



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2020
MÁRCIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2020
MÁRCIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. Az Inflációs jelentés című kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési és versenyképességi elemzések, a Jegybanki eszköztár, devizatartalék és kockázatkezelési igazgatóság, 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 Virág Barnabás, 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, a Nemzetközi monetáris politikai és gazdaságtudományi ismeretterjesztési, és a Jegybanki eszköztár, devizatartalék és kockázatkezelési igazgatóság munkatársai vettek részt. A publikációt Nagy Márton alelnök hagyta jóvá.

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

A jelentés előrejelzéseinek elkészítésekor a 2020. március 19-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	23
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	27
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	30
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	30
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	40
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség	44
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	45
3.5. Költségek és infláció	46
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	51
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	51
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	54
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	56
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	56
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	58
5.3. Költségvetési folyamatok	60
6. Kiemelt téma	64
6.1. A 2019-es évre adott jegybanki előrejelzések értékelése	64
7. A 2020. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	69
Ábrák és táblázatok jegyzéke	70

Keretes írárok jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	14
1-2. keretes írás: A koronavírus-járványban leginkább érintett ágazatok szerepe a hazai GDP-ben	20
1-3. keretes írás: Azonnali likviditáserősítő intézkedéseket hozott az MNB	26
3-1. keretes írás: A kelet-közép-európai országok inflációs folyamatainak alakulása	38
3-2. keretes írás: Év eleji átárazások alakulása a piaci szolgáltató szektorban	48
4-1. keretes írás: A járvány következtében jelentős tőke kivonásra került sor mind a feltörekvő, mind a fejlett kötvénypiacokon	53

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

A globális koronavírus-járvány rendkívüli kihívások elé állítja a világ gazdaságait. A szokásosnál is lényegesen bizonytalanabb, gyorsan változó környezetben a gazdaságpolitika feladata a reálgazdasági következmények tompítása, a gazdaság újraindításának megalapozása és a társadalmi kohézió támogatása. A Magyar Nemzeti Bank (MNB) mandátuma ezen rendkívüli makrogazdasági környezetben is az árstabilitás elérése és fenntartása, a pénzügyi stabilitás megőrzése, valamint a Kormány gazdaságpolitikájának támogatása.

A koronavírus-járvány következtében a gazdasági kilátások a korábbiaknál nagyságrendileg bizonytalanabbá váltak. Emiatt az Inflációs jelentésben a főbb makrogazdasági változókra vonatkozóan a pontbecslések helyett egy intervallum adja meg a mutatók várható pályáját. Emellett a Monetáris Tanács a szokásosnál is nagyobb figyelmet fordít az alternatív forgatókönyvekre.

2019-ben a világgazdaság növekedési üteme tízéves mélypontra süllyedt, ezzel párhuzamosan az európai konjunktúra a várakozásokat meghaladó mértékben lassult az elmúlt év végén. A koronavírus-járvány a világgazdaságot legyengült állapotban érte, negatív gazdasági hatásai az országok széles körében gyorsan megjelentek.

2019-ben a világgazdaság 2,9 százalékkal bővült, amely az elmúlt tíz év legalacsonyabb értéke. Az Egyesült Államok gazdasága a várakozásoknak megfelelő mértékben nőtt (2,3 százalék), miközben Kína növekedési üteme enyhén tovább mérséklődött. Az eurozóna növekedése a vártnál is erőteljesebben lassult, negyedéves összevetésben több nagy gazdaságban is stagnálás vagy a GDP csökkenése volt megfigyelhető az elmúlt év végén. Változatlanul a visegrádi régió volt az Európai Unió növekedési centruma. 2019-ben a régió GDP-jének növekedése 2,5 százalékponttal haladta meg az eurozóna bővülését.

A globális infláció nem változott jelentősen az elmúlt hónapokban. Az euroövezet inflációja továbbra is érdemben elmarad a 2 százalékos jegybanki céltől, a maginfláció tartósan 1 százalék körül alakul. 2020 első hónapjaiban a visegrádi régió országaiban emelkedett az infláció, és több esetben átmenetileg kilépett a jegybanki toleranciasávokból. Az infláció emelkedését főként a változékony globális nyersanyagpiaci árazásnak erősen kitett termékek – az üzemanyagok és az élelmiszerek – árainak növekedése okozta. A világpiaci olajárak február közepétől jelentősen, az elmúlt év végi szinthez képest több mint 50 százalékkal csökkentek.

A koronavírus-járvány a világgazdaságot legyengült állapotban érte, negatív gazdasági hatásai az országok széles körében gyorsan megjelentek. A makrogazdasági következmények és azok időbeli lefutása jelenleg csak rendkívül nagy bizonytalansággal ítéltethők meg. Előretekintve a járvány megfékezését követő kilábalás üteme régióként jelentős különbségeket mutathat: a járványt gyorsabban leküzdő, erős beavatkozási potenciállal bíró régiókban gyorsabb, míg a strukturális problémákkal küzdő régiókban lassabb helyreállítási folyamatra lehet számítani.

A koronavírus-járvány negatív gazdasági hatásai miatt a világ számos jegybankja lazító lépéseket jelentett be, így a külső monetáris politikai környezet jelentősen lazábbá vált.

A Federal Reserve (Fed) márciusban két rendkívüli ülés keretében összesen 150 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre, így az irányadó rátáját újra 0 százalék közelébe csökkentette. A pénzügyi zavarok enyhítése érdekében az amerikai döntéshozók jelentős mértékű likviditásnyújtó intézkedéseket hoztak és újraindították eszközvásárlási programjukat. A következő hónapokban legalább 700 milliárd dollár értékben vásárolnak állampapírokat és jelzálogfedezetű értékpapírokat. A Fed a dollárlikviditás biztosítása érdekében kedvezőbbé tette a vezető jegybankok közötti devizacsere keretmegállapodások feltételeit, majd a programban résztvevő jegybankok körét is kibővítette.

Az Európai Központi Bank (EKB) változatlanul hagyta mind irányadó rátáit, mind előretekintő iránymutatását, ugyanakkor jelentős lazító és likviditásnyújtó lépéseket jelentett be. A pénzügyi rendszer zavartalan működésének fenntartása érdekében az EKB szükség esetén addicionális likviditást nyújt az eurozóna bankrendszere számára (LTRO), míg a TLRO-III feltételeinek

lazításával azon tagországok banki hitelezését kívánja támogatni, amelyek a leginkább érintettek a járvány terjedésében. A Kormányzótanács a 2019 őszén újraindított eszközvásárlási programjának keretösszegét az idei évre további 120 milliárd euróval megnövelte, amelyen belül a vállalati kötvények aránya lesz meghatározó. Ezután az EKB soron kívüli ülésen döntött egy új 750 milliárd eurós keretösszegű eszközvásárlási program elindításáról is, hogy ellensúlyozza a koronavírus-járvány gazdaságra gyakorolt negatív hatását és fenntartsa a hatékony monetáris transzmissziót.

