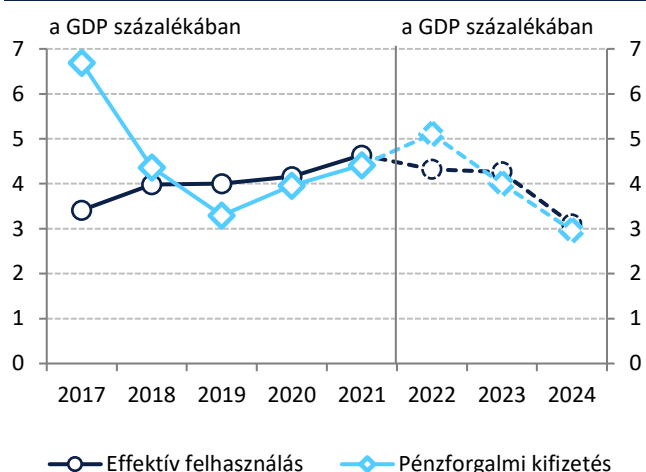
Költségvetési előirányzatok hiányában 2023-ra és 2024-re technikai előrejelzést készítünk, amely szerint a csökkenő hiánypálya továbbra is fenntartható cél, és a horizont végére a deficit a 3 százalékos maastrichti küszöbérték alatt alakulhat a kormányzati céllal összhangban. A negatív világgazdasági hatások hosszú távú fennmaradása ugyanakkor 2023-ban is érdemi hiánynövelő kockázatokat hordoz magában.

#### 5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

**Előrejelzésünk szempontjából kockázatot jelent a geopolitikai és piaci feszültségek intenzitása és időbeli elhúzódása.** A biztonságvédelemmel és menekültellátással kapcsolatos kiadások emelkedése, a nyersanyagárak ugrásszerű emelkedése, valamint a kieső adóbevételek a magasabb hiány irányába mutató kockázatokat jelentenek. A fenti folyamatok eredőjeként a geopolitikai és piaci feszültségek növekedése, illetve hosszabb fennmaradása 0,6-1,6 százalékos GDP-arányos többletköltséget eredményezhet a költségvetésben 2022-ben. Feltételezésünk szerint a kockázatokat a belső tartalékok e célra való felhasználásával képes kezelni a költségvetés.

Előrejelzésünk alakulását az európai uniós forrásbeáramlások mértékét érintő érdemi

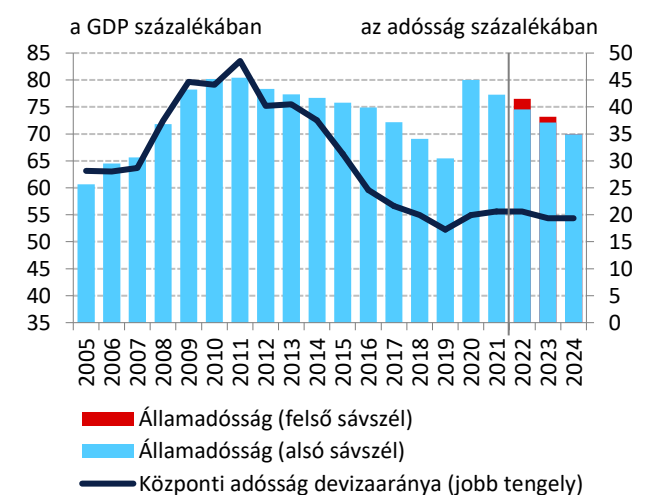
**5-12. ábra: Az uniós támogatásokhoz kapcsolódó effektív felhasználás és a pénzforgalmi kifizetés alakulása**



Megjegyzés: A GDP prognózis sávközepe alapján készült.

Forrás: MNB, Költségvetési törvények

**5-13. ábra: Az államadósság várható alakulása**



Megjegyzés: A 2021-es adat az előzetes pénzügyi számla és a legfrissebb GDP-adat alapján került meghatározásra.

Forrás: MNB, ÁKK

bizonytalanságok övezik. A transferek felhasználása az eredményszemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat, míg a támogatások további megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását befolyásolja (5-12. ábra).

### 5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

**Az előzetes adatok alapján 2021. év végén a GDP-arányos bruttó államadósság 77,3 százalékra csökkent.** Az adósságráta így 2020. év végi értékhez képest 2,7 százalékponttal mérséklődött. Az államadósság csökkenése elsősorban a jelentős GDP-növekedésnek köszönhető. Az államadósság átlagos hátralévő futamideje több mint egy évvel nőtt 2021-ben, így fenntarthatóbbá vált az adósság a kedvezőbb lejáratú szerkezet következtében.

**Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság 2022. év végére 74,6-76,5 százalék közötti sávba csökkenhet** (5-13. ábra). Az előrejelzési horizonton az adósságráta folyamatos mérséklődésével számolunk. Prognózisunk szerint az államadósság-ráta értéke évente átlagosan 2,4 százalékponttal csökkenhet, és így 2024 végére 70 százalékra mérséklődhet.

A forint-euro árfolyam változása a devizaadósság ártértékelődésén keresztül hatást gyakorol az adósságrátára, így a forint-euro árfolyam 1 százalékos változása mintegy 0,2 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot. A központi államadósság devizaaránya 2021 végére a tavalyi devizakötvény kibocsátások következtében 20,6 százalékra emelkedett a 2020. év végi 19,9 százalékról. Prognózisunk szerint a központi államadósság devizaaránya az adósságkezelő céljával összhangban 20 százalék körül alakul.

## 6. Kiemelt témák

### 6.1. A 2021-es évre adott jegybanki előrejelzések értékelése

Elemzésünk célja annak bemutatása, hogy a fő makrogazdasági változók előző naptári évi értékére adott előrejelzéseink mekkora pontossággal teljesültek. Ezenkívül azt is megvizsgáljuk, hogy a jegybank előrejelzési teljesítménye hogyan viszonyul a piaci elemzőkéhez. A 2021-es évre a vizsgált változók esetén először 2018 decemberében készítettünk előrejelzést. Előrejelzéseinket a 2020. márciusi Inflációs jelentéstől kezdve a koronavírus-járvány következtében kialakult bizonytalan helyzet miatt átmenetileg sávossá változtattuk. Összességében elmondható, hogy a 2021-es infláció magasabban, a gazdasági növekedés és a versenyszféra létszám enyhén magasabban alakult az előrejelzésünkénél, míg a versenyszféra bér előrejelzés az előrejelzésünkkel összhangban alakult. Az infláció 2021-ben várható emelkedésére a jegybank az elsők között hívta fel a figyelmet azáltal, hogy 2020 decemberét követően folyamatosan jelezte a 2021-ben várható inflációs kiugrást.

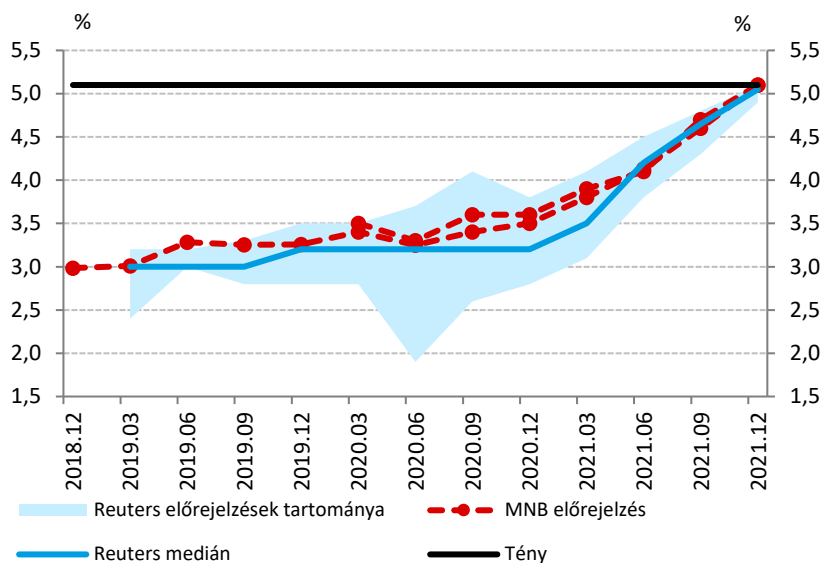
#### 6.1.1. Infláció

**2021-ben külső hatások következtében az infláció emelkedését tapasztaltuk és az éves átlagos infláció 5,1 százalékon alakult.** Az infláció éven belüli alakulására a nyersanyagárak emelkedése, illetve a globális koronavírus-járvány elleni védekezés szakaszai jelentős hatást gyakoroltak, a korábbi évekhez képest nagyobb változékonyságot okozva a fogyasztói árak változásában. Előrejelzésünket így elsősorban a járványt követő újraindítás, illetve az emelkedő energia- és nyersanyagárak hatásai határozták meg.

