



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2020
JÚNIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2020
JÚNIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

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

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

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2020. június 18-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	12
1.1. Inflációs előrejelzésünk	12
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	16
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	21
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	26
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	28
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	28
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	37
3.3. Munkaerőpiac	42
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	45
3.5. Inflációs folyamatok	46
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	49
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	49
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	53
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	57
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	57
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	59
5.3. Költségvetési folyamatok	60
6. Kiemelt témák	64
6.1. Gazdasági teljesítmény vizsgálata a magas frekvenciájú adatok tükrében	64
6.2. A koronavírus-járvány hatásai az inflációs és munkaerőpiaci statisztikákban	70
7. A 2020. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	75
Ábrák és táblázatok jegyzéke	76

Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	14
1-2. keretes írás: A lakossági és vállalati hitelmoratórium gazdasági hatásai	20
1-3. keretes írás: A beruházások szerepe a gazdasági kilábalásban	22
3-1 keretes írás: A lakossági vagyoni és megtakarítási ráta két válságidőszakot megelőző években (2008-ban és 2019-ben)	41
4-1 keretes írás: A MÁP Plusz turbulens időszakban is stabil forrást jelentett	51
4-2 keretes írás: A vállalati hitelezés a növekedés támasza	55

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) mandátuma a jelenlegi rendkívüli makrogazdasági környezetben is az árstabilitás elérése és fenntartása, a pénzügyi stabilitás megőrzése, valamint a Kormány gazdaságpolitikájának támogatása. A beérkezett adatok alapján a hazai gazdaság idei évi teljesítménye a korábban vártnál mérsékeltebben alakul, miközben az inflációs kilátások tartósan lefelé mozdultak el.

Az egészségügyi veszélyhelyzet időbeli lefutása, valamint a világgazdaság helyreállításának sebessége továbbra is csak rendkívül nagy bizonytalansággal ítéhető meg.

A koronavírus-járvány megjelenésével a világgazdaság aktivitása jelentősen mérséklődött az első negyedévben, ami a havi konjunktúraindikátorok alapján a második negyedévben is várhatóan folytatódik. Május elejétől a korlátozások enyhítésével a gazdasági élet fokozatosan újraindult.

A járvány terjedése ellen hozott intézkedések a második negyedévben a reálgazdasági aktivitás visszaesését okozták, miközben a munkanélküliségi ráták világszerte emelkedtek. 2020 első negyedévében az Egyesült Államok gazdasága éves alapon még enyhén növekedett, míg a kínai GDP – az elmúlt 50 év legnagyobb visszaesését mutatva – 6,8 százalékkal csökkent. Az eurozóna gazdasági teljesítménye is jelentősen mérséklődött, miközben a konjunktúraindikátorok alapján a második negyedévben még erőteljesebb visszaesés várható. A kelet-közép-európai régió több országa – jelentős lassulás mellett – éves összevetésben továbbra is növekedést mutatott az első negyedévben.

A korlátozó intézkedések hatásai leginkább a második negyedévi adatokban tükröződnek majd. Május elejétől a korlátozások enyhítésével a gazdasági élet fokozatosan újraindult. Az egészségügyi veszélyhelyzet időbeli lefutása, valamint a világgazdaság helyreállításának üteme továbbra is csak rendkívül nagy bizonytalansággal ítéhető meg.

A globális infláció mérséklődött az elmúlt hónapokban. A deflációs hatások általánosan erősödtek. Az euroövezet inflációja májusban nulla százalék közelébe csökkent, miközben a maginfláció néhány ország esetében negatív értékű lett. A régió országaiban az átmeneti hatások kifutásával a fogyasztói árak emelkedésének üteme ismét mérséklődött. A koronavírus-járvány hatására a világgazdaság és az eurózóna inflációs kilátásai tartósan, érdemben lefelé mozdultak el. Ezzel összhangban a globálisan meghatározó jegybankok előrejelzései lényegesen visszafogottabb inflációs környezettel számolnak a következő évekre.

A koronavírus-járvány hatására a világgazdaság növekedési kilátásai érdemben romlottak. A deflációs hatások általánosan erősödtek. Ezzel párhuzamosan a jegybankok további lazító lépéseket vezettek be. A külső monetáris politikai környezet így jelentősen lazábbá vált.

A globálisan meghatározó jegybankok közül a Federal Reserve (Fed) változatlanul nulla százalék közelében tartotta az irányadó ráta célsávját az elmúlt negyedévben. A Fed számos új likviditásnyújtó és hiteleszköz bevezetéséről döntött, miközben folytatta eszközvásárlási programját. Az erőteljes lazítás eredményeként a Fed mérlege március eleje óta megközelítőleg 3000 milliárd dollárral emelkedett. Az Európai Központi Bank (EKB) is változatlanul hagyta az irányadó rátákat és további likviditásnyújtó intézkedéseket vezetett be. Az EKB a járvány hatásainak ellensúlyozására indított eszközvásárlási programját (PEPP – Pandemic Emergency Purchase Programme) 1350 milliárd euróra bővítette, valamint meghosszabbította a program időtartamát is.

Régiókban a cseh és a lengyel jegybank döntéshozói is nulla közelébe csökkentették az irányadó rátákat. A lengyel jegybank a kötvényvásárlási programjával párhuzamosan egy új refinanszírozási programot is elindított. Ennek keretében a jegybank a vállalati hitelezés támogatása érdekében kedvező kondíciók mellett nyújt forrásokat a kereskedelmi bankok számára. A román jegybank döntéshozói az elmúlt negyedévben kétszer is mérsékeltek az irányadó rátát, valamint folytatták az eszközvásárlási programjukat.

A gazdaságok újraindulásával és a globálisan meghatározó jegybankok lazító lépéseivel párhuzamosan az elmúlt negyedévben javult a befektetői hangulat és mérséklődött a pénzügyi piacok volatilitása.

Az időszak elejét még a koronavírus-járvány miatt kialakult bizonytalanság határozta meg, azonban a korlátozó intézkedések feloldásával és a gazdasági aktivitás újraindulásával érzékelhető hangulatjavulás következett be a globális pénzügyi piacokon. A főbb részvényindexek április óta emelkedő trendet követnek, ezáltal korrigálták az első negyedéves esésük jelentős részét. A fejlett országok hosszú hozamai mérséklődtek az időszak során. A javuló hangulat következtében a menedékdevizák gyengültek, miközben enyhült a dollárlikviditás hiánya. A világgazdasági olajárak magas volatilitást mutattak: a határidős jegyzések rövid ideig negatív tartományba csökkentek, majd az időszak második felében az olaj iránti kereslet helyreállításával ismét 40 dollár közelébe emelkedtek.

Április óta a hazai bankközi és az állampapírpiazi hozamgörbe meredeksége is csökkent.

A hazai bankközi hozamok az áprilisi emelkedést követően fokozatos mérséklődést mutattak, így a bankközi hozamgörbe lejjebb tolódott az elmúlt negyedévben. A hosszú állampapírhozamok jelentős mértékben csökkentek, így az állampapírpiazi hozamgörbe is laposabbá vált, amihez a jegybanki állampapír-vásárlások is hozzájárultak. Az időszak során a forint a régiós devizákkal összhangban erősödött az euróval szemben.

A magyar gazdaságot stabil fundamentumok és erős növekedés mellett érte el a koronavírus-járvány. A járvány negatív következményeit a magyar Kormány és a Magyar Nemzeti Bank gyors és hatékony lépései mérsékeltek.

A hazai gazdaság fundamentumai erősek, az elmúlt évtizedben követett gazdaságpolitika fenntartotta hazánk makrogazdasági egyensúlyát, valamint csökkentette külső és belső sérülékenységét. A koronavírus-járvány hatásai a hazai makrogazdasági adatokban is megjelentek: 2020 első negyedévében a magyar gazdasági növekedés 2,2 százalékra lassult éves összehasonlításban. A magyar gazdaság eurozónához viszonyított növekedési többlete azonban így is jóval meghaladta az elmúlt években látott 3 százalékpont körüli értéket. Bár a beérkező havi konjunktúraindikátorok alapján a járvány hatása a második negyedévben lesz a legmarkánsabb, ugyanakkor az év második felében a gazdasági növekedés helyreállításával párhuzamosan ismételen élénkülés várható.

Magyarország sikeresen védekezett a koronavírus-járvány első hullámával szemben, ami megfelelő alapot jelent a gazdasági növekedés helyreállításához. A koronavírus-járvány okozta negatív reálgazdasági és pénzügyi következmények mérséklését a magyar Kormány és a Magyar Nemzeti Bank gyors és hatékony lépései támogatták. A kormányzati Gazdaságvédelmi Akcióterv hozzájárul a vállalatok működésének fenntartásához, a munkahelyek megőrzéséhez és az új munkahelyek teremtéséhez, miközben a hiteltörlesztési moratórium pénzügyi védelmet nyújt a nehéz helyzetbe került magyar családoknak és vállalkozásoknak. Az MNB intézkedései elősegítették a hazai pénzügyi folyamatok stabilizálódását, miközben a gazdaság minden szereplője számára kedvező feltételekkel elérhető likviditás támogatja a gazdasági növekedés helyreállítását.

A koronavírus-járvány következtében a magyar gazdaságban is erős deflációs hatások jelentek meg. Az infláció erős változékonysága előretekintve is fennmarad, azonban az áremelkedés üteme a költségérzékeny tételek hatásainak kifizetésével újból a 3 százalékos jegybanki cél közelében stabilizálódik. A koronavírus-járvány miatt romló gazdasági konjunktúra több csatornán keresztül mérsékli az adószűrt maginflációt.

A fogyasztóiár-index az év eleji átmeneti emelkedést követően a várakozásoknak megfelelően gyorsan visszatért a jegybanki toleranciasávba, majd annak alsó széléig csökkent. Az üzemanyagárhoz kötődő bázishatások miatt az infláció erős változékonysága előretekintve is fennmarad. Az élelmiszerek historikusan magas árdinamikája emeli az inflációt, azonban az áremelkedés üteme a költségérzékeny tételek hatásainak kifizetésével újból a 3 százalékos jegybanki cél közelében stabilizálódik.

A koronavírus-járvány miatt romló gazdasági konjunktúra több csatornán keresztül mérsékli az adószűrt maginflációt. A visszafogottabb külső inflációs környezet mellett a korábbi évekhez képest gyengébb hazai kereslet is egyre inkább fékezi az inflációs alapfolyamatokat. Az erős deflációs hatások mellett az adószűrt maginfláció 3 százalék alá csökken: 2020-ban 3,3–3,5, majd 2021-ben 2,6–2,7 százalékon alakul.

A Növekedési Hitelprogram Hajrá! elősegíti a hitelpiac és a beruházások élénkülését, ami támogatja a gazdasági növekedés helyreállítását is.

2020 első negyedében a vállalatok hitelállománya 16,5 százalékkal, míg a kkv szegmensé közel 14 százalékkal bővült éves összevetésben. A dinamikus növekedést részben a korábban elindított hitelígénylések folyósítása, valamint a fizetési moratóriummal kapcsolatos felfüggesztett törlesztések támogatták. A koronavírus-járvány negatív gazdasági hatásainak ellensúlyozása érdekében elindított NHP Hajrá!, valamint az MFB hitel- és garanciaprogramok elősegítik a hitelpiac és a beruházások élénkülését. Az előrejelzési horizonton a vállalati hitelállomány növekedési üteme 6 százalék közelébe lassul, majd 2021 második felétől fokozatosan visszatér a 10 százalék körüli szintre.

A háztartási hitelállomány az első negyedév során 16 százalékkal bővült éves alapon, amelyhez a családvédelmi támogatásokhoz kapcsolódó hitelfelvételek is érdemben hozzájárultak. 2020-ban a járvány negatív gazdasági hatásai, valamint a lakáspiaci aktivitás csökkenése mérsékli a fogyasztási és a beruházási hitelkeresletet. Ugyanakkor a babaváró hitelek támogatják a háztartási hitelezési folyamatokat. A háztartási hiteldinamika 2021 első felében a moratórium megszűnése után 5 százalékhoz közeli szintre lassul, majd az előrejelzési horizont végére ismét kétszámjegyű lesz.

Összességében a hazai GDP 2020-ban szerény ütemben növekedhet. A gazdaság második félévi gyors, „V” alakú kilábalásának feltétele az állami beruházások felfutása és a vállalati hitelezés bővülése. A korlátozó intézkedések enyhítésével a gazdasági kilátások javultak, miközben azokat változatlanul nagyfokú bizonytalanság övezi.

A makrogazdasági adatokat az idei évben jelentős változékonyság és kettősség fogja jellemezni. A járvány negatív gazdasági hatásai a második negyedévben érvényesülnek a leginkább. A GDP tavaszi jelentős visszaesését követően, a harmadik negyedévtől a gazdasági növekedés helyreállása várható. A gazdaság második félévi gyors, „V” alakú kilábalásának feltétele az állami beruházások felfutása és a vállalati hitelezés bővülése. A várhatóan lassabban helyreálló külső környezettel összhangban az exportra értékesítő ipari ágazatok termelése az év végéhez közeledve élénkülhet. Összességében a hazai GDP 2020-ban szerény ütemben növekedhet. A növekedés 2020-ban 0,3–2,0 százalék, 2021-ben 3,8–5,1 százalék, míg 2022-ben 3,5–3,7 százalék lehet. A korábbi válságidőszakokkal ellentétben hazánk eurozónához viszonyított növekedési többlete előretételeként is fennmarad.

A vállalati beruházások a megemelkedett bizonytalanság következtében időben kitolódnak, azonban a gazdasági növekedés helyreállítását a 2020 második felében felfutó állami beruházások is támogatják. Az állami hitel- és garanciaprogramok, valamint a jegybanki NHP Hajrá! és Növekedési Kötvényprogram egyaránt a beruházások élénkülését segítik. Mindezek hatására a beruházási ráta tartósan magas szinten alakul. A hiteltörlesztési moratórium 2000 milliárd forinttal járul hozzá a vásárlóerő és a munkahelyek megőrzéséhez. A lakosság magas megtakarítási rátájának átmeneti mérséklődése, az elmúlt években felhalmozott magas vagyon, illetve a lakossági hiteltörlesztési moratórium jelentős növekedési tartalékokat jelent. Így a 2008-09-es válságtól eltérően a háztartások fogyasztása továbbra is támogatja a gazdasági növekedés felgyorsulását.

A járvány következtében külkereskedelmi partnereink növekedési kilátásai hirtelen és nagy mértékben romlottak, amivel összhangban a hazai export és import is mérséklődik 2020-ban. A nagy hazai járműgyárak április közepétől újraindultak, ugyanakkor a beszállító láncokban tapasztalt fennakadások, a globális kereslet csökkenése, illetve a megváltozó fogyasztói szokások is nehezítik az export korábbi növekedési pályához való visszatérését. A várhatóan lassabban helyreálló külső környezettel összhangban az exportra értékesítő ipari ágazatok termelése az év végéhez közeledve élénkülhet. A globális turizmus esetében lassú kilábalás várható, ami a hazai turizmus teljesítményét is csökkenti. A negatív nettó export idén még fékezi, majd exportpartnereink újraindulásával 2021 és 2022 között ismét támogatja a GDP bővülését.

A folyó fizetési mérleg egyenlege idén összességében a tavalyi évhez hasonlóan alakul, majd az előrejelzési horizont végéig fokozatosan javul. A tartósan fennmaradó finanszírozási képesség eredményeként az ország külső adósságrátái tovább mérséklődnek.

2020-ban a folyó fizetési mérleg egyenlegét ellentétes folyamatok alakítják. A visszaeső külső kereslet következtében mérséklődő árukivitel és turizmus, illetve a járvány elleni védekezéshez kapcsolódó eszközbeszerzések csökkentik a külkereskedelmi egyenleget. Ezen hatásokat a cserearányok javulása mérsékli. Ugyanakkor a folyó fizetési mérleg egyenlegét a jövedelemegyenleg hiányának csökkenése javítja, ami az alacsonyabb külső és belső kereslettel összhangban várhatóan a külföldi vállalatok alacsonyabb nyereségével áll összefüggésben. Előretételeként azonban a járvány hatásainak

kifutásával a folyó fizetési mérleg egyenlegének fokozatos javulása várható. A továbbra is magas transzferegyenlegnek köszönhetően fennmarad az ország külső finanszírozási képessége, aminek eredményeként a külső adósságráták is tovább csökkennek.

2020-ban a költségvetés hiánya a GDP 3,8 százalékára emelkedhet a koronavírus-járvány elleni védekezés költségei, a Gazdaságvédelmi Akcióterv intézkedései, a mérséklődő adóbevételek, illetve a lassabb nominális GDP növekedés hatására. A költségvetési mozgástér teljes egészének kihasználása támogatja az állami beruházások második félévi felfutását, ami elősegíti a gazdasági növekedés helyreállítását. A költségvetés idei évi hiánya azonban nemzetközi összehasonlításban alacsony marad. A májusban benyújtott 2021. évi költségvetési törvényjavaslat 2,9 százalékos hiánycélt tartalmaz. A GDP-arányos államadósság ráta 2011 óta tartó folyamatos csökkenése a magasabb költségvetési hiány és a nominális GDP mérsékelt növekedésének hatására 2020-ban átmenetileg megáll. Azonban 2021-ben a gazdaság növekedés helyreállításával párhuzamosan az államadósság ráta ismét csökkenő pályára áll.

A koronavírus-járvány hatása és időbeli lefutása továbbra is lefelé mutató kockázatot jelent a gazdasági növekedés helyreállításának szempontjából.

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A globális koronavírus-járvány okozta gazdasági visszaesésből való fokozatos (alappályánál lassabb) kilábalást, illetve a lassú kilábalást és a vírus második hullámát feltételező alternatív forgatókönyvek alappályához képest alacsonyabb inflációs és visszafogottabb növekedési pályát eredményezhetnek. A dinamikus fogyasztásbővüléssel számoló alternatív pálya esetében az infláció magasabb, míg a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scénárióként a versenyképességi reformok megvalósulását valószínűsítő pályát tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2019	2020	2021	2022
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció ¹	3,8	3,8 - 4,0	3,0 - 3,1	2,9
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,4	3,3 - 3,5	2,6 - 2,7	2,9
Infláció	3,4	3,2 - 3,3	3,2 - 3,3	3,0
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	5,0	0,3 - 1,8	2,8 - 3,8	3,1 - 3,2
Közösségi végső fogyasztás ⁶	2,0	1,3 - 1,8	1,0 - 1,4	1,2 - 1,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	15,3	1,7 - 2,9	6,2 - 7,2	3,7 - 4,1
Belföldi felhasználás	5,6	2,8 - 4,0	3,3 - 3,9	2,8 - 3,0
Export	6,0	(-8,1) - (-5,1)	5,8 - 8,4	5,2 - 5,6
Import	6,9	(-5,4) - (-3,0)	5,2 - 6,9	4,5 - 4,8
GDP	4,9	0,3 - 2,0	3,8 - 5,1	3,5 - 3,7
Munkatermelékenység ⁵	3,2	2,5 - 3,5	2,1 - 3,2	2,8 - 3,3
Külső egyensúly²				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,8	(-1,9) - (-1,5)	(-1,1) - (-0,9)	(-0,8) - (-0,5)
Külső finanszírozási képesség	1,0	0,3 - 0,7	1,2 - 1,3	1 - 1,2
Államháztartás²				
ESA-egyenleg	-2,0	-3,8	-2,9	(-2,2) - (-2,1)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	11,4	6,5 - 7,5	7,9 - 8,6	7,1 - 7,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,0	(-2,5) - (-1,7)	1,6 - 1,9	0,4 - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	11,6	5,3 - 6,4	9,1 - 9,7	7,8 - 8,3
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,4	(-2,5) - (-1,5)	2,1 - 2,5	0,4 - 0,8
Munkanélküliségi ráta	3,4	4,8 - 5,5	3,8 - 4,3	3,4 - 3,7
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	6,4	0,9 - 1,2	4,0 - 4,6	3,1 - 3,4
Lakossági reáljövedelem ⁴	4,7	(-0,7) - 0,4	3,3 - 4,1	3,3 - 3,5

¹ Szezonálisan igazított adatok alapján.

² Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.

³ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁴ MNB-becslés.

⁵ Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

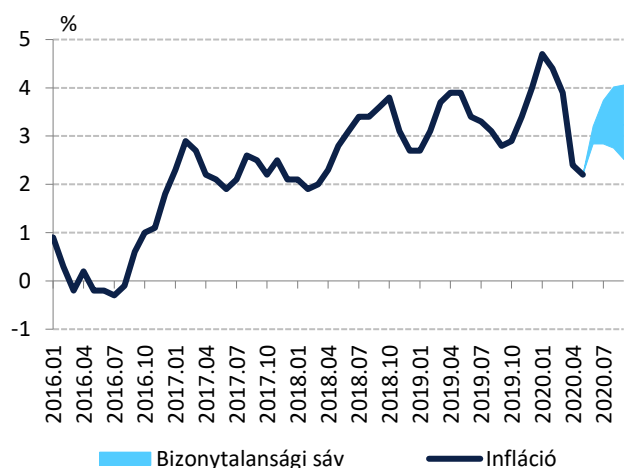
⁶ Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

A koronavírus-járvány következtében a magyar gazdaságban is erős dezinflációs hatások jelentek meg. A romló gazdasági konjunktúra több csatornán keresztül mérsékli az adószűrt maginflációt. A külső infláció tartósan visszafogottan alakulhat, ami a hazai áremelkedés ütemét is mérsékli. Emellett a piaci szolgáltatások iránti átmenetileg gyengébb kereslet miatt az inflációs alapfolyamatok mérséklődését várjuk. Ezen hatások következtében az adószűrt maginfláció 3 százalék alá süllyed, éves átlagban 2020-ban 3,3-3,5, majd 2021-ben 2,6-2,7, 2022-ben pedig 2,9 százalékon alakul. Az infláció erős változékonysága előrettekintve is fennmarad, azonban az áremelkedés a költségérzékeny tételek hatásainak kifutásával újból a 3 százalékos jegybanki cél közelében stabilizálódik.

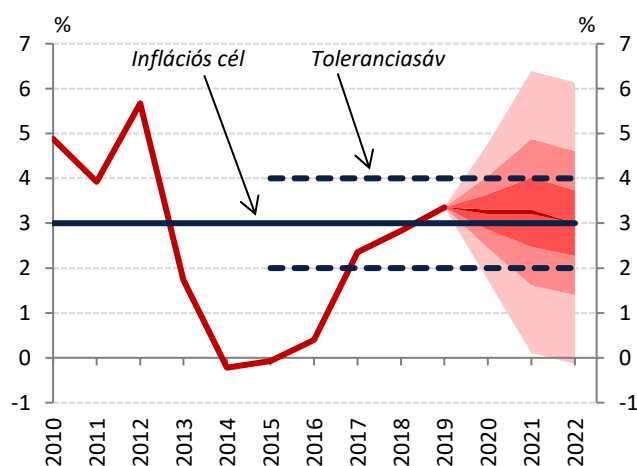
1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



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

Forrás: KSH, MNB

1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

Az infláció a tavaly év végi átmeneti emelkedést követően márciusban várakozásainknak megfelelően ismét visszatért a toleranciasávba és tovább mérséklődött. A globális koronavírus-járvány az inflációs folyamatok alakulását is jelentős mértékben befolyásolja. Az elkövetkezendő hónapokban az infláció bázishatások miatt átmenetileg enyhén emelkedik (1-1. ábra). **Az infláció 2020-ban és 2021-ben 3,2-3,3 százalékon alakul**, majd a volatilis, költségérzékeny tételek hatásainak kifutásával az infláció a 3 százalékos jegybanki cél közelében stabilizálódik (1-2. ábra). **Az adószűrt maginfláció 2020-ban 3,3-3,5, majd 2021-ben 2,6-2,7, 2022-ben pedig 2,9 százalékon alakul** előrejelzésünk szerint.

A hazai áremelkedés ütemére a külső inflációs környezet továbbra is érdemi mérséklő hatással bír. A koronavírus-járvány negatív gazdasági hatásai következtében az **EKB az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton.** Az eurozóna inflációs és a hazai árdinamika szempontjából meghatározóbb maginflációs várakozását is jelentős mértékben lefelé revideálta. A romló európai növekedési kilátások hatására **mérsékeltebb importált infláció** visszafogja az iparcikkék áralakulását. Emellett a koronavírus-járvány miatt bevezetett kijárási korlátozások következtében **gyengébb kereslet**, illetve a **lassuló bérnövekedés** a piaci szolgáltatások visszafogottabb árdinamikáját eredményezheti.

Az indirektadó-változások az előrejelzési horizonton az infláció emelkedésének irányába hatnak. Ennek hátterében egyrészt a **dohánytermékeket érintő jövedéki adó három lépcsőben történő emelése** áll (2020 januárjától 2021 januárjáig). Emellett a hatályos szabályozás szerint **2020. július 1-jétől az üzemanyagok jövedéki adója némileg emelkedik** (a benzin esetén literenként 5 forinttal, míg a gázolaj esetében literenként 10 forinttal), ugyanis a Brent típusú kőolaj világgpiaci ára 2020 második negyedévében átlagosan az 50 dollár/hordós szintnél alacsonyabban

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2020	2021	2022
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		3,3-3,5	2,6-2,7	2,9
Maginfláció		3,8-4,0	3,0-3,1	2,9
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	13,0	5,5	3,6
	Járműüzemanyag és piaci energia	-5,2	5,8	3,6
	Szabályozott árú termékek	0,7	2,4	2,5
	Összesen	1,8	3,9	3,0
Infláció		3,2-3,3	3,2-3,3	3,0

Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: MNB

alakult. Összességében az indirektadó-változások 2020-ban és 2021-ben egyaránt 0,4 százalékponttal növelik az inflációt, míg 2022-ben semleges inflációs hatásuk lesz.

A **maginfláción kívüli tételek** esetében a **feldolgozatlan élelmiszerek árai a márciusi feltevésünkhöz képest magasabban alakulnak**, amit több tényező együttes hatása magyaráz. Egyrészt a koronavírus-járvány következtében bevezetett határárak a kínálat csökkenését okozták (szállítási és betakarítási akadályok). Másfelől ágazati információk alapján a gyümölcsstermés idén kifejezetten rossz lehet. A kedvezőtlen időjárási körülmények következtében a friss zöldségek és gyümölcsök jelentős károkat szenvedtek el. Idén tavasszal a korábbi évek átlagánál több fagyos éjszaka volt, ami nagymértékű károkat okozott a termésekben. Június közepén a sokéves átlagos csapadékmennyiség többszöröse érkezett hazánkba, ami a növények megbetegedését eredményezheti. Az üzemanyagok esetében a határidős jegyzésárak alakulásával összhangban az idei évben az árak csökkenése, míg 2021-ben bázishatás és a korrigáló jegyzésárak együttes hatásaként az árak emelkedése prognosztizálható. A szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében pedig a márciusi feltevésünknél mérsékeltebb árdinamikára számítunk. A koronavírus-járvány terjedésének lassítása érdekében az oktatási intézmények bezárásra kerültek. Ennek következtében a bölcsődei, óvodai, illetve iskolai étkezéseknél elmaradtak a korábbi években tapasztalt áremelések. **Egyes sportrendezvények elmaradása, illetve múzeumok átmeneti zárvatartása szintén a szabályozott árú termékek mérsékeltebb árdinamikáját okozták az idei évben.** 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 előrejelzéseinket alapvetően befolyásolja a külső tényezők alakulása, továbbá az azokra vonatkozó feltevések változása (1-2. táblázat).

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2020		2021		2022		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2020	2021	2022
EUR/USD	1,12	1,11	1,12	1,12	1,12	1,12	-0,9%	0,0%	0,0%
Olajár (USD/hordó)	40,3	40,8	42,4	43,0	42,8	43,6	1,2%	1,4%	1,9%
Olajár (EUR/hordó)	36,2	36,6	37,9	38,2	38,3	38,7	1,1%	0,8%	1,0%
Eurozóna inflációja* (%)	0,7	0,2 - 0,3 - 0,4	1,3	0,4 - 0,8 - 1,1	1,6	0,9 - 1,3 - 1,7	(-0,5) - (-0,4) - (-0,3) szp.	(-0,9) - (-0,5) - (-0,2) szp.	(-0,7) - (-0,3) - 0,1 szp.
Eurozóna maginflációja (%)	0,9	0,8	1,3	0,7	1,5	0,9	-0,1 szp.	-0,6 szp.	-0,6 szp.
Eurozóna növekedése*(%)	0,8	(-12,6) - (-8,7) - (-5,9)	1,3	3,3 - 5,2 - 6,8	1,4	2,2 - 3,3 - 3,8	(-13,4) - (-9,5) - (-6,7) szp.	2,0 - 3,9 - 5,5 szp.	0,8 - 1,9 - 2,4 szp.
Felvevőpiacaink növekedése** (%)	0,8 - 1,2	(-7,0) - (-3,0)	2,4 - 2,9	1,0 - 4,5	1,9	0,5 - 3,0	(-7,8) - (-4,2) szp.	(-1,4) - (1,6) szp.	(-1,4) - (1,1) szp.

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

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

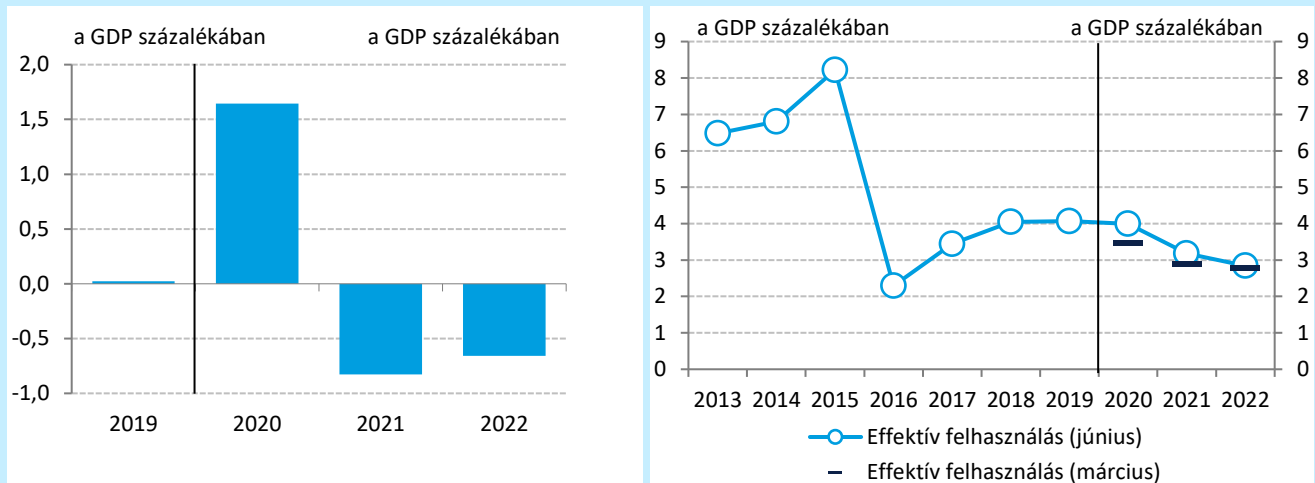
A COVID-19 járvány globális elterjedése alapjaiban befolyásolja a világgazdaság teljesítményét. **Fontos külkereskedelmi partnereink növekedési kilátásai hirtelen és nagy mértékben romlottak az elmúlt hetekben és hónapokban.** A több ország esetében is recessziót hozó első negyedév után még mélyebb visszaesés prognosztizálható a második negyedévre. Exportpartnerünk növekedési kilátásait az eltérő gazdaságszerkezetek (export és belső kereslet súlya, turizmus és járműipar jelentősége), valamint a járvány elleni védekezés különbözősége következtében is **jelentős bizonytalanság övezi.** A nagy európai gazdaságok májustól a járványgörbék laposodásával párhuzamosan elkezdtek a korlátozások fokozatos enyhítését, így a feldolgozóipari és a szolgáltatószektorhoz kötődő üzleti bizalom is javult. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, **Németország a gépjárműértékesítések élénkítésére 34 milliárd euro keretösszegű programot jelentett be.** Jelentős készpénz támogatást nyújtanak új elektromos és hibrid autók vásárlása esetén, illetve a program további kedvezményeket is tartalmaz (vállalati autóvásárlás áfájának feltételes eltörlése, gépjárműadó feltételes eltörlése és innovációs támogatás a gyártóknak). Kínában az újrainduló gazdaság teljesítménye a hivatalos statisztikákban már érzékelhető javulást mutat. **Az előretekintő indikátorok alapján a külső konjunktúrahangulat májusban a vírus terjedésének lassulásával és a gazdaságok fokozatos újraindulásával párhuzamosan kismértékben javult. A feldolgozóipari bizalmi indexek Európaszerte és a régióban is korrigáltak, ugyanakkor még mindig érdemben negatív tartományban alakulnak.**

A tartósan visszafogott európai növekedési kilátásokkal összhangban az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében továbbra is az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton. Az eurozóna GDP növekedésére vonatkozó prognózis – a nagymértékű bizonytalanságot és a különböző járványforgatókönyveket szemléltetve – széles tartományban alakul. Az Európai Központi Bank 2020-ra 12,6 és 5,9 százalékos közötti visszaesésre számít, amit 2021-ben 3,3 és 6,8 százalékos közötti, 2022-ben 2,2 és 3,8 százalékos közötti növekedés követhet. A magyar árdinamika szempontjából meghatározó maginflációs előrejelzés 2020-ban, 2021-ben és 2022-ben egyaránt mérséklődött. Az eurozóna inflációja az aktuális prognózis alapján a teljes előrejelzési horizonton csökkent a márciusi prognózishoz képest.

A Brent nyersolaj világgiazi ára változóképpen alakult az elmúlt időszakban. Április folyamán Szaúd-Arábia jelentősen növelte a kínálatot, ami az olajár rendkívüli csökkenéséhez vezetett. Emellett a Nemzetközi Energia Ügynökség becslése szerint **áprilisban a koronavírus miatt bevezetett korlátozások következtében negyedével csökkent az olaj iránti kereslet.** **Az eredetileg július 1-ére tervezett termelés-csökkentést végül május elsejétől vezették be, ami a történelem során legmagasabb, napi 9,7 millió hordónyi korlátozást jelent – azaz az összes termelés 10 százalékát vonták ki a piacról.** A termelés-csökkentés következtében emelkedni kezdett a Brent nyersolaj ára, és május közepén 30 dollár/hordó közelében alakult. Június 6-án a termelés-korlátozás meghosszabbításáról döntöttek az OPEC+ országok. Ezt követően havonta fogják felülvizsgálni a termelés-csökkentés mennyiségét, melyről a legutóbbi egyeztetés június 18-án volt, ahol az OPEC+ országok megegyeztek a termelés-csökkentés további fenntartásáról és a szigorúbb megfelelésről júliusig bezárólag. **Az olajárra vonatkozó várakozásokat óvatos optimizmus övezi a piaci elemzők körében, akik volatilis, de enyhén emelkedő olajárakra számítanak.**

Számottevő hatást gyakorolhat a hazai költségvetésre a koronavírus világjárvány alakulása. 2020-ban a deficit növekedése egyrészt a gazdasági növekedés lassulásából, másrészt a költségvetés egészségügyi célú és gazdaságvédelmi intézkedéseiből ered. **A járvány egészségügyi és gazdasági hatásainak kezelését célzó közvetlen költségvetési hatással járó intézkedések a GDP 5,2 százalékát teszik ki a kormányzati tervek szerint.** Az intézkedések jelentős részét átcsoportosításokból, a tartalékok felhasználásából, adóemelésekből (kiskereskedelmi különadó, pénzügyi szervezetek hozzájárulása), valamint az európai uniós források átcsoportosításából fedezheti a Kormányzat. Számításaink szerint így az intézkedések nettó egyenleghatása a GDP 1,1 százaléka lehet. Emellett a gazdasági növekedés lassulása csökkenti a tervezetthez képest az adóbevételeket (automatikus stabilizátor), így a költségvetés hiánya 3,8 százalékra emelkedhet 2020-ban, ami anticiklikus fiskális politikát eredményez (1-3. ábra). 2020-ban és 2021-ben a költségvetési mozgástér mértékéig az állami beruházások emelkedésével számolunk.

1-3. ábra: A fiskális keresleti hatás (bal panel) és az uniós támogatások effektív felhasználása (jobb panel)



Megjegyzés: A fiskális keresleti hatás a kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása. A fiskális keresleti hatás az EU támogatások hatását csak a költségvetési önrész mértékéig tükrözi. Pozitív előjel keresletbővítést, negatív előjel keresletszűkítést jelent.

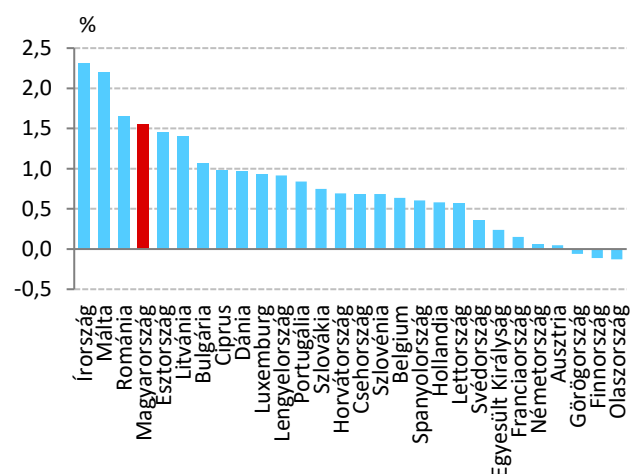
Forrás: PM, MNB

A 2021. évi költségvetési törvényjavaslatban a GDP 2,9 százalékára csökken a 2020. évi költségvetési hiány, ami előrejelzésünk szerint elérhető. A kedvezőbb gazdasági környezetben egyrészt a ciklikus folyamatokból adódó magasabb bevételek, másrészt az alacsonyabb kiadások egyaránt kisebb hiányt eredményezhetnek. A hiány csökkenése következtében a fiskális keresleti hatás negatív lehet 2021-ben.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A hazai GDP 2020 második negyedében érheti el mélypontját, ezt követően a gazdaság gyors, „V” alakú helyreállításra számítunk. Az idei gazdasági növekedés feltétele az állami beruházások felfutása és a vállalati hitelezés bővülése. Emellett a hitelezési moratóriumnak köszönhetően a lakossági fogyasztás az idei év egészében enyhén emelkedhet. Előrejelzésünk szerint idén a GDP szerény mértékben növekedhet, míg 2021-ben 3,8 – 5,1 százalékkal, 2022-ben 3,5 – 3,7 százalékkal bővíthet a gazdasági teljesítmény. Hazánk eurozónához viszonyított növekedési többlete fennmarad. Az EKB legfrissebb előrejelzésében jelentősen mérsékelte az eurozóna gazdasági teljesítményére vonatkozó várakozását, amit jelentős bizonytalanság övez. A hazai gazdasági folyamatokat szerkezeti kettősség jellemzi: a visszafogottabb külső környezet miatt az idei növekedésben a belföldi kereslet válik meghatározóvá. A beruházási ráta tartósan – és európai összehasonlításban is – magas szinten alakul. A vállalati beruházások a koronavírus hatására megemelkedő bizonytalanság következtében időben kitolódhatnak, azonban az NHP Hajrá! és a vállalati hitelezés bővülése a beruházási aktivitás helyreállítását segíti. A gyors gazdasági kilábalást várakozásaink szerint a 2020 második felében felfutó állami beruházások jelentősen támogatják. A háztartások fogyasztása a 2008-2009-es válságtól eltérően támasza marad a növekedésnek, amit az elmúlt években felhalmozott magas vagyon és megtakarítási ráta, illetve a bevezetett lakossági hitelezési moratórium is támogat. A lakosság magas megtakarítási rátája növekedési tartalékokat jelent, így ennek átmeneti mérséklődése a fogyasztás helyreállítását támogatja. Külkereskedelmi partnereink növekedési kilátásai jelentősen romlottak, amivel összhangban a hazai export és import is mérséklődik 2020 folyamán. A várhatóan lassabban helyreálló külső környezettel összhangban az exportra értékesítő ipari ágazatok termelése az év végéhez közeledve élénkülhet. A nettó export idén visszafogja a növekedést, míg exportpartnereink gazdasági újraindulásával 2021 és 2022 között ismét támogatja a GDP bővülését.