Több régiós jegybank is monetáris politikai lazítást hajtott végre. A koronavírus-járvány terjedésével a cseh jegybank márciusban egy rendkívüli ülés keretében 50 bázispontos kamatsökkentést hajtott végre. A lengyel jegybank döntéshozói szintén a kamatsökkentés mellett döntöttek, valamint bejelentették, hogy egy átfogó likviditásnyújtó intézkedés keretében másodpiaci állampapírvásárlási programot is indítanak. A román jegybank szintén 50 bázisponttal csökkentette irányadó rátáit, miközben egy állampapírvásárlási programmal tovább lazították a monetáris kondíciókat. A járvány terjedése miatti bizonytalanság erősödésével párhuzamosan a következő évekre várt kamatpályák jelentős mértékben lefelé tolódtak a régióban.

Az elmúlt negyedévben számottevően erősödött a globális kockázatkerülés, emiatt a pénzpiacokat nagyfokú volatilitás jellemezte, néhány esetben pénzpiaci zavarok is jelentkeztek.

2020 első negyedévének elején a pénzpiaci hangulat kedvezően alakult, majd február közepén a koronavírus-járvány terjedésével a globális pénzpiacokon drasztikus hangulatromlás következett be. A piacokat általánosan a kockázatkerülés emelkedése és az eladói nyomás erősödése jellemezte. A pénzügyi piacokon elsősorban a dollárlikviditás kiterjedt hiánya fokozta a piaci volatilitást, ami a feltörekvő piacok esetében jelentős tőkekiáramlást okozott.

A főbb részvényindexek február közepéig növekvő trendet mutattak, majd az erősödő eladói nyomás következtében jelentősen estek. Az amerikai részvényindexek több napon historikus összevetésben is jelentős csökkenést mutattak. A fejlett országok hosszú hozamait az egész időszakban mérséklődés jellemezte, ami a globális hangulatromlással felgyorsult. Márciusban a hosszú állampapírhozamok több országban is új mélypontot értek el. Az arany árfolyama az időszak első felében emelkedett, azonban ezt követően a piaci hangulat romlásával számottevően csökkent. A Fed rendkívüli kamatdöntéseit követően a dollár jelentős volatilitást mutatott. A világpiacon olajárak januárban még emelkedtek, ezt követően azonban a kínai lassulás miatti keresletkiesés, illetve az OPEC+ országok közötti sikertelen kitermeléskorlátozó egyeztetés miatt jelentősen – a tavaly decemberi szinthez képest több mint 50 százalékkal – csökkentek.

December óta a hazai bankközi hozamgörbe meredeksége csökkent.

Az elmúlt negyedévben a BUBOR hozamok fokozatosan emelkedtek. A bankközi hozamgörbe hosszú szakaszát február közepéig szintén emelkedés jellemezte, ezt követően azonban érdemi csökkenés volt megfigyelhető. A görbe összességében laposabbá vált az időszak végére. Az állampapír hozamok esetében a rövid és a hosszú hozamok is emelkedtek, az állampapírpiaci hozamgörbe összességében feljebb tolódott és meredekebbé vált. Egy átmeneti időszakot leszámítva a forint a régiós devizákkal összhangban gyengült az euróval szemben.

A magyar gazdaság fundamentumai erősek: az elmúlt évtizedben követett gazdaságpolitika fenntartotta hazánk makrogazdasági egyensúlyát, valamint számottevően csökkentette külső és belső sérülékenységet.

A magyar gazdaságot változatlanul stabil fundamentumok jellemzik. Az elmúlt évek dinamikus gazdasági növekedése mellett a lakossági megtakarítási és a vállalati beruházási ráta egyaránt magas szinten stabilizálódott, miközben az ország külső finanszírozási képessége tartósan pozitív. Az ország nettó külső adóssága 2019 végére historikus mélypontra – a GDP mintegy 8 százalékára – csökkent, finanszírozási képessége várhatóan előretételezve is stabil marad. Fegyelmezett fiskális politika mellett a költségvetés hiánya tartósan alacsony, évek óta a GDP 2 százaléka közelében alakult, miközben a GDP-arányos államadósság is folyamatosan zsugorodott. Az államadósság devizaaránya is jelentősen csökkent. A MÁP+ támogatja a magas megtakarítási ráta fennmaradását és az államadósság finanszírozását. A koronavírus-járvány megjelenésére az MNB folyamatosan reagál. A mikro- és makroprudenciális szabályozás és felügyelés kapcsán eddig meghozott döntések tompítják a járvány hitelezésre gyakorolt kedvezőtlen hatásait, mind banki, mind hitelfelvevői oldalon elősegítve a hitelezés egészséges szerkezetben történő megvalósulását. A gazdaság versenyképességének fokozatos javítása hozzájárul ahhoz, hogy a gazdasági növekedés fenntartható pályán maradjon.

A járvány okozta negatív gazdasági hatások mérséklése és a szükséges mértékű likviditás biztosítása érdekében a Magyar Nemzeti Bank összehangolt intézkedések bevezetése mellett döntött.

Az év első hónapjaiban a hazai fogyasztóiár-index a régió több országához hasonlóan néhány, a világszerte zajló folyamatoknak erősen kitett, változékony alakulású tétel következtében átmenetileg a jegybanki toleranciasáv fölé emelkedett. Az üzemanyagárak számottevő csökkenése következtében az infláció már márciusban visszatér a toleranciasávba és rövid távon, gyors ütemben a 3 százalékos jegybanki cél alá csökken.

Az infláció tartósabb tendenciájának várható alakulását meghatározó tényezőkben továbbra is külső-belső kettősség figyelhető meg, ugyanakkor az áremelkedés ütemét a volatilis üzemanyag- és élelmiszerárak is egyre erősebben befolyásolják. A globális koronavírus-járvány gazdasági hatásai jelentősen emelték a kilátásokat övező bizonytalanságot. Az infláció erős változékonyasága a következő hónapokban is fennmarad. Az üzemanyagárak február közepétől tapasztalt számottevő csökkenése következtében a hazai fogyasztóiár-index már márciusban visszatér a toleranciasávba és rövid távon, gyors ütemben a 3 százalékos jegybanki cél alá csökken. Az inflációs várakozások továbbra is horgonyoztak. Az adószűrt maginfláció 2020-ban átlagosan 3,2-3,5 százalék körül alakul, majd fokozatosan 3 százalékra mérséklődik.