**2020 végéig a 3 százalékos jegybanki inflációs cél közelében alakuló árdinamikát jeleztünk előre.** Bár a koronavírus-járvány jelentős átrendeződést eredményezett egyes piacok keresleti és kínálati viszonyaiban, ugyanakkor a múltbeli válságtapasztalatok alapján arra számítottunk, hogy a gyenge kereslet dezinflációs hatásai fokozatosan megjelennek az inflációs alapfolyamatokban is. Így az inflációs előrejelzésünket kezdetben a keresleti és kínálati súrlódások és a gyenge kereslet dezinflációs hatásának eredője határozta meg. 2020. december óta folyamatosan hangsúlyoztuk, és az elsők között jeleztük az infláció várható kiugrását 2021 második negyedében.

**A 2021-es évben ugyanakkor a gazdasági újraindítás áremelő hatásai, később az emelkedő nyersanyag- és olajárak hatására fokozatosan felfelé módosítottunk az előrejelzésen.** A nemzetközi tapasztalatok alapján azokban az országokban, ahol gyorsabban zajlott le a gazdaság újraindulása, magasabb volt az áremelkedés. A gazdaság globális nyitásának idején a kínálat nem tudott lépést tartani a fellendülő kereslettel. Ennek következtében először a nyersanyagok és a szállítmányozás piacán alakultak ki szűk keresztmetszetek, az év közepétől jelentősen emelkedtek az energiaárak. Az emelkedő nyersanyagárak kezdetben a termelői árakat érintették, végül a hatások a késztermékek árát is elérték. Az élénkülő kereslet következtében arra számítottunk, hogy megnöveli a vállalatok mozgásterét, így a bér-, a szállítási- és nyersanyagköltségek emelkedése a fogyasztói árakban is megjelenik. A fogyasztás fokozatos helyreállása, a magas bérdinamika, illetve az emelkedő szállítási díjak és nyersanyagárak magasabb inflációs alapfolyamatok irányába mutattak a 2021-es évre. 2020 során az előrejelzések bizonytalansága növekedett, amit az is mutat, hogy a Reuters felmérésében részt vevő piaci elemzők várakozásai 2019 harmadik negyedétől széles sávban szóródtak (6-1. ábra).

6-1. ábra: A 2021. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések alakulása

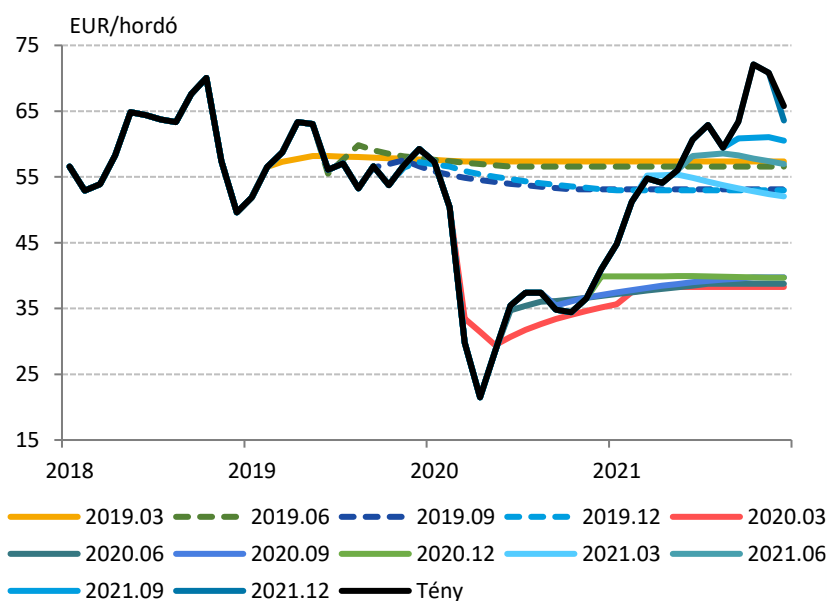


Megjegyzés: A sáv a Reuters által megkérdezett elemzők előrejelzéseinek terjedelmét mutatja. A 2020. márciusi Inflációs jelentéstől kezdve a koronavírus-járvány következtében kialakult bizonytalan helyzet miatt átmenetileg szakítottunk azzal a gyakorlattal, hogy egy kitüntetett alappálya köré építjük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