1-4. ábra: Az áthúzó hatások alakulása a 2020-as GDP növekedésre



Forrás: Eurostat, MNB

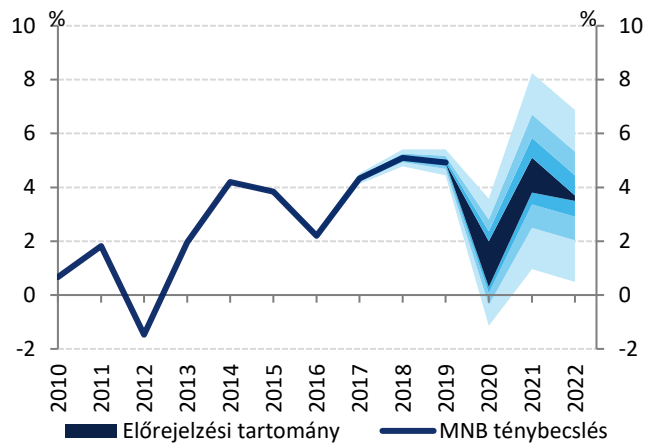
A hazai GDP-növekedés 2020 első negyedében az európai országok élemezőnyében alakult, amit a tavalyi kedvező gazdasági teljesítmény hatására jelentős áthúzó hatás is magyarázott (1-4. ábra). Ugyanakkor a koronavírus gazdasági hatásai március közepétől a hazai makrogazdasági adatokban is megjelentek. A bevezetett korlátozó intézkedések és a világgazdaság lassulása következtében a hazai gazdasági teljesítmény 2020 második negyedében érheti el mélypontját.

A koronavírus gazdasági hatásai miatt az előrejelzéseket övező bizonytalanság továbbra is jelentős, így prognózisunkat sávban kommunikáljuk. Feltételezéseink alapján a vírushelyzet javulásával a társadalmi távolságtartás gyorsan oldódik, a gazdaság gyors helyreállításával párhuzamosan a második negyedét követően a GDP újra bővül. Az idei gazdasági teljesítményt a sikeres egészségügyi védekezés mellett a felfutó állami beruházások, a vállalati hitelezés bővülése, illetve a lakossági fogyasztásban rejlő növekedési tartalék is támogatja. A növekedés 2020-ban 0,3 – 2,0 százalék, 2021-ben 3,8 – 5,1 százalék, míg 2022-ben 3,5 – 3,7 százalék lehet (1-5. ábra).

A magyar gazdaság eurozónához történő felzárkózása folytatódik, a korábbi válságidőszakok többségével ellentétben hazánk eurozónához viszonyított növekedési többlete fennmarad.

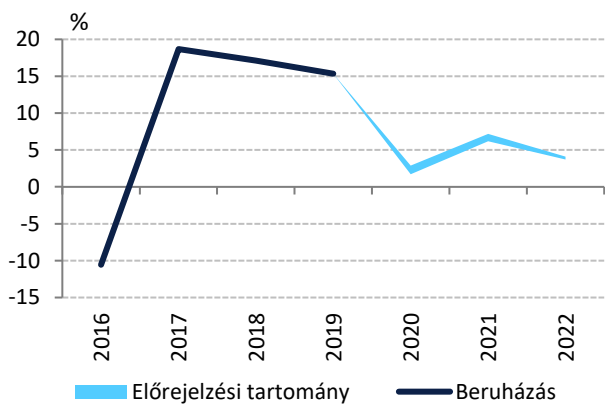
Az NHP Hajrá!, a bővülő vállalati hitelezés, valamint az idei második félévben felfutó állami beruházások következtében a nemzetgazdasági beruházások segítik

1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



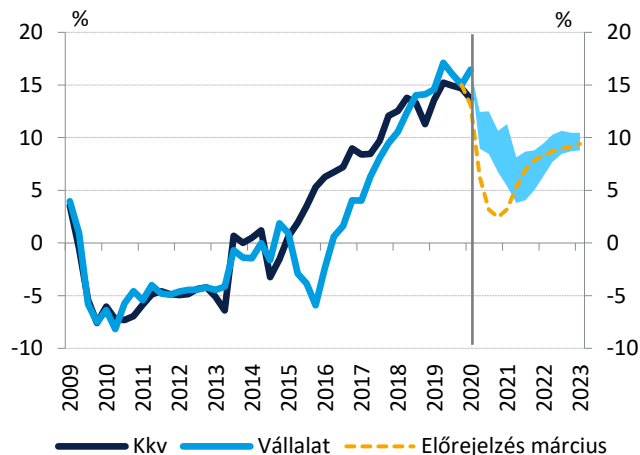
Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján
 Forrás: KSH, MNB

1-6. ábra: Beruházások éves változása



Forrás: KSH, MNB

1-7. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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

a gazdasági kilábalást (1-3. táblázat). 2020-ban a koronavírusnak köszönhetően növekvő bizonytalanság eredményeként a vállalati beruházások visszafogottan alakulhatnak, amit az állami beruházások felfutása ellensúlyoz. Összességében idén a nemzetgazdasági beruházások 1,7-2,9 százalékos bővülése mehet végbe. Várakozásaink szerint az idei évben a járványhelyzet miatt csökkenő gazdasági aktivitás következtében kitolódó vagy elmaradó vállalati beruházások a következő években pótlásra kerülnek. A kapacitásbővítő beruházások segítik a szektor beruházásainak élénkülését. **Az NHP Hajrá! és a Növekedési Kötvényprogram** is a vállalati szektor hitelezését ösztönzi, ami támasza marad a vállalatok beruházási aktivitásának. 2020-ban a vállalati hitelezés 6-10 százalékos bővülését várjuk (1-7. ábra).

A lakosság beruházási aktivitása a lakáspiaci ciklus kifutásával, valamint az átmenetileg bizonytalanabbá váló jövedelmi kilátásokkal összhangban mérséklődik. Az államilag támogatott hitelprogramok (CSOK, Babaváró hitel) ugyanakkor támaszt adhatnak a háztartási hitelezésnek, ami ösztönözheti a lakossági beruházásokat a járvány miatt kialakult helyzetben is.

Az állam szerepe válsághelyzetekben jellemzően felértékelődik. **A gyors gazdasági kilábalás az állam élénk beruházási aktivitása mellett valósulhat meg.** Az állami beruházások az év második felében történő felfutását az uniós effektív felhasználási keret növekedése is támogatja, ezen felül pedig a **saját forrásból történő beruházások emelkedésére számítunk.** Emellett az állam a magánberuházások élénkítésére is jelentős tőkefinanszírozást biztosít. 2020 után az állami beruházási ráta mérséklődik, összhangban az EU-források kifutásával.

A nemzetgazdasági beruházási ráta 2019-ben 28,6 százalékon alakult, amellyel hazánk Európa élmezőnyébe tartozott. **Előrejelzésünkben tartósan és nemzetközi összevetésben is magas beruházási rátára számítunk** (1-3. táblázat).

Várakozásaink szerint a **lakossági fogyasztás továbbra is a gazdasági növekedés meghatározó tényezője marad** (1-8. ábra). A koronavírus és a járvány elleni védekezéshez kapcsolódó korlátozások a **második negyedévben a fogyasztás szintjének visszaesését eredményezik.** Ugyanakkor a lakossági megtakarítások és a nettó pénzügyi vagyon magas szintje növekedési tartalékot jelent a lakossági fogyasztás számára, míg a fizetési moratórium további fogyasztásra költhető

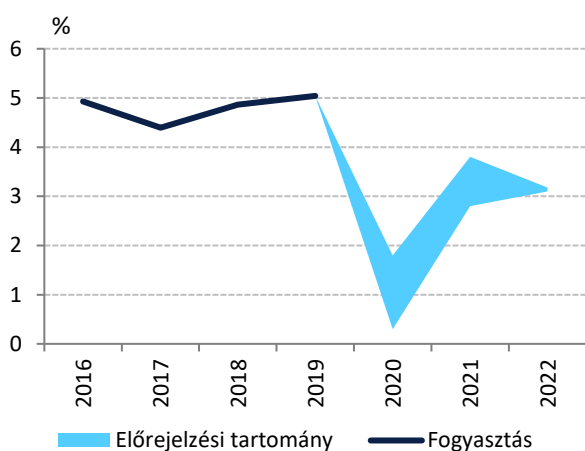
1-3. táblázat: A bruttó állóeszköz-felhalmozás és a beruházási ráta alakulása

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

Megjegyzés: Az EU27 országok beruházási rátája az Európai Bizottság előrejelzései alapján.

Forrás: KSH, MNB, Európai Bizottság

1-8. ábra: Fogyasztás éves változása



Forrás: KSH, MNB

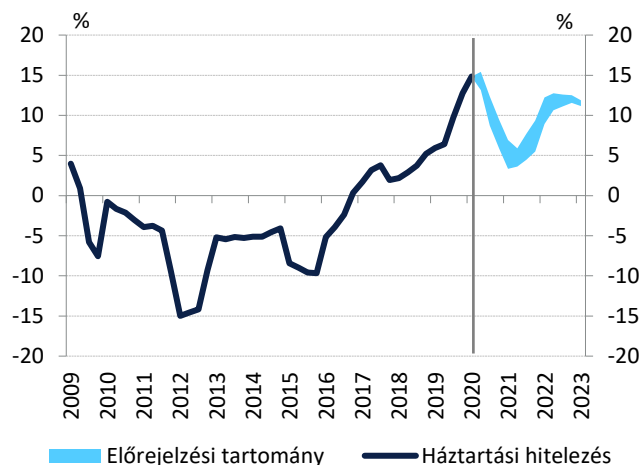
jövedelmet szabadíthat fel a háztartásoknál (részletesebben lásd 3-1 keretes írás). Várakozásaink szerint a korlátozások feloldása után **az év második felében a fogyasztás újra bővül**, a fogyasztói viselkedés rövidtávú változásától (fogyasztás elhalasztása, járványtól való félelem, moratórium igénybevételének mértéke) függően 0,3 – 1,8 százalékos növekedésre számítunk.

A korábbi években dinamikus bővülő **háztartási hitelezés növekedési üteme a hitelkereslet csökkenésével összhangban mérséklődhet** (1-9. ábra). A romló gazdasági kilátások a kockázati tolerancia csökkenéséhez és a hitelfeltételek szigorításához vezethetnek. Ugyanakkor az államilag támogatott hitelprogramok mellett a **hitelezési moratórium is támaszt adhat a háztartási hitelezésnek, a babaváró hitelek iránti kereslet a romló gazdasági környezet ellenére is erőteljes**.

A moratórium a lakossági jövedelem felhasználásának átrendeződését eredményezi feltevéseink szerint (ld. az 1-2. keretes írást). Ennek hatására, illetve a korábbi években jellemzőnél érdemben lassabb bértömegbővülés következtében **2020 során mérséklődhet a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása** (1-4. táblázat), ugyanakkor a lakosság pénzügyi vagyonának növekedése tovább folytatódik. A gazdaság helyreállásával a következő években újra emelkedhet a lakossági megtakarítás, melyet a vonzó feltételeket kínáló Magyar Állampapír Plusz (MÁP+) konstrukció, valamint az állampapír-keresletet ösztönző intézkedések (számlavezetési díjmentesség, kedvező visszaválthatóság és kamatadó eltörlés) is segítenek (részletesebben lásd 4-1 keretes írás). Ezzel összhangban a fogyasztási ráta 2020-ban átmenetileg emelkedik, majd 2021-től újra csökken, míg a lakáspiaci ciklus kifizetésével párhuzamosan a beruházási ráta fokozatos csökkenésére számítunk.

A COVID-19 globális elterjedése alapjaiban rajzolta át a világgazdaság teljesítményére vonatkozó várakozásokat. **Külkereskedelmi partnereink növekedési kilátásai hirtelen és nagy mértékben romlottak. A több ország esetében is recessziót hozó első negyedév után még mélyebb visszaesés prognosztizálható a második negyedévre.** Exportpartnerink növekedési kilátásait az eltérő gazdaságszerkezetek (export és belső kereslet súlya, turizmus és járműipar jelentősége), valamint a járvány elleni védekezés különbözősége következtében jelentős bizonytalanság övezi. **Az Európai Központi Bank júniusi prognózisa szerint a hazai kivitelben**

1-9. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése



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

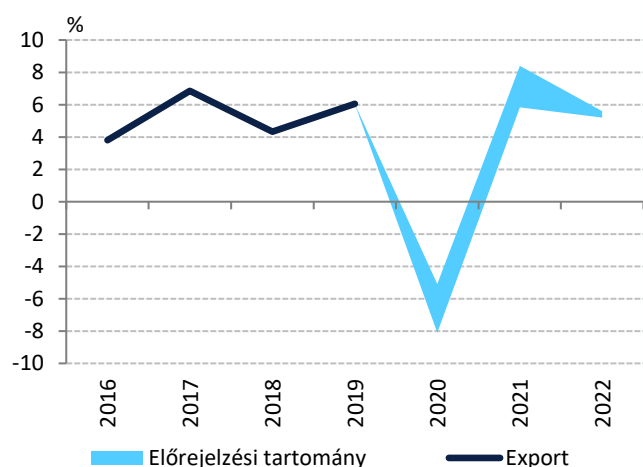
Forrás: MNB

1-4. táblázat: A lakosság fogyasztási, beruházási és nettó megtakarítási rátája a rendelkezésre álló jövedelem arányában

	Fogyasztási ráta	Nettó megtakarítási ráta	Beruházási ráta
2019	82,8	8,9	8,4
2020	83,5-83,9	7,8-8,3	8,2-8,3
2021	83,2-83,5	9,1-9,3	7,4-7,5
2022	83,1-83,3	9,5-9,6	7,2-7,3

Forrás: MNB-számítás

1-10. ábra: Az export alakulása



Forrás: KSH, MNB

60 százalékot meghaladó eurózóna tagországok gazdasági teljesítménye széles tartományban szóródhat, a GDP visszaesése 5,9 és 12,6 százalék közötti sávban alakulhat 2020-ban.

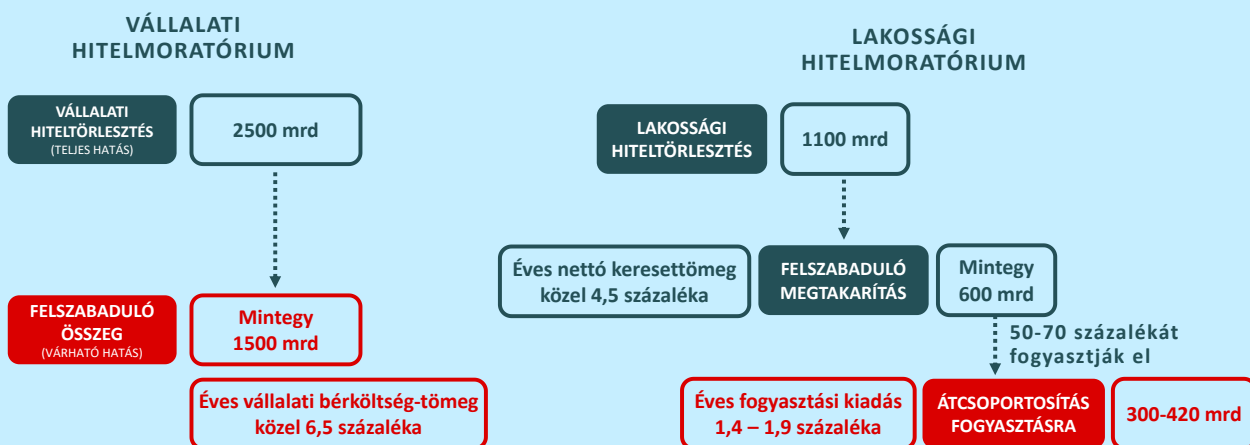
Hazánk kis nyitott gazdaság, amely mélyen integrálódott az európai (német) járműipari értékláncba. A korlátozó intézkedések bevezetésével márciusban és áprilisban a hazai iparban nagy súlyt képviselő exportra termelő alágazatokat (elsősorban a jármű- és gépipart) hetekig teljes leállás jellemezte. A nagy hazai autógyárak április közepétől ugyan sorra újraindultak, azonban a beszállító láncokban tapasztalt fennakadások, a globális kereslet csökkenése és a megváltozó fogyasztói szokások is lassíthatják az export korábbi növekedési pályához való visszatérést. Emellett az elmúlt években felfutó külföldi turizmust lassú kilábalás jellemezheti, ami befolyásolja a szolgáltatáskülkereskedelem alakulását. Előrejelzésünk szerint a hazai export és import is mérséklődik 2020 folyamán (1-10. ábra). A nettó export visszafogja az idei évi növekedést. A várhatóan lassabban helyreálló külső környezettel összhangban az exportra értékesítő ipari ágazatok termelése az év végéhez közeledve élénkülhet. Exportpartnereink újrainduló növekedésével összhangban a nettó export növekedési hozzájárulása 2021 és 2022 között ismét pozitív lesz.

1-2. keretes írás: A lakossági és vállalati hitelmoratórium gazdasági hatásai

A koronavírus gazdasági hatásainak kezelését szolgálja az általános fizetési moratórium bejelentése, amellyel a 2020. március 18-ig folyósított vállalati és lakossági hitelszerződések törlesztései automatikusan felfüggesztésre kerülnek 2020 végéig. Az intézkedés jelentős mértékben enyhíti a hitellel rendelkező gazdasági szereplők likviditási feszültségeit. Alábbi keretes írásunkban a moratórium lehetséges gazdasági hatásait számszerűsítjük, ami feltevéseink szerint hozzájárul a gazdasági kilábaláshoz a vállalatokra és háztartásokra rakódó terhek enyhítésén keresztül.

A moratórium a vállalati hitelek esetében hozzájárul ahhoz, hogy a koronavírus hatására alacsonyabb kapacitáskihasználtság és a csődráták megemelkedése következtében a gazdaságban működő termelési láncok, valamint a kialakult munkafolyamatok ne szakadjanak meg. A fizetési moratórium emellett támogatja a hitelállomány bővülését, hiszen a vállalatoknak folyósított hitelek visszafogottabb törlesztéssel párosulnak. A moratórium által érintett vállalati hiteltörlesztések összesen körülbelül 2500 milliárd forintot tehetnek ki. Feltevéseink szerint mintegy 1500 milliárd forint értékben veszik igénybe a vállalatok a törlesztés felfüggesztését. Az így felszabaduló, átmenetileg szabadon felhasználható összeg – amely becslésünk szerint az éves vállalati bérköltség-tömeg megközelítőleg 6,5 százaléka – nagyobb mozgásteret biztosít a vállalatoknak a gazdasági kilábalás időszakában. (1-11. ábra)

1-11. ábra: A vállalati és lakossági hitelmoratórium hatása



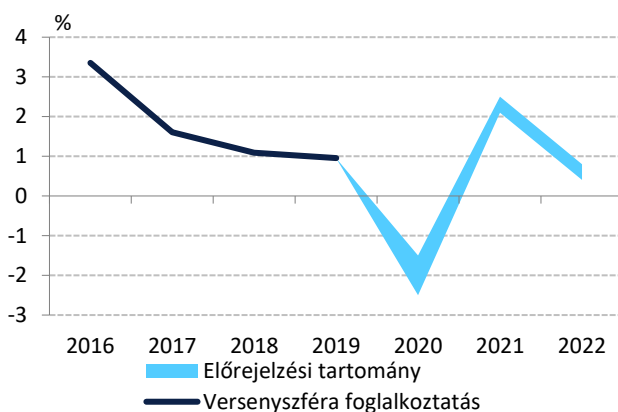
Forrás: MNB

A lakossági hitelekre vonatkozó törlesztési moratórium elősegítheti a jövedelmek esetleges csökkenése miatt kieső fogyasztás pótlását, ezáltal a háztartások fogyasztásának időbeli simítását (1-11. ábra). A háztartási hitelek moratórium által érintett törlesztőrészelei összesen körülbelül 1100 milliárd forintot tehetnek ki. Feltevéseink szerint körülbelül 600 milliárd forint értékben veszik igénybe a háztartások a moratóriumot. A törlesztés átmeneti elhalasztása lehetőséget biztosít, hogy a lakosság a rendelkezésére álló jövedelem ezen részét fogyasztásra, vagy beruházásra fordítsa. Becslésünk szerint a 2020-ban felszabaduló megtakarítás az éves nettó keresettömeg közel 4,5 százaléka. A moratórium igénybevétele hozzájárul a fogyasztás szintjének gyors helyreállításához, várakozásaink szerint a felszabaduló összeg 50-70 százalékát fordíthatják fogyasztásra a háztartások.

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

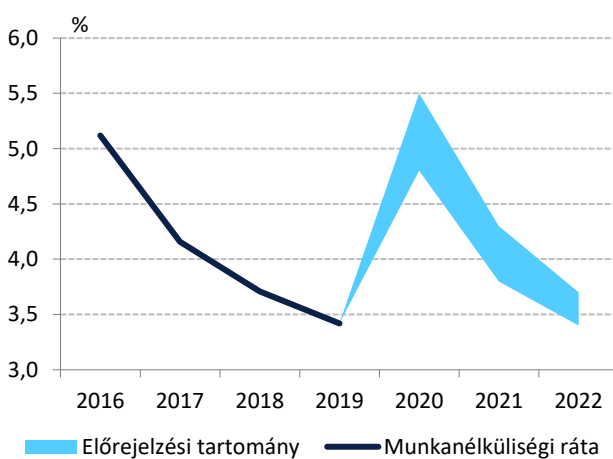
Várakozásaink szerint a gazdasági kilábalással összhangban a munkaerőpiac visszarendeződése is megindul az év második felében. A foglalkoztatottság gyors helyreállítását a kkv-k számára nyújtott új hitelforrások (NHP Hajrá!), valamint a munkahelyvédelmi és munkahelyteremtő intézkedések is támogatják. A munkakereslet emelkedése és a gazdaságpolitikai intézkedések hatására az elveszett munkahelyek jelentős része már év végéig pótlásra kerülhet. A kijárási korlátozások következtében ideiglenesen inaktívá vált állásvesztők visszatéréseivel a munkanélküliségi ráta 2020 harmadik negyedében tetőzik. A munkanélküliségi ráta a teljes foglalkoztatottság újbóli megközelítésével 4 százalék alá süllyed. A bérek újratárgyalásával, a mozgóbérek és jutalmak visszafogásával a bérdinamika számottevő lassulása várható 2020-ban. A gazdaság gyors helyreállításával ismét erősödik a verseny az új munkaerő felvételéért és az eddigi állomány megtartásáért, az idej átmenetileg alacsonyabb béremelkedést korrekció követi 2021-ben.

1-12. ábra: A foglalkoztatás éves változása a versenyszférában



Forrás: KSH, MNB

1-13. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása



Forrás: KSH, MNB

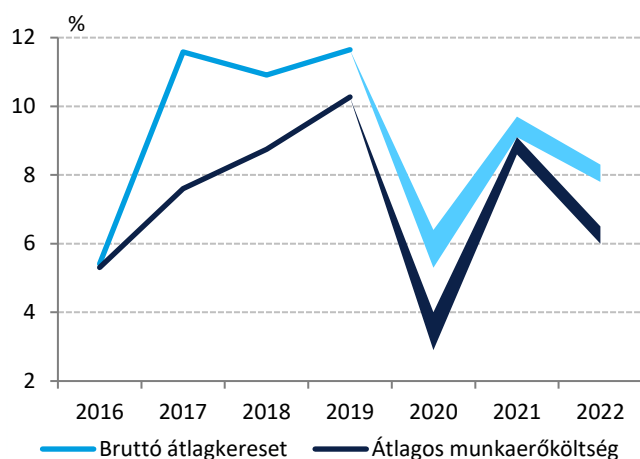
A koronavírus-járvány okozta gazdasági hatások a második negyedévtől a munkaerőpiacon is jelentkeznek. Várakozásaink szerint a vállalatok a 2008-2009-es válsághoz képest gyorsabban reagálhatnak elbocsátások, ideiglenes leállások és csökkentett munkaóraszám formájában. **Várakozásaink szerint a gazdasági kilábalással összhangban a munkaerőpiac visszarendeződése is megindul az év második felében.**

A vállalatok tőkehelyzetüktől függően igyekeznek megtartani a munkaerő nagy részét, a foglalkoztatottság gyors helyreállítását a kkv-k számára nyújtott új hitelforrások (NHP Hajrá!), valamint a munkahelyvédelmi és munkahelyteremtő intézkedések is támogatják. A rövidített munkaidőre vonatkozó bértámogatás a vállalatokat további létszámcsökkentés helyett intenzív oldali alkalmazkodásra ösztönzi, azaz a részmunkaidőben dolgozók arányának gyors emelkedését prognosztizáljuk (a részmunkaidősödés hatásairól részletesebben a 6.2 kiemelt témában foglalkozunk). Várakozásaink szerint a **munkaerőpiaci kapacitások gyorsan visszaépülnek**, így a részmunkaidősök aránya is visszatér a korábbi szintjére.

A járvány gazdasági hatásai miatt több, mint 100 ezer munkahely szűnhet meg. A munkakereslet emelkedése és a gazdaságpolitikai intézkedések hatására az elveszett munkahelyek jelentős része már év végéig pótlásra kerülhet, így a versenyszféra foglalkoztatottsága 1,5-2,5 százalékkal mérséklődik az idej év átlagában. (1-12. ábra) A kijárási korlátozások következtében ideiglenesen inaktívá vált állásvesztők visszatéréseivel a **munkanélküliségi ráta 2020 harmadik negyedében tetőzik**, majd ezt követően csökkenésnek indul. A munkanélküliségi ráta a teljes foglalkoztatottság újbóli megközelítésével 4 százalék alá süllyed (1-13. ábra).

A gazdasági helyzet gyors megváltozása és a munkaerőpiaci feszesség enyhülése felülírja az eddigi béremelési terveket, amihez a jogi feltételek is adottak. **A bérek újratárgyalásával, a mozgóbérek és jutalmak visszafogásával a bérdinamika számottevő lassulása**

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



Forrás: KSH, MNB

várható 2020-ban (1-14. ábra). A gazdaság gyors helyreállításával ismét erősödik a verseny az új munkaerő felvételéért és az eddigi állomány megtartásáért, **az idei átmenetileg alacsonyabb béremelkedést korrekció követi előrejelzésünk szerint:** a versenyszféra bérek 2021-ben 9,1-9,7, 2022-ben 7,8-8,3 százalékkal nőnek.

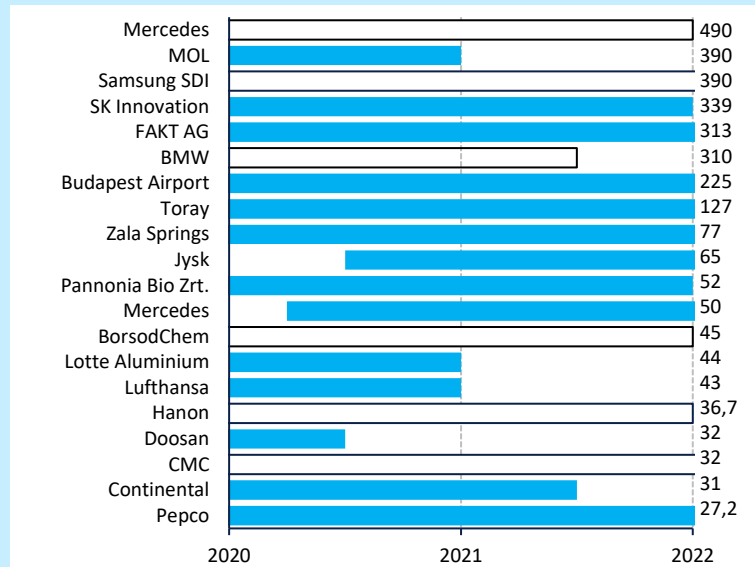
Az átlagos munkaerőköltséget adócsökkentések mérséklik. Egyes ágazatokban a munkáltatói járulékfizetési kötelezettségek elengedésre kerülnek rövid távon, valamint a szociális hozzájárulási adó 2020. július 1-jétől 2 százalékponttal csökken. Az előrejelzési horizonton további 2 százalékponttal mérséklődhet a szociális hozzájárulási adó, várakozásunk szerint 2022 elején.

1-3. keretes írás: A beruházások szerepe a gazdasági kilábalásban

1,8 százalékkal mérséklődtek a nemzetgazdasági beruházások 2020 első negyedében az előző év azonos időszakához viszonyítva, ezzel megtört a beruházások hosszú ideje tartó bővülése. A **gépberuházások 7 százalékkal csökkentek**, míg az **épületjellegű beruházások 2,8 százalékkal emelkedtek**. A beruházási teljesítmény 58 százalékát megvalósító, legalább 50 főt foglalkoztató **vállalkozások** körében a fejlesztések volumene a korábbi időszakok átlagos üteménél lényegesen mérsékeltebben, **4 százalékkal nőtt**, a beruházások 10 százalékát realizáló **költségvetési szerveknél a fejlesztések 17 százalékkal elmaradtak a bázisidőszakitól**. Vélhetően már a koronavírus-járvány is visszafoghatta a legnagyobb súllyal bíró ágazat, a **feldolgozóipari fejlesztések** dinamikáját, amely a tavalyinál csak jelentősen kisebb mértékben, **1,1 százalékkal növekedtek**. A beruházási teljesítményből szintén nagyobb részt képviselő ingatlanügyletek 10,4, a mezőgazdaság 30,8, és a kereskedelem és gépjárműjavítás 1,5 százalékos növekedését ellensúlyozta, hogy a harmadik legnagyobb súlyú szállítmányozás és raktározás 5,7 százalékkal csökkent, valamint **a nemzetgazdasági ágazatok többségében szintén mérséklődést mutatott a beruházások volumenindexe** 2020 első negyedében az előző év azonos időszakához mérten.

2019-ben a hazai beruházási ráta 28,6 százalékon alakult, ami az Európai Unió élmezőnyébe tartozik. A ráta emelkedéséhez az állami beruházások mellett a vállalati és lakossági beruházások egyaránt hozzájárultak. **Hazánkban az elmúlt években a vállalati szféra jelentős kapacitásbővítéseket végzett**, a vállalatok beruházási aktivitása 2017-2019-ben kétszámjegyű bővülést mutatott. A Samsung SDI, Mercedes-Benz, MOL, Gránit Pólus, SK Innovation, BMW, Budapest Airport, FAKT AG és a Toray együttesen több ezer milliárd forint értékű – egyenként is 100 milliárd forintot meghaladó – beruházást hajtottak végre, melyek közül számos projekt megvalósítása jelenleg is folyamatban van (1-15. ábra). Ugyanakkor a MAPI Magyar Fejlesztési Iroda Zrt. információja alapján a járványhelyzet által okozott gazdasági károk ellenére is van **Magyarországon 3500, többségében hazai tulajdonú vállalkozás, amely készen áll előremutató befektetésekkel** (hozzávetőleg 500 milliárd forint értékben) növelni a termelés hatékonyságát.

1-15. ábra: 2020-2022-es évekre ütemezett nagyberuházások



Megjegyzés: Adatok milliárd forintban. Az üres oszlopokkal jelölt beruházások lefutására nem áll rendelkezésre információ. Forrás: Sajtóinformációk alapján MNB

A koronavírus-járvány hatására **érdemben megemelkedett a gazdasági kilátásokat övező bizonytalanság**, aminek következtében számos vállalat kiadásainak felülvizsgálatára és átstrukturálása kényszerül, amely sok esetben a **beruházások időbeli kitolásával, rosszabb esetben elhalasztásával jár**. Magyarországi példa erre a **BMW debreceni gyárépítésének hónapokkal történő halasztásának bejelentése**. Amennyiben a világgazdasági kilátásokat övező bizonytalanság hosszú távon fennmarad, illetve a hazánkban kapacitásbővítést tervező és végrehajtó iparágak (elsősorban járműipar) kilábalása elhúzódik, az a **vállalati beruházások átütemezéséhez vezethet**.

Válsághelyzetekben az anticiklikus fiskális politika a gazdasági kilábalás fontos támasza. Érdemes megjegyezni azonban, hogy a **fiskális intézkedések gazdasági hatásai szerkezetük alapján különböznek** (1-5. táblázat). Az **állami beruházások** jelentősége a **magas multiplikátor hatásának köszönhetően felértékelődik**, mivel hatékonyan képes a rendelkezésre álló forrásokat gazdasági növekedésre fordítani. Becslésünk szerint egységnyi állami beruházás közel 0,8 egységgel emeli a GDP szintjét, aminek rövid távú hatása az épületjellegű beruházások esetén ennél is magasabb. **Éppen ezért kiemelten fontos, hogy az állami beruházások már idén megvalósuljanak, ezzel is támogatva a gyors gazdasági kilábalást.**

A kormányzati beruházások növekedését ösztönzik a járvány elleni védekezés egyes kiadásai és a Gazdaságvédelmi Akcióterv beruházási intézkedései is. A Gazdaságvédelmi Alapból többek között 82 milliárd forint került átcsoportosításra a Budapest-Belgrád vasútvonal kivitelezésére, 79 milliárd forint közútfejlesztésre és 24 milliárd forint a Magyar Honvédség beruházási és felújítási kiadásaira. Emellett a Központi Maradványelszámolási Alapba befizetett több mint 300 milliárd forint forrás elsősorban a beruházási és felhalmozási célú kiadásokra kerül felhasználásra. Ezek tényleges hatását csökkentheti, hogy a Gazdaságvédelmi Alapnak fedezetet nyújtó átcsoportosítások is érinthettek beruházási tételeket. Előrejelzésünkben ugyanakkor a költségvetési mozgástér mértékéig az állami beruházások emelkedésével és azok gazdaságélénkítő hatásával számolunk.