A magánszektor hitelállománya a törlesztési moratórium mellett átmenetileg lassabb ütemben bővíthet 2020-ban.

2019-ben mind a teljes vállalati, mind a kkv-hitelállomány közel 15 százalékkal bővült éves összevetésben. 2020-ban a beruházások lassulásával összhangban a hitelezés növekedése mérsékeltebb lehet, amit a Növekedési Hitelprogram Fix és a Növekedési Kötvényprogram továbbra is támogat. 2021-től az előrejelzési horizont végéig azonban a hitelállomány éves bővülése újra a gazdasági növekedést támogató 10 százalék közeli sávba emelkedik.

A háztartási hitelállomány a tavalyi év egészében 14 százalékkal bővült tranzakciós alapon, amihez a babaváró támogatáshoz kapcsolódó hitelfelvételek is hozzájárultak. 2020-ban a fogyasztás visszafogottabb alakulásának hatására lényegesen alacsonyabb kereslet várható mind a jelzáloghitelek, mind a fedezetlen fogyasztási hitelek piacán. A munkaerőpiaci folyamatok hatására romló visszafizetési képességet az év végéig elrendelt törlesztési moratórium ellensúlyozhatja. Így 2020-ban összességében a háztartási hitelek állománya 5 százalékkal emelkedhet. A járvány makrogazdasági hatásait átmenetinek feltételezve a háztartási hitelállomány 2021-től évente 11 százalékkal bővül az előrejelzési horizonton.

2020-ban a hazai GDP növekedése bár lassul, azonban Magyarország eurozónához történő gazdasági felzárkózása tovább folytatódik. A koronavírus-járvány gazdasági hatásai azonban jelentős mértékű bizonytalanságot jelentenek.

A makrogazdasági adatokat az idei évben várhatóan jelentős változékonyaság és kettősség fogja jellemezni. 2020 első felében a járvány negatív gazdasági hatásai miatt a növekedés érdemben lassul, majd a negatív hatások kifutásával és a korábban kieső gazdasági aktivitás helyreállításával párhuzamosan a hazai növekedés, a munkaerőpiac, a hitelezés és a külkereskedelem is újra élénkül. A magyar GDP 2020-ban 2-3, 2021-ben 4-4,8, míg 2022-ben 3,5 százalékos ütemben bővíthet. Az eurozónához történő felzárkózás továbbra is a 2-3 százalékpontos növekedési többlet fennmaradása mellett folytatódik.

A versenyszférát visszafogottabb bérdinamika jellemezheti, ennek következtében a fogyasztás bővülésének üteme is mérséklődik. A lakossági megtakarítási ráta tartósan magasan alakul, amit a tavaly bevezetett lakossági állampapír-konstrukció (MÁP+) is támogat. A vállalati szektor hosszabb távú beruházási alapfolyamatai továbbra is erősek maradnak, amit a kedvező finanszírozási környezet mellett a Növekedési Kötvényprogram is segít. Ugyanakkor a koronavírus-járvány okozta bizonytalanság miatt egyes beruházások megvalósítása későbbre tolóthat.

A járvány terjedése a külső konjunktúra romlását okozza, emiatt 2020 első két negyedében az export és az import egyaránt lassul. Az elmaradt kivitelt a vállalatok az idei év második felétől fokozatosan pótolhatják. Így az előrejelzési horizont második felében a hazai áruexport ismét a külső keresletet meghaladó mértékben bővíthet, ami az exportpiaci részesedésünk javulását eredményezi. Az exportteljesítmény helyreállításával a nettó export 2021-ben és 2022-ben ismét pozitívan járul hozzá a gazdaság növekedéséhez.

A folyó fizetési mérleg egyenlege a következő években fokozatosan javul. A finanszírozási képesség fennmaradása és a nettó FDI-beáramlás biztosítja a külső adósságráták további csökkenését.

A folyó fizetési mérleg egyenlege – elsősorban az importigényes beruházások miatt mérséklődő áruegyenleg hatására – 2019-ben átmeneti csökkenést mutatott. A következő években a cserearányok javulása, illetve exportpiaci részesedésünk várt növekedése következtében a külkereskedelmi egyenleg, és így a folyó fizetési mérleg egyenlege is emelkedésnek indul. Rövid távon a koronavírus-járvány a globális kereskedelemben jelentkező zavarok miatt a hazai külkereskedelmi mutatók megnövekedett változékonyságát eredményezi. Az elmaradt kivitt a vállalatok a negatív gazdasági hatások enyhülését követően pótolhatják. Az előrejelzési horizontunkon a külső finanszírozási képesség tartósan a GDP 2 százaléka körül stabilizálódik. A változatlanul kedvező külső egyensúlyi pozíció és az FDI-források jelentős mértékű beáramlásának eredményeként a külső adósságráták tovább csökkennek.

2019-ben a költségvetés hiánya az előzetes adatok alapján a GDP 2,1 százaléka volt, így meghaladta a hiánycélt, ugyanakkor 2018-hoz viszonyítva csökkenést jelent. Ezzel párhuzamosan a GDP arányos államadósság az elmúlt 20 év legjelentősebb csökkenését mutatva 66,4 százalékra mérséklődött 2019. év végére. A járvány következtében az Országvédelmi Alap 2020-ban teljes mértékben felhasználásra kerülhet, így a hiány a gazdasági növekedés mértékétől függően a GDP 1,6-2,0 százaléka között alakulhat. Az államadósság ráta az előrejelzési horizont végére 60 százalékra csökkenhet, és a trendszerűen csökkenő devizaarány tovább javítja a magyar gazdaság ellenállóképességét.

A decemberi szimmetrikus kockázatokat követően a koronavírus-járvány terjedésével a lefelé mutató kockázatok bekövetkezési valószínűsége emelkedett.

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A globális koronavírus-járvány átmeneti, de az alappályánál jelentősebb világgazdasági hatása, illetve a járvány tartósabb és jelentősebb világgazdasági hatása az alappályához képest alacsonyabb inflációs és visszafogottabb növekedési pályát eredményezhetnek. A magasabb bérnövekedéssel és dinamikus fogyasztásbővüléssel számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappályá-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scénárióként a versenyképességi reformok megvalósulását, valamint az élelmiszerárak tartós emelkedését valószínűsítő pályákat tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

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

¹ Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

² Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.

³ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan, szintadatokból számolva.