Forrás: KSH, MNB, Reuters

**A 2021-re vonatkozó előrejelzéseink változtatásait elsősorban a koronavírus járványt követő gazdasági újraindítás következtében növekvő nyersanyag- és energiaárak okozták (6-2. ábra).** A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó Brent olaj euróban kifejezett világpiaci ára a 2020 eleji nagymértékű esést követően 2021-ben jelentős emelkedésnek indult. Ennek oka, hogy a gazdaságok újraindításával a globális piacokat jelentős túlkereslet jellemezte. Míg 2020 áprilisában a koronavírus-járvány első hulláma idején 22 euró/hordó volt az olaj ára, egy év múlva több mint a duplájára, 54 euró/hordóra emelkedett. A tavalyi évi csúcstól 2021 októberében érte el, 72 euró/hordóval. A 2021-es évközbéli inflációs előrejelzéseinket ezek figyelembevételével módosítottuk.

6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása

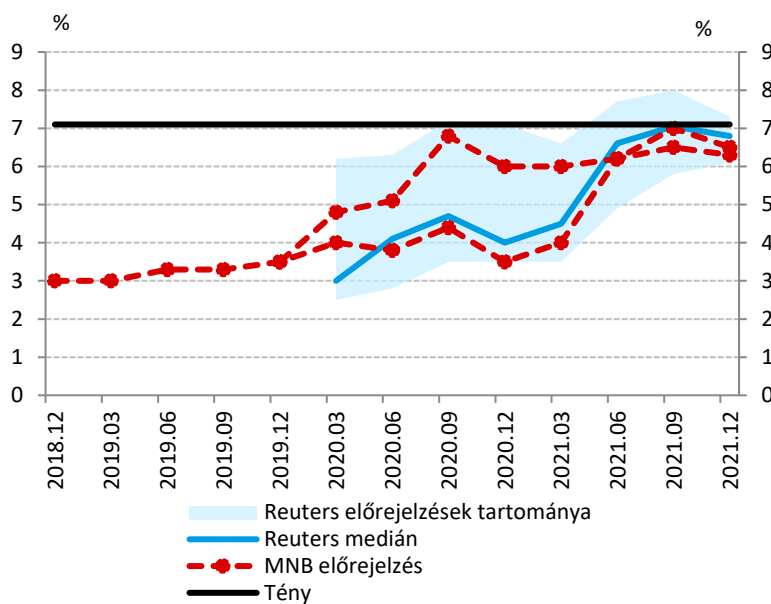


Forrás: Bloomberg

## 6.1.2. Gazdasági növekedés

**A 2021-es évben a gazdaság gyors helyreállása során a hazai GDP 7,1 százalékkal nőtt éves összevetésben.** 2019 végéig enyhén emeltük az előrejelzésünket, és azzal számoltunk, hogy a növekedés kiegyensúlyozott szerkezetben valósulhat meg: dinamikus exportbővülés mellett – a kedvező finanszírozási környezettel összhangban – élénk beruházási tevékenységgel, illetve a kedvező jövedelmi folyamatok által támogatott fogyasztásbővüléssel számoltunk. A koronavírus-járvány 2020 eleji megjelenését követően 2021-re adott előrejelzéseink változását a járvány gazdasági hatásai (a globális félvezetőhiány és a megugró energiarak) és a gazdaság újraindítására vonatkozó feltevéseink határozták meg. A gazdaság gyors korrekciójára számítva emeltük a 2021. évre adott előrejelzésünkön, azonban a helyreállítás sebességét, illetve a vakcina széleskörű elérésének várható időpontját érdemi bizonytalanság övezte, ezért a 2020-as évben a gazdasági teljesítményre vonatkozó előrejelzésünket sávosan publikáltuk.