1-5. táblázat: Multiplikátor hatások beruházási szektorok és a felhasználás jellege szerint

	Épület	Gép	Egyéb	Teljes
Vállalati	0,77	0,34	0,77	0,43
Lakossági	0,89	0,43	0,84	0,78
Állam	0,90	0,41	0,88	0,77
Teljes	0,84	0,35	0,81	0,52

Megjegyzés: A táblázat azt mutatja, hogy egységnyi beruházás megvalósítása hány egységgel emeli a GDP-t az adott évben. Egyéb beruházás: Nem épület és nem gépjellegű beruházás (pl.: kenyérszállatok, immateriális javak). Forrás: MNB

1-6. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

	2019	2020		2021		2022	
	Tény	Előrejelzés					
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció ¹	3,8	3,7 - 4,0	3,8 - 4,0	3,3 - 3,4	3,0 - 3,1	3,0	2,9
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,4	3,2 - 3,5	3,3 - 3,5	2,9 - 3,0	2,6 - 2,7	3,0	2,9
Infláció	3,4	2,6 - 2,8	3,2 - 3,3	3,4 - 3,5	3,2 - 3,3	3,0	3,0
Gazdasági növekedés							
Háztartások fogyasztási kiadása	5,0	3,7 - 4,0	0,3 - 1,8	3,2 - 3,5	2,8 - 3,8	3,0	3,1 - 3,2
Közösségi végső fogyasztás ⁶	2,0	1,0	1,3 - 1,8	0,3	1,0 - 1,4	1,4	1,2 - 1,3
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	15,3	1,1 - 2,9	1,7 - 2,9	4,6 - 6,2	6,2 - 7,2	3,0	3,7 - 4,1
Belföldi felhasználás	5,6	2,3 - 3,0	2,8 - 4,0	3,0 - 3,6	3,3 - 3,9	2,7	2,8 - 3,0
Export	6,0	1,7 - 3,7	(-8,1) - (-5,1)	7,5 - 9,6	5,8 - 8,4	6,2	5,2 - 5,6
Import	6,9	2,1 - 3,8	(-5,4) - (-3,0)	6,4 - 8,3	5,2 - 6,9	5,4	4,5 - 4,8
GDP	4,9	2,0 - 3,0	0,3 - 2,0	4,0 - 4,8	3,8 - 5,1	3,5	3,5 - 3,7
Munkatermelékenység ⁵	3,2	2,6 - 3,2	2,5 - 3,5	3,9 - 4,4	2,1 - 3,2	3,4	2,8 - 3,3
Külső egyensúly²							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,8	(-0,6) - (-0,5)	(-1,9) - (-1,5)	(-0,4) - 0,2	(-1,1) - (-0,9)	0,0 - 0,7	(-0,8) - (-0,5)
Külső finanszírozási képesség	1,0	1,6 - 1,8	0,3 - 0,7	1,7 - 2,4	1,2 - 1,3	1,6 - 2,3	1 - 1,2
Államháztartás²							
ESA-egyenleg	-2,0	(-2,0) - (-1,6)	-3,8	(-1,2) - (-0,8)	-2,9	(-1,1) - (-0,8)	(-2,2) - (-2,1)
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	11,4	8,5 - 9,1	6,5 - 7,5	8,4 - 8,6	7,9 - 8,6	7,7	7,1 - 7,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,0	(-0,6) - (-0,3)	(-2,5) - (-1,7)	0,1 - 0,4	1,6 - 1,9	0,1	0,4 - 0,6
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	11,6	8,8 - 9,6	5,3 - 6,4	9,0 - 9,2	9,1 - 9,7	8,4	7,8 - 8,3
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,4	(-0,4) - 0,1	(-2,5) - (-1,5)	0,2 - 0,6	2,1 - 2,5	0,1	0,4 - 0,8
Munkanélküliségi ráta	3,4	3,9 - 4,2	4,8 - 5,5	3,8 - 3,9	3,8 - 4,3	3,7	3,4 - 3,7
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	6,4	4,8	0,9 - 1,2	3,5 - 3,7	4,0 - 4,6	4,2	3,1 - 3,4
Lakossági reáljövedelem ⁴	4,7	3,8 - 4,1	(-0,7) - 0,4	2,9 - 3,1	3,3 - 4,1	2,5	3,3 - 3,5

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

1-7. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2020	2021	2022
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2020. június)	3,2 - 3,3	3,2 - 3,3	3,0
Consensus Economics (2020. június) ¹	2,4 - 3,0 - 3,9	0,7 - 2,9 - 3,8	
Európai Bizottság (2020. május)	3,0	2,7	
IMF (2020. április)	3,4	3,3	3,2
OECD (2020. június)	3,5	1,8 - 2,1	
Reuters-felmérés (2020. június) ¹	2,6 - 3,1 - 3,5	1,9 - 3,0 - 3,7	2,9 - 3,2 - 3,5
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2020. június)	0,3 - 2,0	3,8 - 5,1	3,5 - 3,7
Consensus Economics (2020. június) ¹	(-6,8) - (-4,8) - (-2,8)	2,0 - 4,2 - 7,3	
Európai Bizottság (2020. május)	-7,0	6,0	
IMF (2020. április)	-3,1	4,2	2,6
OECD (2020. június)	(-10,0) - (-8,0)	1,5 - 4,6	
Reuters-felmérés (2020. június) ¹	(-6,8) - (-4,9) - (-3,0)	2,8 - 4,3 - 6,3	2,1 - 3,4 - 4,2
Folyó fizetési mérleg egyenlege³			
MNB (2020. június)	(-1,9) - (-1,5)	(-1,1) - (-0,9)	(-0,8) - (-0,5)
Európai Bizottság (2020. május)	1,3	1,5	
IMF (2020. április)	-0,1	-0,6	-0,3
OECD (2020. június)	(-1,3) - (-1,2)	(-1,3) - (-0,4)	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)³			
MNB (2020. június)	-3,8	-2,9	(-2,2) - (-2,1)
Consensus Economics (2020. június) ¹	(-6,0) - (-4,9) - (-4,0)	(-4,8) - (-3,3) - (-2,8)	
Európai Bizottság (2020. május)	-5,2	-4,0	
IMF (2020. április)	-3,0	-1,6	-1,5
OECD (2020. június)	(-9,9) - (-8,8)	(-9,0) - (-7,3)	
Reuters-felmérés (2020. június) ¹	(-6,0) - (-4,8) - (-3,5)	(-4,0) - (-3,1) - (-2,7)	(-2,0) - (-1,9) - (-1,5)
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2020. június)	(-7,0) - (-3,0)	1,0 - 4,5	0,5 - 3,0
EKB (2020. június)	(-12,6) - (-8,7) - (-5,9)	3,3 - 5,2 - 6,8	2,2 - 3,3 - 3,8
Consensus Economics (2020. június) ²	-6,5	5,0	
Európai Bizottság (2020. május) ²	-6,6	5,7	
IMF (2020. április) ²	-6,2	4,7	1,8
OECD (2020. június) ²	(-10,1) - (-7,9)	2,7 - 6,0	

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

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

³ A GDP arányában.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A globális koronavírus-járvány okozta gazdasági visszaesésből való fokozatos (alappályánál lassabb) kilábalást, illetve a lassú kilábalást és a vírus második hullámát feltételező alternatív forgatókönyvek alappályához képest alacsonyabb inflációs és visszafogottabb növekedési pályát eredményezhetnek. A dinamikus fogyasztásbővüléssel számoló alternatív pálya esetében az infláció magasabb, míg a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a versenyképességi reformok megvalósulását valószínűsítő pályát tárgyalta.

A globális koronavírus-járvány okozta gazdasági visszaesésből való fokozatos (alappályánál lassabb) kilábalás

Alappálya-feltevésünk szerint a globális kockázatok közvetlen és közvetett hatásainak eredményeként hazánk gazdasági növekedése mérséklődni fog, ugyanakkor az euroövezetbe történő felzárkózás várhatóan továbbra is legalább 2 százalékpontos növekedési többlet fennmaradása mellett folytatódik.

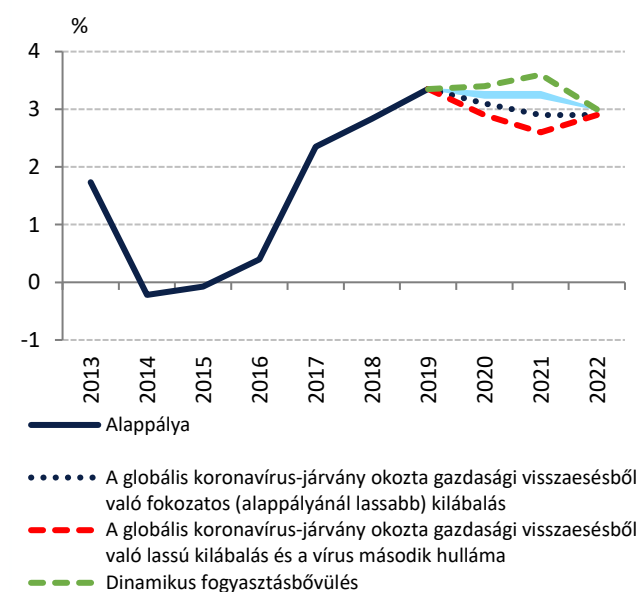
Alternatív pályánkban a globális gazdasági teljesítmény helyreállása elhúzódik, az eurozóna recesszióból való kilábalása hosszabb időt vesz igénybe, ami **gyenge külső keresletet eredményez. Az euroövezetből érkező inflációs nyomás alacsony marad.** A nyersanyagok iránti kereslet és azok árai tartósan mérsékeltek maradnak. Ennek **alapján hazánk gazdasági teljesítménye az alappályában feltételezettnél nagyobb mértékben esik vissza az idei évben,** azonban 2021-től a hazai GDP ismét jelentős mértékben bővül. A növekedési többlet az euroövezetbe képest továbbra is fennmarad. A vártnál lassabb külső konjunktúra, illetve a visszafogottabb euroövezeti inflációs folyamatok **az alappályánál alacsonyabb hazai inflációs és növekedési pálya felé mutatnak.**

A globális koronavírus-járvány okozta gazdasági visszaesésből való lassú kilábalás és a vírus második hulláma

Az előző pályán kifejtett globális helyzetértékelés érvényessége mellett a **járványügyi szakértők a járvány második hullámát valószínűsítik előretekintve,** ami ismét számottevő negatív hatást gyakorolhat mind a globális, mind a hazai növekedési kilátásokra.

Az alternatív forgatókönyvben a koronavírus reálgazdaságra gyakorolt negatív hatása tartósan fennmarad, **emellett a járvány második hulláma további visszaesést eredményez mind globálisan, mind a magyar gazdaságban.** A világpiacon nyersanyagárak **tartósan mérsékeltek maradnak.** Mindezek hatására az egyébként is visszafogott növekedést mutató **Európai Unió országok**

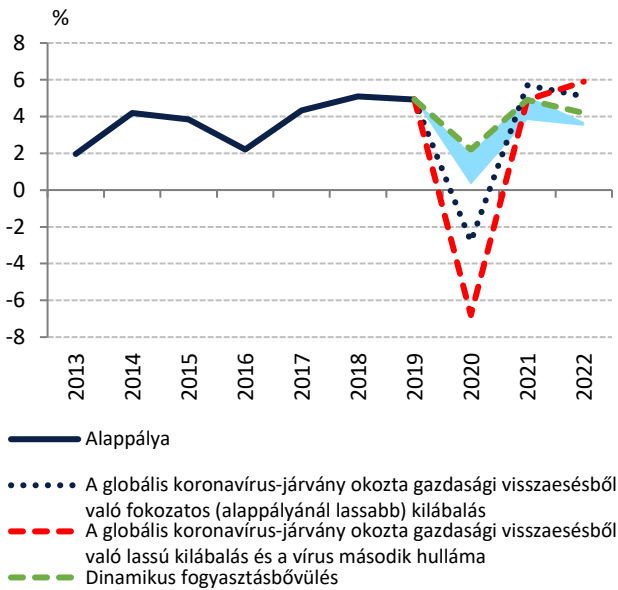
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre



Megjegyzés: Alappályánkban előrejelzési sávot alkalmazunk az előrejelzési horizonton.

Forrás: MNB

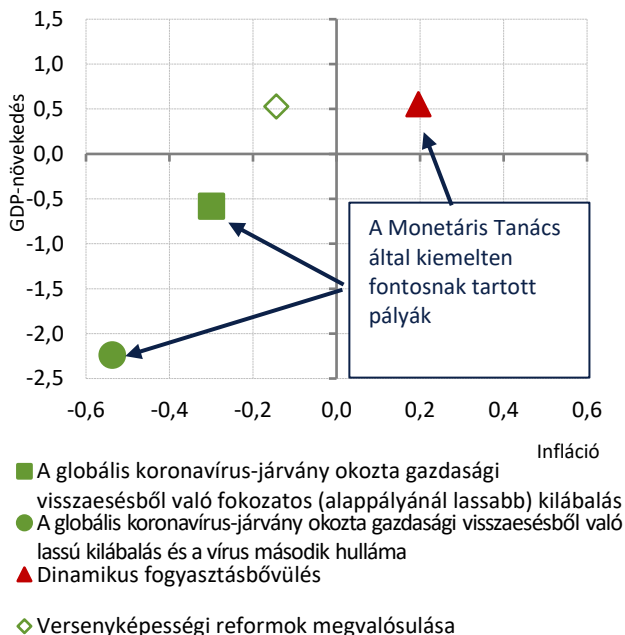
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre



Megjegyzés: Alappályánkban előrejelzési sávot alkalmazunk az előrejelzési horizonton.

Forrás: MNB

2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre



Megjegyzés: A kockázati térkép azt mutatja meg, hogy az alternatív forgatókönyvek inflációs és növekedési pályája a monetáris politikai horizonton 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

még nehezebb helyzetbe kerülhetnek. A gyenge európai konjunktúra ciklikus és strukturális tényezők következtében tartós lesz. Az euroövezethez képest a növekedési többletünk fennmarad, azonban a hazai növekedés jelentősen visszaesik 2020-ban – ugyanakkor a következő két évben ismét a gazdaság bővülésére számítunk. A vártnál lassabb külső konjunktúra, illetve a visszafogottabb euroövezeti inflációs folyamatok az alappályánál érdemben alacsonyabb hazai inflációs és növekedési pálya felé mutatnak.

Dinamikus fogyasztásbővülés

Áprilisban a lakossági fogyasztás visszaesése jelentős lehetett, ennek helyreállása azonban a korábbi válságtapasztalatoknál gyorsabb lehet. Magas frekvenciájú adatokból már látszik a fogyasztói kereslet emelkedése májusban. Az elmúlt évek érdemi fogyasztásbővülése egészséges szerkezetben valósult meg, a háztartások beruházási és megtakarítási rátája, valamint nettó pénzügyi vagyona is nagymértékben növekedett. A lakossági fizetési moratórium szintén támogatja a lakossági fogyasztás simítását 2020-ban. **A kedvező vagyoni helyzet és megtakarítási ráta növekedési tartalékot jelent a következő időszakban.**

Amennyiben a vírushelyzetet követően a fogyasztói bizalom gyorsan visszatér, illetve a háztartások korábban felhalmozott megtakarításaik nagyobb részét fogyasztásra fordítják, a hazai gazdasági kilábalás gyorsabban megy végbe. A háztartások megtakarításainak nagyobb csökkenése és a fogyasztás nagyobb emelkedése az alappályában feltételezettnél magasabb GDP-bővüléssel van összhangban.

További kockázatok

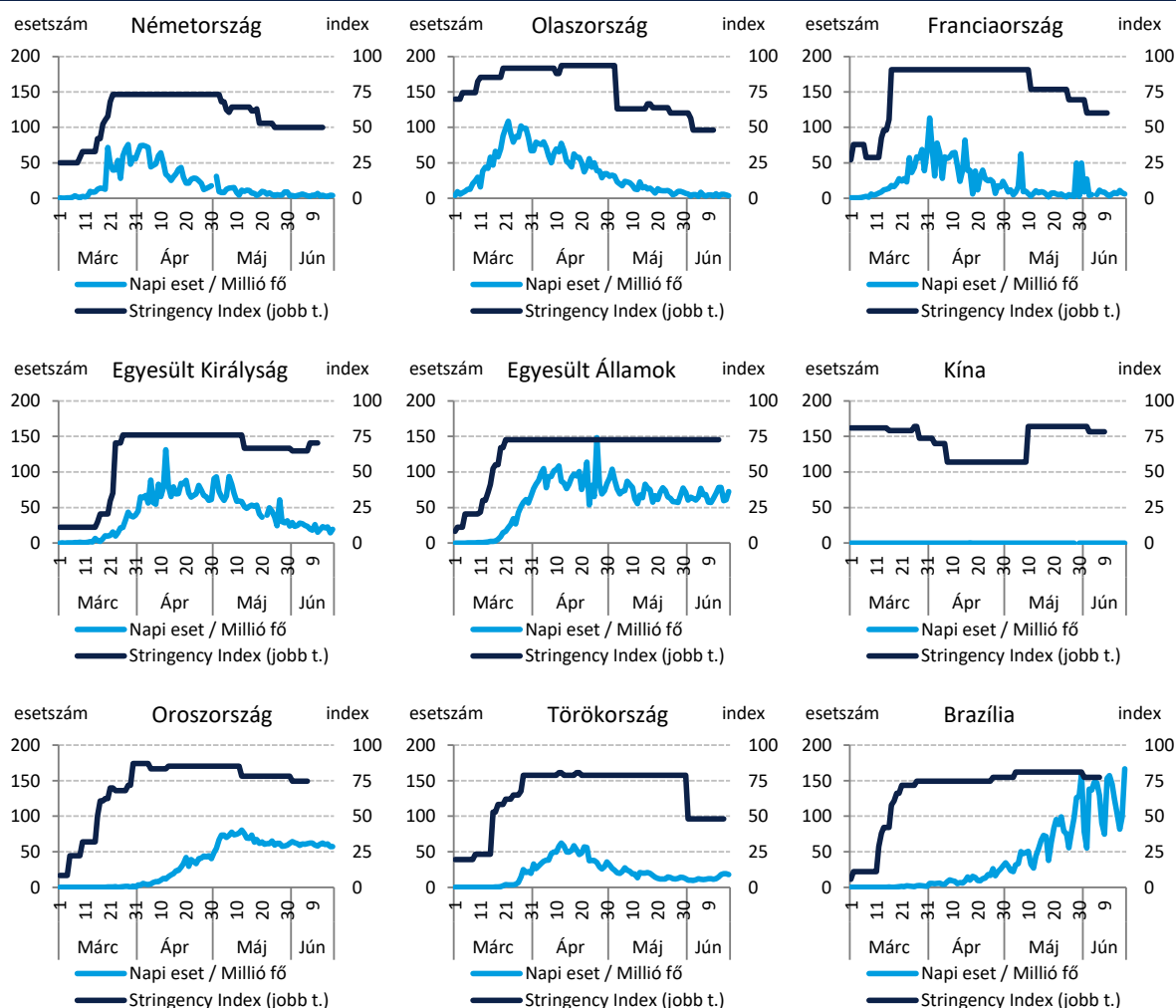
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács egy további alternatív pályát mérlegelt. A további versenyképességi reformok megvalósulását feltételező kockázati forgatókönyv magasabb aggregált termelékenységgel, így a gazdaság magasabb potenciális teljesítőképességével van összhangban. A magasabb potenciális növekedés mellett az alappályánál nagyobb GDP-növekedés nem emeli az inflációt.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

A gazdasági teljesítmény alakulását az elmúlt időszakban a koronavírus és annak megfékezésére hozott intézkedések határozták meg. A globális turizmus március közepén lényegében leállt. A nagy gazdaságok gazdasági teljesítménye 2020 első negyedévében már jellemzően mérséklődött, amit Európában az április-májusi konjunktúraadatok alapján még jelentősebb kontrakció követhet a második negyedévben. A járványgörbék laposodásával párhuzamosan az európai gazdaságok újraindítása megkezdődött. Ugyanakkor bizonyos feltörekvő gazdaságok (Brazília, India) jelentik a koronavírus terjedésének új gócpontjait, emellett az Egyesült Államok fertőzési görbéje továbbra sem enyhült érdemben. A koronavírus-járvány gyors terjedése a jegybankokat világszinten a monetáris kondíciók lazítására készítette. A globálisan meghatározó jegybankok közül a Federal Reserve újra nulla közelébe mérsékelte irányadó rátáját, emellett erőteljes mennyiségi lazításba kezdett és új hitelösztönző programokat indított. Az Európai Központi Bank likviditásnyújtó eszközökkel és új eszközvásárlási program indításával igyekszik mérsékelni a koronavírus negatív hatásait. Az erőteljes lazítás eredményeként mindkét jegybank mérlegfőösszege dinamikus ütemben emelkedett. A fejlett országok jegybankjaihoz hasonlóan a feltörekvő gazdaságok jegybankjai is jellemzően kamatsökkentést hajtottak végre. Emellett több jegybank eszközvásárlási programot indított, illetve új hiteleszközöket vezetett be a koronavírus járvány hatására kialakuló deflációs kockázatok mérséklése és a megfelelő likviditás biztosítása érdekében.

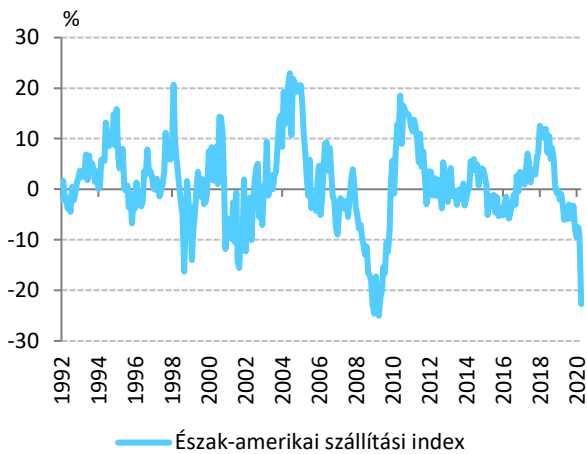
3-1. ábra: A COVID-19 megbetegedések száma és a vírus terjedésének lassítására hozott intézkedések szigorúsága



Megjegyzés: Esetszám a populáció arányában (millió fő). Az index 0 és 100 közötti értéket vehet fel.

Forrás: Johns Hopkins University, Hale és szerzőtársai (2020): Oxford COVID-19 Government Response Tracker, Blavatnik School of Government

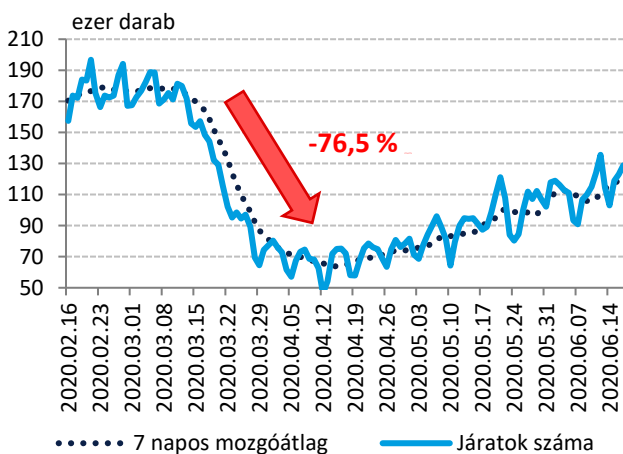
3-2. ábra: Az észak-amerikai szállítási index éves változása



Megjegyzés: Az észak-amerikai szállítási index Észak-Amerika földi, légi és hajózási áruszállítását foglalja magába.

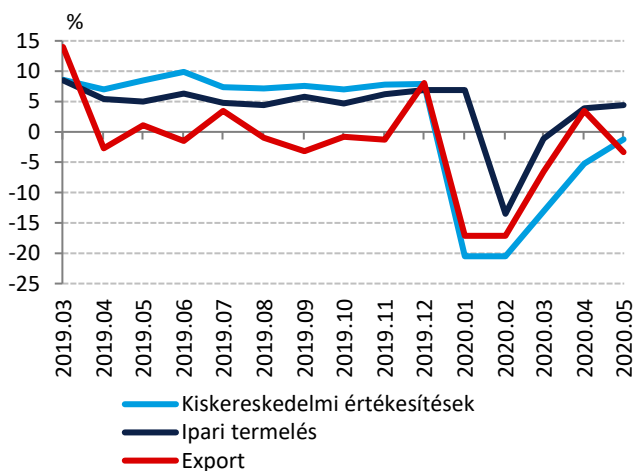
Forrás: Cassinfo

3-3. ábra: Globális repülőjáratok számának alakulása



Forrás: Flightradar24

3-4. ábra: Kínai makrogazdasági adatok éves változása



Forrás: Macrobond

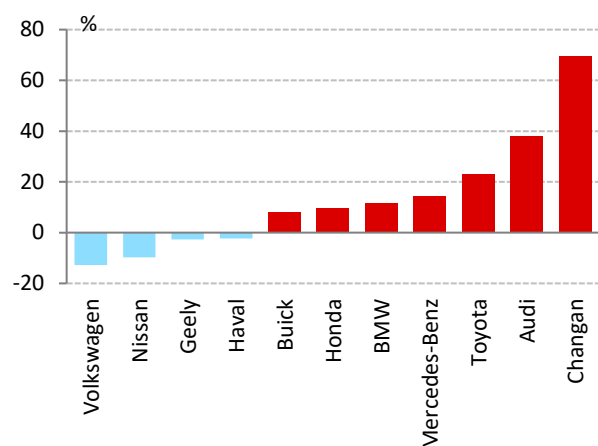
3.1.1. A nemzetközi konjunktúra alakulása

A gazdasági teljesítmény alakulását az elmúlt időszakban a **koronavírus** és annak megfékezésére hozott intézkedések határozták meg (3-1. ábra). A járvány a **világgazdaságot már legyengült állapotban érte**, negatív gazdasági hatásai az országok széles körében gyorsan megjelentek. Az észak-amerikai **teljes földi, légi és hajózási szállítást mérő index áprilisban 10 éves mélypontra tartózkodott, az esés közel 23 százalékos volt** 2019 áprilisához viszonyítva (3-2. ábra). A **globális turizmus március közepén gyakorlatilag leállt**. A repülőjáratok száma az év elejét jellemző közel 200 ezerről – az utazási korlátozások széleskörű bevezetését követően – meredeken zuhant. **Az április közepi mélypontra** – a teher- és utasforgalmat lebonyolító járatokkal együtt – mindössze **46 ezer gép közlekedett naponta, ami közel 80 százalékos visszaesést jelent az év elejéhez képest**. Az **elmúlt heteket a légitforgalom esetében fokozatos korrekció jellemezte, amiben a gazdaságok folyamatos újraindítása mutatkozik meg** (3-3. ábra).

A járvány kitörésének helyéül szolgáló **Kínában jelentkeztek először a koronavírus gazdasági hatásai**. A karanténok, üzletbezárások és gyárleállások következtében a kínai gazdaság teljesítménye érdemben visszaesett. **2020 első negyedévében a kínai GDP 6,8 százalékkal mérséklődött** az előző év azonos időszakához képest, ami az elmúlt 50 év leggyengébb teljesítménye. A kiskereskedelmi forgalom és a gépjárműregisztrációk száma a január-februári mélypontot követően áprilisban és májusban már javult (3-4. ábra). A kínai járműértékesítések esetében az európai márkák döntően jól teljesítettek az év első négy hónapjában (3-5. ábra). A gazdaság újraindítása következtében **az elmúlt hetekben a kapacitáskihasználtság emelkedett és a kínai konjunktúrahangulat javult, áprilisban az ipari termelés és az export is 3 százalék felett bővült** éves összevetésben. A kínai gazdasági teljesítmény javulása segítheti az európai konjunktúra helyreállítását a **termelési láncok fokozatos helyreállításán keresztül**.

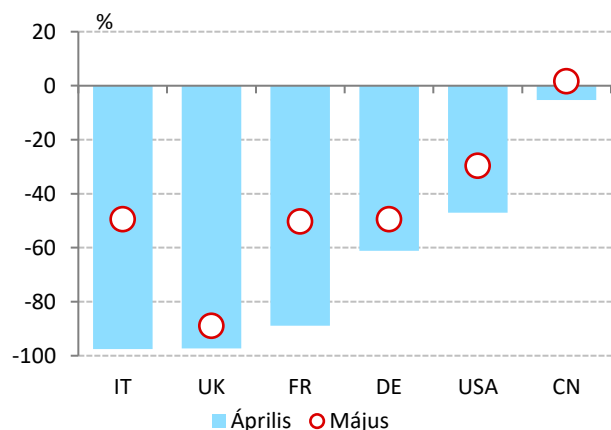
2020 első negyedévében az USA GDP-je enyhe ütemben, 0,3 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. A járvány március közepére az amerikai kontinens is elérte, amelynek gazdasági hatásai jelentősen visszafogták a lakossági fogyasztás dinamikáját, továbbá a privát beruházások is mérséklődtek az idei első negyedévben az előző év azonos időszakához képest. Az **Egyesült Államok meglehetősen későn hozott intézkedéseket**, melyek hiánya lehetővé tette először a legnagyobb gócpontoknak számító Washington államban és New York városában, majd az ország egész területén a vírus gyors terjedését. Az **ország fertőzési görbéjét továbbra sem sikerült ellaposítani**.

3-5. ábra: Kínai gépjárműértékesítések éves változása (2020. január-április)



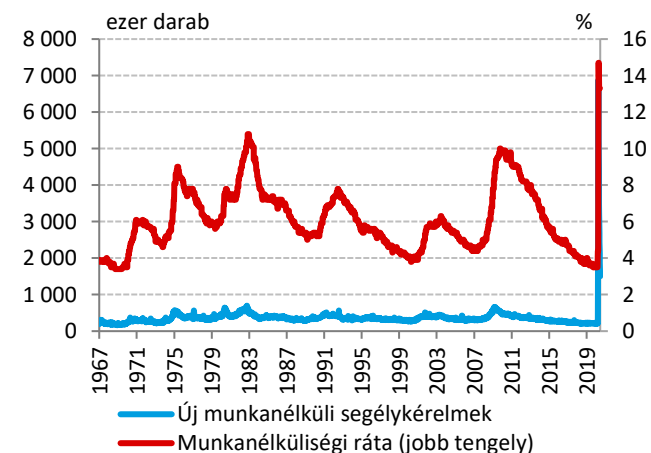
Forrás: Carsalesbase

3-6. ábra: A gépjármű-regisztrációk éves változása (2020. április-május)



Forrás: ACEA, Macrobond

3-7. ábra: A munkanélküli segélykérelmek és a munkanélkülségi ráta alakulása az Egyesült Államokban



Megjegyzés: A munkanélkülségi ráta a 16 év feletti korosztályt mutatja, szezonálisan igazított adatok alapján.

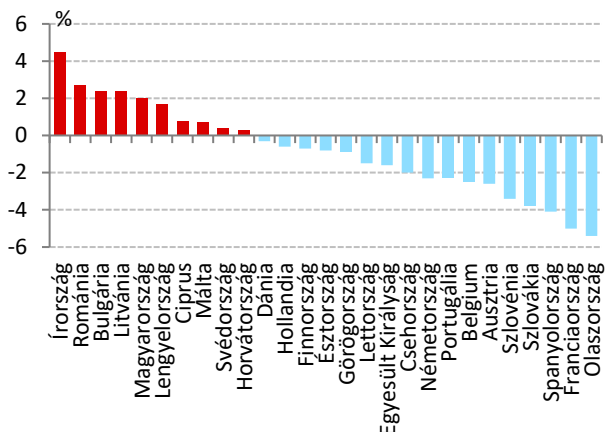
Forrás: Fred, U.S. Bureau of Labor Statistics

Májusban az amerikai ipari kibocsátás 15,3 százalékkal mérséklődött éves összevetésben. A kiskereskedelmi és vendéglátó-ipari értékesítések 2020 áprilisában 19,9 százalékkal csökkentek, az autóregisztrációk közel 50 százalékkal mérséklődtek az előző év azonos időszakához képest (3-6. ábra), míg a májust enyhébb visszaesés jellemezte. A járványhelyzet akut időszakában, az **április 28-ával záruló héten 6,867 millió új munkanélküli segélykérelmet nyújtottak be az USA-ban**, amire 1967 óta nem volt példa. **Május végére** folyamatos mérséklődést követően a benyújtott új kérelmek száma **1,9 millió alá csökkent**. Ezzel összhangban a 16 éven felüliek munkanélkülségi rátája áprilisban **14,7 százalékon tetőzött**, majd májusban enyhe csökkenéssel **13,3 százalékon alakult** (3-7. ábra).

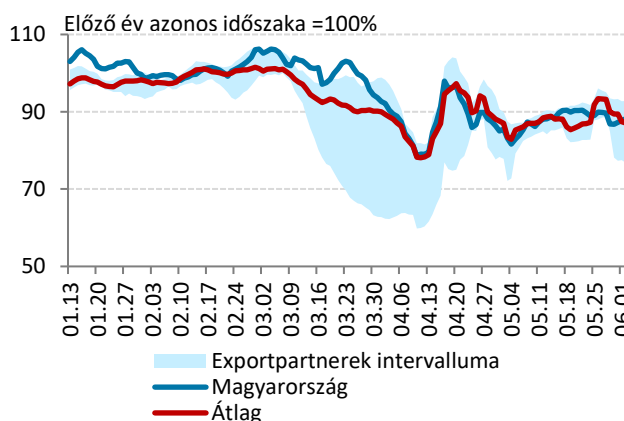
Jelenleg **egyes feltörekvő piacok (Brazília, India) jelentik a koronavírus terjedésének új gócpontjait**. Oroszországban és Törökországban 2020 első negyedében pozitív növekedési számokat láthatunk, Oroszország jelenleg is a fertőzési görbéje tetején tartózkodik.

A koronavírus következtében folyamatosan romló gazdasági helyzet **márciusra Európát is elérte**. Az **Egyesült Királyság** gazdasági teljesítménye 2009 negyedik negyedéve óta a legnagyobb mértékben, **1,6 százalékkal csökkent az idei első negyedévben** az előző év azonos időszakához képest (3-8. ábra). Az ipari ágazatok közül a **járműgyártás csökkent a legnagyobb mértékben**. A kiskereskedelmi forgalom közel 23 százalékkal esett, míg az **új gépjárműregisztrációk közel nullára zuhantak áprilisban**.

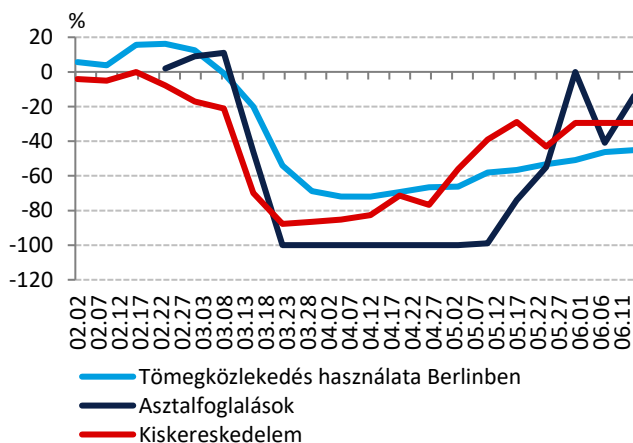
2020 első negyedében az **eurozóna 3,1, az EU 27 tagállamának gazdasága pedig 2,6 százalékkal zsugorodott** az előző év azonos időszakához képest. Az **EKB júniusi prognózisa szerint az eurózána gazdasági teljesítménye 2020 második negyedében érheti el mélypontját, az övezet GDP-je 13 százalékkal maradhat el az előző év azonos időszakához képest**. Azok az országok, amelyek a fertőzési görbe emelkedését megelőzően vezettek be szigorúbb korlátozásokat, a járványhelyzet teljes időtartamán keresztül képesek voltak laposan tartani a fertőzési görbéiket. A meredekebb görbékkel bíró országok ugyanakkor a fertőzés megállítására szigorúbb intézkedéseket voltak kénytelenek meghozni – az Oxford Stringency Index egyedül Olaszországban, Franciaországban és az Egyesült Királyságban haladta meg a 90-es értéket. A szigorúbb intézkedések jellemzően magasabb gazdasági áldozatokkal járnak, a kijárási korlátozásoknak különösen kitett turizmus-vendéglátás súlya a déli országokban a leginkább meghatározó. **Olaszország, Franciaország és Spanyolország első negyedéves GDP-csökkenésében már**

3-8. ábra: A 2020. első negyedévi GDP-növekedések éves változása


Megjegyzés: Szezonálisan és munkanaphatással igazított adatok alapján. Forrás: Eurostat

3-9. ábra: Az energiaterhelés éves változása a legnagyobb európai exportpartnereinknél 2020-ban


Megjegyzés: Exportpartnerek: Ausztria, Németország, Románia, Csehország, Olaszország, Szlovákia. Forrás: ENTSO-E alapján MNB

3-10. ábra: Németország magas frekvenciás indikátorainak éves változása 2020-ban


Forrás: Bloomberg

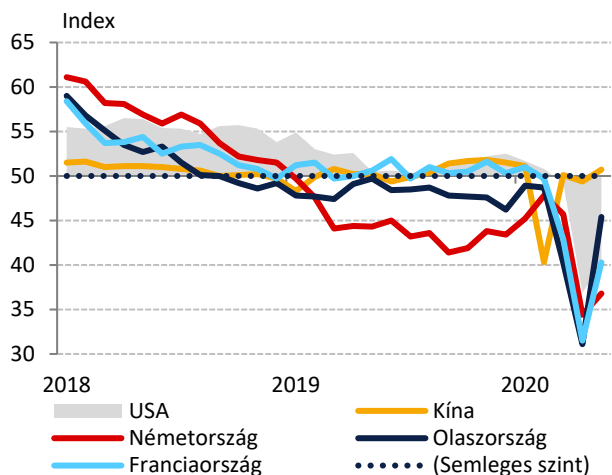
megjelent a koronavírus hatása. Az energiatermelés alapján legfőbb felvevőpiacaink a tavalyi kapacitásuk körülbelül 90 százalékán üzemelhetek június közepén (3-9. ábra).

Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, **Németország gazdasági teljesítménye** az utóbbi évek visszafogott növekedését követően **2020 első negyedévében 2,3 százalékkal mérséklődött.** A kijárási korlátozások bevezetése több szolgáltatói ágazatot is leállásra kényszerített. Az **ipari termelés jelentős léptékű visszaesésével** (-25,3 százalékek áprilisban) párhuzamosan érdemben csökkent az áruexport. A német autóipar az alternatív hajtásláncra való áttérés, valamint az uniós szabályozások szigorodása már az elmúlt években is megújulásra kényszerítette. **A koronavírus az autóipar kihívásait tovább erősítette, ami az ágazat helyreállítását lassíthatja.** A német kiskereskedelmi forgalom 6,5 százalékot esett áprilisban éves alapon, amihez az autóregisztrációk 61,1 százalékos csökkenése társult (3-6. ábra). **Június első két hetében a gazdasági indikátorok fokozatosan javulása látható** (3-10. ábra). Az elmúlt időszakban a német üzleti hangulat rendkívüli mértékben romlott, áprilisban már negatív rekordon állt, ezt májusban korrekció követte (3-11. ábra és 3-12. ábra).

Az **európai országok többségében a fertőzési görbék már a leszálló fázisban vannak.** A járványgörbék laposodásával párhuzamosan a kormányok **elkezdték a korlátozások fokozatos enyhítését.** Németországban április 20-tól, Olaszországban május 4-től, Spanyolországban és Franciaországban május 11-től indult meg a fokozatos visszarendeződés, amit a **Google mobility index lakosság aktivitására vonatkozó mutatószáma is alátámaszt** (3-13. ábra).

2020 első negyedévében is a **kelet-közép-európai régióból kerültek ki az EU leggyorsabban bővülő gazdaságai.** A járványhelyzetnek köszönhetően azonban a régiós országok közül **Szlovákia (-3,8 százalék) és Csehország (-2,0 százalék) GDP-je mérséklődött 2020 első negyedévében** az előző év azonos időszakához képest. Szlovákia gyenge teljesítményét elsősorban a járműipar visszaeső termelése magyarázta. Szezonálisan igazított adatok alapján **Romániában 2,7, Lengyelországban 1,7 százalékos növekedést regisztráltak,** amit jelentős **pozitív áthúzó hatások** is támogattak. A régiós országok esetében a **fertőzési görbék relatíve laposan alakultak,** így a korlátozások feloldása ezekben az országokban is megkezdődött.