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.

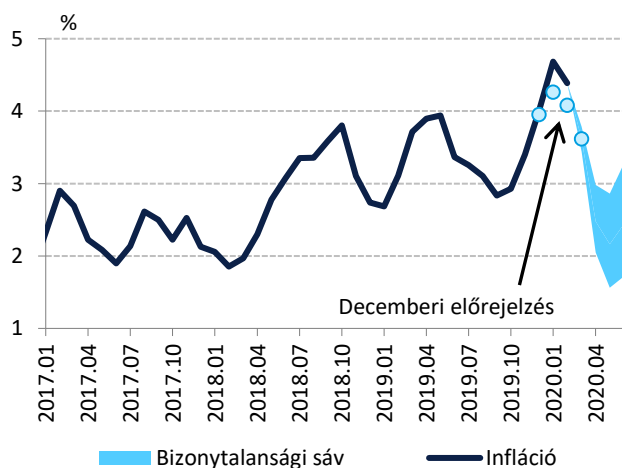
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

A koronavírus járvány következtében a gazdasági kilátások a korábbiaknál nagyságrendileg bizonytalanabbá váltak, ahol a feltételek napról napra változnak. A kialakult helyzet miatt átmenetileg szakítottunk azzal a gyakorlattal, hogy egy kitüntetett alappálya köré építjük a prognózisunkat. Jelenlegi előrejelzésünk minden változó esetében egy tartományt ad meg, amit két egymással egyenrangú pálya alapján határoztunk meg. Hangsúlyozzuk, hogy az alappályáink mögötti információs bázis lezárásának időpontja 2020. március 19.

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az elmúlt hónapokban kialakult, és világszinten elterjedt koronavírus járvány potenciális hatása miatt az inflációs folyamatokat jelentős bizonytalanság övezi. Az év első hónapjaiban a hazai fogyasztóiár-index a régió több országához hasonlóan néhány, a világ nyersanyagpiaci viszonyainak erősen kitett, változékony áralakulású tétel következtében átmenetileg a jegybanki toleranciasáv fölé emelkedett. Az üzemanyagárak számottevő csökkenése következtében az infláció már márciusban visszatér a toleranciasávba és rövid távon, gyors ütemben a 3 százalékos jegybanki cél alá csökken. A koronavírus okozta mérséklődő gazdasági aktivitás következtében általánosan visszafogottabb külső keresletre és inflációra számítunk, mely elsősorban az iparcikkek árazását fogja vissza. A gyengülő hazai konjunktúra és a lassuló bérdinamika a piaci szolgáltatások esetében is alacsonyabb árazási magatartást okozhat. Az előrejelzési horizonton a koronavírus negatív gazdasági következményeinek, illetve a romló külső konjunktúra hatásainak enyhülését követően a belső kereslet újbóli erősödésére, és bázishatások miatt az árdinamika átmeneti emelkedésére számítunk. A bizonytalanságot kiváltó tényezőket figyelembe véve előrejelzésünkben sávos becslést közlünk, 2020-ban az éves átlagos infláció 2,6–2,8, 2021-ben pedig 3,4–3,5 százalékon alakul. Ezt követően az infláció a 3 százalékos inflációs célon stabilizálódik. Az adószűrt maginfláció 2020-ban és 2021-ben a decemberi prognózisnál alacsonyabban alakul az előrejelzési sáv teljes szélességében, míg a 2022-re vonatkozó előrejelzésünk nem változott.

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 figyelembe vételével.

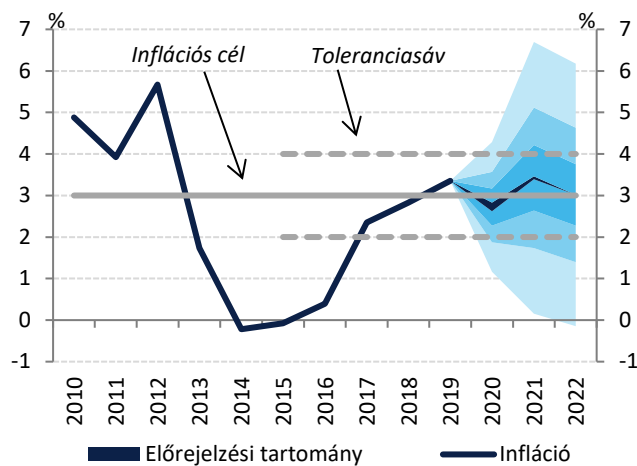
Forrás: KSH, MNB

Az év első hónapjaiban a hazai fogyasztóiár-index a régió több országához hasonlóan néhány a világ nyersanyagpiaci viszonyainak erősen kitett, változékony áralakulású tétel következtében átmenetileg a jegybanki toleranciasáv fölé emelkedett (1-1. ábra). A világszinten elterjedt koronavírus járvány gazdasági hatásainak kiszámíthatatlansága miatt az inflációs folyamatok jövőbeli alakulását érdemi bizonytalanság övezi. Ehhez hozzájárul az is, hogy a világpiaci olaj és nyersanyagárak jelentősen csökkentek, és alakulásuk előretekintve meglehetősen bizonytalan. Az inflációs várakozások ugyanakkor továbbra is horgonyoztak.

Az üzemanyagárak február közepétől tapasztalt számottevő csökkenése következtében az infláció már márciusban visszatér a toleranciasávba és rövid távon, gyors ütemben a 3 százalékos jegybanki cél alá csökken. Az előrejelzésünk szerint a **teljes infláció** idén 2,6–2,8, 2021-ben pedig 3,4–3,5 százalékon alakul. A volatilis, költségérzékeny tételek hatásainak kifutásával az infláció a 3 százalékos célon stabilizálódik az előrejelzési horizont végére, így 2022-ben az éves átlagos árdinamika 3,0 százalék lehet (1-2. ábra). Az adószűrt maginfláció 2020-ban 3,2–3,5, majd 2021-ben 2,9–3,0, 2022-ben pedig 3 százalékon alakul.

Az infláció tartósabb tendenciájának várható alakulását meghatározó tényezőkben továbbra is külső-belső kettősség

1-2. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

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

Megjegyzés: Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

Forrás: MNB

figyelhető meg. **Az indirekt adóktól szűrt maginfláció** alakulásában a korábban vártnál visszafogottabb importált infláció az iparcikkek árazását fogja vissza, míg a mérsékelt belső kereslet és a lassuló bérdinamika a piaci szolgáltatásoknál alacsonyabb árazási magatartást okozhat. Emellett az olajárak csökkenésének másodkörös hatásai is éreztethetik hatásait a maginfláció alakulásában. Ezen deflációs hatásokat részben ellensúlyozzák a feldolgozott élelmiszereknek – tejtermékek, illetve feldolgozott hústermékek – a koronavírus járvány miatt várhatóan magasabb árai.