6-3. ábra: A 2021. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



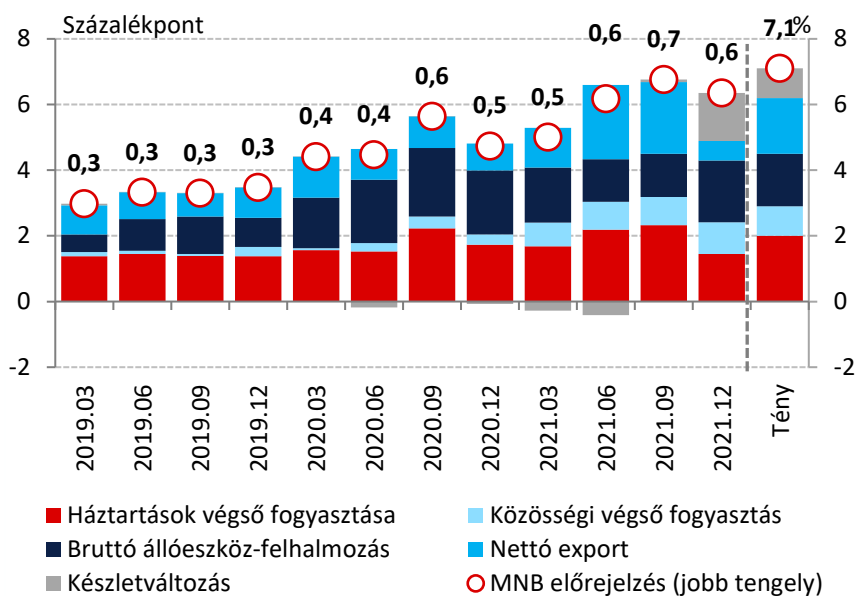
Megjegyzés: A sáv a Reuters által megkérdezett elemzők előrejelzéseinek terjedelmét mutatja. A 2020. márciusi Inflációs jelentéstől kezdve a koronavírus-járvány következtében kialakult bizonytalan helyzet miatt átmenetileg szakítottunk a gyakorlattal, hogy egy kitüntetett alappálya köré építjük prognózisunkat,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

Forrás: KSH, MNB, Reuters

**2021. júniustól csökkentette a növekedési kilátások bizonytalanságát a magyar gazdaság teljesítményének év eleji jelentős bővülése, illetve a széleskörű beoltottság és a gyors gazdasági nyitás. Előrejelzésünket a piaci várakozásokhoz hasonlóan 6 százalék fölé emeltük, ami így a tényadat közelében alakult.** A prognózis átlagos előrejelzési hibája az elmúlt két éves időtávon számítva összességében enyhén kisebb volt, mint a piaci elemzők mediánja. Prognózisunkban a külkereskedelmi partnereink importigényes ágazatainak gyors kilábalását és a hazai ipar javuló teljesítményét figyelembe véve emeltük a nettó export hozzájárulását. Emellett a gyors gazdasági nyitás következtében a fogyasztás gyorsabb helyreállásával számoltunk, amit a kedvező jövedelmi folyamatok és a nettó pénzügyi vagyon számottevő emelkedése mellett kormányzati intézkedések is támogattak (6-5. ábra).



6-4. ábra: GDP-előrejelzésünk felhasználás oldali dekompozíciója



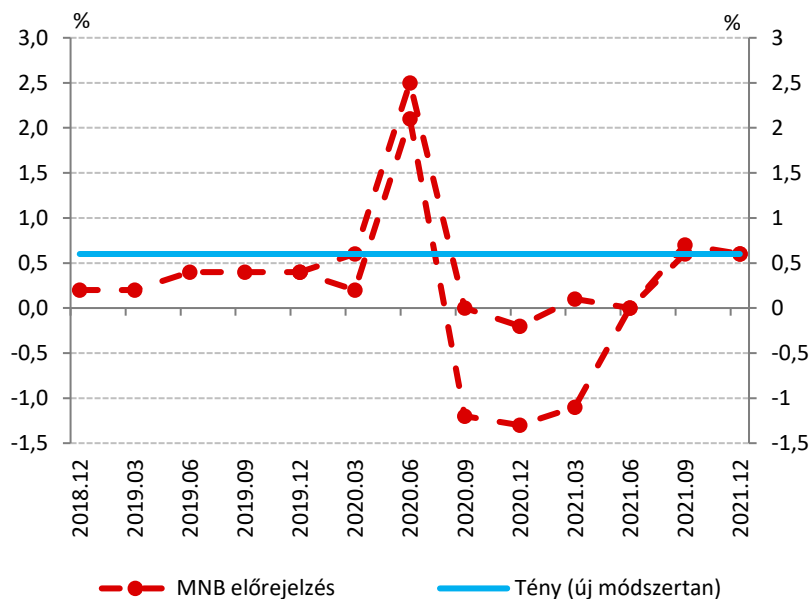
Megjegyzés: Azoknál az Inflációs jelentéseknél, melyeknél GDP előrejelzés sávosan került publikálásra, az ábra a sávközéphez tartozó értékeket jeleníti meg.