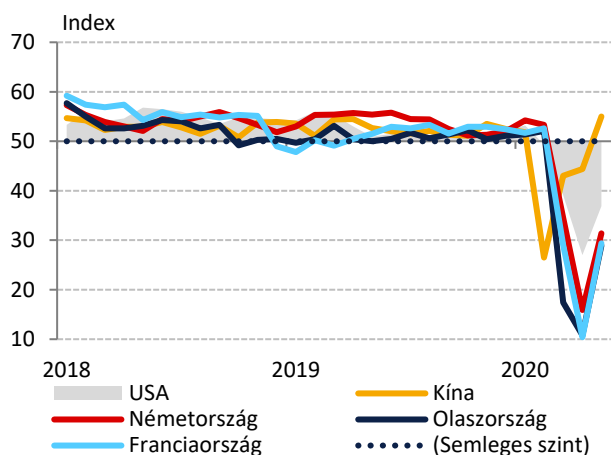
3-11. ábra: A feldolgozóipari PMI alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Bloomberg

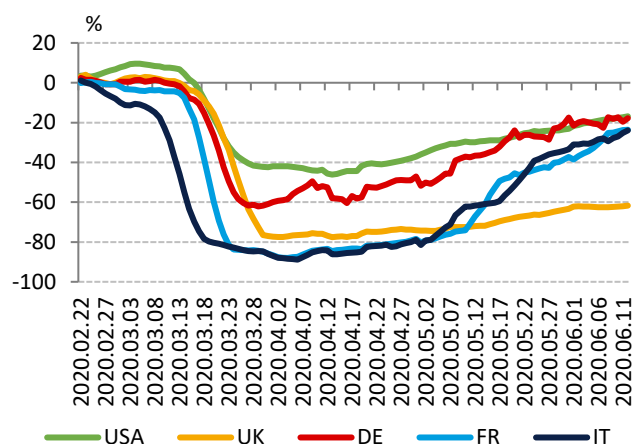
3-12. ábra: PMI alakulása a szolgáltatászektorban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Bloomberg

3-13. ábra: A Google mobility index alakulása (kereskedelem, vendéglátás)



Megjegyzés: Az ábrán 7 napos mozgóátlagok szerepelnek.

Forrás: Google

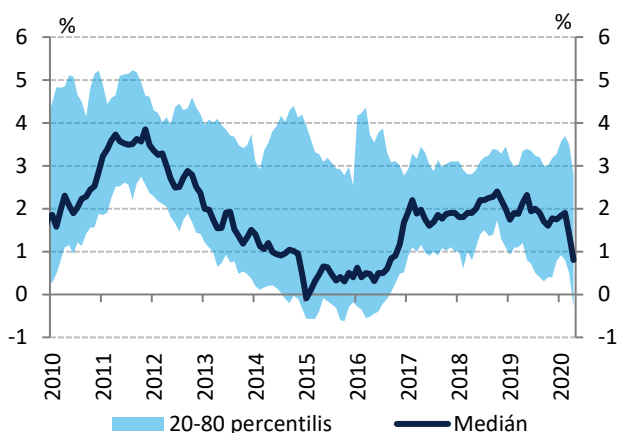
3.1.2. Nemzetközi monetáris politikai, inflációs és pénzügyi folyamatok

A **globális infláció** az elmúlt hónapokban **csökkent** (3-14. ábra). Az **Egyesült Államok, Japán és az eurozóna inflációs rátája elmarad a jegybanki céltől**, míg – Törökország kivételével – a többi fejlett és feltörekvő gazdaság esetében az infláció változatlanul a jegybanki célértékek körül alakult. (3-15. ábra).

A **Federal Reserve a koronavírus terjedésének hatására március óta 150 bázisponttal mérsékelte irányadó rátáját**, hogy lazítsa a monetáris kondíciókat. Az állampapír-piac stabilizálása érdekében először egy 750 milliárd dollár összértékű, majd egy nyíltvégű, korlátlan eszközvásárlási programot hirdetett a központi bank. A bankközi likviditás biztosítása céljából 1000 milliárd dollár értékben kínál repókat (fedezett hitelek) a jegybank, hogy a vállalati és lakossági hitelek költsége alacsony maradjon. Emellett számos, összesen hozzávetőleg 700 milliárd dollár összértékű program indult a pénzügyi részpiacok működésének támogatására, amelyek keretében a jegybank megvásárolja vagy fedezetként befogadja az értékpapírokat. Ezen felül a Fed áprilisban a közép vállalkozások támogatása érdekében új hitelprogramot indított (Main Street Lending Program), amelynek keretében 600 milliárd dollár értékig vásárol a program keretében folyósított hitelek a kereskedelmi bankoktól. Az erőteljes lazítás eredményeként a Fed mérlege március eleje óta megközelítőleg 3000 milliárd dollárral emelkedett. A jegybank megítélése szerint a koronavírus-járvány miatt kialakult közegészségügyi válság számottevően fogja befolyásolni az infláció és a foglalkoztatás alakulását rövid és középtávon egyaránt. Az előretekintő iránymutatás alapján a jegybank egészen addig nem változtat az irányadó rátán, ameddig nem lesz biztos a teljes foglalkoztatási és árstabilitási céljainak elérésében. Júniusban a Fed bejelentette, hogy elkezdti a vállalati kötvények vásárlását, valamint frissítette másodpiaci kötvényvásárlási programjának kereteit. Az utóbbi keretében a Fed egy meghatározott kötvényportfólió arányában fog vállalati kötvényeket vásárolni, az eddigi vállalati kötvényre specializálódott ETF-eken túl.

A **japán jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott a kamatkondíciókon**, ugyanakkor márciusban az eszközvásárlási programja keretében folytatott ETF vásárlások évi 6 ezer milliárd jenes keretösszegének megduplázásáról döntött, azaz mostantól a japán jegybank évi 12 ezer milliárd értékben vásárolhat ETF-eket. Emellett a jegybank új, vállalat finanszírozási művelet bevezetéséről is döntött, valamint 2 ezer milliárd jennel növelte a vállalati kötvényekre és adósságlevelekre vonatkozó vásárlási

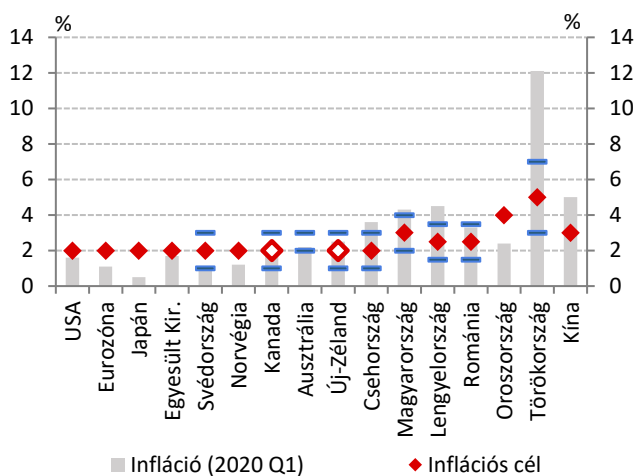
3-14. ábra: Globális inflációs folyamatok



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

Forrás: OECD

3-15. 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

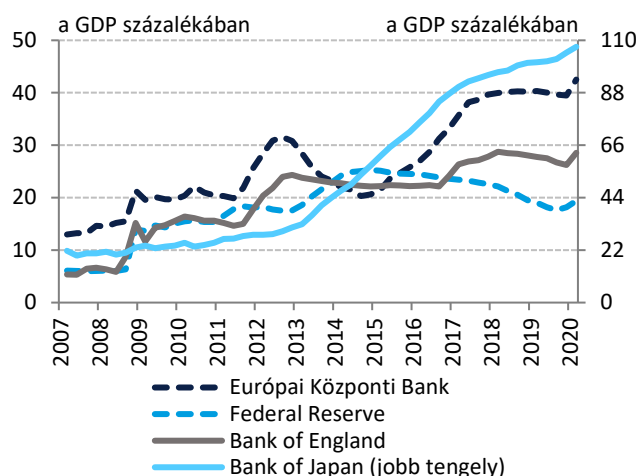
keretösszegét. A jegybank továbbá áprilisban eltörölte a japán állampapírokra meghatározott éves maximális vásárlási keretösszegét, amely eddig évi 80 ezer milliárd jen volt, azaz a jegybank korlátlanul vásárolhat japán állampapírokat annak érdekében, hogy a 10 éves hozamot 0 százalék közelében tartsa. Ezen felül, májusi kamatdöntő ülésén a jegybank új, kkv-kat célzó hiteleszköz bevezetéséről döntött. Az új hiteleszköz keretében a kkv-k 0 százalékos kamattal juthatnak maximum 1 éves futamidejű hitelekhez. Júniusban a jegybank a korábban, a koronavírus járvány kitörése óta hozott újabb, a vállalatok finanszírozási feszültségeit oldó eszközök nominális keretösszegét 110 ezer milliárd jenne emelte.

A Bank of England döntéshozói az elmúlt időszakban két lépésben, összesen 65 bázispontos kamatcsökkentést hajtottak végre, ezzel az irányadó ráta 0,1 százalékra csökkent. A jegybank emellett egy kkv-kat hitelező program (TFSME) bevezetéséről döntött, melynek mértéke a résztvevő bankok hitelállományának 10 százaléka lehet. A jegybank elindított egy korlátlan keretösszegű vállalatfinanszírozási programot (CCFF) is, melynek során a jegybank közvetlenül vásárolja meg a vállalatok által kibocsátott rövid lejáratú kötvényeket. A likviditás növelése érdekében a jegybank 0 százalékra csökkentette az anticiklikus tőkepuffert, valamint rugalmas repoeszköz (CTRF) alkalmazásáról is döntött. A jegybank az eszközvásárlási programját 200 milliárd fonttal bővítette, melynek során államkötvényeket és vállalati kötvényeket vásárol. A jegybank legfrissebb, májusi előrejelzése szerint 2020-ban a koronavírus miatt idén akár 14 százalékkal is zsugorodhat a gazdaság. A visszaesést gyors fellendülés követheti, így 2021-re 15 százalékos bővüléssel számol a jegybank. A Bank of England júniusban eszközvásárlási programját további 100 milliárd fonttal bővítette annak érdekében, hogy alacsonyan tartsa a kormányzati forrásbevonás költségét.

A kínai jegybank március óta tovább csökkentette az egyéves benchmark hitelkamatlábát, amely ezzel 3,85 százalékra csökkent. A középtávú jegybanki hitelkamatot és a hét és a tizennégy napos fordított repo műveletek rátáját is csökkentette a PBoC. A kínai jegybank továbbá arról is döntött, hogy mérsékli a bankok által a kötelezőn felül tartott többlettartalékok után járó kamat mértékét. A többlettartalékokra április 7-től 0,72 százalék helyett 0,35 százalékot fizet a jegybank.

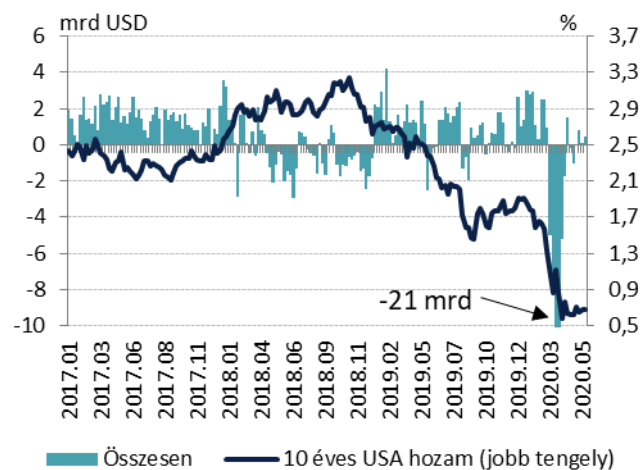
Az elmúlt negyedévben jelentősen javult a globális pénzügyi hangulat, a volatilitás mérséklődött, a részvényindexek emelkedtek. A koronavírus miatti pénzügyi feszültség március közepén csúcspontot ért el, ezt

3-16. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



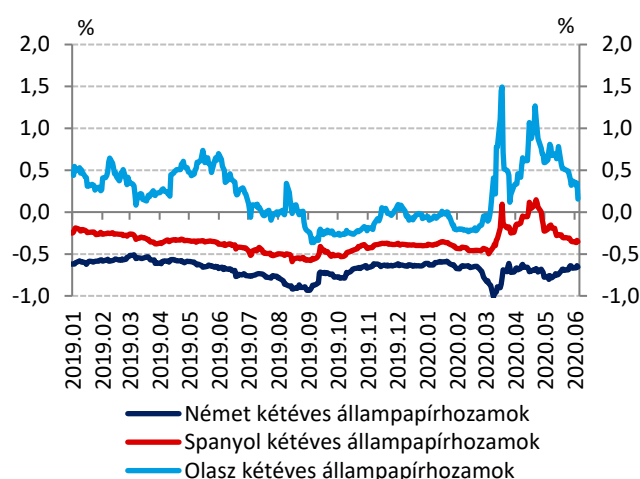
Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

3-17. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozam alakulása



Forrás: EPFR, Bloomberg

3-18. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok



Forrás: Bloomberg

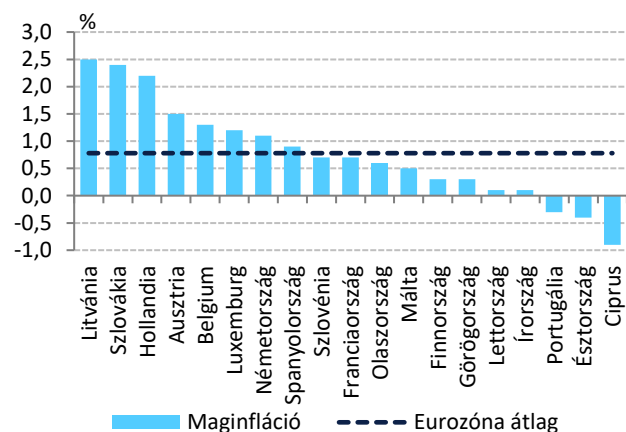
követően fokozatos megnyugvás volt tapasztalható a pénzügyi piacokon. Ez tükröződött abban is, hogy a részvénypiaci és a kötvénypiaci volatilitás is jelentősen mérséklődött. Mindehhez hozzájárultak a vírus enyhítését célzó fiskális és monetáris intézkedések, a korlátozó intézkedések fokozatos feloldása. A kedvező hangulatban a fejlett és a feltörekvő részvényindexek is számottevően, 30-40 százalékkal emelkedtek. A devizapiacra a dollár gyengülése volt jellemző, ami szintén a kockázatvállalás felerősödéséhez kötődhetett. A fejlett piaci kötvényhozamok 20-40 bázisponttal mérséklődtek, amit a jegybankok eszközvásárlási programjai is támogattak (3-17. ábra). Az olasz kötvényhozamok az EKB június eleji döntését követően napon belül 15-20 bázisponttal csökkentek. A kockázatos eszközök iránti kereslet is növekedett az elmúlt időszakban, ami azt eredményezte, hogy a márciusi és az áprilisi jelentős tőke kivonást követően májusban már a feltörekvő piaci kötvényalapok is tőkebeáramlást könyveltek el. A kötvényhozamok így a feltörekvő piacokon is mérséklődtek, továbbá a felárak is csökkentek (3-18. ábra).

Tartósan laza monetáris politikát vár a piac fejlett jegybankoktól a kedvezőtlen gazdasági kilátások miatt. A piaci árazásokból az rajzolódik ki, hogy a Fed a jelenlegi kamatszintet körülbelül három évig tartja, ezt követően kezdi csak meg a kamatemeléseket. Március közepén még egy korábbi időpontra, 2021 végére várta a piac az első kamatemelést. Az EKB-val kapcsolatos várakozások hasonlóak, a piaci árazások alapján a jelenlegi kamatkondíciók 2023 közepéig maradhatnak fenn. Ez szintén lazább kondíciókat jelent a márciusban vártnál, akkor a piac 2022 tavaszára várta az első kamatemelést.

Az elmúlt időszakban jelentősen csökkent az infláció az euroövezetben, az övezet egészét tekintve májusban 0,1 százalékos volt a fogyasztói árak emelkedési üteme. A fogyasztói ár-index a tagállamok többségében a jegybanki cél alatt alakult, mindössze Szlovákiában volt ennél magasabb infláció áprilisban. A maginfláció a februári 1,2 százalékról májusra 0,8 százalékra mérséklődött (3-19. ábra). Tagállami szinten vizsgálva az országok többségében mérséklődött a maginfláció az elmúlt időszakban, Észtország, Portugália és Ciprus esetében pedig a maginfláció negatív tartományba süllyedt.

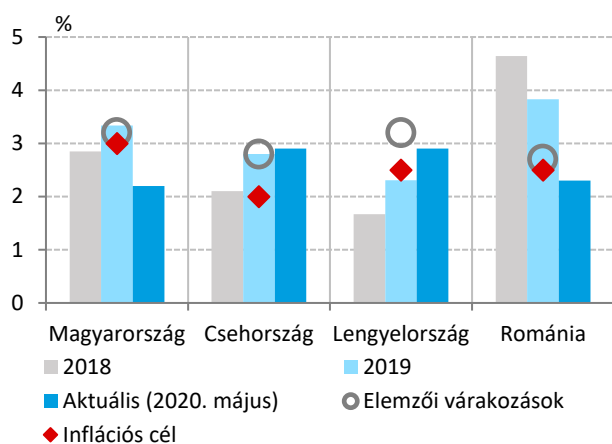
Az EKB Kormányzótanácsa márciusi kamatlétségi ülésén változatlanul hagyta az irányadó rátákat, ugyanakkor egyéb eszközökkel lazított a monetáris kondíciókon. Az EKB több lépésben növelte az euroövezeti bankrendszer forrásellátottságát, megakadályozva a pénzügyi piacok befagyását és a hozamok emelkedését: a jegybank enyhített a célzott refinanszírozási műveleteinek (TLTRO III)

3-19. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2020. május)



Forrás: Eurostat

3-20. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások



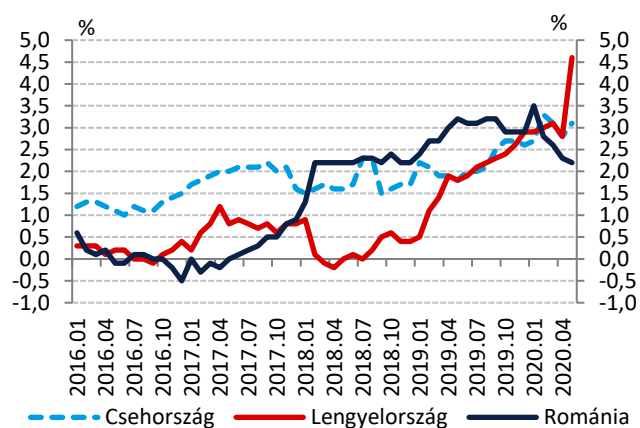
Megjegyzés: Az elemzői várakozások 2020 éves átlagára vonatkoznak. Forrás: OECD, Trading Economics, National Institute of Statistics Romania, Consensus Economics

paraméterein, így a bankok kedvezőbb kamatok mellett jutnak forráshoz, illetve az EKB új, hosszabb távú refinanszírozási műveletek (Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operations – PELTRO) indításáról is döntött. Az új eszköz célja, hogy biztosítsa az euroövezet bankrendszerének likviditásellátottságát és simítsa a pénzügyi piacokon jelentkező feszültségeket. A PELTRO 7 addicionális tendert foglal majd magába és a hitelek 2021 július és szeptember között fokozatosan futnak majd ki. Ezen felül az EKB eszközvásárlásait is jelentősen növelte: az idei évre addicionális, 120 milliárd euro eszközvásárlást jelentett be, a jelenlegi havi 20 milliárd euro értékű vásárlások mellett. Ezen felül az EKB egy új, 750 milliárd euro keretösszegű eszközvásárlási programot is indított (PEPP – Pandemic Emergency Purchase Programme) célzottan a járvány hatásainak ellensúlyozására. Ezen program esetében az EKB feloldotta azt a szabályt is, hogy az egyes tagországok által kibocsátott kötvényállománynak csak 33 százalékát vásárolhatja meg. Júniusi kamatdöntő ülésén az EKB 600 milliárd euróval kibővítette a márciusban indított PEPP programját, ezzel a PEPP teljes keretösszege 1250 milliárd euróra emelkedett. Az EKB a vásárlások időbeli horizontját is kitolta, az eddigi 2020 év vége helyett legalább 2021 júniusáig, vagy mindaddig folytatódnak a vásárlások, míg a koronavírus negatív hatásai jelen lesznek. A PEPP keretében vásárolt lejáró értékpapírok legalább 2022 végéig újrabefektetésre kerülnek. A jegybank lépései következtében az EKB mérlegfőösszege 950 milliárd euróval emelkedett március eleje óta.

A jegybank az értékpapírvásárlási program keretében vásárolt értékpapírok tőkeösszegét újra befekteti jóval azt követően is, hogy megkezdte az irányadó kamatok emelését. A Kormányzótanács kiemelte a jelentősen laza irányultság tartós fennmaradásának szükségességét, mivel mind az aktuális, mind az előrejelzett infláció elmarad a céltól.

A régió országait tekintve a fogyasztói árak emelkedésének üteme mérséklődött, ugyanakkor továbbra is az inflációs célok közelében tartózkodik (3-20. ábra). Lengyelországban az infláció januárban tetőzött 4,7 százalékon, majd ezt követően fokozatos mérséklődés volt megfigyelhető. Csehországban a fogyasztói árak februárban 3,7 százalékkal emelkedtek, majd fokozatos csökkenésnek indultak, májusra 2,9 százalékra lassult az infláció. Romániában az infláció január óta csökkent és tartósan a toleranciasávon belül alakult, májusban 2,3 százalék volt a fogyasztói árak emelkedési üteme. A maginfláció Magyarországon és Romániában mérséklődött, míg Csehországban és Lengyelországban emelkedett (3-21. ábra).

3-21. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban



Forrás: Eurostat

A cseh jegybank döntéshozói március óta 3 lépésben 0,25 százalékra csökkentették az irányadó rátát a koronavírus kedvezőtlen gazdasági hatásaira válaszul. A cseh jegybank ezen felül likviditásbővítő intézkedéseket is eszközölt. A cseh jegybank legfrissebb előrejelzésében az idei évben 8 százalékos visszaesssel számol, amelyet 2021-ben 4 százalékos növekedés követhet.

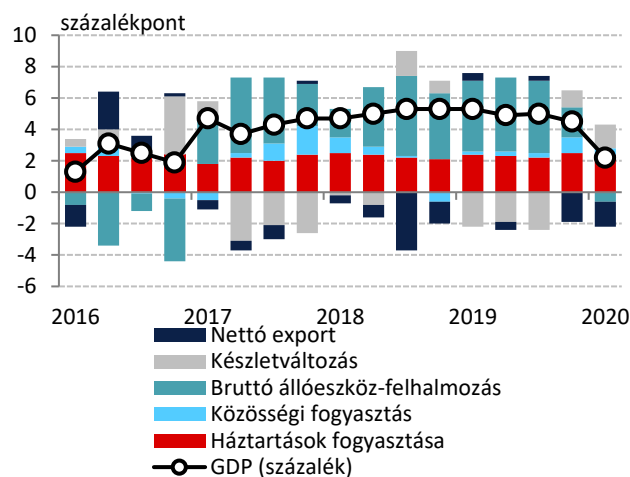
A lengyel jegybank döntéshozói március óta 3 lépésben 1,5-ről 0,1 százalékra csökkentették az irányadó rátát. A lengyel jegybank emellett repo műveleteket is folytat, illetve új hiteleszköz bevezetéséről is döntött, amely kedvező kondíciók mellett nyújt refinanszírozási hitelt a bankoknak vállalatok hitelezésére. Továbbá a jegybank nagyvolumenű kötvényvásárlási programot is indított. A jegybank megítélése szerint az év elején a gazdaság helyzete még viszonylag kedvezően alakult, de éves bázison a GDP növekedés így is lassult. Azóta a gazdasági aktivitást mérő indikátorok romlottak.

A román jegybank döntéshozói az elmúlt negyedévben két lépésben, 2,5 százalékról 1,75 százalékra mérsékeltek az irányadó rátát. Az év első két hónapjában a növekedés még robusztusan alakult, 2020 első negyedévében 2,7 százalékra lassult a gazdaság az előző negyedév 4,3 százalékos növekedéséhez képest. A jegybank új előrejelzése alapján az inflációs ráta 2020 második negyedévében mérsékelten csökken. Ezt követően az infláció az év második felében a toleranciasáv felső részébe emelkedik, majd az előrejelzési horizont végéig az inflációs cél körül alakul.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A hazai gazdaság 2020 első negyedében 2,2 százalékkal, az európai országok élmezőnyében bővült. A koronavírus-járvány gazdasági hatásai márciusban jelentkeztek hazánkban, ami így az első negyedéves növekedési számokat csak mérsékelten befolyásolta. A koronavírus okozta különleges helyzetben kiemelt jelentőséggel bír a gazdasági teljesítmény folyamatos monitorozása és a legszélesebb információs bázis használata. A naprakész információval szolgáló magas frekvenciás adatok szerint a gazdasági teljesítmény áprilisban érthette el a mélypontját, azóta a gazdasági helyreállítás fokozatosan megindult.

3-22. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás

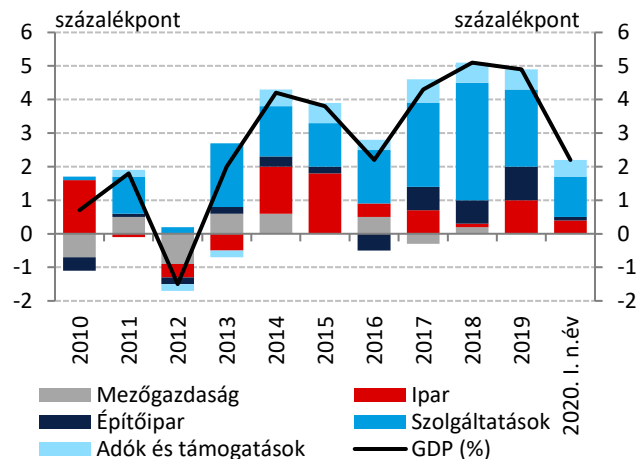


Megjegyzés: A közösségi fogyasztás tartalmazza a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokat. Forrás: KSH

2020 első negyedében a bruttó hazai termék 2,2 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, negyedéves összehasonlításban 0,4 százalékkal zsugorodott a GDP. Magyarország az Európai Unió növekedési rangsorában előkelő helyet foglal el, a koronavírus hatásainak köszönhetően számos európai ország GDP-je már az első negyedévben mérséklődött. Felhasználási oldalról a gazdasági növekedést a háztartások fogyasztása és a pozitív készletváltozás támogatta (3-22. ábra), míg a nemzetgazdasági beruházások és a nettó export visszafogták a GDP bővülését.

Termelési oldalon a nemzetgazdasági ágazatok többségének teljesítményében már megjelent a koronavírus gazdasági hatása (3-23. ábra). Az információ és kommunikáció szektor hozzáadott értéke élénk ütemben bővült (8,8 százalék), amit a március hónapban széleskörűen elterjedő otthoni munkavégzés és digitális oktatás is magyarázhatott.

3-23. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása



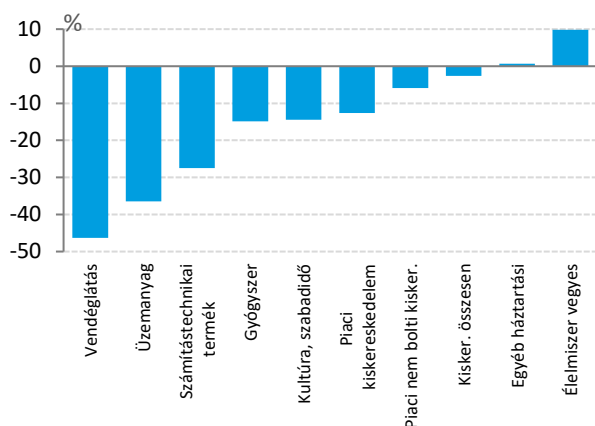
Forrás: KSH

A szolgáltatások forgalomkiesésének akut szakasza március közepétől április végéig tarthatott, ugyanakkor az utána következő időszakban széles körben a forgalom visszarendeződését tapasztaltuk.

A kijárási korlátozások és a határzárak következtében március eleje óta nagymértékben visszaesett a turisztikai kereslet. A legnagyobb mértékű bevételekiesést elszenvedő turizmus és vendéglátás forgalma is enyhén erősödni tudott májusban, ugyanakkor továbbra is mindössze a márciusi eleji érték 60 százaléka közelében alakul. A koronavírus gazdasági hatásainak következtében az ágazat teljesítménye várhatóan csak lassabban térhet vissza a korábbi szinthez a korlátozások fokozatos feloldásával és a határok megnyitásával párhuzamosan. A belföldi turisztikai kereslet az elkövetkező időszakban gyorsabban helyreállhat, ugyanakkor a nemzetközi turizmus kilábalása akár évekig is eltarthat, amit a koronavírus következtében megváltozó fogyasztási és utazási szokások is befolyásolhatnak.

A járvány hazai kitörésének és elterjedésének hatására a kiskereskedelmi és gyógyszerértékesítések március első felében jelentősen emelkedtek, amit készletfelhalmozás és pánikvásárlások is magyaráztak. Áprilisban már érdemi csökkenés volt megfigyelhető a nem élelmiszer-kiskereskedelmi üzletek széles körében, ugyanakkor a csomagküldő és internetes kiskereskedelmi forgalom 104

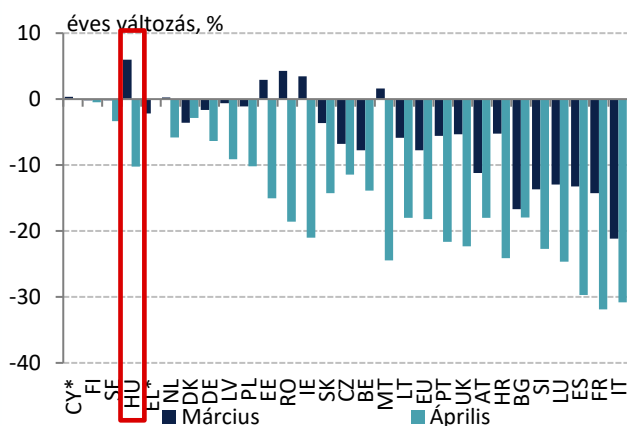
3-24. ábra: A bolti kiskereskedelem és vendéglátás forgalomváltozása, május



Megjegyzés: Az előző év azonos időszakához képest.

Forrás: KSH

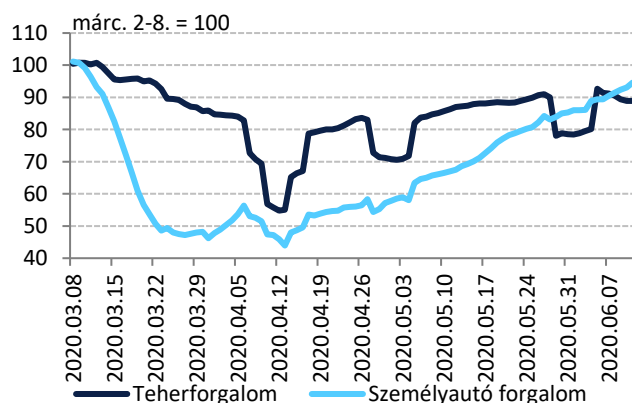
3-25. ábra: A kiskereskedelmi forgalom éves növekedése az Európai Unióban március és április hónapokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján. *Áprilisra nem áll rendelkezésre adat.

Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás.

3-26. ábra: Közúti forgalom változása a bázisidőszakhoz képest



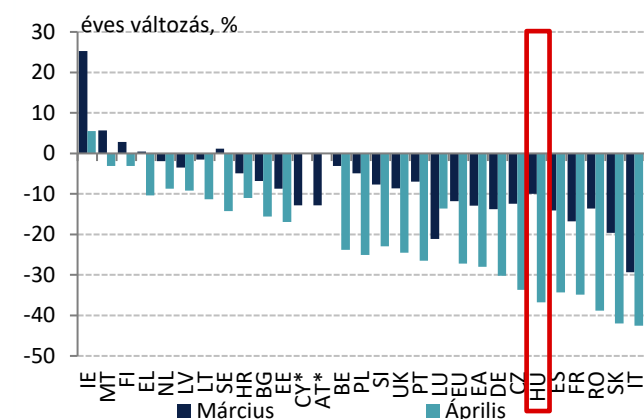
Megjegyzés: Hét napos mozgóátlagot használva.

Forrás: NÚSZ Zrt. Üzleti Intelligencia

százalékkal emelkedett 2019 áprilisához képest. Májusban a teljes kiskereskedelmi forgalom volumene 2,6 százalékkal volt alacsonyabb (áprilisban -10,2 százalék), mint 2019 azonos időszakában. **A kiskereskedelmi ágazatok többségében megkezdődött a forgalom visszatérése**, az élelmiszer jellegű vegyes üzletek forgalma 9,8 százalékkal már meghaladta az egy évvel korábbi értéket. Lassabb helyreállítás várható ugyanakkor a vendéglátás (-46,3 százalék) esetében, valamint – a visszafogott személyautó-forgalommal összhangban – az üzemanyag (-36,5 százalék) és az információs és híradástechnikai termékek esetében továbbra is jelentős visszaesés látható (3-24. ábra). **Az eddig ismertté vált nemzetközi adatok alapján a magyar kiskereskedelmi forgalom visszaesése az átlagosnál kisebb mértékű volt.** A járvány által érintett március és április hónap átlagos teljesítménye -2,1 százalék volt hazánkban, mely a jelenlegi adatok alapján ezen két hónap átlagában a harmadik legerősebb európai kiskereskedelmi dinamika (3-25. ábra).

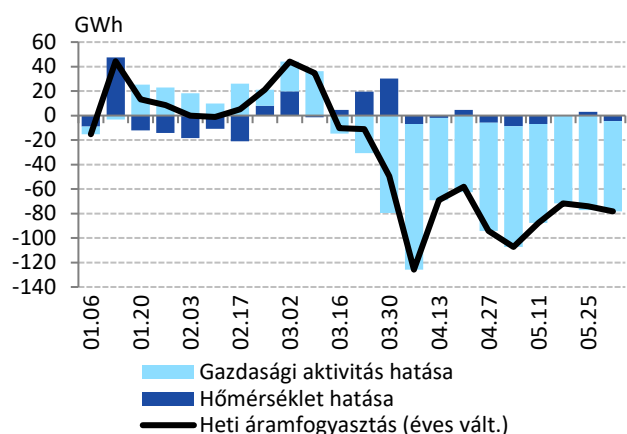
A **szállítmányozás ágazat** valós idejű teljesítményére szolgálhat információval a teherforgalom alakulása. A NÚSZ Zrt. Üzleti Intelligencia adatai szerint a közúti teherforgalom **áprilisban érthette el a mélypontját, amikor a március eleji átlagos érték 60-80 százalékan alakult.** Az adatokból látszik a forgalom május elejétől tartó folyamatos növekedése, mely a hónap közepére már 90 százalék környékére emelkedett (3-26. ábra). Az ágazat helyreállása az ipari termelés felfutásával összhangban vélhetően majd csak fokozatosan megy végbe, azonban a közúti teherforgalom visszarendeződése a koronavírus hazai elterjedését megelőző szintekre már a kilábalás első jeleire utalhat. A személyautó forgalom korábban történő és drasztikusabb visszaesése az otthoni munkavégzés széles körű alkalmazása, valamint a kijárási korlátozások eredménye.

Az ipari termelés a legnagyobb hazai járműgyárak leállításának és a világgazdasági kilátások érdemi romlásának eredményeként jelentősen csökkent áprilisban (-36,8%). Az ipar teljesítmény visszaesését Európa-szerte jellemzően a külpiacra termelő ágazatok csökkenése dominálta (3-27. ábra). **Az energiafogyasztási adatok arra engednek következtetni, hogy az ágazat termelésének fokozatos helyreállása elindult** (3-28. ábra). Ugyanakkor piaci információk alapján a legnagyobb autógyárak csak fokozatosan térhetnek vissza a teljes kapacitáskihasználásra. A termelés egyelőre több helyen nem teljes műszakban indult újra. Az ipari termelés helyreállítását alapvetően meghatározza a világgazdaság kilábalásának mintázata és üteme, a beszállítói láncokban elfoglalt hely, illetve a megváltozó fogyasztói trendek.

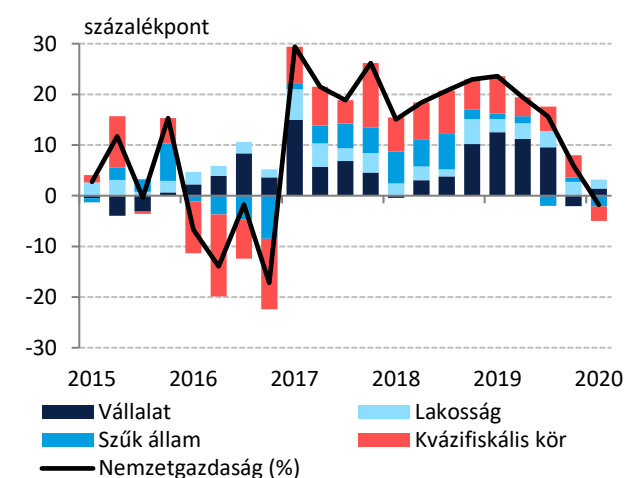
3-27. ábra: Az ipari termelés éves növekedése az Európai Unióban március és április hónapokban


Megjegyzés: Nyers adatok alapján. *Áprilisa nem áll rendelkezésre adat.

Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás.

3-28. ábra: Heti áramfogyasztás éves változásának alakulása


Forrás: ENTSO-E alapján MNB-becslés

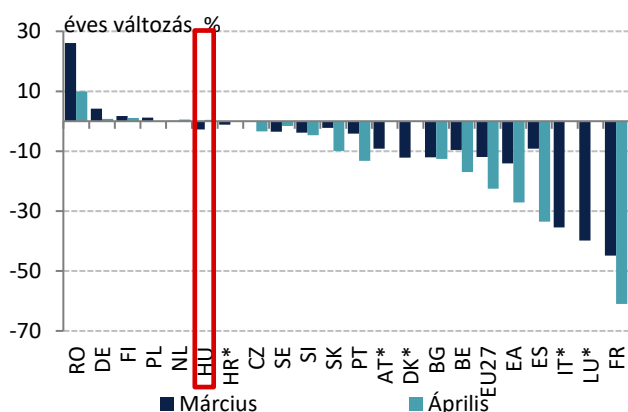
3-29. ábra: A beruházások éves változásának felbontása


Forrás: KSH

A nemzetgazdasági beruházások volumenének 2017 eleje óta tartó bővülése megállt az első negyedévben, az előző év azonos időszakához viszonyítva 1,8 százalékkal csökkent a beruházási aktivitás (3-29. ábra). Az építési beruházások volumene enyhén növekedett (+2,8 százalék), míg a gép- és berendezésberuházásoké csökkent (-7 százalék). Az építőipari termelés volumene 2020 áprilisában 2,1 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest. A két főcsoport közül az épületeké 1,4 százalékkal, az egyéb építményeké 2,8 százalékkal csökkent. A rendelkezésre álló európai adatok alapján a magyar építőipari termelés az élmezőnybe tartozik. Egyedül Románia esetében jegyezhetünk fel érdemi bővülést március-április átlagában (3-30. ábra). Áprilisban a megkötött új szerződések volumene 3,9 százalékkal emelkedett, a hó végi szerződésállomány volumene 15,4 százalékkal maradt el az egy évvel korábbtól. A rendelkezésre álló európai adatok alapján a magyar építőipari termelés az élmezőnybe tartozik. Csak Románia (9,9 százalék), Németország (0,8 százalék) és Finnország (0,8 százalék) esetében nőtt az építőipar termelése éves bázison áprilisban. Franciaországban volt a legjelentősebb visszaesés (-61 százalék), de az Egyesült Királyságban (-44 százalék) és Spanyolországban (-34 százalék) is érdemben mérséklődött az ágazat kibocsátása (3-30. ábra).