A hazai áremelkedés ütemére a továbbra is visszafogott külső inflációs környezet mérséklő hatással bír. Az EKB legfrissebb előrejelzésében az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál az eurozóna egészére a teljes előrejelzési horizonton. A magyar árdinamika szempontjából meghatározóbb maginflációs előrejelzése 2020-ban 0,4, 2021-ben és 2022-ben pedig egyaránt 0,1 százalékponttal csökkent a decemberi prognózisához képest az Európai Központi Bank alternatív pálya feltevései szerint.

A dohánytermékek jövedéki adójának lépcsőzetes emelése enyhe inflációt növelő hatással bír 2021 végéig. A dohánytermékek jövedéki adójának korábban bejelentett három lépcsőben történő emelése 2020 januárjától 2021 januárjáig befolyásolja a fogyasztói árakat. Korábbi várakozásunkkal ellentétben a szálláshely szolgáltatások áfákulcsának 18-ról 5 százalékra történő csökkentése 2020 január 1-jétől a beérkezett tényadatokban nem volt kimutatható, így nem tudta mérsékelni a dohánytermékek jövedéki adójának inflációt növelő hatását. Mivel a Brent típusú kőolaj világgpiaci ára 2020 második negyedévében átlagosan az 50 dollár/hordós szintnél alacsonyabban alakulhat, így a hatályos szabályozás szerint 2020. július 1-jétől az üzemanyagok jövedéki adója némileg emelkedhet (a benzin esetében literenként 5, a gázolaj esetében pedig literenként 10 forinttal). 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 decemberi feltevéseinkhöz képest magasabban alakulnak. Az afrikai sertéspestis következtében a világpiaci folyamatokkal összhangban a vágósertés termelői ára jelentősen megemelkedett az elmúlt hónapokban, mely a fogyasztói árak alakulásában is jelentkezett. Emellett a spanyol zöldségeket érintő kedvezőtlen időjárási körülmények is hozzájárultak az élelmiszerárak emelkedéséhez. A koronavírus járvány következtében a globális ellátási láncokban jelentkező

zavarok néhány importból beszerzett élelmiszer árát átmenetileg tovább növelhetik. Ezen hatások kifizetésével 2021-től a decemberi előrejelzéshez hasonló árdinamikára számítunk a termékkör esetében. (1-1. táblázat). Az üzemanyagok esetében a határidős jegyzésárak alakulásával összhangban az idei évben az árak jelentős 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 decemberi feltevésünkkel lényegében megegyező árdinamikára számítunk. Összességében a költséghatások kifizetésével a maginfláción kívüli tételek árdinamikája az előrejelzési horizont végén 3 százalékponttal alakul.

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2020		2021		2022		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2020	2021	2022
EUR/USD	1,10	1,12	1,10	1,12	1,10	1,12	1,8%	1,8%	1,8%
Olajár (USD/hordó)	60,4	40,3	58,5	42,4	58,5	42,8	-33,3%	-27,5%	-26,8%
Olajár (EUR/hordó)	54,7	36,2	53,0	37,9	53,0	38,3	-33,8%	-28,5%	-27,7%
Eurozóna inflációja* (%)	1,1	0,7	1,4	1,3	1,6	1,6	-0,4 szp.	-0,1 szp.	0 szp.
Eurozóna maginflációja (%)	1,3	0,9	1,4	1,3	1,6	1,5	-0,4 szp.	-0,1 szp.	-0,1 szp.
Felvevőpiacaink növekedése**(%)	1,8	0,8 - 1,2	1,9	2,4 - 2,9	1,9	1,9	-1,0 - (-0,6) szp.	0,5 - 1,0 szp.	0 szp.

Megjegyzés: Olajárak esetén éves átlag. *Előrejelzésünkben az Európai Központi Bank alternatív pályáját érvényesítettük.

**21 legfontosabb exportpartnerünk növekedési üteme az exportból vett részarányal súlyozva.

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

Az elmúlt hónapokban kialakult, és mostanra világszinten elterjedt koronavírus járvány világgazdaságra gyakorolt hatásai miatt fontosabb külkereskedelmi partnereink növekedési kilátásai érdemben romlottak. A visszafogott globális kilátásokat tovább erősítik az eurozóna strukturális gyengeségei is: a sérülékeny bankrendszer, a magas állami adósságszintek, valamint a lassú döntéshozatali mechanizmus. A kereskedelmi hard Brexit és a kereskedelmi feszültségek fennmaradása tovább rontja a fogyasztói és üzleti bizalmat és tovább erősíti a világgazdaság lassulását. **A vírus világgazdaságra gyakorolt hatásai, az euro országok (korábban beérkezett) negyedik negyedéves növekedési adatai, a friss konjunktúraindikátorok, valamint magas frekvenciájú gazdasági aktivitásmutatók alapján 2020 első felében a főbb európai gazdaságok recessziójára számítunk.** Külgazdasági aktivitásunkat 2020-ban összességében a koronavírus globális kereskedelemre gyakorolt hatásai, a német ipar gyengülkedésének mértéke, az észak-olasz gócpontban a termelés helyreállításnak időbelisége alakítja. Aktuális feltevéseink teljesülése esetén a koronavírus átmeneti hatással bír a világgazdaságra, azonban a kilábalás üteme régióként jelentős különbségeket mutathat. Az ázsiai országokban (pl. Kína) gyorsabb, míg a strukturális problémák miatt az eurozóna esetében lassabb helyreállítási folyamatra számítunk.