Forrás: KSH, MNB

### 6.1.3. Munkaerőpiac

2021-ben a versenyszféra létszám 0,6 százalékkal emelkedett. Előrejelzéseinkben 2019. decemberig a demográfiai korlátok egyre effektívebbé válása miatt a foglalkoztatás alacsony bővülésével számoltunk. Prognózisunk 2020 második negyedévében a járvány jelentős munkaerőpiaci hatásával számolt a 2020. évre vonatkozóan, és 2021-re korrekciót feltételezve átmenetileg kiugróan magas növekedést jelezte előre. 2020 szeptemberétől a járvány újabb hullámainak megjelenését övező bizonytalanság miatt elbocsátási hullámmal számoltunk, majd **2021 júniusától a széleskörű átoltottság, a korlátozások feloldása és munkaerőkereslet növekedése általi kedvezőbb munkaerőpiaci helyzettel összhangban a foglalkoztatottak számának kismértékű növekedését jeleztük előre, amint az meg is valósult.** A 2021. évi versenyszféra foglalkoztatás létszámnövekedésre vonatkozó járvány előtti előrejelzéseink enyhén alulbecsülték a tényleges bővülést. A koronavírus-járvány alatt adott becsléseinket nagy bizonytalanság övezte, de prognózisunk év végére lényegében konvergált a tényleges szinthez (6-7. ábra).

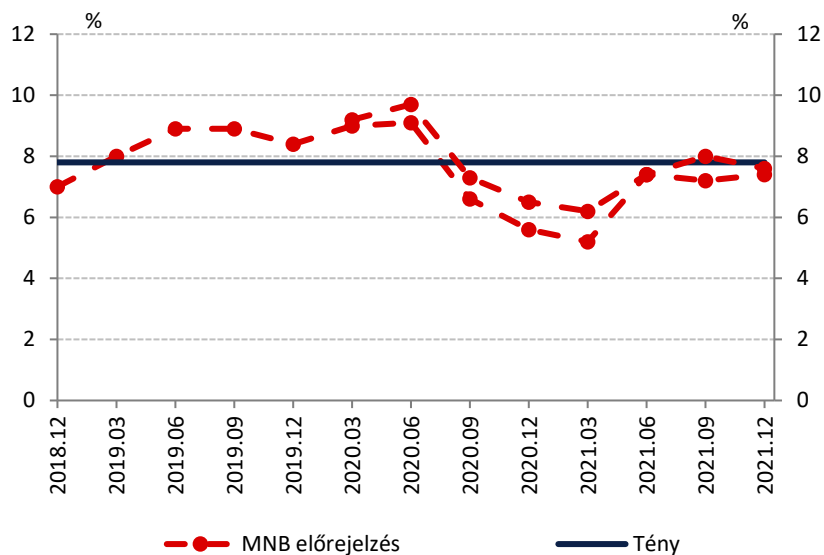
6-5. ábra: A 2021. évi versenyszféra létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

A 2018-ban megkötött bérmegállapodás alapján a minimálbér és a garantált bérminimum egységesen 8-8 százalékkal emelkedett 2020-ban. Mindezek következtében 2020 közepéig fokozatosan felfelé módosítottuk a versenyszféra bérprognózisunkat. 2020 szeptemberétől arra számítottunk, hogy a vállalatok bérekben is alkalmazkodnak a koronavírus-járványhoz, ennek következtében a korábbi előrejelzésünkhöz képest alacsonyabb versenyszféra bérdinamikát vetítettünk előre. 2021 júniusában az év eleji átbérézések hatására emeltünk az prognózisunkon. Összességében a 2021. évi versenyszféra bérdinamikára vonatkozó **előrejelzéseink a tényleges béremelkedés közelében alakultak** (6-8. ábra).

