

Magyar Nemzeti Bank: Kiszámíthatatlan idők előrejelzése

VÁRNAI TÍMEA

A Covid-válságból való kilábalás az 1977 óta mért legmagasabb növekedést eredményezte a tavalyi évben. A gazdaság 2021-ben 7,1 százalékkal bővült, a munkaerőpiac az év végére megközelítette a teljes foglalkoztatást, így összességében a második világháborút követő évek leggyorsabb kilábalását regisztrálhattuk. A növekedéshez érdemben hozzájárultak a Magyar Nemzeti Bank és a kormányzat válságkezelő programjai, amelyek a gazdasági szereplők széles körét támogatták. Emellett a korai, széles körű hazai átoltottságnak köszönhetően a tavaszi gyors gazdasági nyitás is a fogyasztás gyorsabb helyreállítását tette lehetővé. A külső környezetet tekintve a kereslet és a kínálat egyenlőtlen növekedése a globális termelési láncokban, illetve a nyersanyagok piacán súrlódásokat okozott, ami sorozatos költségsokkokat eredményezett. A tavalyi év végi kedvező gazdasági folyamatok az idei év elején is folytatódtak, és a hazai gazdaság növekedési potenciálja erős.

A gazdasági aktivitás bővülését azonban a következő negyedévekben az orosz–ukrán háború és a következményeként bevezetett szankciók számos csatornán keresztül lassítják. A bizonytalanság nagyon jelentős, mivel a háború gazdasági hatásának mértéke erősen függ a háború és a szankciós politikák időbeli lefutásától. Exportpiacaink és kivitelünk számottevő lassulását elsősorban a külkereskedelem és a nemzetközi termelési láncok nehézségei okozzák. A vállalati beruházásokat lassítja ugyan a magasabb bizonytalanság és a vállalati működési költségek növekedése, azonban a beruházási ráta így is magas szinten marad. A háztartások fogyasztását idén az emelkedő infláció mellett is bővülő reálbértömeg, illetve a lakossági jövedelmet bővítő kormányzati intézkedések egyaránt növelik.

Az energia- és nyersanyagárak tavalyi növekedése miatt a hazai vállalatok 2022 elején a korábban tapasztaltnál nagyobb mértékben árazták át termékeiket. A háború az energia- és nyersanyagárak újabb számottevő emelkedésével újabb jelentős költségsokkot okozott az inflációban, ami rövid távon tovább emelkedik, és a csök-

Az elemzés a Magyar Nemzeti Bank 2022. márciusi Inflációs jelentése alapján készült.

Várnai Tímea, a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági szakértője.

E-mail: varnait@mnbn.hu

A kézirat 2022. április 11-én érkezett szerkesztőségünkbe.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2022.66.3-4.51>

kenése is későbbre tolódik. Arra számítunk, hogy az inflációs ráta csökkenésének a kezdete 2022 második felére tolódik, amennyiben a háború okozta piaci sokk enyhül, és a várt nyersanyagár-korrekcióból fakadóan mérséklődhet az infláció. Az ismételt ársokk kifutását követően az árstabilitás elérésében meghatározó szerepe lesz annak, hogy az inflációs várakozásokat az inflációs céllal összhangban lévő szinten horgonyozzuk.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E02, E31, E32, N40.

Kulcsszavak: orosz–ukrán háború, Covid-válság, gazdasági helyreállítás, politikai koordináció, infláció.

Abstract

Magyar Nemzeti Bank: Forecasting unpredictable times

TÍMEA VÁRNAI

The recovery from the Covid-19 crisis led to the highest GDP growth rate since 1977 last year. The economy expanded by 7.1 per cent in 2021, and the labour market approached full employment by the end of the year, making it the fastest recovery in the post-World War II years overall. The crisis management programmes of Magyar Nemzeti Bank and the Hungarian government, which supported a wide range of economic actors, contributed significantly to this growth. In addition, the rapid economic opening of lockdowns in the spring allowed for a faster recovery in consumption, thanks to an early and broad-based domestic vaccination. In the external environment, the uneven growth of supply and demand caused frictions in global production chains and commodity markets, leading to a series of cost shocks. The positive economic trends at the end of last year have continued into the beginning of this year, and the domestic economy's growth potential is strong.

However, the expansion of economic activity in the coming quarters will be slowed by the Russian-Ukrainian war and the resulting sanctions through a number of channels. The uncertainty is significant, as the size of the economic impact of the war is highly dependent on the length and the timing of the war and sanctions policies. The significant slowdown in Hungary's export markets and exports is mainly due to difficulties in foreign trade and international production chains. While business investments are slowed by higher uncertainty and rising business operating costs, the investment rate remains high. Household consumption will be promoted this year both by rising real wages, despite increasing inflation, and by government measures to ramp up household incomes.