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 2020. február 18-ig tartó információs bázison – az idei évre és 2021-re vonatkozóan rendre 0,3 százalékponttal és 0,1 százalékponttal csökkent, míg 2022-ben változatlan maradt a decemberi

prognózishoz képest. A magyar árdinamika szempontjából meghatározóbb maginflációs előrejelzés 2020-ban és 2022-ben egyaránt 0,1 százalékponttal mérséklődött, míg 2021-ben változatlan maradt. Az eurozóna inflációja az aktuális prognózis alapján - a 2020. február 18-ig figyelembe vett információk szerint - a teljes előrejelzési horizonton változatlan maradt a decemberi prognózishoz képest. Ugyanakkor a gazdasági környezet rendkívüli változékonysága következtében az Európai Központi Bank alternatív pályában érvényesítette a március 9-ig bejövő információkat. Ezek alapján az olajárak számottevő (több, mint 30 százalékos) csökkenésének következményeit figyelembe véve az Európai Központi Bank összességében 0,4 százalékponttal alacsonyabb inflációs pályát prognosztizál a 2020-as évre. Az olajárháború és a koronavírus terjedésének hatására 2020 március 9-ig az euro árfolyam felértékelődött a dollárhoz képest, amit figyelembe véve, az eurozóna GDP előrejelzése 0,1 százalékponttal mérséklődik 2020 és 2021-ben, míg az infláció további 0,1 százalékponttal alacsonyabban alakulhat a teljes előrejelzési horizonton. Előrejelzésünkben az Európai Központi Bank alternatív pályáját érvényesítettük, mely szerint az eurozóna inflációja 2020-ban 0,4 százalékponttal, 2021-ben pedig 0,1 százalékponttal alacsonyabb az alappályához képest. A hazai árdinamika szempontjából meghatározóbb maginflációs előrejelzése 2020-ban 0,4, 2021-ben és 2022-ben pedig egyaránt 0,1 százalékponttal csökkent a decemberi prognózishoz képest ezen pálya feltevései szerint.

Az elmúlt hónapokban a Brent nyersolaj hordónkénti ára – jelentős változékonyságot mutatva – érdemben csökkent, az év eleji 60 dollár/hordó szintről 30 dollár/hordó szint alá esett a 2020. március 19-ig figyelembe vett adatok alapján. Az árak alakulását a vizsgált időszakban több fontos esemény befolyásolta. A koronavírus terjedése keresleti oldalon jelentős negatív hatással volt az olajárakra, melynek következtében a globális olajkeresletre vonatkozó előrejelzések is lefelé módosultak 2020 első felében. Az OPEC és az OPEC+ országok március 5–6-án lezajlott bécsi találkozásán nem született megállapodás a kínálati oldal további szűkítéséről. Oroszország, mint az OPEC+ tagja, kizárólag a jelenleg érvényben lévő termeléskorlátozás meghosszabbítását fogadta volna el. A korábbi megállapodás felbomlása azt jelenti, hogy a jelenlegi korlátozás kifizetésével, azaz április 1-től szabad termelés kezdődhet. A hír hatására olajárháború robbant ki Oroszország és Szaúd-Arábia között, melynek következtében egy nap alatt 30 dollár körüli értékre (-28,5 százalék) esett a Brent nyersolaj hordónkénti ára, így az 1991-es Öbölháború óta nem látott csökkenésnek lehettünk tanúi.

Az olajár várakozásokat aktuálisan nagy bizonytalanság övezi a piaci elemzők körében. A jövőben egy esetleges megállapodás Oroszország és Szaúd-Arábia között, illetve Oroszország támogatása a korlátozás bevezetéséről az olajárakat felfelé módosíthatná, ugyanakkor egyelőre nincsenek erre utaló jelek a két fél részéről. Sőt, Szaúd-Arábia nemrég bejelentette, hogy áprilistól a kitermelés számottevő növelése mellett 6–8 dollárral csökkenti a különféle nyersolajtermékek hordónkénti árát, májustól pedig napi 10 millió hordóval növeli kőolaj-exportjának mennyiségét. A március eleji bécsi OPEC+ találkozót követően megjelent olajár-előrejelzések viszonylag széles sávban, 20–43 dollár között szóródnak az idei évet illetően. A Goldman Sachs előrejelzése szerint a globális szintű termelési többlet korábban nem látott méreteket ölthet az előttünk álló időszakban, mely az olaj árát egészen 20 dollárig szoríthatja le. A Standard Chartered prognózisa szerint nem kizárt, hogy a kőolaj világpiaci ára jóval 20 dollár/hordó szint alá süllyed. Ugyanakkor a Bloomberg elemzői vagy az Amerikai Energiügynökség (EIA) arra számít, hogy az olaj árában az év hátralévő részében korrekciót figyelhetünk meg, így az végül 40 dollár/hordó fölött alakulhat éves átlagban. Középtávon szintén érdemi bizonytalanságot lehet megfigyelni, ugyanis az előrejelzések a 30–65 dollár/hordó sávban szóródnak.

A globális olajkereslet-kínálati viszonyokat illetően a Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) márciusi előrejelzésének alappályája szerint a globális olajkereslet 2020-ban napi 1,1 millió hordóval lehet alacsonyabb a korábbi várakozásoknál a koronavírus világszintű elterjedésének hatására, és csupán 2020 második felében lehet némi korrekcióra számítani. A globális kőolaj-kínálatra vonatkozóan az Amerikai Energiaügynökség (EIA) a napi kőolaj-kitermelés mennyiségére vonatkozó előrejelzését az OPEC+ megállapodás felbomlása következtében 2020-ban 150 000 hordóval, míg 2021-ben 200 000 hordóval növelte. Ez az elmozdulás jelentősnek tekinthető a korábbi kitermelési célokhoz képest, melyek arra irányultak, hogy a globális kínálat az ötéves átlaga közelében stabilizálódjon. A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó euróban kifejezett olajárak a decemberi feltevéssünkhöz képest jelentősen alacsonyabban alakulnak.

Számottevő hatást gyakorolhat a hazai költségvetésre a koronavírus világjárvány alakulása. A korábbiaktól eltérően azt feltételeztük, hogy a költségvetés az Országvédelmi Alap teljes egészét elköltheti 2020-ban a gazdasági lassulás

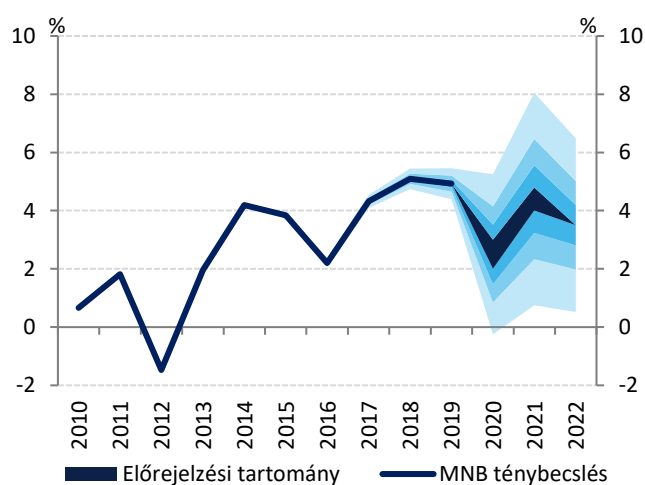
ellensúlyozására. A GDP és az adóbevételek azonban így is alacsonyabb ütemben emelkednek, mint korábbi prognózisunkban.