6-6. ábra: A 2021. évi versenyszféra bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

## 7. A 2022. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

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

	Inflációs hatás 2022-re		
	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,1	0,1	0,2
Piaci	2,8	4,5 - 6,8	7,3 - 9,6
Indirekt adók és intézkedések	0,1	-0,1	0,0
<b>Infláció</b>	<b>3,0</b>	<b>4,5 - 6,8</b>	<b>7,5 - 9,8</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)

	2022				
	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	3,6	0,0	8,5 - 13,0	0,0	12,1 - 16,6
nem feldolgozott	0,9	0,0	10,6 - 17,6	0,0	11,5 - 18,5
feldolgozott	4,9	0,0	7,5 - 10,8	0,0	12,4 - 15,7
Ipari termékek	3,2	0,0	4,0 - 4,9	0,0	7,2 - 8,1
tartós	4,2	0,0	5,7 - 7,9	0,0	9,9 - 12,1
nem tartós	2,7	0,0	2,8 - 3,0	0,0	5,5 - 5,7
Piaci szolgáltatások	2,2	0,0	3,9 - 5,0	0,0	6,1 - 7,2
Piaci energia	6,0	0,0	1,3	0,0	7,3
Alkohol, dohány	1,9	0,8	3,2	0,0	5,9
Üzemanyag	7,3	-0,5	9,2 - 23,2	(-1,7) - (-1,6)	14,3 - 28,4
Szabályozott árak	1,0	0,0	0,6	0,0	1,6
<b>Infláció</b>	<b>2,9</b>	<b>0,1</b>	<b>4,6 - 6,9</b>	<b>-0,1</b>	<b>7,5 - 9,8</b>
Maginfláció	3,2	0,0	4,7 - 6,2	0,0	7,9 - 9,4

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának sávos 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: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája .....	11
1-2. ábra: Inflációs előrejelzésünk dekompozíciója .....	12
1-3. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája .....	16
1-4. ábra: A GDP felhasználás oldali felbontása és előrejelzése .....	17
1-5. ábra: A lakossági reáljövedelem alakulása .....	17
1-6. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában .....	18
1-7. ábra: A háztartási szektor hitelállományának éves változása .....	18
1-8. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	19
1-9. ábra: A következő három hónapban beruházást tervező vállalatok aránya .....	19
1-10. ábra: Az exportpiaci részesedés változása .....	20
1-11. ábra: Az orosz-ukrán konfliktus makrogazdasági hatásai .....	21
1-12. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása .....	22
1-13. ábra: A foglalkoztatás alakulása a versenyszférában .....	22
1-14. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása .....	23
2-1. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	26
3-1. ábra: A GDP szintjének alakulása .....	30
3-2. ábra: A megrendelés és kézbesítés közötti átlagos várakozási idő a mikrochipek esetében .....	31
3-3. ábra: A világ ipari termelésének és a világkereskedelemnek az alakulása .....	31
3-4. ábra: Globális kereskedelmi célú repülőjáratok számának alakulása .....	31
3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása .....	32
3-6. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban .....	32
3-7. ábra: Az infláció és a maginfláció alakulása a régióban .....	33
3-8. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai és német állampapírhozamok alakulása ....	33
3-9. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országokban .....	34
3-10. ábra: A Globális értéklánc súrlódás index (GSCPI) alakulása .....	35
3-11. ábra: A GDP éves változása 2021 negyedik negyedévében az Európai Unió országokban .....	37
3-12. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás .....	37
3-13. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása .....	38
3-14. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések és a válság előtti trend alakulása .....	38
3-15. ábra: A beruházások éves változásának felbontása .....	38
3-16. ábra: Az építőipari termelés és a válság előtti trend alakulása .....	39
3-17. ábra: Ingatlanközvetítők által bonyolított lakástranzakciók száma havi bontásban .....	39
3-18. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	40
3-19. ábra: A járműipari termelés alakulása .....	40
3-20. ábra: Az EU teljes (bal oldalon) és EU-n kívüli országokba irányuló (jobb oldalon) áruexportja célországok szerint (2020, százalék) .....	41
3-21. ábra: Az EU teljes (bal oldalon) és EU-n kívüli országokból érkező (jobb oldalon) áruimportja kiindulási országok szerint (2020, százalék) .....	41
3-22. ábra: Az EU és Oroszország külkereskedelme termékcsoportok szerint (2021) .....	42
3-23. ábra: Magyarország teljes (bal oldalon) és EU-n kívüli országokba irányuló (jobb oldalon) áruexportja célországok szerint (2020, százalék) .....	42
3-24. ábra: Magyarország teljes (bal oldalon) és EU-n kívüli országokból érkező (jobb oldalon) áruimportja kiinduló országok szerint (2020, százalék) .....	43
3-25. ábra: Magyarország és Oroszország külkereskedelme termékcsoportok szerint (2021) .....	43