The surge in energy and raw material prices last year has led domestic companies to reprice their products at the beginning of 2022 at a higher rate than previously. With another substantial jump in energy and commodity prices, the war has caused another significant cost shock to inflation, which will continue to go up in the short term and postpone its decline. We expect the start of the decline in the inflation rate to be delayed to the second half of 2022, as the market shock from the war eases and inflation moderates due to the expected correction in commodity prices.

Anchoring inflation expectations at levels consistent with the inflation target will play a crucial role in achieving price stability after the repeated price shocks fade out.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: E02, E31, E32, N40.

Keywords: Russian-Ukrainian war, Covid-19 crisis, economic recovery, policy co-ordination, inflation.

Dinamikus növekedés 2021-ben

Magyarország kilábalása a koronajárvány-válságból a tavalyi év végén gyorsuló ütemben folytatódott. A járvány hullámai egyre kisebb mértékben érintették a hazai munkaerőpiacot, amely az év végére ismételten megközelítette a teljes foglalkoztatást. Az elmúlt hatvan évet tekintve a tavalyi volt hazánk leggyorsabb kilábalása, amit a fogyasztás, a beruházások és a nettó export bővülése egyaránt támogatott. A magyar gazdaság 7,1 százalékos gazdasági növekedést mutatott fel 2021-ben, annak ellenére, hogy a külső és belső kereslet helyreállítását a beszállítói láncokban jelentkező surlódások, a félvezetők globális hiánya, illetve a járvány újabb hullámai nehezítették. Európában vegyes volt a kilábalás teljesítménye: az év végére a hazai GDP 3,5 százalékkal haladta meg a járvány előtti szintjét, amivel Magyarország az európai uniós rangsor felső harmadában foglalt helyet. Ehhez képest a szomszédos Szlovákia és Ausztria, illetve legfontosabb exportpartnerünk, Németország gazdasága továbbra sem érte el a válság előtti szintjét. Így az eurózónához viszonyított felzárkózás a válságban és az azt követő kilábalásban is folytatódott. Magyarország fejlettsége 2019 és 2021 között az EU-átlag 72,8 százalékaról 3,2 százalékponttal 76,0 százalékra emelkedett, és tavaly az uniós országok rangsorában egy helyet javítva – Portugáliát megelőzve – a 20. helyre lépett előre.

A belső felhasználási tételek számottevően hozzájárultak a 2021. évi GDP-növekedéshez, amihez a kedvező hitelpiaci folyamatok szintén jelentős növekedési impulzust nyújtottak. A válság ellenére fennmaradt az élénk hitelnövekedés, a privát szektor hitelállománya az egész EU-ban a legnagyobb mértékben emelkedett. A vállalati hitelezésen belül különösen a kis- és középvállalati szektor hitelpiac mutatója jelentős bővülést (a kkv-hitelállomány éves alapon 16,8 százalékkal nőtt). A vállalati és a kkv-hitelek két számjegyű bővülése, a kereslet élénkülése és az alacsony kamatkörnyezet együttesen nagymértékben hozzájárult a vállalati beruházások és a GDP emelkedéséhez.

A lakossági fogyasztás tavalyi 4,3 százalékos bővülését a válságnak ellenálló munkaerőpiac, a kedvező jövedelmi és hitelfolyamatok, valamint a kormányzati intézkedések is támogatták. A fogyasztás gyorsabb helyreállásához a tavaszi gyors gazdasági nyitás is hozzájárult, hazánk átoltottságának korai, gyors emelkedésének köszönhetően. 2021 negyedik negyedévében a kiskereskedelmi értékesítések már meghaladták a válság előtti szintet.

A járványt követő gazdasági nyitások és a globális gazdaság helyreállása során a kereslet és a kínálat egyenlőtlen növekedése globális termelési láncokban, illetve a nyersanyagok piacán is súrlódásokat okozott, ami sorozatos költségsokkokat eredményezett. Jelentős mértékben emelkedtek a szállítási költségek, a nyersanyag- és energiaárak, valamint az élelmiszerárak is. Az emelkedő inflációs környezet hatására és a növekvő költségek beépülésével a fogyasztói árakba a hazai infláció 2021 során az év eleji 3 százalékos inflációs cél környéki értékéről az év végére fokozatosan 7 százalék fölé emelkedett.