A Kormány 2020. március 18-án intézkedéseket jelentett be a koronavírus járvány gazdasági hatásainak enyhítése érdekében. Ezek között szerepelt a hitelfizetési moratórium, a fogyasztói hitelek kamatlábának maximalizálása, a kiemelten érintett ágazatokban a bérleti szerződések védelme, valamint a munkáltatói terhek négy hónapos felfüggesztése és a munkavállalói terhek csökkentése. Ezenkívül június végéig a KATA-s taxisok mentesülnek az adófizetés, az érintett cégek pedig a turizmusfejlesztési hozzájárulás alól, valamint rugalmasabbá válnak a munkavállalás szabályai a távmunka és az egészségvédelem támogatása érdekében.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A tavalyi évi 4,9 százalékos éves GDP-bővülését követően idén lassul a gazdaság növekedése. A makrogazdasági adatokat az idei évben várhatóan jelentős változékonyság és kettősség fogja jellemezni. 2020 első felében a koronavírus negatív gazdasági hatásai miatt a növekedés érdemben lassul, ugyanakkor a negatív hatások kifutásával és a korábban kieső gazdasági aktivitás helyreállításával párhuzamosan az év második felétől a hazai növekedés újra dinamizálódik. A járvány terjedésének hatására a globális ellátási láncokban bekövetkező zavarok és felvevőpiacaink jelentős mértékű lassulása a hazai ipar és export bővülését is visszafogják. A járvány terjedésének megfékezésére hozott hazai és nemzetközi kormányzati intézkedések eredményeként a piaci szolgáltató ágazatok (turizmus, szállítmányozás, raktározás, kulturális szolgáltatások) kibocsátásának kiesése visszafogja a GDP bővülését 2020 közepéig. A háztartások fogyasztása továbbra is a gazdasági növekedés legfontosabb tényezője marad, bár bővülésének üteme mérséklődik. A fokozódó bizonytalanság hatására az óvatossági motívum szerepe a szektor viselkedésében erősödik, így a lakossági megtakarítások várhatóan emelkednek. A vállalati szektor hosszabb távú beruházási alapfolyamatai továbbra is erősek maradnak, amit a kedvező finanszírozási környezet mellett a Növekedési Kötvényprogram is segít. Ugyanakkor a koronavírus okozta bizonytalanság miatt egyes beruházások megvalósítása későbbre tolódhat. Az uniós források effektív felhasználása, valamint az állam saját forrásokból finanszírozott beruházásai 2020-tól kezdődően egyaránt mérséklődnek. Főbb külkereskedelmi partnereink idei növekedési kilátásai a koronavírus terjedése miatt jelentősen romlottak, emiatt 2020 első három negyedében az export és az import egyaránt a korábbi várakozásoknál alacsonyabban alakul, míg az elmaradt kivittelt a vállalatok az idei év végétől kezdődően fokozatosan pótolhatják. A hazai áruexport az előrejelzési horizont második felében újból a külső kereslet meghaladó mértékben bővíthet, ami az exportpiaci részesedésünk javulását eredményezi. Az exportteljesítmény helyreállításával a nettó export 2021 és 2022 során pozitívan járul hozzá a gazdaság növekedéséhez.

1-3. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



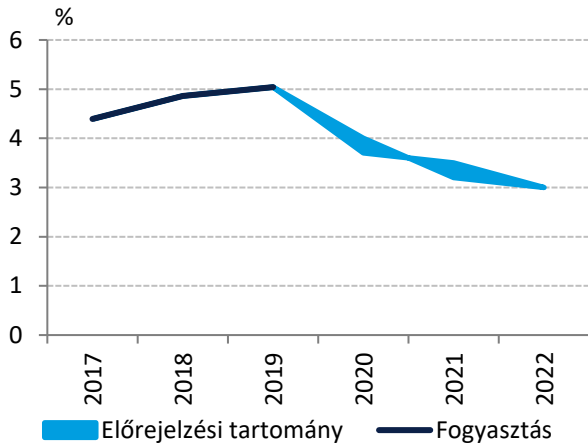
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

A 2019-es évben a GDP növekedése a korábbi előrejelzésünkkel összhangban 4,9 százalékon alakult. Az elmúlt hónapokban kialakult, és világszinten elterjedt koronavírus járvány potenciális gazdasági hatásai miatt a reálgazdasági folyamatokat jelentős bizonytalanság övezi. **A bizonytalanságot kiváltó tényezőket figyelembe véve előrejelzésünkben sávós becslést közlünk.**

A makrogazdasági adatokat az idei évben várhatóan jelentős változékonyság és kettősség fogja jellemezni. 2020 első felében a koronavírus negatív gazdasági hatásai miatt a növekedés érdemben lassul, ugyanakkor a negatív hatások kifutásával és a korábban kieső gazdasági aktivitás helyreállításával párhuzamosan az év második felétől a hazai növekedés újra dinamizálódik. Keresleti oldalról a piaci szolgáltató ágazatok termelése lassulhat a korábban vártnál is nagyobb mértékben. A járvány terjedésének megfékezésére hozott hazai és nemzetközi kormányzati intézkedések eredményeként a turizmus, szállítmányozás, raktározás, kulturális szolgáltatás ágazatok leállása

1-4. ábra: Fogyasztás éves változása



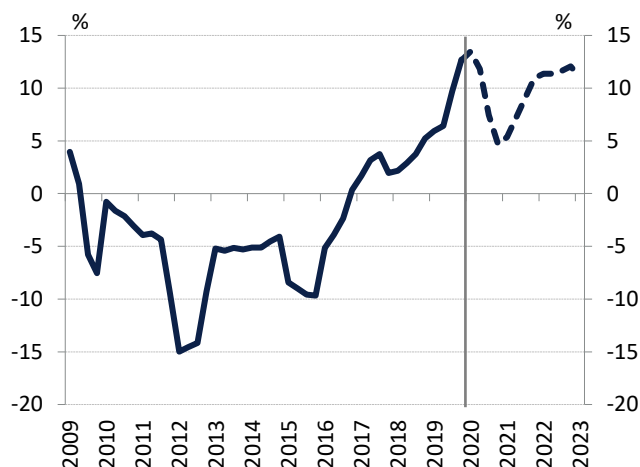
Megjegyzés: A sáv széleit két scenárió előrejelzései adják.
 Forrás: KSH, MNB

1-3. táblázat: A lakosság fogyasztási, beruházási és nettó megtakarítási rátája a rendelkezésre álló jövedelem arányában

	Fogyasztási ráta	Nettó megtakarítási ráta	Beruházási ráta
2019	82,6	9,0	8,4
2020	82,5-82,6	9,4-10,3	7,2-8,0
2021	82,7-82,8	9,5-10,2	7,0-7,7
2022	83,0-83,1	9,7-10,2	6,7-7,3

Forrás: MNB-számítás

1-5. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése



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

érdemben mérsékelhetik a GDP első féléves dinamikáját. Előrejelzésünk alapján a 2020 első félévének visszaesését jelentősebb korrekció követheti a kockázatok mérséklődésével összhangban. 2021-ben a koronavírus negatív hatásainak kifizetésével a korábban kiesett gazdasági aktivitás gyors helyreállítására számítunk. Aktuális feltevéseink teljesülése mellett 2020-ban a GDP 2,0-3,0; 2021-ben 4,0-4,8, míg 2022-ben 3,5 százalékon alakulhat (1-3. ábra).