3-26. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása .....	45
3-27. ábra: A versenyszféra foglalkoztatás éves változásának ágazati bontása .....	45
3-28. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása .....	46
3-29. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében .....	46
3-30. ábra: A munkanélküliség rövid távú alakulását megragadó mutatók .....	47
3-31. ábra: A Kormányzati intézkedések inflációs hatása .....	48
3-32. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban .....	49
3-33. ábra: Az energiaárak alakulása fogyasztási kategóriánként .....	50
3-34. ábra: A fogyasztói árak havi árváltozásának alakulása üzemanyagárak és szabályozott árak nélkül .....	51
3-35. ábra: A fogyasztói kosár megoszlása az infláció mértéke szerint .....	51
3-36. ábra: A világpiacon élelmiszerárak alakulása .....	52
3-37. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása .....	52
3-38. ábra: Az infláció dekompozíciója .....	53
3-39. ábra: Az inflációs alapmutatók .....	53
3-40. ábra: Az iparcikkek árváltozása .....	54
3-41. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása .....	54
3-42. ábra: Inflációs várakozások a régióban .....	54
3-43. ábra: A piaci szolgáltatások és iparcikkek inflációjának különbsége nemzetközi összevetésben .....	55
3-44. ábra: A fogyasztás szerkezetének változása termékcsoportok szerint .....	56
3-45. ábra: A piaci szolgáltatások és iparcikkek inflációja hazánkban .....	56
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői .....	57
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása .....	57
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya .....	58
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása .....	58
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása .....	58
4-6. ábra: A vállalati hitelállomány változása a 2008-as pénzügyi válság és a 2020-as koronavírus-válság kitörését követően .....	60
4-7. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába .....	61
4-8. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegekben .....	61
4-9. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje .....	62
4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegekben .....	62
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei .....	63
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása .....	63
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint .....	64
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása .....	64
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása .....	65
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességeinek alakulása .....	65
5-7. ábra: A hiánypálya változása .....	67
5-8. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása .....	68
5-9. ábra: Az adó- és járulékbételek előző év azonos hónapjához viszonyított alakulásának 3 havi mozgóátlaga 2019-2022-es időszakban .....	68
5-10. ábra: A kormányzati szektor eredményszemléletű egyenlege .....	69
5-11. ábra: Az államháztartás bruttó kamatkidadásainak az alakulása .....	69
5-12. ábra: Az uniós támogatásokhoz kapcsolódó effektív felhasználás és a pénzforgalmi kifizetés alakulása .....	70
5-13. ábra: Az államadósság várható alakulása .....	70
6-1. ábra: A 2021. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések alakulása .....	72
6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása .....	72
6-3. ábra: A 2021. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések .....	73
6-4. ábra: GDP-előrejelzésünk felhasználás oldali dekompozíciója .....	74
6-5. ábra: A 2021. évi versenyszféra létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések .....	75
6-6. ábra: A 2021. évi versenyszféra bérimdexre vonatkozó MNB-előrejelzések .....	75

**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 .....	24
1-5. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	25
3-1. táblázat: Oroszország és Ukrajna részesedése a világ gabonaexportjából, százalék (2020) .....	35
3-2. táblázat: Oroszország és Ukrajna részesedése az energiahordozók és fémek exportjából, százalék (2020) .....	36
3-3. táblázat: A magyar energiainport megoszlása származási ország szerint (százalék, 2020).....	44
3-4. táblázat: A jövedelemnövelő intézkedések hatása Magyarországon.....	48
4-1. táblázat: A magyar bankrendszer egyes mutatói 2008-ban, 2019-ben és 2021-ben .....	60
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	67
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	76
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék) ....	76

---

# Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

Mátyás trónra kerülésekor a kincstár éves bevétele nem sokkal haladhatta meg a 110-120 ezer forintot. Harminckét éves uralkodása alatt a király elérte, hogy az adóbevétel a korábbinak sokszorosára emelkedjen. Az ismert adókvetések átlagát alapul véve, illetve a cseh és osztrák tartományokból származó bevételek nélkül ez az összeg évi 628 ezer forint körül lehetett, a leggazdagabb években pedig elérhette a 900 ezer aranyforintot is. Ez még így is jóval szerényebb összeg volt, mint a kor nyugati nagyhatalmainak éves bevétele. Ahhoz, hogy a kincstár alacsony bevételeit 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**

**2022. március**

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

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1013 BUDAPEST, KRISZTINA KÖRÚT 55.