A háború növeli a bizonytalanságot és az inflációt, illetve visszafogja a növekedést

A hazai gazdaság 2022-ben erős növekedéssel indított, a tavalyi év végi kedvező reálgazdasági folyamatok az idei év elején is folytatódtak. A nemzetközi piacok a koronavírus-járványt még ki sem heverték, 2022 elején újabb sokkok rázták meg a világgazdaságot. Az orosz–ukrán háború kitörése rontotta a nemzetközi és a hazai makrogazdasági kilátásokat. A következő negyedévekben az orosz–ukrán háború és a következményeként bevezetett szankciók számos csatornán keresztül lassítják a gazdasági aktivitás bővülését. A külkereskedelem lassulása, a nemzetközi termelési láncok súrlódásainak ismételt növekedése, illetve a nyersanyagpiaci és energiaár-emelkedés, a növekvő bizonytalanság és a reálkereseteket mérséklő infláció összességében 2,5 százalékkal mérsékelhetik az idei gazdasági növekedést. A háború reálgazdasági hatásának mértéke azonban erősen függ a háború és a szankciós politikák időbeli lefutásától. A hatás legnagyobb része a kivitelben jelenik meg.

Exportpiacaink és kivitelünk lassulását elsősorban a külkereskedelem és a nemzetközi termelési láncok nehézségei okozzák. Oroszország és Ukrajna súlya a közvetlen és közvetett külkereskedelmünkben nem jelentős. A két ország együttes (közvetlen) részesedése a magyar áruexportban 3,2 százalék, az áruimportban

3,4 százalék. Hazánk legfontosabb exportpartnere Németország, valamint az Európai Unió más tagállamai.

Az orosz partnerség hazánk és az unió számára leginkább a termékkereskedelem összetétele miatt kiemelt fontosságú. Oroszország és Ukrajna szerepe jelentős az energiahordozók és az olyan nyersanyagok piacán, amelyek kulcsfontosságúak számos iparcikk, mikrochip és személyautó előállításához, emiatt az ellátási láncok nehézségei nőnek. A palládium világexportjának egyötöde, a nikkel világexportjának egytizede Oroszországból ered. Továbbá Oroszország és Ukrajna jelentős szereplők a mezőgazdasági termékek, elsősorban a gabonatermékek kiviteli piacán: a világ búzaexportjának 26 százalékát, az összes gabonaexport 11 százalékát ez a két ország adja.

A háború és a szankciós politikák következményeként külpiaacaink keresletének jelentős lassulására számítunk. A hazai termelésben és exportban a legjelentősebb akadályt a chiphiány, az egyes kritikus nyersanyagok piacán esetlegesen fellépő hiány, valamint a szállítási idő és költségek emelkedése jelentheti az idei évben. 2022 végétől a külső piacok és a termelési láncok helyreállításával párhuzamosan újból jelentősen emelkedhet a hazai kivitel, amit az elmúlt években kiépült új exportkapacitások termelésbe állása is erősít.

A folyó fizetési mérleg hiánya 2022-ben a háború hatásainak következtében emelkedik, ám várhatóan csak átmenetileg. Exportoldalon a gyenge külső kereslet, míg importoldalon a magas energiaárak egyaránt a külkereskedelmi egyenleg idei romlásának irányába hatnak.

A beruházások bővülése az orosz–ukrán háború következtében megugró energia- és nyersanyagárak, a reálgazdasági bizonytalanság, valamint a visszafogottabb külső kereslet hatására a korábbi várakozásainknál mérsékeltebben, 0,8–2,4 százalékos ütemben folytatódhat. A hazai bankok tőkeerősek, hitelezési kapacitásaik biztosítani tudják a reálgazdasági szereplők finanszírozásának fenntartását, azonban a vállalati hitelbővülést a magasabb reálgazdasági bizonytalanság és a csökkenő kockázatvállalási hajlandóság visszafoghatja. A geopolitikai feszültségek a nyersanyagárak, a szállítási költségek és ezen keresztül a vállalati működési költségek további emelkedését eredményezik, ami egyes beruházások elhalasztásához és kevesebb új beruházáshoz vezet. A vállalati beruházási aktivitás a geopolitikai feszültségek oldódását követően élénkülhet ismét. A beruházások vártnál mérsékeltebb növekedése ellenére arra számítunk, hogy a beruházási ráta magas szinten marad, és a GDP 26-27 százaléka körül stabilizálódik.

A háztartások fogyasztásának bővülése idén a háború következtében a korábban vártnál lassabb ütemben folytatódhat. Egyrészt a jövedelembővülés mértékét az emelkedő árak visszafogják, másrészt a háztartási hitelezés növekedési dinamikája a bizonytalanság következtében érdemben lassulhat. A fogyasztás 3,9–5,7 százalékos bővülésének erős támaszt ad ugyanakkor a bérek két számjegyű emelkedése – ami az emelkedő infláció mellett is biztosítja a reálbértömeg növekedését –, valamint a lakossági jövedelmet növelő kormányzati intézkedések. A 2022. évi kormányzati többletkifizetések (például a 13. havi nyugdíj visszaépítése, egyes ágazati béremelések, a 25 év alatti fiatalok személyijövedelemadó-kedvezménye, a gyermeket nevelők szja-visszatérítése) közel 2000 milliárd forint nettó többletjövedelmet eredményeznek a háztartásoknál. Az inflációs környezet ellenére a reáljövedelem összességében mérsékelt ütemben, 2,7–5,1 százalékkal bővül 2022-ben. A lakosság fogyasztási rátája a megtakarítási ráta csökkenése mellett emelkedhet az idei évben.