2020 első három hónapjában 4 775 új lakást adtak át, ami 30 százalékos emelkedést jelent az előző év azonos időszakához képest. Ugyanakkor a lakáspiaci ciklus kifutásával összhangban 2020 első negyedévében 27 százalékkal csökkent a kiadott építési engedélyek száma éves alapon. Előzetes adatok szerint folytatódott a lakásárak éves növekedési ütemének lassulása Országosan 12,3, Budapesten pedig 9,5 százalék volt az átlagos áremelkedés. A koronavírus-járvány terjedése és az ellene hozott intézkedések a piaci aktivitás hirtelen és drasztikus visszaesését eredményezték. Április folyamán érdemben kevesebb tranzakció valósult meg, mint 2019 ugyanezen időszakában, összhangban a kijárási korlátozásokkal és a lakosság jövedelmi helyzetének övező megnövekvő bizonytalansággal. Az áprilisban bekövetkező mélypont után májusban jelentősen élénkült a hazai lakáspiac, éves összehasonlításban ugyanakkor továbbra is jelentős a visszaesés (3-31. ábra). Budapesten 75, vidéken pedig 67 százalékkal több adásvétel valósult meg májusban, mint az előző hónapban. Éves összehasonlításban a fővárosi tranzakciószám 42, míg a vidéki 27 százalékkal alacsonyabb, mint a tavaly májusi. A májusi ingatlanárakban már megfigyelhető volt a koronavírus-járvány negatív hatása. Ezzel összhangban a lakásárak éves növekedési üteme mind Budapesten, mind pedig vidéken tovább lassult májusban.

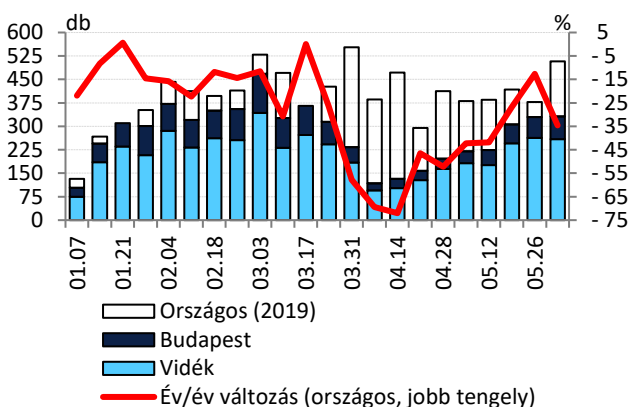
3-30. ábra: Az építőipari termelés éves növekedése az Európai Unióban március és április hónapokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján. *Áprilisra nem áll rendelkezésre adat.

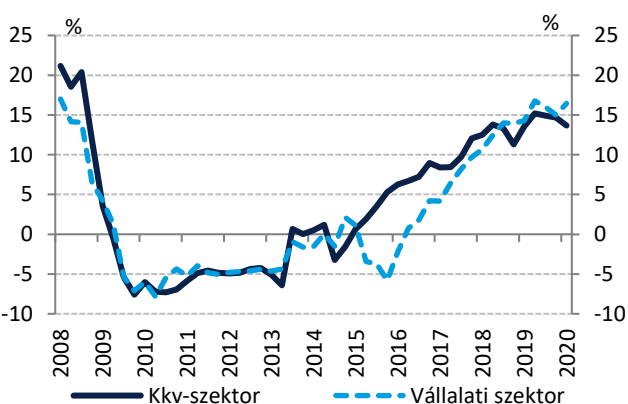
Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás.

3-31. ábra: Lakáspiaci közvetítők által bonyolított tranzakciók száma heti bontásban



Megjegyzés: Az átlátszó oszlopok a 2019-es országos tranzakciószámok. Forrás: MNB, Lakáspiaci közvetítői adatbázis.

3-32. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

A háztartási szektor hitelállományának éves bővülése meghaladta a 16 százalékot. A tranzakciók eredőjeként a háztartások hitelállománya a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben 238 milliárd forinttal nőtt, mellyel 16 százalékos növekedési ütem volt megfigyelhető 2020 első negyedévében. A dinamikus bővülést támogatta a korábban megkötött szerződések folyósítása, valamint március második felében a fizetési moratórium kapcsán visszaesett törlesztések. A lakáshitelezés egyelőre robusztus, de a személyi kölcsönök negyedéves kibocsátása már enyhe mérséklődést mutatott, részben a fedezetlen fogyasztási hitelek maximális THM-szintjével kapcsolatos termékfejlesztési leállás miatt. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok a negyedév során még nem tapasztalták a lakáshitelek iránti kereslet csökkenését, ellenben a fogyasztási hitelek esetében a bankok közel 40 százaléka érzékelte a visszaesést. A következő fél évre előre tekintve nettó értelemben vett 80 százalékok számít mérséklődő hitelkeresletre mindkét termék esetében. Az államilag támogatott hitelprogramok (CSOK, Babaváró hitel) ugyanakkor támaszt adhatnak a háztartási hitelezésnek a járvány miatt kialakult válság idején is.

Az első negyedévben tovább gyorsult a vállalati hiteldinamika (3-32. ábra). A vállalatok teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállománya 416 milliárd forinttal bővült a negyedév során, ezzel az éves növekedési ütem 16,5 százalékot tett ki. A kvv-szegmens hitelállománya előzetes adatok alapján közel 14 százalékkal nőtt éves összevetésben, melyet az NHP fix konstrukció keretében a negyedév során megkötött 71 milliárd forint értékű hitelszerződések is támogattak. A nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő bővülés mögött alapvetően egyedi, nagy volumenű ügyletek folyósítása, illetve a koronavírus-járvány gazdasági hatásainak mérséklése érdekében bevezetett törlesztési moratórium technikai hatása állt. A Hitelezési felmérés eredményei alapján a bankok csökkenő keresletről számoltak be a hosszú lejáratú, valamint a devizában denominált hitelek iránt. A következő fél évre előre tekintve továbbá vállalatméret-kategóriától függetlenül csökkenő kereslettel számol a bankok nettó értelemben vett 40 százaléka. Ennél is nagyobb arányban, a válaszadó bankok mintegy 80 százaléka számít az üzletiingatlan-hitelek iránti keresletcsökkenésre. Az ingatlanpiac helyzetével összhangban valamennyi szereplő az ingatlanberuházási kedv csökkenésével elmaradó hitelkeresletet feltételez a lakásprojektek esetében.

3-1 keretes írás: A lakossági vagyon és megtakarítási ráta két válságidőszakot megelőző években (2008-ban és 2019-ben)

Az elmúlt években a magyar háztartások fogyasztása dinamikusan bővült. 2013 óta a hazai lakossági fogyasztás volumene összességében 28 százalékkal emelkedett, amellyel hazánk az európai élmezőnyben foglal helyet (Románia és Izland után a harmadik). 2020 első negyedévében a lakossági fogyasztás továbbra is dinamikusan növekedett, ugyanakkor a **koronavírus és az ezzel járó korlátozások a lakossági fogyasztás átmeneti mérséklődését eredményezhetik**. A fogyasztás bővülése az elmúlt években a hazai gazdaság egyik növekedési motorja volt, a **gazdasági helyreállítás szempontjából kulcsfontosságú kérdés hogyan változik a fogyasztói magatartás**.

A 2008-2009-es válság a magyar lakosságot sérülékeny állapotban, alacsony tartalékok mellett érte. 2002 és 2007 között a lakosság fogyasztási kiadása összességében 25,9 százalékkal emelkedett (3-1. táblázat). Ugyanakkor a fogyasztás fenntarthatatlan szerkezetben ment végbe, a 2008-as válság előtti években a lakosság a rendelkezésre álló jövedelmének közel 90 százalékát fogyasztásra, mintegy 8 százalékát beruházásra fordította, miközben a megtakarítási ráta kifejezetten alacsonyan alakult. A fenntarthatatlan fogyasztásbővülés a lakosság túlzott és nem egészséges szerkezetben történő eladósodása mellett ment végbe. **A kilábalás időszakában lezajló mérlegkiigazítási folyamatok tartósan visszavetették a válság miatt egyébként is mérséklődő fogyasztást**. A háztartások fogyasztási kiadása (2005. évi átlagáron számolva) 2007-ről 2012-re több, mint 12 százalékkal mérséklődött.

3-1. táblázat: Fogyasztásbővülési időszakok összehasonlítása

2008 előtti fogyasztásbővülés				2020 előtti fogyasztásbővülés			
Év	Éves növekedés (% 2005. évi átlagáron)	Nettó pénzügyi vagyon ¹	Nettó megtakarítási ráta ²	Év	Éves növekedés (% 2005. évi átlagáron)	Nettó pénzügyi vagyon ¹	Nettó megtakarítási ráta ²
2002	7,9	64,2	3,4	2014	2,5	89,6	9,2
2003	8,5	62,1	0,1	2015	3,7	96,9	10,3
2004	1,8	62,1	2,3	2016	4,9	102,7	8,4
2005	2,8	65,5	4,1	2017	4,4	105,1	9,0
2006	1,8	67,6	3,3	2018	4,9	106,4	10,9
2007	1,0	68,2	0,6	2019	5,0	107,9	8,9
2008	-1,2	59,6	-0,2				
2002-2007	25,9			2014-2019 összesen	28,3		
2008-2012	-12,4			³ 2020-2022 összesen	7,3-8,0		

Megjegyzés: ¹A GDP százalékában, ²A rendelkezésre álló jövedelem arányában, ³MNB-előrejelzés.

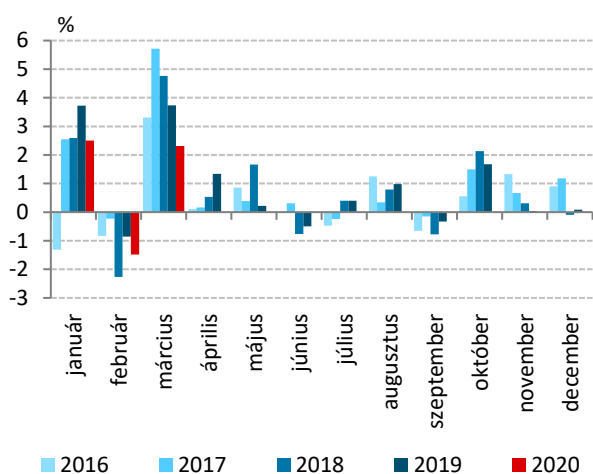
Forrás: KSH, MNB

Ezzel szemben az elmúlt időszakban a háztartások fogyasztása a rendelkezésre álló jövedelemmel összhangban növekedett. A fogyasztásbővülés egészséges szerkezetben, magas megtakarítási és beruházási ráta mellett valósult meg (3-1. táblázat). Ennek következtében a koronavírus okozta gazdasági visszaesés a lakosságot kedvező egyensúlyi helyzetben éri. **A háztartások nettó megtakarítása és nettó pénzügyi vagyon historikus csúcok közelében, nemzetközi összevetésben is kimagasló szinten alakult**, ami támasza lehet a fogyasztásbővülésnek és ösztönözheti a gazdasági kilábalást. A lakosság kedvező egyensúlyi pozíciója mozgásteret biztosít a koronavírus hatására romló gazdasági környezetben és növekedési tartalékot jelent az elkövetkező évekre.

3.3. Munkaerőpiac

A bérezési folyamatot meghatározó munkaerőpiaci feszesség a 2017. év eleji szintre esett vissza, amivel összhangban a bérdinamika egyes szolgáltató ágazatokban márciusra már jelentősen lassult. 2020 áprilisában a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma 4 millió 368 ezer főre mérséklődött, az állásukat elvesztők többsége – a koronavírus és a kijárási tilalom következtében – a munkanélküliek helyett az inaktívok számát emelte. Az állásvesztés a feldolgozóiparban és a szolgáltató szektorban dolgozókat egyaránt sújtotta. Májusban a vállalatok többsége az áprilisi hónapnál kisebb mértékben, de továbbra is létszámcsökkentést tervezett. A Google keresési tendenciák alapján az valószínűsíthető, hogy a munkanélküliség jelentősen emelkedik rövid távon, majd ezt követően csökkenésnek indul.

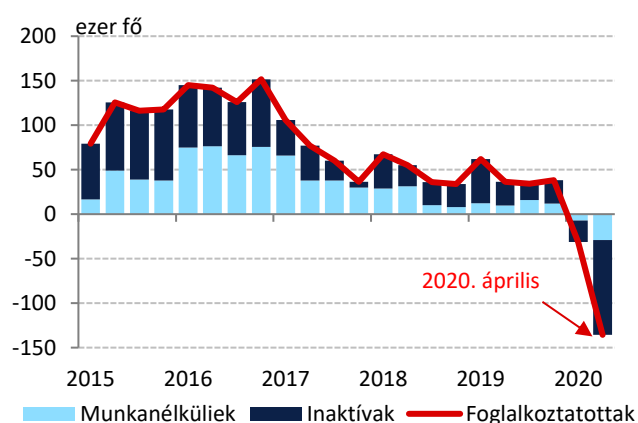
3-33. ábra: A rendszeres átlagkereset havi változása a versenyszférában



Megjegyzés: 2019-től KSH-becslés.

Forrás: KSH

3-34. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása



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

Forrás: KSH

3.3.1. Bérek

A bérek éves dinamikáját a koronavírus gazdasági hatásai az első negyedévben még csak kisebb mértékben érintették. A versenyszféra bruttó átlagkeresete 9 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférához köthető ágazatokat vizsgálva a **bérdinamika egyes szolgáltató ágazatokban márciusra már jelentősen lassult**. A leginkább érintett ágazatokban (szálláshely-szolgáltatás, vendéglátás; információ, kommunikáció; adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenység; egyéb szolgáltatás) az éves bérnövekedés 5 százalék alá került.

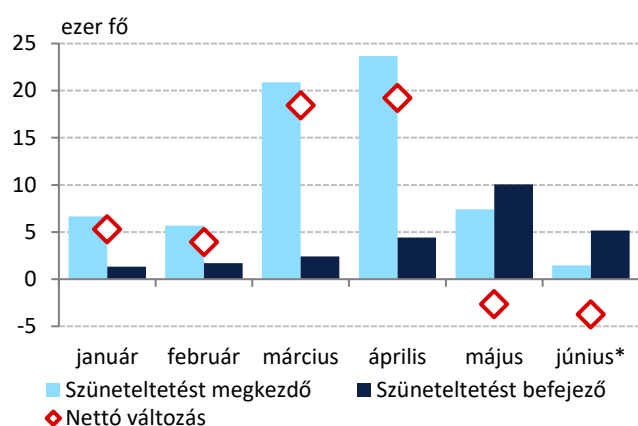
A vállalatok jellemzően évente egyszer változtatnak a béreken, ami döntően a prémiumkifizetéseket nem tartalmazó rendszeres kereset márciusi emelkedésében jelenik meg. **Az idei évben a rendszeres átlagkereset havi emelkedése érdemben elmaradt az előző években regisztrált értékektől** (3-33. ábra). A mérsékeltebb béremelések következtében a rendszeres kereset 7,4 százalékra lassult a versenyszférában éves alapon.

A járvány miatt a vállalati felmérések alapján a cégek egy része a bérek csökkentését tervezi vagy már meg is valósította a második negyedévben. A munkavállalók alkupozícióját gyengíti, hogy a **bérezési folyamat meghatározó munkaerőpiaci feszesség a 2017. év eleji szintre esett vissza** már az első negyedévben.

3.3.2. Foglalkoztatás és munkanélküliség

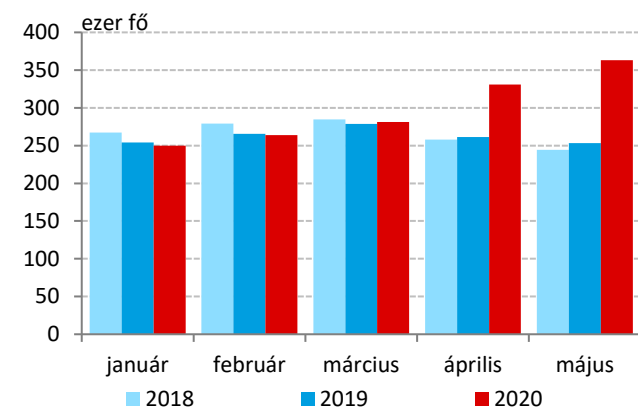
A Munkaerő-felmérés szerint az áprilisi hónapot a koronavírus-járvány munkaerőpiaci következményei az előző hónapokhoz képest már erőteljesebben érintették. **2020 áprilisában a nemzetgazdaságban foglalkoztatottak száma 4 millió 368 ezer főre mérséklődött**, ami az előző év azonos időszakához képest 136 ezer fős csökkenést jelent (3-34. ábra).

A nemzetgazdasági foglalkoztatottságot az alkalmazottak és az önfoglalkoztatottak együttesen alkotják. Utóbbi csoportba tartoznak **az egyéni vállalkozók, akik közül sokan ideiglenesen felfüggesztették a tevékenységüket a koronavírus-járvány miatti veszélyhelyzetre való tekintettel**. Márciusban és áprilisban közel 40 ezerrel nőtt a

3-35. ábra: Szüneteltetések az egyéni vállalkozók körében (2020)


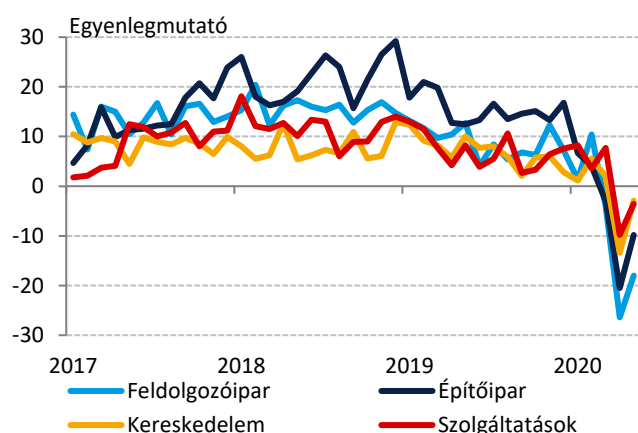
Megjegyzés: * Június 4-ig rendelkezésre álló adatok alapján.

Forrás: EVNY alapján KSH

3-36. ábra: A regisztrált álláskeresők zárónapi száma havi frekvencián


Megjegyzés: A statisztika zárónapja a hónap 20. napja.

Forrás: NFSZ

3-37. 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

szüneteltetők száma, a legtöbb szüneteltetés a személyes kontaktust igénylő szolgáltatások körében mutatkozott. **Májustól a szüneteltetésből kilépők száma már meghaladta a belépőket (3-35 ábra),** ami arra utal, hogy a gazdaság helyreállása már megkezdődött.

A koronavírussal és a kijárási korlátozásokkal összhangban a foglalkoztatás csökkenése nem járt párhuzamosan a munkanélküliség azonnali, nagyobb mértékű növekedésével, így a **szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta csak kisebb mértékben, 4 százalékra emelkedett.** A jelenség oka, hogy a Munkaerő-felmérés – nemzetközi összehasonlításához harmonizált – definíciója azt tekinti munkanélkülinek, akinek nincs munkája és az elmúlt 4 hétben aktívan keresett munkát, és ha találna, 2 héten belül munkába is tudna állni. Ez a módszertani feltétel a koronavírus-járvány időszakában meghozott kijárási korlátozások mellett sok esetben nem teljesíthető, így az **állásukat elvesztők többsége a munkanélküliek helyett az inaktívok számát emelte.**

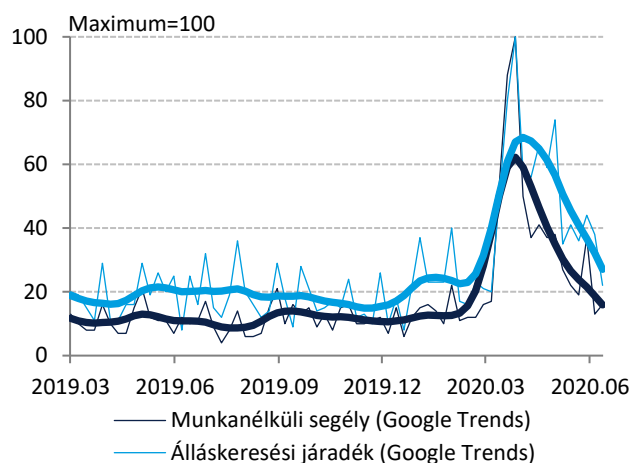
Az NFSZ (Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat) adatközlésében az számít munkanélkülinek, aki bejelentett munkaviszonnyal nem rendelkezik és **munkaügyi hivataloknál regisztráltatta magát.** A havi adatok alapján **363,3 ezer regisztrált álláskeresőt tartottak nyilván májusban (3-36. ábra), ami 98,2 ezer fővel haladja meg az első negyedéves értéket.** Az újonnan regisztrerbe bekerülő álláskeresők száma magasabb, míg a regisztrációból kilépők (elhelyezkedés, közfoglalkoztatás, együttműködés hiánya, egyéb ok miatt) száma érdemben alacsonyabb volt az elmúlt időszak értékeinél.

Az állásvesztés a feldolgozóiparban és a szolgáltató szektorban dolgozókat egyaránt sújtotta. A szolgáltatásokon belül a leginkább érintett ágazatok a kereskedelem, a turizmus, az adminisztratív és szolgáltatást támogató tevékenységek (például munkaerőkölcsönzés), illetve egyéb (személyi) szolgáltatások voltak.

Az ESI – konjunktúra hangulatot monitorozó – vállalati felmérése is a foglalkoztatás második negyedévi visszaesését támasztja alá. A következő 3 hónapra vonatkozó foglalkoztatási várakozások áprilisa a vizsgált ágazatok mindegyikében a negatív tartományba kerültek, a korábbi évek pozitív tendenciáját megtörve. **Májusban a vállalatok többsége az áprilisi hónapnál már kisebb mértékben, de továbbra is létszámcsökkentést tervezett (3-37. ábra).**

Az ESI lakossági felmérésében is hasonló mintázatot mutat a munkaerőpiaci folyamatok alakulása. **A háztartások következő 12 hónapra vonatkozó munkanélküliségi**

3-38. ábra: Google-keresések a munkanélküliséghez kapcsolódó kifejezésekre



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

Forrás: Google

várakozása májusban historikusan magas maradt, ugyanakkor **már mérséklődött az előző hónaphoz képest.**

A Google keresések elemzése (Google-Trends) lehetőséget teremt arra, hogy a munkaerőpiaci változásokat valós időben figyeljük meg. **A magas frekvenciás internetes keresések elsősorban a rövid távú munkanélküliség (új állásvesztők) alakulására tartalmaznak információt,** például azt, hogy a felhasználók milyen arányban kerestek rá a „munkanélküli segély” vagy az „álláskeresési járadék” kifejezésre.

A munkanélküliséghez kapcsolódó Google-keresések március végén, április elején már tetőztek (3-38. ábra), azonban továbbra is a historikus átlagot meghaladó szinten tartózkodnak. A keresési tendenciák is megerősítik azt a feltételezést, hogy – a Munkaerő-felmérés adataiban 1-2 havi késéssel – a munkanélküliség jelentősen emelkedhet majd rövid távon, ezt követően pedig csökkenésnek indul.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A koronavírus gazdasági hatásainak következtében a hazai GDP 2020 második negyedében érheti el a mélypontját, amivel összhangban becslésünk szerint a gazdaság ciklikus pozíciója negatív tartományba fordul. A ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi, a keresleti és kínálati hatások számszerűsítése és szétválasztása komoly kihívást jelent. A feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága jelentősen visszaesett. Várakozásunk szerint a hazai gazdaság talpra állása gyorsan végbemehet, azonban az aktuális előrejelzések szerint a legfőbb exportpartnerünknek számító eurozóna gazdasági teljesítménye érdemben visszaesik az idei évben.

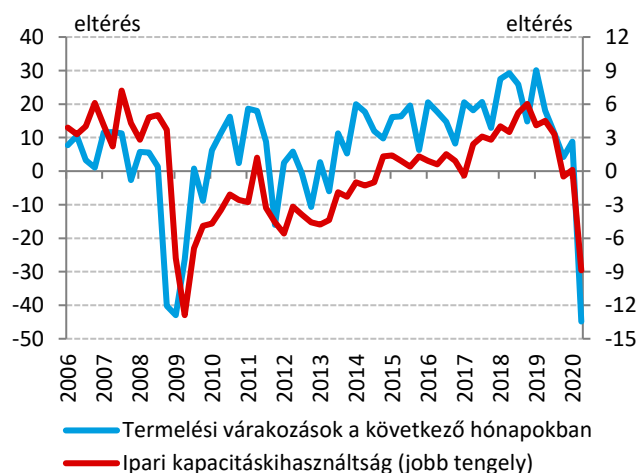
3-39. ábra: A munkaerőpiaci feszesség alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított, negyedéves adatok alapján. A munkaerőpiaci feszességet mérő mutatót az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányaként számítjuk.

Forrás: KSH

3-40. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI alapján MNB

2020 első negyedében a bruttó hozzáadott érték növekedése folytatódott, azonban a koronavírus hatásai márciusban már befolyásolták a gazdasági teljesítmény alakulását. Előrejelzésünk szerint a **GDP a második negyedében érheti el a mélypontját**, amihez a legfőbb járműipari szereplők átmeneti leállása, a turizmusban és vendéglátásban jelentkező keresletkiesés, illetve a kijárási korlátozások általános hatása egyaránt hozzájárul.

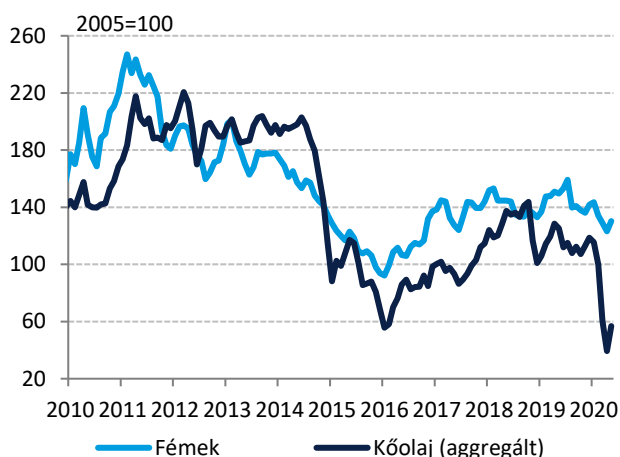
Becslésünk szerint a **gazdaság ciklikus pozíciója a második negyedében negatív tartományba fordul**, a kibocsátási rés jelentősen mérséklődik az elmúlt negyedekhez viszonyítva. **A ciklikus pozíció alakulását a szokásosnál is nagyobb bizonytalanság övezi.** A járvány következtében a gazdasági szereplőket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

A koronavírus hatása a hazai munkaerőpiacon is éreztette hatását, a **munkaerőpiaci feszesség 2017-es szintjére süllyedt az első negyedében** (3-39. ábra). Kérdőíves felmérések alapján a **feldolgozóipari vállalatok kapacitáskihasználtsága 2020 második negyedében érdemben visszaesett**, összhangban a nem teljes műszakon üzemeléssel és a globális kereslet mérséklődésével (3-40. ábra). A koronavírus következtében a világgazdasági teljesítményre vonatkozó kilátások érdemben mérséklődtek, emellett az ezt övező bizonytalanság nagymértékben megemelkedett. Ezzel összhangban a hazai feldolgozóipari vállalatok jövőbeli termelési várakozásai jelentősen csökkentek. Várakozásunk szerint a gazdaság kilábalása gyorsan végbemegy, aminek következtében az átmenetileg alacsony kapacitáskihasználtság fokozatosan újra felfut. Ugyanakkor **az eurozóna gazdasági teljesítménye érdemben visszaeshet 2020-ban** – illetve bizonyos előrejelzési forgatókönyvek szerint tartósan gyengén alakulhat.

3.5. Inflációs folyamatok

Az infláció a tavaly év végi átmeneti emelkedését követően márciusban ismét visszatért a toleranciasávba, majd májusban 2,2 százalékra mérséklődött. Az árdinamika jelentős mértékű csökkenésének háttérében elsősorban a világpiaci olajárakkal összhangban az üzemanyagárak érdemi mérséklődése állt. Az adószűrt maginfláció az elmúlt időszakban mérséklődött, és májusban 3,5 százalékon alakult. Az elmúlt hónapokban a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink közül a keresletérzékeny termékek inflációja mérséklődött, míg a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja lényegében nem változott.

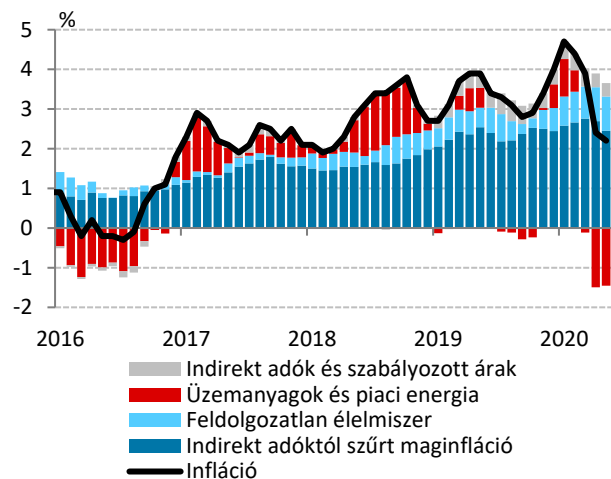
3-41. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árakból számítva.

Forrás: Világbank

3-42. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

3.5.1. Nyersanyagárak

A koronavírus-járvány következtében romló gazdasági teljesítmény és kilátások jelentős hatást gyakoroltak a fontosabb nyersanyagok áralakulására. A járvány terjedésének visszaszorítása érdekében bevezetett kijárási korlátozások és határzárak következtében a szárazföldi, illetve légi közlekedés jelentős része leállt, amely a kőolaj iránti kereslet számottevő csökkenését okozta. A globális termelés jelentős visszaesése az ipari fémek iránti kereslet mérséklődésén keresztül árcsökkenést eredményezett. Az elmúlt hónapokban az autóiipari gyártás ideiglenes leállítását tapasztalhattuk világszerte, amely jelentős mértékben mérsékelte több ipari fém árát. Az alumínium iránti kereslet nagy része az autóiipar felől érkezik, ráadásul az autóiipari akkumulátorgyártás adja a globális ólomkereslet négyötödét. A koronavírus-járvány terjedésének lassulásával párhuzamosan fokozatosan enyhültek a korlátozások, ami mind a kőolaj, mind pedig az ipari fémek iránti kereslet növekedésén keresztül áremelkedést okozott májusban (3-41. ábra).

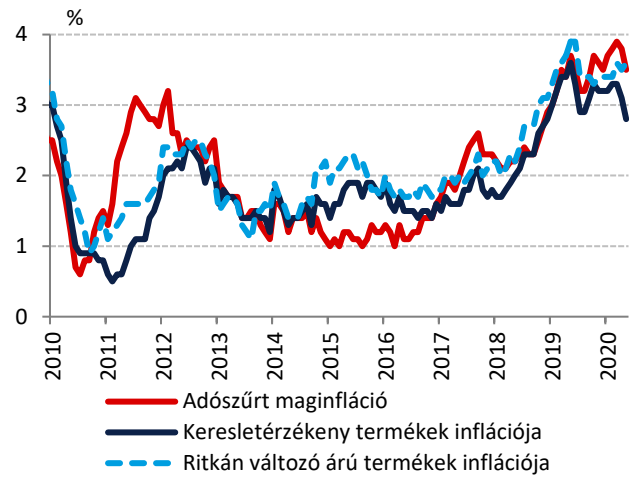
3.5.2. Fogyasztói árak

Az infláció a tavaly év végi átmeneti emelkedését követően márciusban ismét visszatért a toleranciasávba, majd májusban 2,2 százalékra mérséklődött. Az árdinamika jelentős mértékű csökkenése háttérében elsősorban a világpiaci olajárakkal összhangban az üzemanyagárak érdemi mérséklődése állt (3-42. ábra).

Az adószűrt maginfláció az elmúlt időszakban mérséklődött, és májusban 3,5 százalékon alakult. Az elmúlt hónapokban a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink közül a keresletérzékeny termékek inflációja mérséklődött, míg a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja lényegében nem változott (3-43. ábra).

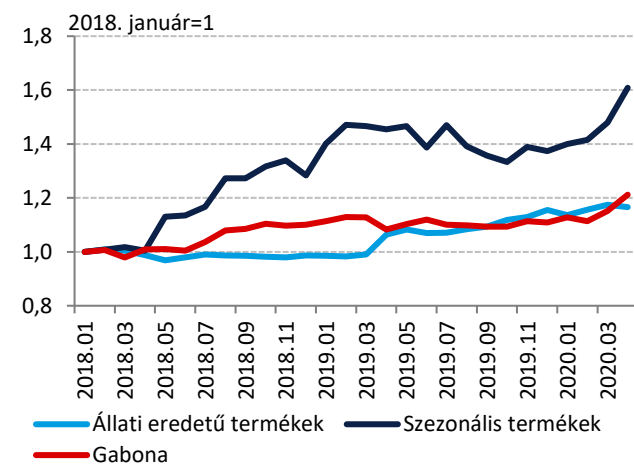
Az iparcikkek éves inflációja az elmúlt hónapokban a mérsékelt külső inflációs környezettel összhangban továbbra is visszafogottan alakult. A termékkörön belül a tartós iparcikkek inflációja emelkedett, míg a nem tartós iparcikkek inflációja mérséklődött.

3-43. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-44. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

A piaci szolgáltatások inflációjának emelkedése márciusban megállt, és májusban 4,8 százaléka mérséklődött. A koronavírus-járvány terjedésének visszaszorítása szempontjából hatékony intézkedésnek bizonyult az emberi érintkezések minimalizálása, így a mozik és színházak mellett egyéb szolgáltatások és rendezvények is bezártak, elmaradtak. Mindez jelentősen megnehezítette az adatok gyűjtését, illetve ezen termékkörök árváltozásának mérését is (lásd 6.2. kiemelt téma).

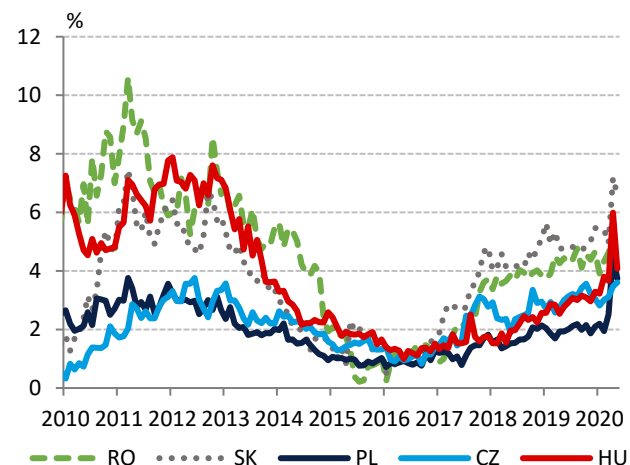
Az alkohol- és a dohánytermékek ára a tavaszi hónapokban emelkedett, amit a dohánytermékeket érintő januári jövedékiadó-emelés árnövelő hatása okozott. A dohánytermékek jövedékiadó-emelésének esetében a korábbi adóváltozásokat jellemzőnél némiképp lassabb begyűrzést tapasztaltunk.

Az élelmiszereket összességében 9 százalék körüli áremelkedés jellemezte az elmúlt hónapokban. Mind a feldolgozott, mind a feldolgozatlan élelmiszerek esetén a korábbi években tapasztaltaknál magasabb árdinamika volt megfigyelhető. A nyers élelmiszerek ára a tavalyi év második felétől fokozatosan emelkedett, ami a fogyasztói árakba is begyűrűzött (3-44. ábra). Az afrikai sertéspestis következtében mérséklődött globális sertésállomány hatása a hazai sertéshús árában is érzékelhető – májusban közel 21 százalékkal volt magasabb a sertéshús ára, mint egy évvel korábban. Ráadásul a kedvezőtlen időjárási viszonyok következtében gyengébb termés a friss zöldségek és gyümölcsök jelentős áremelkedését okozta. A megnövekedett kereslet számos termék esetén az értékesítési árreakció emelkedéséhez vezetett, így mind a feldolgozott, mind a feldolgozatlan élelmiszerek fogyasztói ára számottevően emelkedett az elmúlt időszakban hazánkban.

A Brent olaj világpiacon márciusi és áprilisi jelentős mérséklődésével összhangban a hazai üzemanyagárak számottevő mérséklődését tapasztalhattuk. Bár a benzin nagykereskedelmi ára összesen 100 forintra, illetve a gázolaj nagykereskedelmi ára 77 forintra mérséklődött március 1 és május 1 közötti időszakban, a koronavírus-járvány terjedésének megfékezése érdekében bevezetett korlátozások jelentős mértékben csökkentették a hazai forgalmat, amely az üzemanyag iránti kereslet jelentős mérséklődését okozta. Az elmúlt időszakban enyhülő korlátozások ellenére az utazási hajlandóság továbbra is kisebb a lakosság részéről, így a töltőállomások forgalma elmarad az előző év azonos időszakához képest.

Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció várakozásainknak megfelelően mérséklődött, azonban szerkezetében enyhén eltért a márciusi inflációs jelentés

3-45. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Megjegyzés: Romániára vonatkozóan nem áll rendelkezésünkre májusi adat.

Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

előrejelzésétől. A piaci szolgáltatások áralakulása következtében a maginfláció, illetve az indirekt adóktól szűrt maginfláció magasabban alakultak a márciusi prognózisunknál. Ezt részben ellensúlyozta az üzemanyagok, illetve a szabályozott árak mérsékeltebb áralakulása. A koronavírus járvány miatt bevezetett ingyenes parkolás a szabályozott árak mérséklődését okozta.

3.5.3. Inflációs várakozások

A lakosság inflációs várakozásai az áprilisi átmeneti növekedést követően májusban csökkentek. Az elmúlt időszakban a koronavírus hatására a várakozások alakulásában statisztikai és viselkedési hatások is megjelentek (lásd 6.2. kiemelt téma). A régiós országokban a lakosság inflációs várakozásai vegyes képet mutatnak: az áprilisi emelkedést követően Csehországban tovább növekedtek, míg Lengyelországban és Szlovákiában hazánkhoz hasonlóan csökkentek az inflációs várakozások (3-45. ábra).

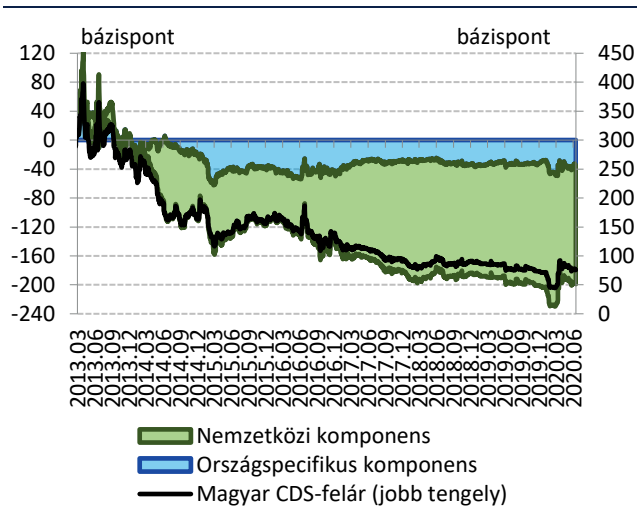
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben javult a globális piaci hangulat, ami a koronavírus kapcsán bevezetett korlátozások enyhítéséhez volt köthető elsősorban. A főbb részvénypiacok nagyrészt korrigálták a márciusi esésüket, a tőzsdei volatilitást mérő VIX index az időszak eleji 75 százalékos szintjéről 35 százalék közelébe mérséklődött vissza. Az amerikai, német és japán hosszú futamidejű állampapírhozamok tovább csökkentek a negyedév során, amelyben jelentős szerepet játszhattak a fejlett jegybankok eszközátlási programjai. A feltörekvő piaci kötvények felára szintén jelentősen csökkent.

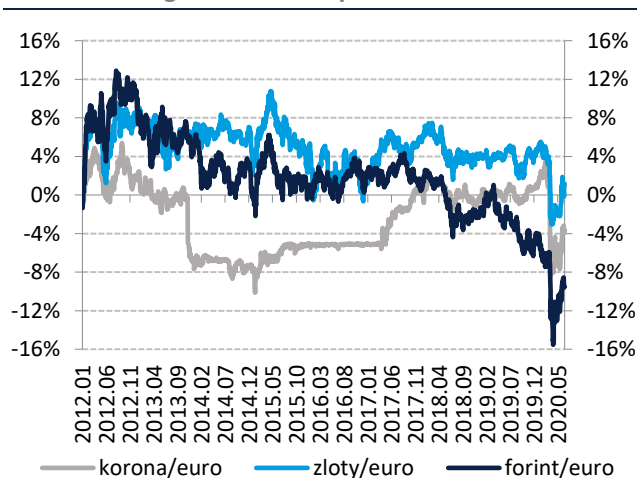
A nemzetközi hangulat javulásával a magyar hitelkockázati felár mérséklődött. A külföldiek állampapíreladásai ellenére a hazai 10 éves állampapírhozam a régiós mutatókkal együtt, de azoknál nagyobb mértékben, több mint 100 bázisponttal csökkent. A hosszú hozamok jelentős csökkenése hatására a hazai bankközi és állampapírpiazi hozamgörbe laposabbá vált. A rövid bankközi hozamok viszont emelkedtek, a 3 hónapos BUBOR 27 bázisponttal nőtt. A forint a régiós devizákkal együtt, több mint 2 százalékkal erősödött az euróhoz képest.

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



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

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára az elmúlt negyedévben csökkent (4-1. ábra). Az időszak első felében a CDS felár még 10 bázispont körüli mértékben emelkedett, ugyanakkor az időszak második felében a hazai CDS felár jelentősen csökkent, elsősorban a nemzetközi befektetői hangulat javulásával. Így az időszak összességében 9 bázispontos mérséklődés volt látható a felárban, amely 76 bázisponton alakult.

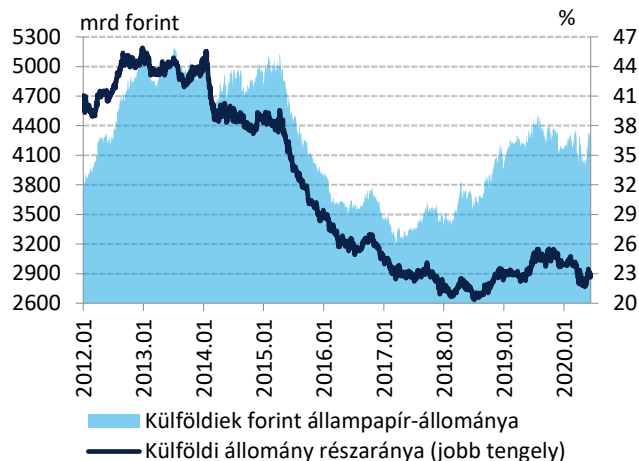
4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint mintegy 2,2 százalékkal erősödött az euróval szemben, amely beleillett a régiós folyamatokba. A régiós devizák közül a cseh korona 4,8, a lengyel zloty 1,9, míg a román lej 0,7 százalékkal erősödött az euróval szemben (4-2. ábra). Az időszak elején a 370-es szint közelébe gyengült a forint árfolyama, majd fokozatosan erősödött vissza a 345-ös szint közelébe. A forint a dollárral szemben 6,3 százalékkal értékelődött fel, míg a cseh korona nagyobb mértékben 8,6 százalékkal, a lengyel zloty és román lej pedig kisebb mértékben 5,6, illetve 4,4 százalékkal erősödött.

4.1.3. Állampapírpiacon és hozamalakulás

Csökkent a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta tartó gyakorlatilag folyamatos csökkenését követően előbb stabilizálódott, majd 2018 elejétől emelkedni kezdett. Az emelkedés 2019 közepére megállt, majd fokozatosan csökkenni kezdett az állomány. Az idei év eleji emelkedést követően március közepétől előbb erőteljesen csökkent, majd májustól kissé emelkedett a külföldiek forint állampapír-állománya, így az elmúlt három hónapban mintegy 45 milliárd forinttal mérséklődött. A forint állampapírokon belüli tulajdoni

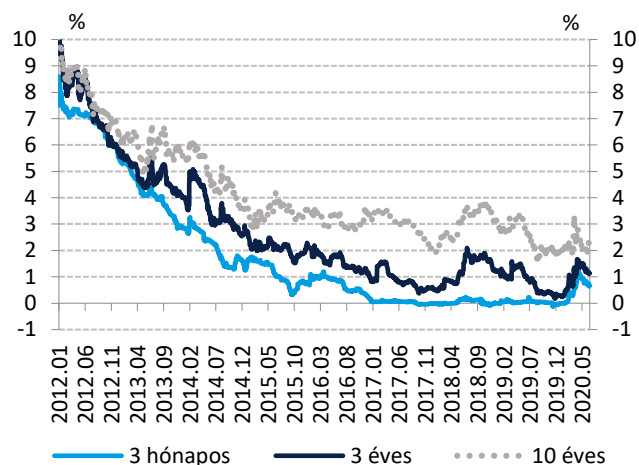
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

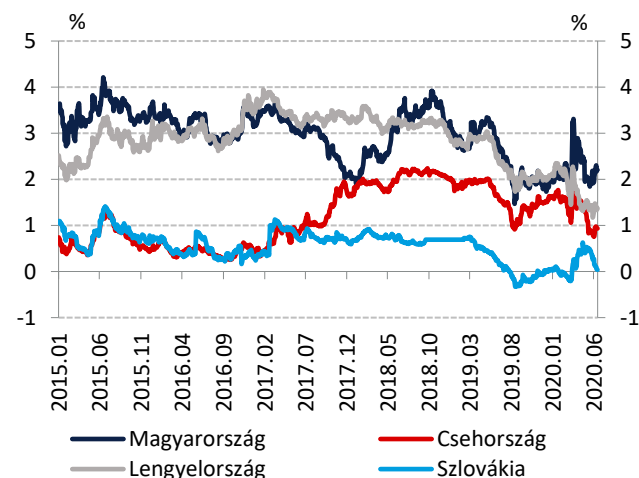
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

részarány szintén enyhén csökkent, így kismértékben 23 százalék alatt alakul.

Az állampapírok elsődleges piacán többnyire megfelelő volt a kereslet, a meghirdetett mennyiségeknél általában többet fogadott el az ÁKK. A 3 hónapos DKJ aukcióján az átlaghozam nem változott számottevően az előző időszak végi aukciókhoz képest, míg a hosszú lejáratokon csökkentek az aukciós átlaghozamok. Így az időszak végén a háromhónapos aukció átlaghozama 0,67 százalékon, míg a tízévesé 2,12 százalékon alakult. Mindemellett a negyedévben összesen 4,5 milliárd euro devizakötvény kibocsátással jelent meg Magyarország a nemzetközi kötvénypiacokon.

Az állampapír-piaci hozamgörbe laposabbá vált (4-4. ábra). A hozamgörbe rövid szakaszán átmeneti emelkedés után visszatértek a hozamok a március közepi szintekhez, míg a hozamgörbe hosszú szakasza lejjebb toldott. A 10 éves benchmark hozam összességében 111 bázisponttal csökkent, március közepéhez képest, amelyben szerepe lehetett az MNB állampapírvásárlási programjának is. A rövid bankközi hozamok közül a 3 hónapos BUBOR-kamat 27 bázisponttal, 0,9 százalékra emelkedett az időszak végére. A hosszabb bankközi hozamok ugyanakkor csökkentek, az öt éves futamidőn 0,95 százalék, míg a tízévesen 1,45 százalék körüli szintre.

A hazai és régiós hosszú referenciahozamok számottevően csökkentek (4-5. ábra). A tízéves forinthatam csökkent a legnagyobb mértékben, a március közepi, 3,31 százalékról több mint 110 bázisponttal, 2,2 százalékra. A lengyel hosszú hozam 85, a cseh 79 bázisponttal szintén jelentősen csökkent, míg a szlovák kisebb mértékben, 22 bázisponttal mérséklődött.

4-1 keretes írás: A MÁP Plusz turbulens időszakban is stabil forrást jelentett

A MÁP Plusz indulása óta eltelt egy év egyik legfontosabb tanulsága, hogy a lakossági megtakarítások képesek kiemelkedő szerepet betölteni az államadósság finanszírozásában. Az ÁKK 2019. április 8-án jelentette be a lakossági állampapír stratégia megújítását, amelynek célja egy egyszerű és átlátható termékpaletta megteremtése, illetve egy könnyen elérhető új lakossági csúcstermék bevezetése volt. A MÁP Plusz iránt a kezdetektől erős kereslet mutatkozott, így az állomány októberre már a PMÁP és az 1MÁP mennyiségét is lehaladta. Az új állampapír értékesítése 2020 elején először szezonális hatások miatt lassult, majd a koronavírus által okozott bizonytalanság miatt csökkentek a jegyzések. A vírus által okozott sokk és a kijárási korlátozások enyhülésével párhuzamosan azonban újra növekedett a kereslet és 30–50 milliárd forintos szinten stabilizálódott a heti értékesítés, így a háztartásoknál lévő MÁP Plusz állomány napjainkra meghaladja a 4000 milliárd forintot.

Az állam számára érdemi válságkezelési mozgásteret teremtettek a MÁP Plusz által támogatott kedvező sérülékenységi mutatók és a nagybani piaconál stabilabb finanszírozás. A magyar gazdaságot a 2008-as sokkhoz képest jóval kedvezőbb helyzetben érte a koronavírus válság, amiben a lakossági állampapír stratégiának és azon belül a MÁP Plusz egy évvel ezelőtti elindításának is kulcsszerepe volt. Az elmúlt évek dinamikus bérnövekedése közepette a lakossági állampapír stratégia és a MÁP Plusz támogatta a háztartási megtakarítások magas szinten stabilizálódását, amely hozzájárult ahhoz, hogy a külső finanszírozási képesség tartósan pozitív maradjon. Az államadósság devizaaránya és a külföldiek által finanszírozott adósság részaránya is csökkent, így az ország önfinanszírozásának erősödésével párhuzamosan a külső sérülékenység jelentősen mérséklődött.

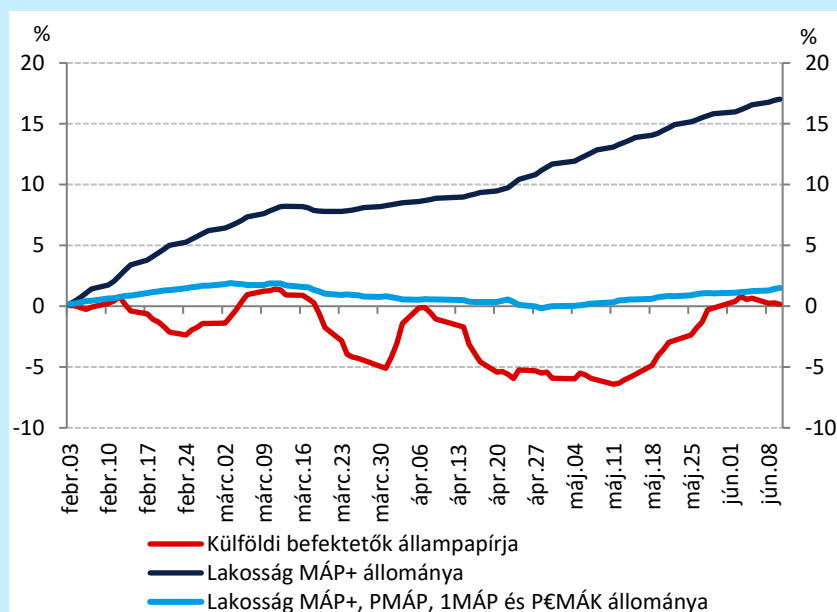
A MÁP Plusz nemcsak nyugodt piaci környezetben nyújt stabil finanszírozást, hanem turbulens helyzetben is relatíve kedvezőbben viselkedik, mint az alternatív finanszírozási csatornák, ami az alábbi tényezőkkel indokolható:

- ahogy a korábbi hazai példák is bizonyítják, a nagybani piacon **a másodpiaci turbulenciák egy pillanat alatt az elsődleges piac lefagyásához vezethetnek**, így fennakadásokat okozhatnak az állam finanszírozásában;
- a **lakossági tulajdonosi kör kevésbé koncentrált**, mint pl. a külföldi tulajdonosi kör, ráadásul a „home bias” jelenség is a belföldi lakossági befektetők stabilitása irányába mutat (ezt a 2008-as hazai válságtapasztalatok is igazolták);
- változó környezetben a **MÁP Plusz minden valószínűség szerint relatív értelemben a legvonzóbb hazai termék marad**, hiszen minden ilyen esemény hatna az alternatív befektetésekre is.

Az elmúlt hónapok fejleményei igazolták a fenti érveket:

- **az állampapír aukciókban** március második hetében **fennakadások voltak**, a piaci turbulenciák miatt március harmadik hetében pedig elmaradtak;
- **míg a hazai szereplők eladásai elhanyagolhatók voltak, a külföldi befektetők március második felében mintegy 300 milliárd forinttal csökkentették magyar állampapír állományukat**, ami magába foglal egy-egy nap alatt bekövetkezett, 150 milliárdos csökkenést. Ráadásul a jelek arra utalnak, hogy a külföldi tulajdonosok közt ennél is nagyobb volt az ártrendeződség („forró krumplic” effektus: egyes nagy külföldi eladók helyére más külföldiek szálltak be). A vételi oldalon beszálló külföldi tulajdonosok ugyanakkor csak magasabb hozam mellett vásároltak, ami pár nap alatt 150 bázispontot meghaladó ugrást eredményezett a hosszú hozamok esetében;
- a lakosság a portfólió ártrendezése közepette is viszonylag stabilan tartotta, sőt **növelte MÁP Plusz állományát** (4-6. ábra);
- az ingyenes visszaváltás nemcsak a külső-belső sokkuktól mentes időszakban maradt alacsony (az adott sorozat 1 százaléka körüli), hanem a bizonytalanság növekedése után is visszafogott maradt (1-3 százalék), amely azzal magyarázható, hogy – **a lépcsőzetesen emelkedő kamatnak köszönhetően – aki egyszer MÁP Pluszt vásárolt, annak egyre erősödő ösztönzője van arra, hogy megtartsa a papírt**;
- a turbulens időszakban a lakosság jelentős veszteségeket tapasztalhatott meg a befektetési jegyeken és a tőzsdei részvényeken az árfolyamesés miatt, miközben a MÁP Plusz állománya tovább emelkedett, ami azt jelzi, hogy a sokk ellenére **a MÁP Plusz a legvonzóbb kockázatmentes hazai befektetési termék maradt**.

4-6. ábra: A külföldiek állampapír-állományának és a lakosság MÁP Plusz állományának kumulált nettó megváltozása (2020. jan. 31 = 0)



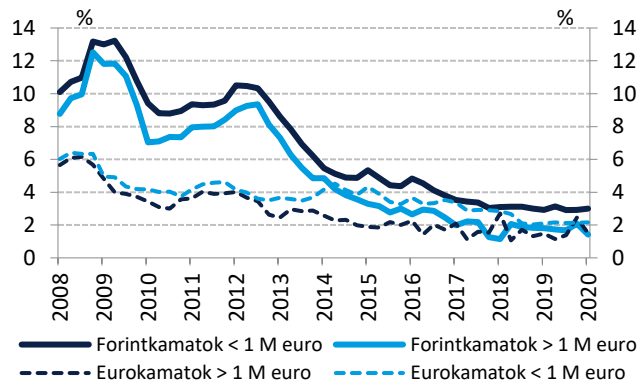
Megjegyzés: 5 napos mozgóátlagok.

Forrás: MNB

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

A koronavírushoz köthető romló gazdasági kilátások hatására a bankok szigorítottak a negyedév során mind a vállalati, mind a háztartási hitelfeltételeken. A következő fél évre előre tekintve további, és a vállalati hitelek esetében nagyobb arányú szigorítást helyeztek kilátásba. A vállalati euróhitelek átlagos finanszírozási költsége érdemben csökkent a negyedév során. Hasonló tendencia volt megfigyelhető a személyi kölcsönök átlagos hitelköltségét illetően, azonban az év hátralévő részében a törvényben meghatározott, a jelenlegi kondícióknál jóval alacsonyabb THM-szint mellett lesz elérhető a termék. Az éven túl kamatfixált lakáshitelek esetében is csökkent az átlagos hitelköltség, amellyel, hogy az új kibocsátás 72 százaléka legalább 10 évre, vagy a futamidő végéig fixált kamatozású volt. A negyedév során érdemben emelkedett a reálkamatszint, melyet az inflációs várakozások csökkenése, valamint a vállalati betéti kamatok emelkedése magyaráz.

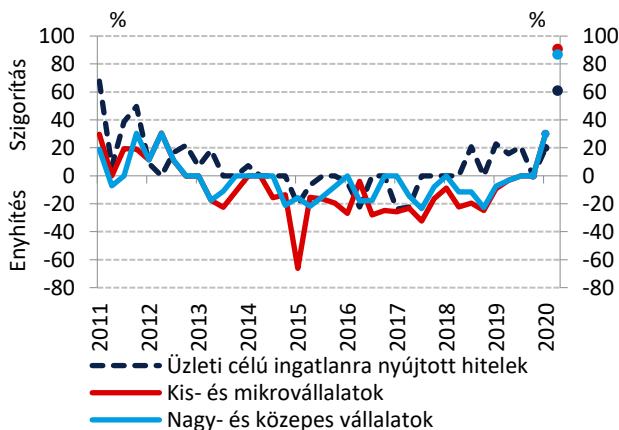
4-7. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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

Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

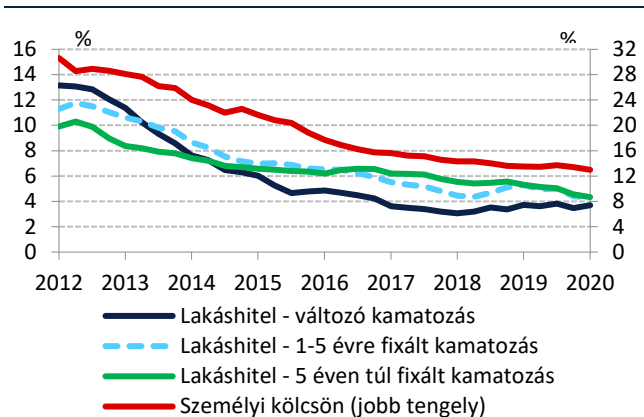
A nagyösszegű eurohitelek finanszírozási költségei csökkentek a negyedév során. Az új vállalati forinthitel-szerződések simított átlagos kamatszintjében – a pénzpiaci ügyletek kiszűrése mellett – a kisösszegű hitelek esetében változatlanság, míg a nagyösszegű forinthitelek esetében 0,7 százalékpontos csökkenés volt megfigyelhető az előző negyedévhez képest. Ezzel az átlagos forinthitel-kamat 1,8 százalékra csökkent márciusra. Az euróhitelek tekintetében hasonló tendencia volt megfigyelhető, azaz változatlanság a kisösszegű eurohitelek kamataiban, és jelentős, 1 százalékpontos csökkenés a nagyösszegű hitelek esetében. Ezzel az eurohitelek átlagos finanszírozási költsége ismét a forinthitelek szintje alá csökkent, és a negyedév végén 1,6 százalékot tett ki (4-7. ábra). Az eurokamatozat a negyedév során a felárak alakulása határozta meg, míg a forinthitelek esetében a felárak mérséklődését részben ellensúlyozta a forrásköltségek emelkedése.

A bankok egyharmada szigorított a vállalati hitelfeltételeken. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok egyharmada szigorított a vállalati hitelfeltételeken az első negyedév során a koronavírushoz kapcsolódó romló gazdasági környezet hatására, a következő fél évben azonban ennél is nagyobb arányban terveznek szigorítani: a kis- és mikrovállalatok esetében magasabb fedezeti követelmények révén, míg a nagy és közepes vállalatoknál a szigorúbb monitoring által (4-8. ábra). A megkérdezett bankok szintén egyharmada az üzleti célú ingatlanhitelekben belül valamennyi kategóriában (lakásprojektek, irodaházak logisztikai központok, bevásárló központok) szigorított a hiteltenderdeken a negyedév során, elsősorban iparág-specifikus problémákra hivatkozva. A következő fél évben további szigorítást tervez a bankok nettó értelemben vett 61 százaléka, melyet a kockázati tolerancia megváltozása is érdemben befolyásol.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

Érdemben csökkent a személyi kölcsönök átlagos hitelköltsége. A negyedév során enyhén csökkent az éven

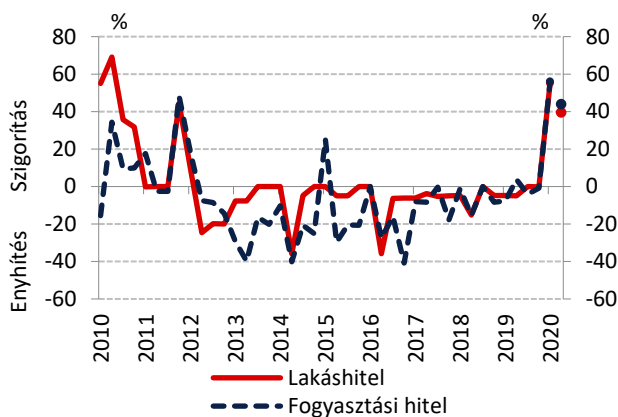
4-9. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

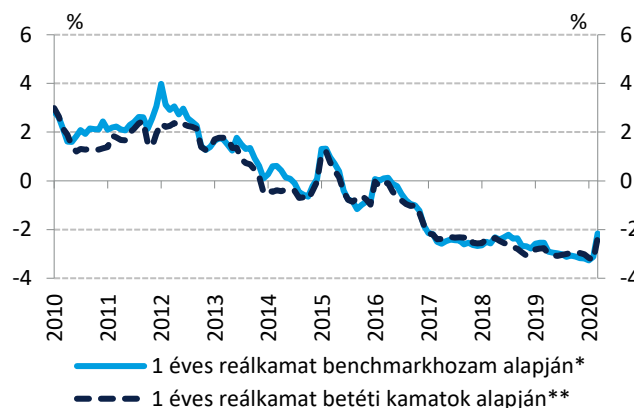
Forrás: MNB

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



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2020 második és harmadik negyedévére. Forrás: MNB, a bankok válasza alapján

4-11. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



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

túl kamatfixált lakáshitelek átlagos hitelköltsége: az 1–5 évre fixált lakáshitelek esetében 0,1 százalékpontos, míg az 5 évnél hosszabb időre fixált hitelek esetében 0,2 százalékpontos mérséklődés volt megfigyelhető az átlagos THM szintjében (4-9. ábra). A forrásköltségek (releváns IRS-ek) emelkedését ellensúlyozta a felárak mérséklődése, ahol az 1-5 évre fixált lakáshiteleknél 0,4 százalékponttal, az 5 éven túl fixáltak esetében 0,5 százalékponttal csökkentek a felárak. A kamatkockázattal kevésbé érintett új kibocsátás aránya az elmúlt egy évben nem változott: a negyedév során megkötött lakáshitel-volumen 72 százaléka legalább 10 évre vagy a futamidő végéig fixált kamatozású volt. A személyi kölcsönök átlagos THM-szintje történelmi mélypontjára, 13 százalékra mérséklődött márciusra, ugyanakkor az év hátralévő részében már a törvényben meghatározott (jelenleg legfeljebb 5,9 százalékos) THM mellett nyújtanak a bankok személyi kölcsönöket. A vizsgált időszak végén a háztartási hitelkibocsátásban jelentős szerepet játszó babaváró kölcsönszerződések 38 százaléka törlesztési moratórium alatt állt, így ezen hitelek a futamidő végéig kamatmentessé váltak.

Mind a lakás-, mind a fogyasztási hitelek sztenderdjei szigorodtak a negyedév során. A kockázati tolerancia csökkenésére és az ügyfelek hitelképességének megváltozására hivatkozva a Hitelezési felmérésben résztvevő bankok nettó értelemben vett fele szigorított a lakás- és fogyasztási hitelfeltételeken, elsősorban a minimálisan megkövetelt hitelképességi szint kapcsán. A következő fél évben a bankok 40 százaléka további szigorító lépéseket tervez mindkét termék kategóriában, melyet a gazdasági kilátások romlásával indokoltak (4-10. ábra).

4.2.3. Reálkamatok alakulása

Jelentős mértékben emelkedtek a reálkamatok a negyedév során. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint az állampapírpiazi hozamok alapján 1 százalékponttal, míg a betéti kamatok alapján becslés 0,7 százalékponttal emelkedett a vizsgált időszakban. Ennek eredményeképpen előbbi -2,2 százalékos, utóbbi -2,4 százalékos szintet ért el a negyedév végére (4-11. ábra). A reálkamat szint emelkedését az inflációs várakozások csökkenése, valamint a vállalati betéti kamatok emelkedése magyarázza.

4-2 keretes írás: A vállalati hitelezés a növekedés támasza

A koronavírus-járvány megjelenésével a fokozatosan romló gazdasági kilátások a bankrendszer hitelezési hajlandóságát is negatívan érintették, hiszen a bankok prociklikus működésükkel összhangban visszafogják hitelezési aktivitásukat a várható veszteségek csökkentése érdekében. A vállalati hitelezés 2020. első negyedévi tényadata ugyan még kiemelkedő volt, így a pénzügyi közvetítőrendszerénél fennálló vállalati hitelállomány éves összevetésben 16,5 százalékkal bővült, de a kiemelkedő bővülés mögött alapvetően egyedi, nagy volumenű ügyletek folyósítása, illetve a koronavírus-járvány gazdasági hatásainak mérséklése érdekében bevezetett törlesztési moratórium technikai hatása állt. Az éves 16 százalékos növekedés nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedőnek számít, előretekintve ugyanakkor azzal számoltunk, hogy a globális koronavírus-járvány következtében a hitelezési aktivitás már a következő hónapokban mérséklődhet.

A vállalati forrásszerzés elsődleges csatornája, a hitelezés fenntartása érdekében az MNB, a Magyar Fejlesztési Bank és az Eximbank is olyan intézkedéseket jelentettek be, amelyek együttesen legalább 2200 milliárd forintnyi forrást biztosítanak a vállalatoknak, és a szektor likviditási problémáira hatékony megoldást kínálnak.

A Magyar Nemzeti Bank a megváltozott hiteligényekhez igazodva a Növekedési Hitelprogram keretében egy új konstrukciót indított el NHP Hajrá! néven. Az 1500 milliárd forintos keretösszegű termék 2020. április 20-ától érhető el, mely kedvező kamatozású forrást nyújt a kis- és középvállalatok számára legfeljebb 20 milliárd forintos hitelösszegig 20 éves maximális futamidő mellett. A konstrukció keretében ismét lehetőség nyílik forgóeszközhitel nyújtására legfeljebb hároméves futamidő mellett, melynek széleskörű felhasználása révén a vállalkozások többek között készletállomány, bérköltség vagy vevőkövetelés finanszírozására is fordíthatják. Továbbá meglévő hitelek kiváltása is engedélyezett, ezáltal mérsékelhetők az adósságszolgálati terhek ezekben a nehéz időkben.

4-1. táblázat: Az NHP Hajrá!, az új Széchenyi Kártyaprogramok és az MFB hitelprogramok főbb jellemzői

	NHP Hajrá	Új Széchenyi Kártyaprogramok	MFB Krízis Hitel	MFB Versenyképességi Hitelprogram	KKV Technológia Hitelprogram
Egy cég által felvehető hitel	1 millió - 20 mrd	1 millió -1 mrd	1-150 millió	1-10 mrd	1-150 millió
Hitelcélok	forgóeszköz, beruházás (lízing is), hitelkiváltás	forgóeszköz, beruházás, folyószámlahitel	forgóeszköz, beruházás, beruházást kiváltó	forgóeszköz, beruházás, akvizíció, hitelkiváltás, likviditásfinanszírozás	eszközbeszerzés, kezdő vállalkozások beindítása
Futamidő	forgóeszköz: max. 3 év beruházási: max. 20 év	forgóeszköz: 2-3 év beruházási: 6 / 10 év	forgóeszköz: max. 3 év beruházási: max. 10 év	forgóeszköz: max. 5 év egyéb eset: max. 15 év	2-7 év
Kamat	max. 2,5%	0,1-0,5%	max. 2,5%	kedvezményes fix vagy változó	0%
Saját forrás nagysága	folyósító hitelintézet határozza meg	beruházási: min. 10%	beruházási: min. 10%	min. 0% vagy 25%	min. 10%
Állami készfizető kezesség és díja	folyósító hitelintézet határozza meg	folyósító hitelintézet határozza meg	80%-ig (évi 0,1%)	80%-ig (évi 0,1%)	folyósító hitelintézet határozza meg
Szerződés kötési időszak	2020.04.20.-től (nincs végdátum)	2020.05.15.-től (nincs végdátum)	2020.04.30.-től 2021.06.30.-ig	2020.04.30.-től 2023.03.31.-ig	Keret kimerüléséig
Jogosultak	mikro-, kis- és középvállalatok	mikro-, kis- és középvállalatok	mikro-, kis- és középvállalatok	kis-, közép- és nagyvállalatok	mikro-, kis- és középvállalatok

Megjegyzés: A Széchenyi Kártyaprogram 0,1-0,5%-os kamatain túl további díjak kerülhetnek felszámolásra.

Forrás: MNB

A Magyar Fejlesztési Bank közel 1500 milliárd forintos keretösszeggel, minden vállalatméretre kiterjedő hitel-, garancia- és tőkeprogrammal segíti a vállalatokat a válsághoz való alkalmazkodásban. A 180 milliárd forint keretösszegű MFB Krízis Hitel és a 98 milliárd forint keretösszegű KKV Technológia Hitelprogram a mikro-, kis-, és középvállalkozásokat, míg az MFB Versenyképességi Hitelprogram 150 milliárd forintos keretösszeggel a közép- és nagyvállalatokat célozza. Emellett az MFB csoport további 550 milliárd forint keretösszeggel indított garanciaprogramokat, amelyekben a vállalatok 90 százalékos kezességet vehetnek igénybe folyószámlahiteleikhez, forgóeszköz- és beruházási hiteleikhez. A 371 milliárd forint keretösszegű tőkeprogram pedig a válság miatt bajba jutott vállalatoknak biztosít tőkebevonási lehetőséget.

Az Eximbank egy-egy új hitel-, garancia- és biztosítási terméket vezet be, amelyek az exportáló vagy a járvány miatt nehéz helyzetbe kerülő vállalkozásoknak segít, ahol legalább egy gazdasági mutatóban 20 százalékot meghaladó visszaesés figyelhető meg.

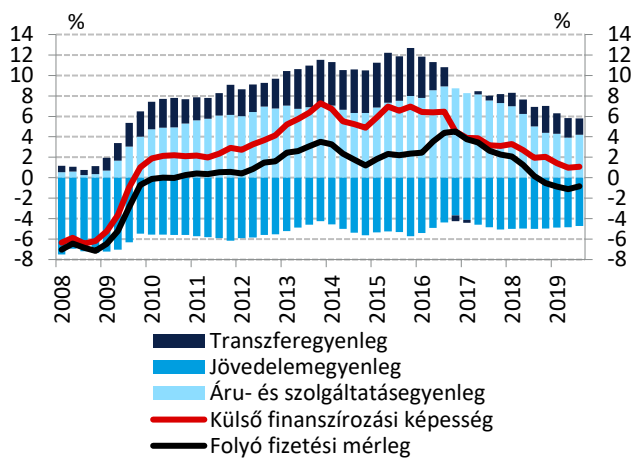
A kormány és az MNB által meghirdetett hitel- és garanciaprogramok, valamint a fizetési moratórium együttesen hozzájárulnak ahhoz, hogy a vállalati hitelezésben mérsékeltebb visszaesés következzen be. Mindezeket figyelembe véve várakozásunk szerint az előrejelzési horizonton a vállalati hiteldinamika 6 százalék közelébe lassul, mely 2021 második felétől fokozatosan visszatérhet 10 százalék körüli szintre.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A gazdaság külső finanszírozási képessége 2019 negyedik negyedében a GDP 1 százalékán, míg a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 0,8 százalékán stabilizálódott. A mutatók stagnálása ellentétes folyamatok eredményeként alakult ki. A külkereskedelmi egyenleg csökkenéséhez elsősorban az éves szinten emelkedő áruimport járult hozzá, de a szolgáltatásegyenleg többlete is mérséklődött. Ezzel szemben az emelkedő EU-transzfer felhasználás és a jövedelemegyenleg csökkenő hiánya javította a külső egyensúlyi pozíciókat. A finanszírozási adatok alapján a tranzakciókból eredően nőtt a nettó FDI állomány, míg nettó a külső adósság GDP-arányos állománya 8 százalék alá mérséklődött. Az előzetes adatok alapján 2020 első negyedében a gazdaság finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg egyenlege enyhén emelkedett, amivel párhuzamosan a nettó külső adósság tovább mérséklődött.

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



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

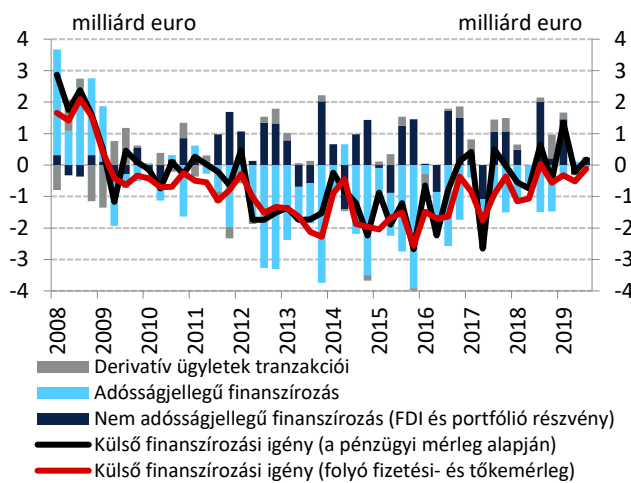
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

2019 végén a gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 1 százalékán, a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 0,8 százalékán stabilizálódott (5-1. ábra). A negyedik negyedében ellentétes hatások eredményeként megállt a külső egyensúlyi mutatók mérséklődése: a külkereskedelmi egyenleg alakulása rontotta, míg a transzferegyenlegé és a jövedelemegyenlegé javította a finanszírozási képességet. A külkereskedelmi egyenleg mérséklődése mögött elsősorban az áruegyenleg négy negyedéves értékének – az emelkedő importhoz kötődő – csökkenése állt, de a szolgáltatásegyenleg többlete is enyhén mérséklődött. Az energiahordozók árcsökkenésével a cserearány javította a külkereskedelmi egyenleget. A külkereskedelmi egyenleg hatását döntően a növekvő EU-transzferhez kötődően bővülő transzferegyenleg ellensúlyozta. Emellett a külső egyensúlyt javította a jövedelemegyenleg enyhén mérséklődő hiánya is, amely elsősorban a külföldre fizetett kamatok további mérséklődésére vezethető vissza. Az előzetes havi adatok alapján 2020 első negyedében a folyó fizetési mérleg egyenleg kismértékben, a külső finanszírozási képesség jelentősen javult.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

2019 negyedik negyedében tovább nőtt az FDI állomány miközben az ország nettó külső adóssága is csökkent (5-2. ábra). 2019 végén is folytatódott az újrabefektetések kiemelkedő bővülése, miközben a hazai vállalatok tőkebefektetésének emelkedése a nettó FDI tranzakciók csökkenésének irányába hatott. A nettó külső adósság csökkenése a konszolidált államháztartáshoz kötődött, a magánszektor mutatója ezzel szemben bővült. Az állam csökkenő nettó külső adóssága elsősorban az EU transzfer felhasználásra volt visszavezethető, de a külföldiek forint állampapír-állománya is mérséklődött. A bankrendszer nettó külső adóssága – elsősorban a külföldi források bővülése miatt – emelkedett, mint ahogy a vállalatok nettó

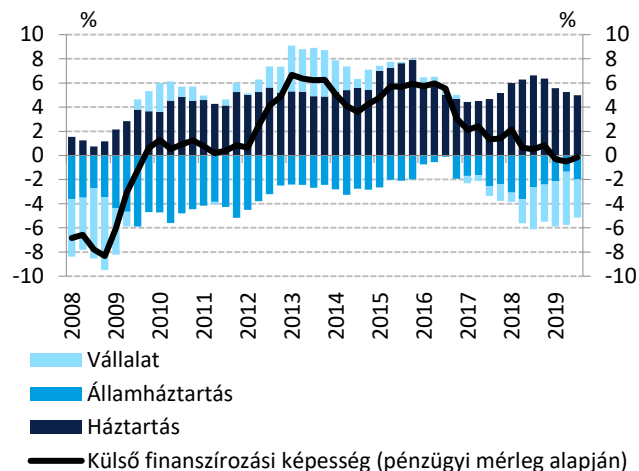
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



Megjegyzés: Az alulról számított finanszírozási képesség megegyezik a külső finanszírozási képesség és a fizetésimérleg-statisztika tévedések és kihagyások egyenlegének összegével.