A két háborúban álló ország nyersanyagok, energiahordozók és mezőgazdasági termékek piacán betöltött szerepe következtében az orosz–ukrán háború kitörését azonnali pénz- és árupiaci hatások követték. A már a háború előtt is magas nyersanyag- és energiaárak, illetve szállítási költségek az élelmiszerek és az iparcikkek áraiban gyorsan megjelentek, és egyre szélesebb termékkör fogyasztói áraira terjednek át.

Az infláció gyorsulása a nemzetközi szinten is jelentős, a fejlett gazdaságok többségében az inflációs ráta az utóbbi hónapokban jóval meghaladta a jegybanki célértéket. A mutató februárra az Egyesült Államokban 7,9 százalékra, Németországban 5,5 százalékra, az eurózóna egészében 6,2 százalékra emelkedett.

Az év eleji átárazások után a következő időszakban az infláció mérséklődésére lehetett számítani, azonban a háború, az Oroszországgal szemben bevezetett szankciók és a geopolitikai feszültségek a nyersanyagárak és a nemzetközi inflációs környezet további számottevő emelkedését eredményezik, aminek következtében a hazai infláció ismét magasabb és elhúzódóbb pályára kerül. Az infláció várható alakulása a geopolitikai és piaci feszültségek mértékétől és fennmaradásának hosszától, valamint az erre adott kormányzati válaszlépésektől függ. Az üzemanyagokra bevezetett árplafon és egyes élelmiszerek árstopja az inflációs várakozások szempontjából kulcsfontosságú, pszichológiai hatásuk is van. A külső hatások következtében az infláció az első félévben 8 százalék felett marad, kedvezőtlenebb esetben 10 százalék fölé is emelkedhet. Az éves átlagos infláció 2022-ben a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság következtében 7,5–9,8 százalék közötti sávban várható. A háború kitörése óta a régiós jegybankok szintén emeltek inflációs előrejelzéseiken, és az

inflációs célt jelentősen meghaladó inflációt prognosztizálnak. A lengyel jegybank az idei évben átlagosan 10,8 százalékos, a cseh jegybank – a háború kitörését követő jegybankelnöki nyilatkozat alapján – 10–11 százalékos inflációt vár.

A hazai maginfláció a következő hónapokban szintén tovább emelkedik, mivel a költségtényezők begyűrűznek a fogyasztói árakba. Amennyiben csökken a háború intenzitása és a piaci sokk is enyhül, akkor a bázishatásból és a várt nyersanyagár-korrekcióból fakadóan az infláció mérséklődni fog. Az ismételt ársokk kifizetését követően az árstabilitás elérésében meghatározó szerepe van az inflációs várakozásoknak az inflációs céllal összhangban lévő szinten történő horgonyzásának.

Középtávon a háború és a szankciók gazdasági hatásának kifizetésével a magyar gazdaság dinamikus bővülése az inflációs céllal konzisztens inflációs környezetben folytatódhat. Hazánk középtávú növekedési potenciálja továbbra is erős, a magyar gazdaság 2023-ban 4,0–5,0 százalékkal, valamint 2024-ben 3,0–4,0 százalékkal bővíülhet. Az infláció a háborús feszültségek elsőkörös hatásainak lecsengése, a külső inflációs hatások mérséklődése és a proaktív jegybanki lépések következtében várhatóan 2023 második felében tér vissza a jegybanki toleranciasávba, majd 2024 első félévében 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 háború a költségvetésben is növeli a kockázatokat. A hazai gazdaság gyors kilábalásának és a bejelentett fiskális konszolidációnak köszönhetően a kormányzat a korábbi terveknel alacsonyabb, 4,9 százalékos hiányt tervezett 2022-re. A háborús konfliktus és az abból eredő piaci feszültségek azonban emelnék a költségvetés hiányát, amelyet a kedvező alapfolyamatok és a korábbi kiadás-átütemezések fedezhetnek. A háborús konfliktus tartós fennmaradása azonban kockázatot jelent, amit a költségvetés belső tartalékainak e célra való felhasználásával kezelni lehet. Várakozásaink szerint – főként a gazdasági növekedésnek köszönhetően – az előrejelzési horizont végére folytatódhat az államadósság-ráta csökkenése. A mutató a 2021. végi 77,3 százalékos értékéről 2024 végére fokozatosan 70 százalékra mérséklődhet.