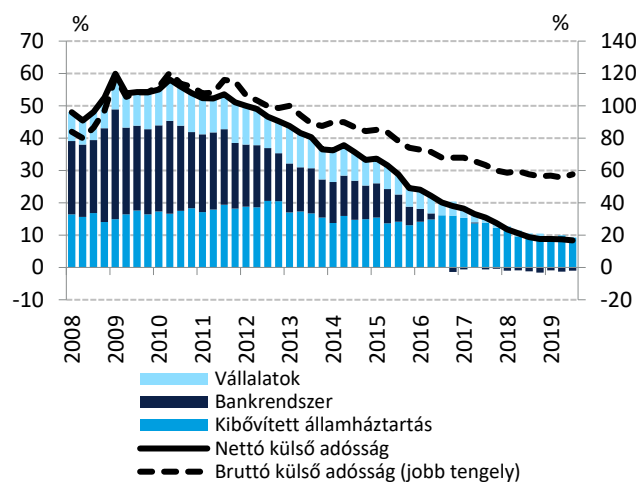
Forrás: MNB

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



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

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában.
Forrás: MNB

külső adóssága is enyhén bővült. A finanszírozásra vonatkozó havi adatok alapján 2020 első negyedében tovább csökkent az ország nettó külső adóssága, míg az FDI forrásoknál további nettó beáramlás történt.

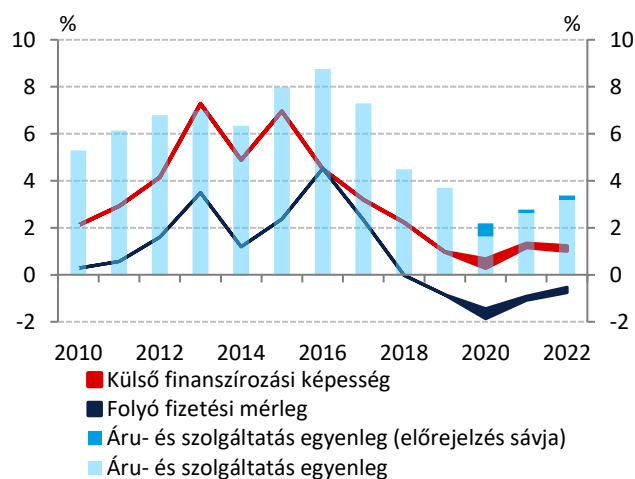
A szektorok megtakarítási folyamatai alapján a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciója az előző negyedévhez hasonlóan alakult (5-3. ábra). Az egyes szektorok pozíciója nem változott jelentősen: a háztartások tartósan magas, a GDP 5 százalékát kitevő nettó finanszírozási képessége mellett csak kismértékű külső forrásbevonásra volt szükség. A vállalatok az előző év végén dinamikus beruházási aktivitása stabilan magas tartotta a szektor finanszírozási igényét. Az alacsony államháztartási hiány az előirányzatot érdemben meghaladó adóbevétel és kiadás eredményeként alakult ki. Az előzetes pénzügyi számlák alapján 2020 első negyedében a lakosság négy negyedéves nettó megtakarítási rátája a GDP 5 százaléka felett alakult, illetve az állam finanszírozási igénye is enyhén javult.

A külföldi tartozások csökkenésével összefüggésben a GDP 8 százaléka alá mérséklődött az ország nettó külső adóssága (5-4. ábra). A mutató csökkenését az adósságjellegű források csökkenése mellett a nominális GDP növekedése is támogatta, miközben az állományok hozamcsökkenés miatti átértékelődése enyhén emelte a mutatót. A bruttó külső adósság 2019 végén a GDP 53 százalékának közelébe mérséklődött. A nettó külső adósság tranzakciókból eredő csökkenése az előzetes havi adatok alapján 2020 első negyedében is tovább folytatódott.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A magyar gazdaság külső egyensúlyi mutatói az ideig, a járvány hatásai miatt bekövetkező átmeneti csökkenés után az előrejelzési horizonton fokozatosan emelkednek. A folyó fizetési mérleg hiánya még az alacsonyabb növekedési pálya mellett is a GDP 2 százaléka alatt maradhat, míg a nagyobb növekedési pálya mellett a folyó fizetési mérleg egyenlege – a külső környezet, illetve a hazai turizmus gyorsabb helyreállásával összefüggésben – kedvezőbben alakulhat. Az ország külső finanszírozási képessége a 2020-as mélypont után a GDP 1,0-1,3 százaléka körül stabilizálódik, mivel a magasabb külkereskedelmi egyenleg hatását részben ellensúlyozza a csökkenő EU transzfer felhasználás. A szektorok megtakarítása felől tekintve a járvány elleni védekezés kiadásai átmenetileg növelik az államháztartás hiányát, majd a költségvetési hiány fokozatos mérséklődésnek indul. Ezzel párhuzamosan a lakosság nettó megtakarítása a GDP 5 százaléka körül alakul, ami jelentősen támogatja a külső egyensúlyi pozíciókat.

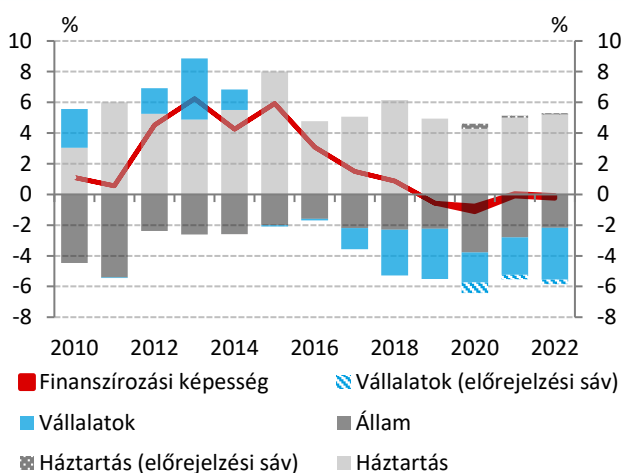
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában.

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 külső egyensúlyi mutatók átmeneti csökkenése után az előrejelzési horizont végéig lassú javulásra számítunk (5-5. ábra). A folyó fizetési mérleg és ezzel párhuzamosan a külső finanszírozási képesség ellentétes folyamatok eredményeként a 2020-as mélypont után ismét bővül. A visszaeső külső kereslet eredményeként mérséklődő árukivitel, a járvány elleni védekezéssel kapcsolatos beszerzések és a turizmus hatása a külkereskedelmi egyenleg további csökkenésében tükröződik. Ezzel ellentétes irányba hat a visszafogottabb beruházás és fogyasztásbővülés, illetve az olajár csökkenése miatt javuló cserearányok. Az alacsonyabb kereslettel összhangban mérséklődik a külföldi vállalatok profitja, ami a jövedelemegyenleg hiányának mérséklődése, így a folyó fizetési mérleg javulásának irányába hat. A járvány hatásának csökkenésével fokozatosan emelkedik a folyó fizetési mérleg egyenlege, amivel párhuzamosan a finanszírozási képesség magas szinten stabilizálódik.

A külső egyensúlyi mutatók esetén is a két előrejelzési pálya közötti sávval mutatjuk be a bizonytalanságot. A magasabb növekedési pálya mellett az erősebb külső kereslettel összhangban magasabb lehet a nettó export egyenlege. Emellett a folyó fizetési mérleg egyenlegét kisebb mértékben a különböző pályák mellett feltételezett profitegyenleg is befolyásolja. Ezen hatások eredményeként a finanszírozási képesség az előrejelzési horizont második felében magas szinten stabilizálódik.

A pénzügyi mérleg alapján vett finanszírozási képesség – átmeneti csökkenés után – fokozatosan javul, amihez döntően az állam csökkenő finanszírozási igénye járul hozzá (5-6. ábra). A járvány elleni védekezés következtében 2020-ban átmenetileg megnő az államháztartás hiánya, majd a kormányzati kiadások mérséklődése és a gazdasági növekedéssel összhangban emelkedő adóbevételek következtében csökkenő pályára áll az államháztartás finanszírozási igénye. Amennyiben a magasabb GDP növekedési pálya valósul meg, akkor a háztartások nettó megtakarítása – a magasabb fogyasztási pályával összhangban – alacsonyabb lehet. A vállalatok

finanszírozási igényét is befolyásolja a GDP pályája: a magasabb növekedés háttérében álló erősebb kereslet nagyobb jövedelmezőséggel járhat együtt, ami alacsonyabb finanszírozási igényt eredményez. Az előrejelzési horizont egészében pozitív finanszírozási képesség és folytatódó FDI-beáramlás a nettó külső adósságmutató további csökkenését eredményezik.

5.3. Költségvetési folyamatok

A koronavírus járvány elleni védekezés és a Gazdaságvédelmi Akcióterv intézkedései, valamint a mérséklődő adóbevételek hatására 2020-ban a költségvetés hiánya a GDP 3,8 százalékára emelkedhet, így a fiskális politika 2020-ban anticiklikus. Előrejelzésünkben a költségvetési mozgástér mértékéig az állami beruházások emelkedésével és azok gazdaságélénkítő hatásával számolunk. 2021-től a kedvezőbb gazdasági környezetben egyrészt a ciklikus folyamatokból adódó magasabb bevételek, másrészt az alacsonyabb kiadások a hiány újbóli csökkenését eredményezik. A 2021. évi költségvetési törvényjavaslat 2,9 százalékos hiánycélt tartalmaz, mely előrejelzésünk szerint elérhető. A GDP-arányos államadósság a magasabb költségvetési hiány és a gazdasági növekedés lassulása következtében 2020-ban átmenetileg emelkedik, de 2021-től az államadósság ismét csökkenő pályára állhat.

5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2019	2020	2021	2022
ESA-egyenleg	-2,0	-3,8	-2,9	(-2,2) - (-2,1)
Elsődleges ESA-egyenleg	0,1	-1,6	-0,8	-0,1
Fiskális keresleti hatás (pontbecslés)*	0,0	1,6	-0,8	-0,7

Megjegyzés: A GDP százalékában. 2020-ban és 2021-ben a költségvetés mozgástér mértékéig az állami beruházások emelkedésével számolunk. 2022-ben az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget akkor, ha a központi tartalékok felhasználásra kerülnek, a felső értéke pedig az ESA-egyenleget abban az esetben, ha a tartalékok nem kerülnek felhasználásra. *A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása. A pontbecslés a tartalékok törlését vagy felhasználását annak függvényében tételezi fel, hogy melyik esik közelebb a kormányzati hiánycélhoz.

Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

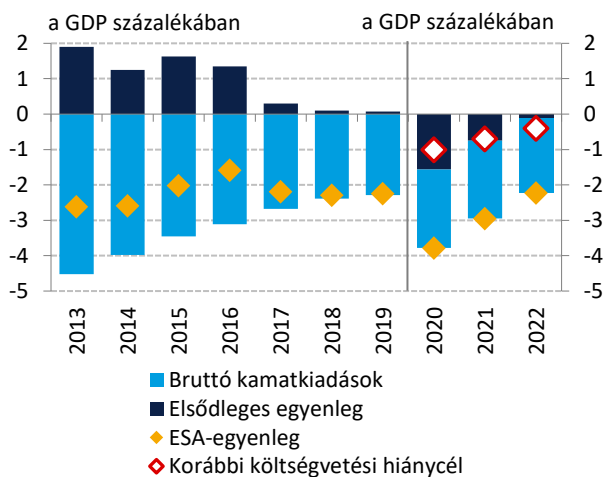
Előrejelzésünk szerint a kormányzati szektor GDP-arányos eredményszemléletű hiánya 2020-ban 3,8 százalék, míg 2021-ben 2,9 százalék lehet (5-1. táblázat). 2019-ben a költségvetés hiánya kismértékben meghaladta az 1,8 százalékos előirányzatot és 2,0 százalékot tett ki. 2020-ban a deficit növekedése egyrészt a gazdasági növekedés lassulásából, másrészt a költségvetés egészségügyi célú és gazdaságvédelmi intézkedéseiből ered. A gazdasági növekedés lassulása csökkenti a tervezetthez képest az adóbevételeket (automatikus stabilizátor). A költségvetési intézkedések pedig többletforrást juttatnak a gazdaságba, így élénkítik a lassuló növekedést, anticiklikus fiskális politikát eredményezve (5-7. ábra).

A 2021. évi költségvetési törvényjavaslatban a GDP 2,9 százalékára csökken a költségvetési hiány, ami előrejelzésünk szerint elérhető. A kedvezőbb gazdasági környezetben egyrészt a ciklikus folyamatokból adódó magasabb bevételek, másrészt az alacsonyabb kiadások egyaránt kisebb hiányt eredményezhetnek. A hiány csökkenése következtében a fiskális keresleti hatás negatív lehet 2021-ben. A 2022-re vonatkozó technikai kivetítésünkben a hiány tovább csökken a megelőző évekhez képest.

5.3.2. A 2020. évi egyenleg

2020-ban a költségvetés GDP-arányos hiánya azonos lehet a célul kitűzött 3,8 százalékkal. A pandémia kitörése előtti tervek és prognózisok 1 százalék körüli hiányt vetítettek előre a GDP 1 százalékának megfelelő tartalékok mellett. A minden korábbinál alacsonyabb hiánycélnak és

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



Megjegyzés: Az ábrán látható pontbecslés a hiányra vonatkozó előrejelzési sávok középpontját mutatja. A korábbi költségvetési hiánycél a 2020. évi költségvetési törvény kivetítésében szereplő hiánycélokot mutatja.

Forrás: KSH, MNB

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

Költségvetési hatással járó intézkedések	-5,2
1. Adócsökkentések	0,8
2. Munkahelyvédelem	0,5
3. Munkahelyteremtési programok	0,7
4. Gazdaság újraindítása	1,6
5. Családok és nyugdíjasok védelme	0,0
6. Járvány elleni védekezés kiadásai	1,7
Forrásteremtő intézkedések	4,2
1. Bevélnövelő intézkedések	0,3
2. Költségvetési átcsoportosítások a 2020. évi költségvetésben	3,0
3. Uniós források átcsoportosítása	0,8
Költségvetési egyenlegre gyakorolt hatás	-1,1

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

Forrás: Pénzügyminisztérium, MNB

a magas tartalékoknak köszönhetően a költségvetésben megfelelő mozgástér állt rendelkezésre a válság kezelésére. A járvány egészségügyi és gazdasági hatásainak kezelését célzó közvetlen költségvetési hatással járó intézkedések a GDP 5,2 százalékát teszik ki a kormányzati tervek szerint. Az intézkedések jelentős részét átcsoportosításokból, a tartalékok felhasználásából, adóemelésekből (kiskereskedelmi különadó, pénzügyi szervezetek hozzájárulása), valamint az európai uniós források átcsoportosításából fedezheti a Kormányzat. Számításaink szerint így az intézkedések nettó egyenleghatása a GDP 1,1 százaléka lehet (5-2. táblázat). A gazdaság lassulása jelentősen mérsékli az adóbevételeket a tervezetthez képest. A gazdálkodó szervezetek befizetései, a fogyasztási adók és a munkát terhelő adó- és járulékbévételek egyaránt jelentősen elmaradhatnak a törvényi előírányattól, de a makrogazdasági pályán alapuló előrejelzésünk alapján e bevételek kevésbé esnek vissza, mint a Konvergencia Programban. A gazdaságvédelmi intézkedések abba az irányba mutatnak, hogy a tavaly a GDP 6 százalékát érintő kormányzati beruházások (uniós és saját forrásból együttesen) tovább emelkedhetnek, jelentős mértékben hozzájárulva a költségvetés anticiklikus viselkedéséhez (5-8. ábra).

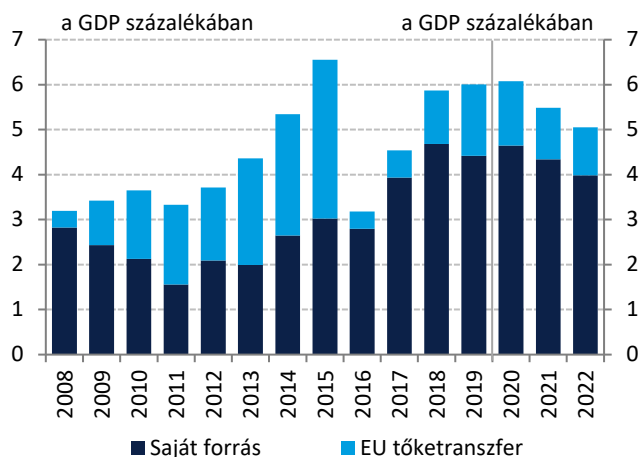
5.3.3. A 2021. és 2022. évi egyenleg

Az Országgyűlésnek benyújtott költségvetési törvényjavaslat szerint 2021-ben az ESA-szemléletű költségvetési hiány a GDP 2,9 százaléka lehet. A kitűzött hiánycél tehát mintegy 1 százalékponttal alacsonyabb a 2020-as 3,8 százalékos célnál. A pandémia gazdasági következményei, valamint a törvényjavaslat gazdaságvédelmi és további intézkedései alapján a márciusban közölt prognózishoz képest emeltük a 2021. évi hiányra vonatkozó várakozásunkat, de a célt elérhetőnek látjuk.

A költségvetési hiány 2020-hoz képesti csökkenése elsősorban a központi költségvetési szervek és intézmények kiadásainak visszafogása révén valósul meg. Elsősorban a magas szintre emelkedett kormányzati beruházások és dologi kiadások GDP-arányos csökkenése várható, de mérséklődhetnek a GDP-arányos személyi kiadások és a pénzügyi transferek is. A hiány csökkenését a gazdasági növekedés lassulásának mérsékléséhez és a gazdaság újraindításához hozott intézkedések miatt 2020-ban visszafogott adó- és járulékbévételek emelkedése is támogatja.

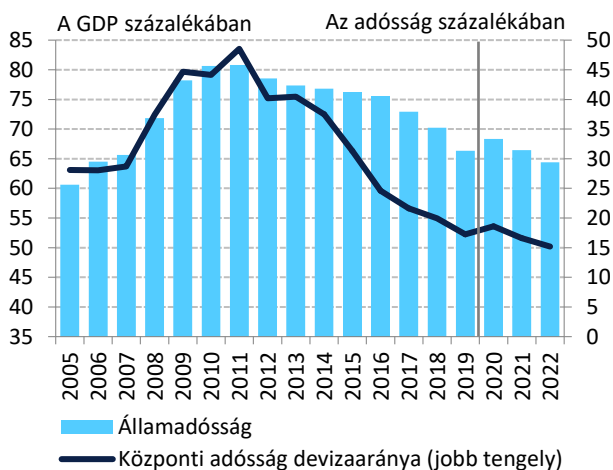
Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány 2021-ben 2,9 százalék lehet, így a költségvetési törvényjavaslatban szereplő hiánycél teljesülhet. A költségvetési

5-8. ábra: A kormányzati beruházások alakulása



Forrás: KSH, MNB

5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása



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

Forrás: MNB, ÁKK

törvényjavaslathoz képest magasabb keret-mutatókkal és mérsékeltbb fogyasztási kiadásokkal számolunk, így az előirányzattól elmaradó fogyasztási adóbevételeket ellensúlyozzák a magasabb személyi jövedelemadó és járulékbévételek előrejelzésünkben. Kiadási oldalon előrejelzésünk szerint a központi szervek kiadásai magasabbak lehetnek a költségvetési törvényjavaslatban feltételezetténél, míg a lakásépítési támogatások elmaradhatnak a tervezettől. Emellett 2021-ben a költségvetés központi tartalékainak összege 270 milliárd forint, azaz a GDP 0,5 százaléka lesz a tervek szerint, amely a bevételek előirányzattól való elmaradása esetén biztosíthatja a hiánycél teljesíthetőségét.

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

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

A legjelentősebb kockázat a korona-vírus járvány esetleges visszatérése, ami egyrészt tovább mérsékelné az adóbevételeket, másrészt újabb költségvetési intézkedéseket tenne szükségessé. Alappályánkban a kormányzati szektor beruházási kiadásai 2020-ban kissé meghaladhatják a 2019-ben elért magas, 6 százalékos szintjüket. A kormányzati beruházásokat növelik a járvány elleni védekezés egyes kiadásai és a Gazdaságvédelmi Akcióterv beruházási intézkedései is. Előrejelzésünkben a költségvetési mozgástér mértékéig az állami beruházások emelkedésével és azok gazdaságélénkítő hatásával számolunk. A tényleges gazdasági hatást ugyanakkor csökkentheti, hogy a fennálló kapacitáskorlátok miatt a többlet beruházási források nem kerülnek maradéktalanul felhasználásra. Emellett a Gazdaságvédelmi Alapnak fedezetet nyújtó átcsoportosítások is érinthettek beruházási tételeket.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok szerint 2020. első negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 66,8 százalék volt (5-9. ábra). Az előző év azonos időszakához képest az adósságráta 2,7 százalékponttal mérséklődött, míg 2019. év végi értékéhez képest 0,5 százalékponttal emelkedett. Az év első negyedévében a nettó adósságkibocsátás mellett az átértékelődés és a gazdasági növekedés lassulása is hozzájárult az adósságráta értékének növekedéséhez.

Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos bruttó államadósság a 2019. végi 66,3 százalékról a koronavírus-járvány következtében kedvezőtlenebbé váló gazdasági környezet, valamint a járvány gazdasági hatásainak

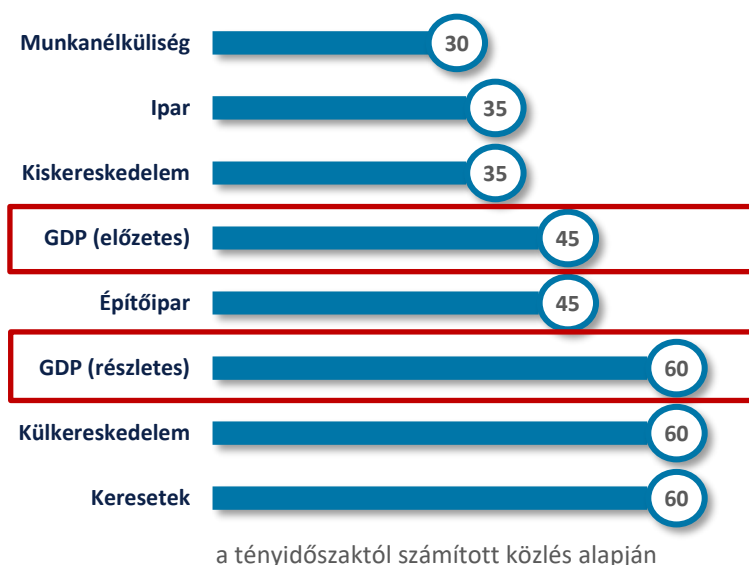
enyhítése érdekében szükséges intézkedések és magasabb kiadások miatt 2020-ban átmenetileg 68-69 százalékra emelkedik. 2021-ben azonban a gazdasági növekedés élénkülése és a hiány várt mérséklődése következtében az államadósság ismét csökkenő pályára áll. Prognózisunk szerint az átmeneti emelkedést követően évente átlagosan 2 százalékponttal csökken az államadósság-ráta értéke, ami így 2022 végére 65 százalék alá mérséklődhet. A devizakötvény-kibocsátás következtében 2020 végére a központi államadósság devizaaránya 18 százalék fölé emelkedhet, majd az előrejelzési horizonton a negatív nettó devizakibocsátás az arány csökkenését eredményezi, ami 2022-re 15 százalék körüli szintre mérséklődhet.

6. Kiemelt témák

6.1. Gazdasági teljesítmény vizsgálata a magas frekvenciájú adatok tükrében

A közgazdászok egyik fontos feladata, hogy az olyan ismert aggregált idősorok és statisztikák, mint például a munkanélküliségi ráta, az ipari termelés vagy a GDP növekedése alapján meghatározzák és elemezzék a gazdasági aktivitás alakulását, és előrejelzést készítsenek a várható gazdasági folyamatokról. **A statisztikai hivatalok által gyűjtött és közölt makrogazdasági adatok** harmonizált, nemzetközileg is összehasonlítható **módon írják le a gazdasági folyamatok alakulását**. Ugyanakkor a nemzetközi szervezetek és statisztikai hivatalok által rendszeresen publikált idősorok általában jelentős időbeli késéssel állnak rendelkezésre. Hazánkban az európai előírásokkal összhangban a Központi Statisztikai Hivatal a tárgyidőszakot követően jellemzően 30 - 60 napos késleltetéssel közli a hivatalos statisztikai adatokat (6-1. ábra).

6-1. ábra: A hivatalos statisztikai adatok előállása az adatszolgáltatás tárgyhónapjához viszonyítva néhány esetben



Forrás: KSH tájékoztatási naptára alapján MNB

Turbulens időszakban a magasabb frekvenciájú és valós időben rendelkezésre álló adatforrások informatív jelzést adhatnak a gazdasági aktivitás alakulásáról a döntéshozók számára. A koronavírus-járvány globális terjedése a szokásosnál is nagyobb bizonytalanságot okoz a gazdasági folyamatokban. **A járvány terjedése a közgazdasági összefüggések által indokolt hatások helyett kiugró értéként (outlier) jelentkezik, ami jelentősen megnehezíti a gazdasági folyamatok értékelését és a prognózisok készítését.** Ugyanakkor valós idejű adatok segítségével lehetőség adódik a fordulópontok jobb azonosítására és a gazdaságpolitikai döntéshozók naprakész információkkal történő ellátására.

A vírus terjedésének, valamint a terjedést akadályozó kormányzati korlátozó intézkedések hatására a gazdaság összes szereplője tevékenységeinek radikális átalakítására kényszerül. Számos ipari ágazat termelésének átszervezését vagy ideiglenes leállítását kényszerült bejelenteni, míg a tercier szektor egységei egyik napról a másikra bezárták boltjaikat, felfüggesztették szolgáltatásaikat. A gyorsan bevezetett korlátozó intézkedések és határozatok korábban nem látott gazdasági hatásokat eredményeztek a gazdasági teljesítményben, ami összhangban van az áprilisi termelési adatokban és indikátorokban megfigyelhető drasztikus csökkenéssel.

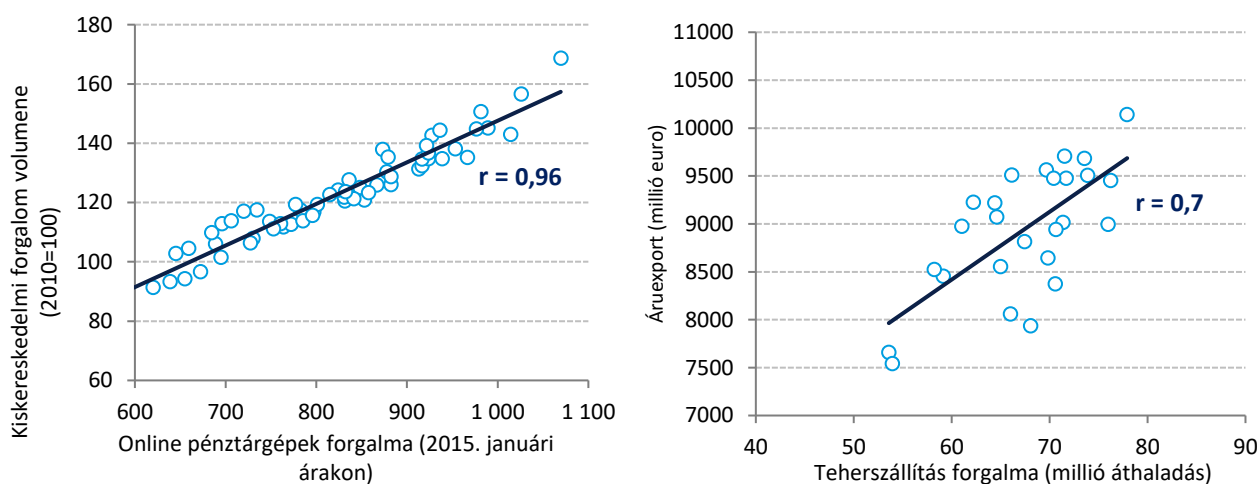
Válságidőszakokban kiemelten fontos a lehető legnagyobb információs bázis felhasználása, ezzel is támogatva a gazdaságpolitikai döntéshozatalt és a gyors gazdasági kilábalást. **A továbbiakban alternatív mutatók felhasználásával mutatjuk be a gazdasági aktivitás elmúlt napokban és hetekben bekövetkező változását, valamint ezek együttmozgását a hivatalos makrogazdasági statisztikákkal.**

6.1.1. A havi szakstatisztikák együttmozgása a valós időben rendelkezésre álló adatokkal

A hazai GDP mintegy felét kitevő lakossági fogyasztás nyomon követésére és előrejelzésére többek között a kiskereskedelmi forgalom alakulását használja a közgazdaságtan. A gazdaság fehéritésének érdekében a magyar kormány 2013-2014 folyamán egyes ágazatokban kötelezővé tette az online pénztárgépek használatát, mely a hazai kis- és nagykereskedelmi forgalom pontos megfigyelése mellett egyes szolgáltatások – így például a taxiszolgáltatás, a vendéglátás, a szálláshelyszolgáltatás, a kölcsönzési tevékenység, valamint a javítási tevékenység – forgalmát is számszerűsíti. **Az online pénztárgépek forgalma és a kiskereskedelmi szakstatisztika volumene között erős a kapcsolat, mintegy 0,96-os korreláció figyelhető meg a 2015-2020-as időszakon** (6-2. ábra, bal panel).

Magyarország a globális értékláncokba történő integráltsága révén a világ egyik legnyitottabb gazdasága, így különösen kitett a nemzetközi kereskedelemnek és áruforgalomnak. A hazai teljes export a GDP arányában eléri 83 százalékot, míg ezen belül az áruexport aránya 65 százalék. Mivel a termékek külföldre való mozgatása elsősorban közúton történik, mely a hazai áruszállítás mintegy 85 százalékáért felelős, így érdemes az áruexportot a teherforgalom volumenével közelíteni. **Az áruexport és a teherzállítás közötti 0,7-es parciális korreláció erős kapcsolatot mutat** (6-2. ábra, jobb panel).

6-2. ábra: A kiskereskedelmi forgalom és az online pénztárgépekből szerzett forgalmi adatok (bal panel), valamint az áruexport és a közúti teherzállítás adatainak (jobb panel) együttmozgása

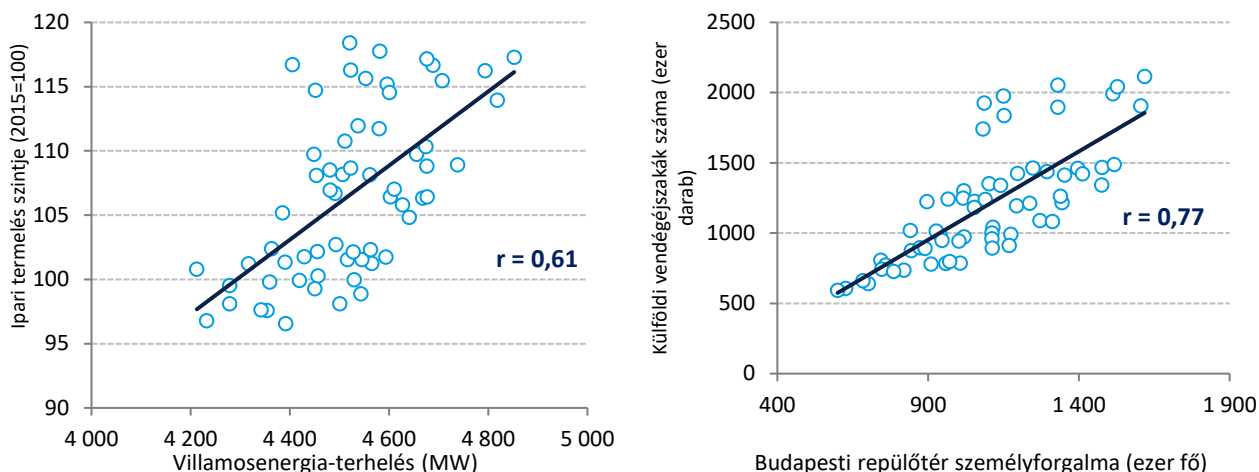


Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított adatok alapján. Bal panel esetén havi adatok 2015. január-2020. február, jobb panel esetén 2018. január-2020. február esetén

Forrás: KSH, Pénzügyminisztérium/NAV és NÚSZ Zrt. Üzleti Intelligencia alapján MNB-számítások

Az ipari termelés alakulása meghatározó a hazai növekedés szempontjából. A villamosenergia hálózaton történő energiaterhelés nemzetközi tapasztalatok alapján jól közelíti az ipari tevékenységek teljesítményét. Az energiaterhelést 8 és 18 óra között vizsgálva, valamint a szezonálisan jelentősen ingadozó hőmérsékleti hatásoktól szűrve közelíthetjük az ipari aktivitás alakulását. **A hazai ipari termelés szakstatisztikája jól mozog együtt a villamosenergia-terhelés értékével, melyet a 0,55-ös korreláció jelez** (6-3. ábra, bal panel). A turizmus alakulásának közelítésére **a külföldiek által eltöltött vendégéjszakák száma, valamint a budapesti Liszt Ferenc repülőtér személyforgalma alkalmas, amelyek között 0,77-es korreláció áll fenn** (6-3. ábra, jobb panel).

6-3. ábra: Az ipari termelés és a villamosenergia-terhelés (bal panel), valamint a külföldi vendégéjszakák és a budapesti Liszt Ferenc repülőtér személyforgalmának (jobb panel) együttmozgása



Megjegyzés: Az ipari termelés szintje szezonálisan igazított, míg a villamosenergia-terhelés hőmérséklet-hatástól szűrt adat alapján. Jobb panel szezonálisan nem igazított adatok alapján. Mindkettő panel havi adatok 2015. január-2020. február esetén.

Forrás: KSH, ENTSO-E és Budapest Airport alapján MNB-számítások

6.1.2. A konjunktúra alakulása a valós idejű adatok alapján

A Magyar Nemzeti Bank a rendelkezésre álló magas frekvenciájú adatok segítségével folyamatosan monitorozza a gazdaság teljesítményének alakulását. Gazdasági aktivitási monitorunk 14 indikátorból áll össze. A kis-és nagykereskedelmi forgalmat a rendelkezésre álló online pénztárgép adatok alapján közelítjük. A pénzügyi szolgáltatások iránti kereslet alakulását a lakossági hitelfelvétel adatokkal, míg az ingatlanügyletek alakulását a lakáspiaci tranzakciók gyakoriságával magyarázzuk. A logisztika és szállítmányozás alakulásáról a közúti forgalmi adatok és az üzemanyag-fogyasztás adnak képet, míg a turisztikai ágazat helyzetét a légi személyforgalom, a szállodai vendégek száma közelíti. Az ipari termelés kapcsán a villamosenergia-terhelés adatai mutatnak irányt. A munkaerőpiac alakulását a regisztrált álláskeresők száma, valamint a munkanélküli segélyre és az álláskeresési járadékra vonatkozó Google-keresések adják meg. Végül a hazai gazdaság külkereskedelmi kilátásait a 10 legfontosabb exportpartnerünkre vonatkozó súlyozott korlátozási index alakulása jellemzi (6-1. táblázat).

6-1. táblázat: A gazdasági aktivitást monitorozó heti indikátorok hőtérképe

		dec. 30.	jan. 6.	jan. 13.	jan. 20.	jan. 27.	febr. 3.	febr. 10.	febr. 17.	febr. 24.	márc. 2.	márc. 9.	márc. 16.	márc. 23.	márc. 30.	ápr. 6.	ápr. 13.	ápr. 20.	ápr. 27.	máj. 4.	máj. 11.	máj. 18.	máj. 25.	jún. 1.	jún. 8.	
Kis- és nagykereskedelem	Online pénztárgépek forgalma ¹																									
	Pénzügyi szolgáltatások																									
Szállítás és közlekedés	Közúti személyforgalom ³																									
	Közúti teherforgalom ³																									
	Üzemanyag-fogyasztás ⁴																									
Turizmus	Légi személyforgalom ⁵																									
	Szállodai forgalom ⁶																									
Ingtatlanügyletek	Lakáspiaci tranzakciók ⁷																									
Ipar	Villamosenergia-terhelés ⁸																									
Munkaerőpiac	Regisztrált álláskeresők száma ⁹																									
	Google-keresés: munkanélk.segély ¹⁰																									
	Google-keresés: állásker.járadék ¹⁰																									
	Gazdasági bezárkózás ¹¹																									

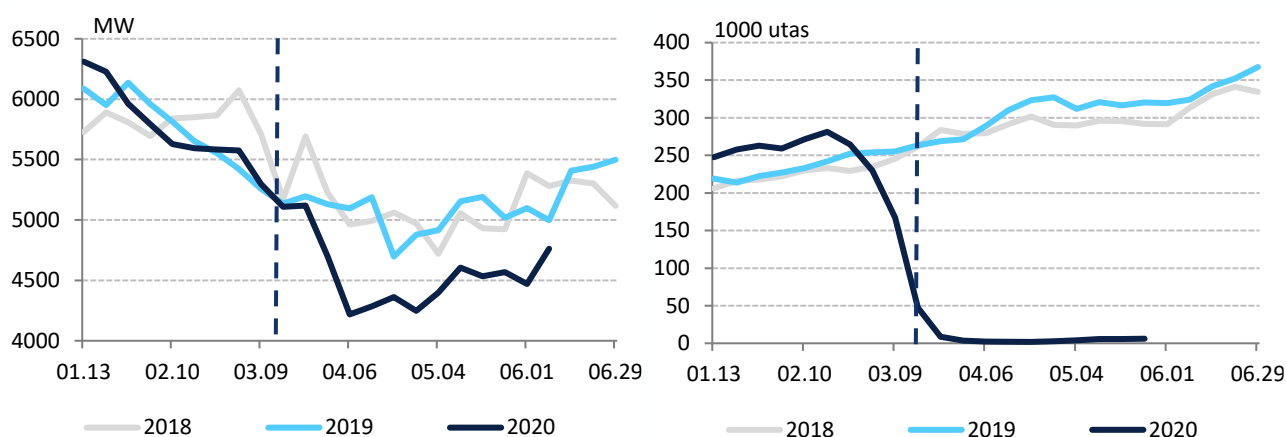
Megjegyzés: Adott naptári nap kezdetű hét adatai, összevetés esetén számolás a 2019-es év azonos hetéhez képest. A színskálában minden idősor esetén a zöld szín a minél jobb, míg a piros a minél rosszabb értéket mutatja. Mértékegységek: 1: reál éves változás milliárd forint alapján, 2: nominális éves változás milliárd forint alapján, 3: éves változás közúti áthaladások száma alapján, 4: millió liter, 5: 2019-es szint arányában, 6: éves változás, 7: éves változás tranzakciók száma alapján, 8: 2019-es szint arányában, 9: ezer darab fő, 10: online keresések gyakorisága a Google-Trends alapján, 11: 10 legnagyobb külkereskedelmi partnerünk exportpiaci súlyával számolt kormányzati korlátozási indexe Hale és szerzőtársai (2020) alapján.

Forrás: Pénzügyminisztérium/NAV, KHR, NÚSZ Zrt. Üzleti Intelligencia, Magyar Ásványolaj Szövetség, Budapest Airport, Nemzeti Turisztikai Adatszolgáltató Központ, Lakáspiaci közvetítői adatbázis, ENTSO-E, Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat, Google-Trends és Hale és szerzőtársai (2020) alapján MNB-számítások

Hőtérképünkben egyértelműen kirajzolódik a korlátozó intézkedések bevezetését követően a gazdasági teljesítmény lassulása. A március 9-ével kezdődő héten – összhangban a vírus nemzetközi terjedésével – a turisztikai ágazatban már megjelentek a lassulás jelei. Csökkent a légi utasok száma, mérséklődött a szállodai forgalom. **A koronavírus terjedése kapcsán a legtöbb szektor számára a március 16-ával kezdődő hét volt a fordulópont.** Drasztikus visszaesést regisztrálhattunk a vendéglátás és a turizmus területén, ami természetesen szorosan összefügg a lakosság mozgásának korlátozásával. A visszaesést jelzi a közúti személyforgalom mérséklődése is, ami április közepére a korábbi évek szintjének alig felére csökkent. A turizmus teljes leállását jól mutatja, hogy míg tavaly áprilisban több, mint 1,3 millió utas fordult meg a Liszt Ferenc repülőtéren, idén áprilisban alig 10 ezer utast kezelte a légitársaság (6-4. ábra, jobb panel).

A globális termelési láncok akadozása, valamint a világpiacról hirtelen eltűnő kereslet eredményeként az ipari egységek termelésük szüneteltetését jelentették be szerte a világban. **Március második felében a hazai feldolgozóipari üzemek, köztük a járműgyárak és beszállítók sorra jelentették be ideiglenes leállításukat. Az ipari termelés és az ipari árukievitel szűkülését jelzi, hogy a villamosenergia-terhelés mintegy 12-15 százalékkal múlta alul a tavalyi szintet áprilisban** (6-4. ábra, bal panel).

6-4. ábra: A hazai villamosenergia-terhelés (bal panel), valamint a budapesti Liszt Ferenc repülőtér forgalmának (jobb panel) időbeli alakulása heti frekvencián

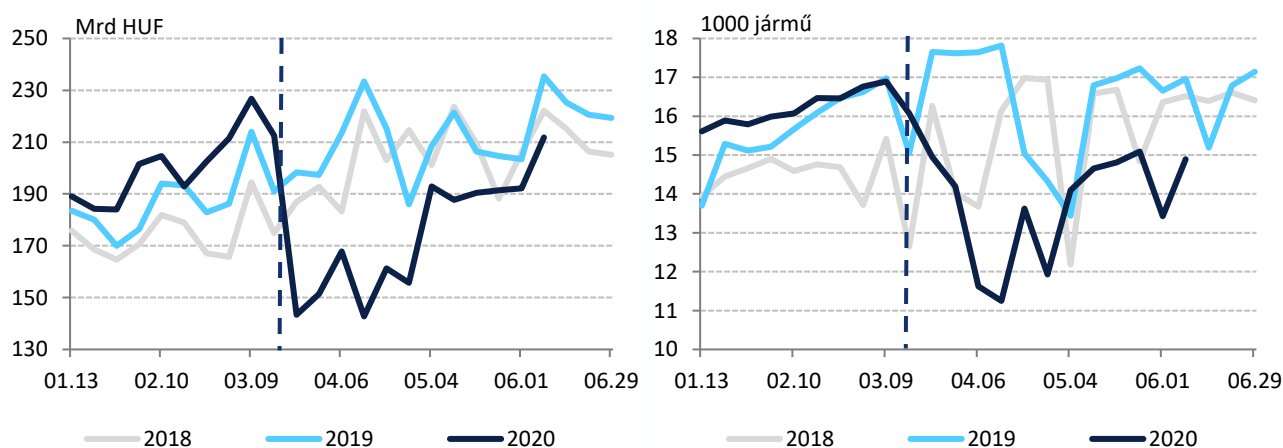


Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított adatok alapján. Heti adatok 2018. 1. hete és 2020. 24. hete között.

Forrás: ENTSO-E és Budapest Airport alapján MNB-számítások

A kiskereskedelmi forgalom a márciusi bevásárlási lázat követően lecsengett, ezt követően jelentősen mérséklődött a volumen. A kereskedelmi forgalom az év elején a korábbi évek átlaga felett alakult, de a március 15-ét követő hetekben már jelentősen elmarad attól. **A közúti teherforgalom március második felétől ütemesen csökkent, és áprilisra a korábbi évek átlagának 75-80 százalékára zuhant vissza** (6-5. ábra). Idén márciusban a légi teherforgalom éves összevetésben nagyrészt az orvosi eszközbeszerzések miatt még 7 százalékkal bővült, de áprilisban már ugyanennyivel esett az árutonnányi kereskedelem.

6-5. ábra: A reál online pénztárgép forgalom (bal panel), valamint a közúti teherszállítás forgalmának (jobb panel) időbeli alakulása heti frekvencián



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított adatok alapján. Heti adatok 2018. 1. hete és 2020. 24. hete között.

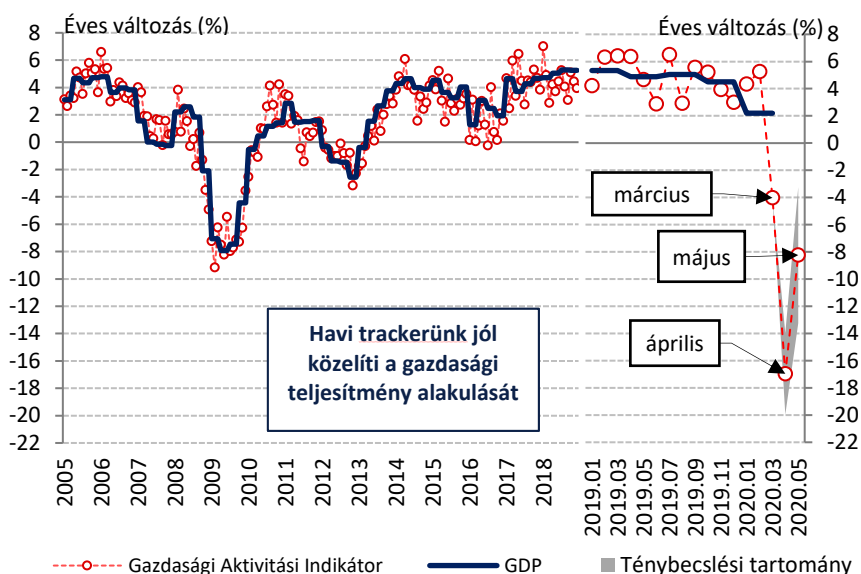
Forrás: Pénzügyminisztérium/NAV és NÚSZ Zrt. Üzleti Intelligencia alapján MNB-számítások

Elemzésünk alapján a hazai gazdaság teljesítményében április jelenthette a mélypontot, májusban már több ágazatban elindult a fokozatos helyreállítás, amely összhangban van a korlátozó intézkedések fokozatos lazításával. A pénztárgép adatok alapján becsült kiskereskedelmi forgalom egy némileg lassabb helyreállásról tanúskodik, ám már csak alig 10 százalékkal marad el a tavalyi mértéktől az idei év dinamikája. A villamosenergia-terhelés május közepén már csak 5-10, míg a közúti szállítás 6-8 százalékkal marad el az elmúlt évek átlagától. Az utakon egyre több az autó, az élet kezd visszatérni az ipari termelésbe és a logisztikába is. Egymás után jelentik be a nagy autópári vállalatok a termelésük újraindítását, a kapacitásaik felfutó kihasználtságát.

A turizmus-vendéglátás ágazatot ugyanakkor továbbra is fokozottan érintik a korlátozások, de itt is tapasztalható némi korrekció az áprilisi visszaesés után. Néhány légitársaság is fokozott elővigyázatosság mellett újraindította budapesti

működését, május hónap második felében a vidéki szálláshelyek elkezdtek kinyitni. A nemzetközi szállításban a vírus kezdeti fázisában kialakult fennakadások gyors megoldása, a határok áruforgalom előtti megnyitása, **az élénkülő közúti forgalom jó kilátásokat vetít előre.**

6-6. ábra: A gazdasági aktivitást mérő indikátorokon alapuló havi GDP ténybecslés



Forrás: KSH, MNB-számítások

Gazdasági aktivitásra vonatkozó ténybecslési tartomány a járványhelyzetnek köszönhetően érdemi bizonytalanság övezi. Bár a koronavírus március második felében már érzékeltette hatását a hazai gazdaság teljesítményében, nem befolyásolta érdemben a GDP első negyedéves növekedését. **A Gazdasági Aktivitási Indikátorunk alapján a magyar gazdasági teljesítmény márciusban kb. 4 százalékkal csökkenhetett.** A bevezetett korlátozások gazdasági hatása már a második negyedévben realizálódott. **Áprilisban összességében 13-20 százalékkal, míg a jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján májusban 3-13 százalékkal mérséklődhetett a gazdasági aktivitás az előző év azonos időszakához képest.** (6-6. ábra).

6.2. A koronavírus-járvány hatásai az inflációs és munkaerőpiaci statisztikákban

A koronavírus-járvány a gazdasági kihívások mellett az adatgyűjtők és az adatelemzők felé is új kihívásokat teremtett. A járvány terjedése és gazdasági következményei ellen meghozott intézkedések miatt egyes adatok összeírása vagy éppen értelmezhetősége a szokásostól eltérő megközelítést igényel. A korlátozások következtében nehézkessé (vagy éppen fizikailag lehetetlenné váló) adatösszeírás alternatív megoldások felé irányította a nemzeti statisztikai hivatalokat. Emellett a kormányzatok által meghozott intézkedések szintén nyomot hagynak majd a statisztikákban, így hazánk esetén a lakossági hitelek törlesztési moratóriuma **a jövedelemfelhasználási statisztikákban is megjelenhet**. A pandémia okozta mérési és viselkedési dilemmák elsősorban az inflációs és munkaerőpiaci mutatók esetében azonosíthatóak jól, amelyeket kiemelt témánkban részletesen kifejtünk.

6.2.1. A koronavírus hatására bekövetkező mérési bizonytalanság az inflációban

A globális koronavírus-járvány az inflációs folyamatok alakulása mellett a fogyasztói árak gyűjtését, módszertanát, és ezáltal **az infláció számítását is befolyásolja**. A Központi Statisztikai Hivatal – a nemzetközi gyakorlattal összhangban – a fogyasztóiár-index előállításához különböző reprezentánsok aktuális napon érvényes árát jegyzi fel az ország több pontján. Az árfelírás számottevő része a helyszínen történik, az online árak számbavétele jellemzően kiegészítő jellegű a statisztikai hivatalok gyakorlatában.

Az elmúlt hónapokban azonban a megnövekedett egészségügyi kockázatok, illetve bevezetett korlátozások miatt **alternatív összeírási módszereket alkalmazott a KSH**. A telefonos és e-mailes felkeresés, illetve internetes adatgyűjtés erőforrásigénye jelentősen magasabb a hagyományos helyszíni árfelíráshoz képest, ezáltal az **összegyűjtött adat számossága elmaradhat a korábbiaktól**. Ráadásul a hagyományos felíróhelyek egy része (például mozik, színházak, éttermek, sportrendezvények) a járványidőszak csúcsában bezárni kényszerültek, így a szükséges árinformációk a hagyományos csatornákon keresztül nem voltak elérhetőek. **A különleges helyzetben a nem megfigyelhető termékek árainak pótlására a KSH nemzetközi szervezetekkel és más országok statisztikai hivatalaival közösen kialakított módszertant alkalmaz**. A tényleges megfigyelésekkel nem rendelkező reprezentánsok, illetve fogyasztási csoportok árindexének pótlására az alábbi három módszertan egyikét alkalmazzák.

- 1) **A legközelebbi aggregátum alapján történő pótlás** esetén a pótlandó reprezentáns hiányzó árindexét a hierarchiában eggyel felette lévő aggregátum árindexével pótolják, amennyiben ezen aggregátum esetén elegendő számú megfigyelés áll rendelkezésre.
- 2) Abban az esetben, ha ezen aggregátumra nincsen elegendő adat, akkor a reprezentáns árindexének pótlásához az összes olyan terméket, és szolgáltatást figyelembe veszik, amelyhez megfelelő számú megfigyeléssel rendelkeznek. Ezen **tényleges megfigyelésekből számított teljes fogyasztóiár-index alapján** történő pótlás hátránya, hogy **jelentős mértékben torzíthatja az adott reprezentáns valódi árváltozását**.
- 3) Olyan reprezentánsok esetén, melyek ára ritkán változik – illetve amelyekhez a hatósági korlátozások miatt nem lehetett hozzáférni az adott hónapban – **változatlan árat** feltételeznek. Ilyen szolgáltatás például a mozi, illetve a színház. Az erős szezonálitással bíró termékek – például repülőjegy – esetében az előző év azonos havi hó/hó indexének alkalmazása indokolt.

Mindhárom módszer alkalmazása esetén **a nem megfigyelhető termékek árváltozásának becslése bizonytalan, ami rontja a fogyasztóiár-index minőségét**. Az adatgyűjtés új kihívásai nem csak hazánkban, hanem a világ számos országában jelentkeztek. A márciusi amerikai infláció számításához szükséges adatgyűjtés során jelentős mértékben csökkent a személyes árfelírás aránya, ugyanakkor az online adatgyűjtés jelentősége érdemben megemelkedett. Az alternatív csatornákon keresztül összegyűjtött adatbázis kevesebb megfigyelést tartalmazott (6-2. táblázat).

6-2. táblázat: Az áruk és szolgáltatások árainak felmérésére adott válaszok eredményei

	2019. március (százalék)	2020. március (százalék)
Felírt árak	87	75
Nem felírt árak	13	25
Árfelírás módja:		
Személyes/fizikai	67	37
Telefonos	9	12
Online	14	35
Egyéb*	9	16

Megjegyzés: *Azok az adatok, melyeket egyéb módon, például vállalati adatszolgáltatásból és a nemzeti irodák gyűjtéséből származnak.

Forrás: U.S. Bureau of Labor Statistics

6.2.2. Statisztikai és viselkedési hatások az inflációs várakozásokban

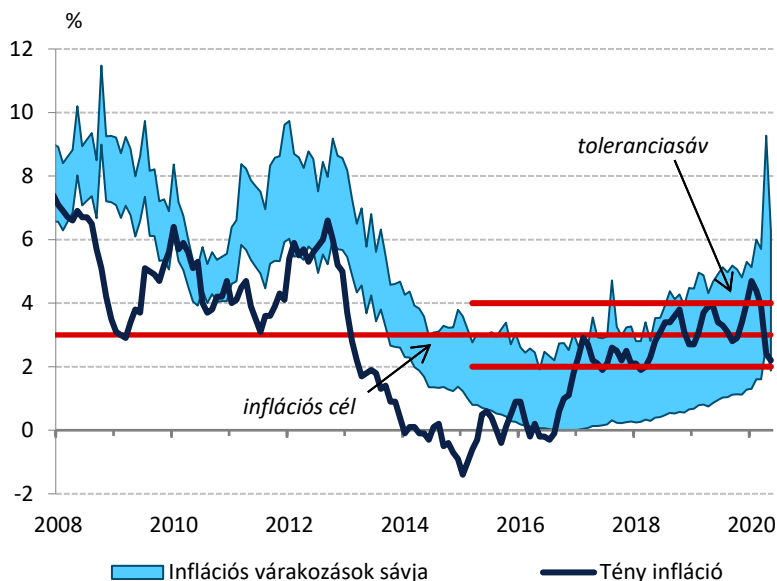
Inflációs célkövetés rendszerében működő országokban az inflációs várakozások kiemelt jelentőséggel bírnak a monetáris politika szempontjából, ugyanis információt hordoznak a lakosság és a vállalatok várakozásairól. A legtöbb központi bank ezért rendszeresen monitorozza az egyes gazdasági szereplők várakozásait. A háztartások inflációs várakozásainak kvalitatív felmérését az Európai Bizottság megbízásából havi gyakorisággal végzik hazánkban.

Áprilisban a háztartások inflációs várakozásainak átmeneti emelkedését tapasztaltuk, amelynek háttérében több tényező együttes hatása áll. Egyrészt a lakosság a várakozásai kialakításakor főként a múltban megfigyelt folyamatokra támaszkodik, a jövőre vonatkozó várakozásukat az aktuális inflációs érzékelésük befolyásolja. Az év első hónapjaiban a hazai fogyasztóiár-index néhány – a világ nyersanyagpiaci viszonyainak erősen kitett – változékonnyá átalakulástól következésképpen átmenetileg a jegybanki toleranciasáv fölé emelkedett. **Az infláció év eleji (múltbéli) alakulása az inflációs várakozások emelkedésének irányába hatott.** Ráadásul a háztartások a megkérdezésükkor jellemzően felülsúlyozzák azon termékek árváltozását, amelyeket gyakrabban vásárolnak. Ebben meghatározó súlya van a napi szükségleteket kielégítő élelmiszereknek, míg a ritkábban vásárolt termékek áralakulásait jellemzően figyelmen kívül hagyják, vagy csekély mértékben veszik figyelembe. Ez jelentős mértékű különbséghez vezet az érzékelt, illetve a hivatalos infláció között. Az ebből adódó torzítás különösen nagy lehetett az elmúlt hónapokban, amikor a határzárak bevezetése következtében az ellátási láncokban bekövetkezett akadozások, illetve a kijárási korlátozások következtében a lakossági készletek felépítésén keresztül az élelmiszerárak jelentős, a korábbi évek árdinamikájánál nagyobb mértékű emelkedését okozták.

Emellett kijelenthető, hogy a válságban látott reakciók miatt a hangulatindikátorok változékonysága a világon mindenütt többszörösére növekedett, több esetben korábban soha nem látott értékeket is produkálva. Mindezek következtében az áprilisi várakozásokra vonatkozó adatpont nem vethető össze teljes mértékben a koronavírus-járvány előtti időszak idősorával.

Márciusban az infláció ismét visszatért a toleranciasávba, majd tovább mérséklődött (6-7. ábra). **Az Európai Bizottság májusi felmérése alapján ezzel összhangban a lakosság inflációs várakozásai is mérséklődtek.** A következő hónapokban az infláció mérsékelt alakulása várható, ami az inflációs várakozások visszatekintő jellegén keresztül a várakozások mérséklődését eredményezhetik.

6-7 ábra: Lakossági inflációs várakozások alakulása



Forrás: MNB-számítás Európai Bizottság adatai alapján, illetve KSH

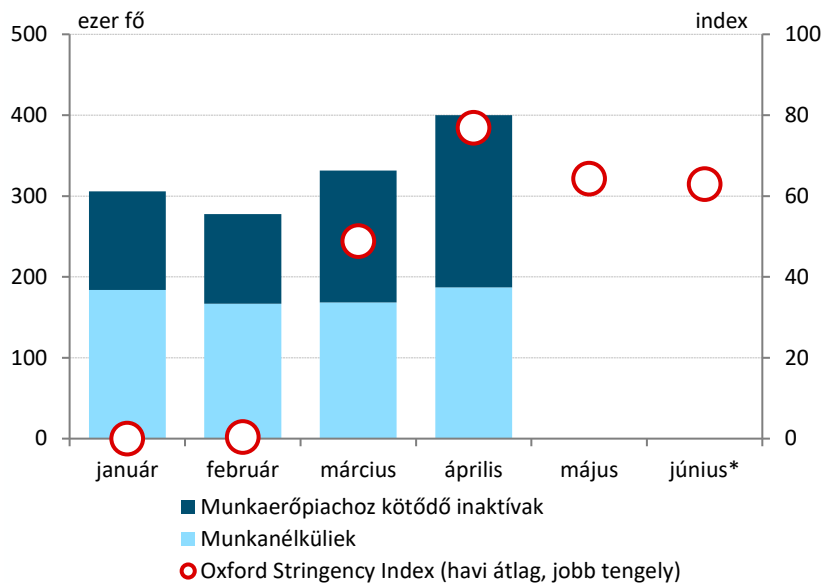
6.2.3. Miért nem nőtt a munkanélküliség statisztikailag az elbocsátások hatására?

A koronavírus miatt megváltozott gazdasági helyzet következtében a vállalatok márciustól elbocsátásokba kezdtek. Áprilisban 136 ezer fővel dolgoztak kevesebben, mint egy évvel korábban, azonban a Munkaerő-felmérés nemzetközi összehasonlításra alkalmas definíciója alapján **a foglalkoztatás csökkenésénél jóval kevesebben váltak statisztikailag munkanélkülivé**. Az ENSZ munkaügyi szervezete, **az ILO munkanélküliségre vonatkozó hármaskritériuma a kijárási korlátozások miatt kevésbé volt teljesíthető**. ILO-definíció szerint munkanélküli az,

1. akinek nincs munkája (**nem foglalkoztatott**).
2. az elmúlt 4 héten keresett munkát (**aktív munkakeresés**).
3. és ha találna, 2 héten belül munkába is tudna állni (**rendelkezésre állás**).

Azok, akik az utóbbi két kritériumból egyet nem teljesítettek, a munkaerőpiachoz szorosabban kötődő inaktívak közé soroljuk, mivel a munkanélküliekhez hasonló jellemzőkkel bírnak, illetve közel azonos állástalálási valószínűséggel rendelkeznek. Ennek megfelelően a munkaerőpiachoz kötődő inaktívak csoportja szintén a bevonható munkaerő-tartalék részét képezi. **Áprilisban a munkaerő-tartalék mértéke közel másfélszerese volt az egy évvel korábbi értéknek, amit főként az elbocsátások miatt inaktívvá válók emelkedése magyaráz**. Ők ugyanis a kijárási korlátozások miatt nem tudtak aktív álláskeresést folytatni vagy 2 héten belül munkába állni. Az Oxford Stringency Index alapján **a társadalmi kapcsolatok korlátozása áprilisban érthető el csúcsát** (6-8. ábra), **a kijárási korlátozások fokozatos feloldásával a munkanélküliek és az inaktívak aránya között visszarendeződés valószínűsíthető a munkaerő-tartalékban**, ahogy egyre többen tudják teljesíteni mindhárom kritériumot az álláskeresők körében. Ezzel párhuzamosan a korábbi állásvesztés hatása a munkanélküliségi rátát is emelheti.

6-8. ábra: A munkaerő-tartalékok és a korlátozó intézkedések szigorúságának alakulása



Megjegyzés: Munkaerőpiachoz kötődő inaktívak: A) inaktív, keres munkát, de nem tud munkába állni 2 héten belül, B) inaktív, szeretne dolgozni, de nem keresett munkát. *Június 4-ig rendelkezésre álló adatok alapján.

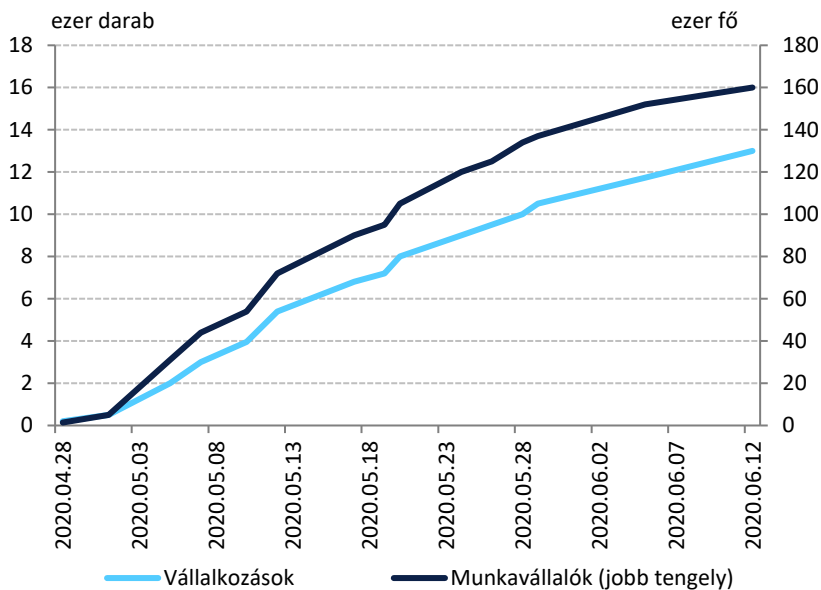
Forrás: KSH, Hale és szerzőtársai (2020)

6.2.4. A részmunkaidősödés következményei a munkaerőpiaci mutatókban

A gazdaság teljesítményének visszaesésekor általánosan megfigyelhető jelenség, hogy a foglalkoztatás kisebb mértékben esik vissza a termeléshez képest, ugyanis az alkalmazkodás nemcsak létszámban (extenzív oldalon), hanem a munkaórák számában (intenzív oldalon) is végbemehet. A visszafogottabb létszámbeli alkalmazkodással, azaz a munkaerő tartalékolásával mérsékelhetőek a felvétel és a betanítás költségei a kilábalási időszakban, illetve a dolgozók állományban tartásával nem kopik meg a munkavállalók tudása sem. Ennek fényében **az elbocsátásokkal szemben alternatív lehetőséget jelenthet, ha a vállalatok a teljes munkaidőben dolgozók munkaóráinak csökkentésével részmunkaidős viszonyban foglalkoztatják tovább a munkavállalókat.** A munkaerő-tartalékolás miatt bekövetkező részmunkaidősödés mértéke az egyes cégek és ágazatok jellemzőinek függvényében eltérő lehet.

A munkahelyek megőrzése kiemelt célkitűzése a gazdaságpolitikának, ezért a koronavírus következtében kialakuló gazdasági helyzetben támogatja a részmunkaidős foglalkoztatást. A cégek a rövidített munkaidőre, az alkalmazottak megtartásáért cserébe munkahelyvédelmi bértámogatást igényelhetnek. A 15-75 százalékkal csökkentett munkaidőben alkalmazott munkavállaló a kieső bérének 70 százalékát, maximum 112,5 ezer forintot megkapja az államtól. **Június 12-ig 13 ezer vállalat kérelmezte a támogatást 160 ezer alkalmazottra vonatkozóan** (6-9. ábra), összesen 26,5 milliárd forint értékben. A munkahelyvédelmi bértámogatásra összesen 200 milliárd forintnyi forrás, azaz további 173,5 milliárd forint áll rendelkezésre.

6-9. ábra: A munkahelyvédelmi bértámogatást igénylő vállalkozások és munkavállalók száma



Forrás: MNB-gyűjtés

A munkahelyvédelmi bértámogatás hatása eltérően jelenhet meg a különböző munkaerőpiaci mutatókban. A bértámogatás nem képezi részét a keresetnek, ugyanis a munkavállaló közvetlenül az államtól kapja a támogatást. Emellett **a bérek munkaidőarányos csökkentése statisztikailag kevésbé érintheti a bruttó átlagkereset alakulását**, mivel a mutatót a KSH a teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan publikálja. A részmunkaidősök arányának emelkedésével az egy alkalmazottra jutó átlagbér éves dinamikája valójában nagyobb mértékben lassul, ami a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét is befolyásolja. A 2008-09-es válság során, **2009-ben a részmunkaidősödés hatását is figyelembe véve 1 százalékponttal volt alacsonyabb a versenyszféra éves bérnövekedése a publikált mutatóhoz képest.**

A részmunkaidősödés következményeként a foglalkoztatottak száma – főben kifejezve – nem nyújt teljes képet a versenyszféra munkafelhasználásáról. Alternatívaként azonban a teljes munkaidő egyenértékes létszám megmutatja, hogy a foglalkoztatottak a ledolgozott munkaóráik alapján mennyi teljes munkaidőben dolgozó munkáját végezték el összesen. A létszám és a teljes munkaidő egyenértékes létszám alakulása között érdemi különbség alakulhat ki, amennyiben a részmunkaidősök aránya számottevően megváltozik. **Az elmúlt időszakban meghozott, a munkaerő megtartását célzó gazdaságpolitikai intézkedések arra ösztönzik a vállalatokat, hogy elbocsátás helyett inkább az alacsonyabb munkaidőben történő foglalkoztatást válasszák.** A részmunkaidősök arányának növekedésével így a teljes munkaidő egyenértékes létszám nagyobb mértékben csökkenhet rövid távon. A koronavírus járvány gazdasági hatásai miatt újból nőhet az alulfoglalkoztatottság is, azaz többen kényszerből vállalnak részmunkaidős munkát, valójában többet szeretnének dolgozni, csak nem találnak teljes munkaidős állást.

7. A 2020. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

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

	Inflációs hatás 2020-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,1	0,1
Piaci	1,3	1,4 - 1,5	2,7 - 2,8
Indirekt adók és intézkedések	0,1	0,3	0,4
Infláció	1,4	1,8 - 1,9	3,2 - 3,3

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

Forrás: MNB

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

	2020				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	2,3	0,0	6,2 - 6,4	0,0	8,5 - 8,7
nem feldolgozott	2,5	0,0	10,5	0,0	13,0
feldolgozott	2,2	0,0	4,0 - 4,3	0,0	6,2 - 6,5
Ipari termékek	0,3	0,0	0,4 - 0,6	0,0	0,7 - 0,9
tartós	-0,1	0,0	0,0 - 0,2	0,0	(-0,1) - 0,1
nem tartós	0,4	0,0	0,8 - 0,9	0,0	1,2 - 1,3
Piaci szolgáltatások	1,7	0,0	2,7 - 2,8	0,0	4,4 - 4,5
Piaci energia	2,4	0,0	-0,5	0,0	1,9
Alkohol, dohány	2,0	0,8	1,3	2,6	6,7
Üzemanyag	1,8	0,0	-9,1	1,2	-6,1
Szabályozott árak	0,2	0,0	0,5	0,0	0,7
Infláció	1,3	0,1	1,5 - 1,6	0,3	3,2 - 3,3
Maginfláció	1,4	0,1	1,9 - 2,1	0,4	3,8 - 4,0

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

Forrás: MNB

Ábrák és táblázatok jegyzéke

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	12
1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	12
1-3. ábra: A fiskális keresleti hatás (bal panel) és az uniós támogatások effektív felhasználása (jobb panel)	15
1-4. ábra: Az áthúzódó hatások alakulása a 2020-as GDP növekedésre	16
1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	17
1-6. ábra: Beruházások éves változása	17
1-7. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	17
1-8. ábra: Fogyasztás éves változása	18
1-9. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése	19
1-10. ábra: Az export alakulása	19
1-11. ábra: A vállalati és lakossági hitelmoratórium hatása	20
1-12. ábra: A foglalkoztatás éves változása a versenyszférában	21
1-13. ábra: A munkanélküliségi ráta alakulása	21
1-14. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	22
1-15. ábra: 2020-2022-es évekre ütemezett nagyberuházások	23
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	26
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	27
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	27
3-1. ábra: A COVID-19 megbetegedések száma és a vírus terjedésének lassítására hozott intézkedések szigorúsága	28
3-2. ábra: Az észak-amerikai szállítási index éves változása	29
3-3. ábra: Globális repülőjáratok számának alakulása	29
3-4. ábra: Kínai makrogazdasági adatok éves változása	29
3-5. ábra: Kínai gépjárműértékesítések éves változása (2020. január-április)	30
3-6. ábra: A gépjármű-regisztrációk éves változása (2020. április-május)	30
3-7. ábra: A munkanélküli segélykérelmek és a munkanélküliségi ráta alakulása az Egyesült Államokban	30
3-8. ábra: A 2020. első negyedévi GDP-növekedések éves változása	31
3-9. ábra: Az energiaterhelés éves változása a legnagyobb európai exportpartnereinknél 2020-ban	31
3-10. ábra: Németország magas frekvenciás indikátorainak éves változása 2020-ban	31
3-11. ábra: A feldolgozóipari PMI alakulása	32
3-12. ábra: PMI alakulása a szolgáltatászektorban	32
3-13. ábra: A Google mobility index alakulása (kereskedelem, vendéglátás)	32
3-14. ábra: Globális inflációs folyamatok	33
3-15. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	33
3-16. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	34
3-17. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása	34
3-18. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok	34
3-19. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2020. május)	35
3-20. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások	35
3-21. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban	36
3-22. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	37
3-23. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása	37
3-24. ábra: A bolti kiskereskedelem és vendéglátás forgalomváltozása, május	38
3-25. ábra: A kiskereskedelmi forgalom éves növekedése az Európai Unióban március és április hónapokban	38
3-26. ábra: Közúti forgalom változása a bázisidőszakhoz képest	38

3-27. ábra: Az ipari termelés éves növekedése az Európai Unióban március és április hónapokban	39
3-28. ábra: Heti áramfogyasztás éves változásának alakulása	39
3-29. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	39
3-30. ábra: Az építőipari termelés éves növekedése az Európai Unióban március és április hónapokban	40
3-31. ábra: Lakáspiaci közvetítők által bonyolított tranzakciók száma heti bontásban	40
3-32. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	40
3-33. ábra: A rendszeres átlagkereset havi változása a versenyszférában.....	42
3-34. ábra: A nemzetgazdasági foglalkoztatottság éves változásának felbontása	42
3-35. ábra: Szüneteltetések az egyéni vállalkozók körében (2020).....	43
3-36. ábra: A regisztrált álláskeresők zárónapi száma havi frekvencián	43
3-37. ábra: Foglalkoztatási kilátások az ESI vállalati felmérésében	43
3-38. ábra: Google-keresések a munkanélküliséghez kapcsolódó kifejezésekre	44
3-39. ábra: A munkaerőpiaci feszesség alakulása	45
3-40. ábra: Kapacitáskihasználtság és termelési várakozások a feldolgozóiparban	45
3-41. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása	46
3-42. ábra: Az infláció dekompozíciója	46
3-43. ábra: Az inflációs alapmutatók	47
3-44. ábra: Mezőgazdasági termelői árak alakulása.....	47
3-45. ábra: Inflációs várakozások a régióban	48
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	49
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	49
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	50
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	50
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	50
4-6. ábra: A külföldiek állampapír-állományának és a lakosság MÁP Plusz állományának kumulált nettó megváltozása (2020. jan. 31 = 0)	52
4-7. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába	53
4-8. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegmensben	53
4-9. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje	54
4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben	54
4-11. ábra: Az előrettekintő reálkamatlábak alakulása	54
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	57
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	57
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	58
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	58
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	59
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességeinek alakulása	59
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkiadások alakulása.....	61
5-8. ábra: A kormányzati beruházások alakulása	62
5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása	62
6-1. ábra: A hivatalos statisztikai adatok előállása az adatszolgáltatás tárgyhónapjához viszonyítva néhány esetben	64
6-2. ábra: A kiskereskedelmi forgalom és az online pénztárgépekből szerzett forgalmi adatok (bal panel), valamint az áruexport és a közúti teherszállítás adatainak (jobb panel) együttléteződése	65
6-3. ábra: Az ipari termelés és a villamosenergia-terhelés (bal panel), valamint a külföldi vendégéjszakák és a budapesti Liszt Ferenc repülőtér személyforgalmának (jobb panel) együttléteződése	66
6-4. ábra: A hazai villamosenergia-terhelés (bal panel), valamint a budapesti Liszt Ferenc repülőtér forgalmának (jobb panel) időbeli alakulása heti frekvencián	68
6-5. ábra: A reál online pénztárgép forgalom (bal panel), valamint a közúti teherszállítás forgalmának (jobb panel) időbeli alakulása heti frekvencián	68
6-6. ábra: A gazdasági aktivitást mérő indikátorokon alapuló havi GDP ténybecslés	69
6-7. ábra: Lakossági inflációs várakozások alakulása	72

6-8. ábra: A munkaerő-tartalékok és a korlátozó intézkedések szigorúságának alakulása	73
6-9. ábra: A munkahelyvédelmi bértámogatást igénylő vállalkozások és munkavállalók száma	74

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: A lakosság fogyasztási, beruházási és nettó megtakarítási rátája a rendelkezésre álló jövedelem arányában	19
1-5. táblázat: Multiplikátor hatások beruházási szektorok és a felhasználás jellege szerint.....	23
1-6. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	24
1-7. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	25
3-1. táblázat: Fogyasztásbővülési időszakok összehasonlítása	41
4-1. táblázat: Az NHP Hajrá!, az új Széchenyi Kártyaprogramok és az MFB hitelprogramok főbb jellemzői	55
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	60
5-2. táblázat: A kormányzati intézkedések költségvetési hatása (a GDP százalékában)	61
6-1. táblázat: A gazdasági aktivitást monitorozó heti indikátorok hőtérképe.....	67
6-2. táblázat: Az áruk és szolgáltatások árainak felmérésére adott válaszok eredményei	71
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék)	75
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)	75

Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2020. június

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.