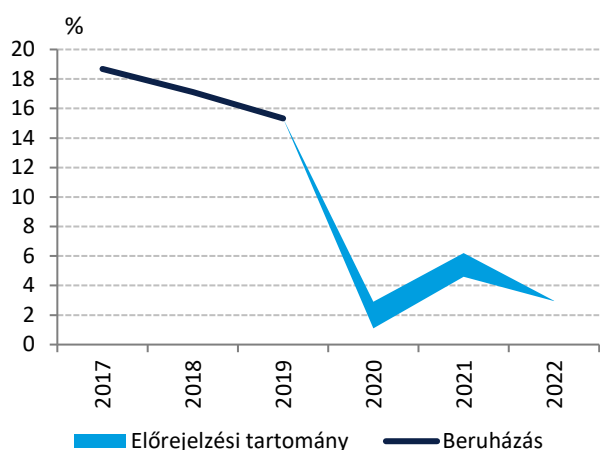
A magyar gazdaság eurozónához történő felzárkózása folytatódik, a növekedési többletünk a teljes előrejelzési horizonton a 2-3 százalékpont között alakulhat.

Várakozásaink szerint az előrejelzési horizonton a lakossági fogyasztás továbbra is a gazdasági növekedés legfontosabb tényezője marad, bár bővülésének üteme mérséklődik (1-4. ábra). Az első negyedévben a járvány terjedése miatti élelmiszertermékek képzése a kiskereskedelmi forgalom jelentős emelkedését eredményezi, ám az év második felében csökkenhet a kiskereskedelmi volumen, így a tartalékolás a fogyasztás éven belüli átrendezését jelenti. A fogyasztás mérséklődő bővülésével, valamint a hiteltörlesztési moratórium hatásával is számolva a háztartási hitelállomány 5 százalékkal bővíthet 2020-ban, a lakáshitelek iránti kereslet jelentősebb és a fogyasztási hitelfelvétel mérsékelt visszaesésének hatására. A járványhoz kapcsolódó munkaerőpiaci következmények miatt a lakosság potenciálisan romló visszafizetési képességét a törlesztési moratórium ellensúlyozhatja. A háztartási hitelpiaci folyamatokat előrejelzésünk szerint 2020-ban érinthetik a jelenlegi negatív folyamatok, ezt követően a korábbiaknak megfelelő, kétszámjegyű éves növekedés fokozatosan visszatérhet (1-5. ábra). Ugyanakkor a GDP-arányosan régiós szinten legmagasabb felhalmozott nettó pénzügyi vagyontól kedvező hatást fejthet ki a fogyasztásra.

A fokozódó bizonytalanság hatására az óvatossági motívum szerepe a háztartási szektor viselkedésében érdemben erősödik, a lakosság beruházásai csökkennek, míg megtakarításai emelkednek (1-3. táblázat). A lakossági megtakarítások emelkedését a tavaly júniustól elérhető Magyar Állampapír Plusz (MÁP+) konstrukció, valamint az állampapír keresletet ösztönző intézkedések (számlavezetési díjmentesség, kedvező visszaválthatóság és kamatadó eltörlés) is segítik.

A nemzetgazdasági beruházások a decemberi inflációs jelentés prognózisához képest érdemben lassabb ütemben emelkednek tovább a teljes előrejelzési horizonton (1-6. ábra). A bizonytalan világgazdasági környezetben

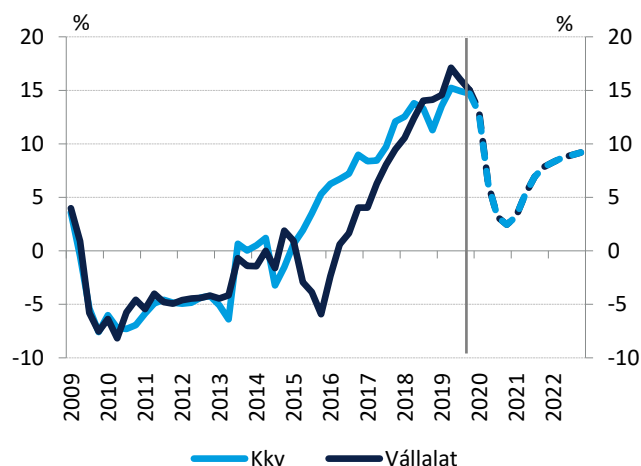
1-6. ábra: Beruházások éves változása



Megjegyzés: A sáv széleit két scenárió előrejelzései adják.

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

időben kitolódhatnak a külföldi működőtőke befektetések által finanszírozott hazai beruházások. **Az idei évben a koronavírus miatt csökkenő gazdasági aktivitás következtében elmaradó vállalati beruházások 2021-ben pótlásra kerülnek.** Az idei évi mérséklődést egyéb tényezők – a tőke-munka helyettesítés, és a korábban bejelentett nagyberuházások – csak részlegesen tudják ellensúlyozni. **A Növekedési Hitelprogram fix és a Növekedési Kötvényprogramnak köszönhetően a vállalati hitelezés 2020-ban is – a korábbi éveknél mérsékeltebben –, mintegy 2 százalékkal bővülhet.** A vállalatok hitelfelvételi aktivitása az előrejelzési horizont második felében visszatér a 10 százalékos éves növekedési tartomány közelébe (1-7. ábra).

A lakosság beruházási rátája a lakáspiaci ciklus kufutásával, valamint az óvatossági megtakarítások erősödésével összhangban fokozatosan mérséklődik az előrejelzési horizonton. Az idei évtől kezdődően a lakossági beruházások enyhén negatívan járulnak hozzá a növekedéshez.

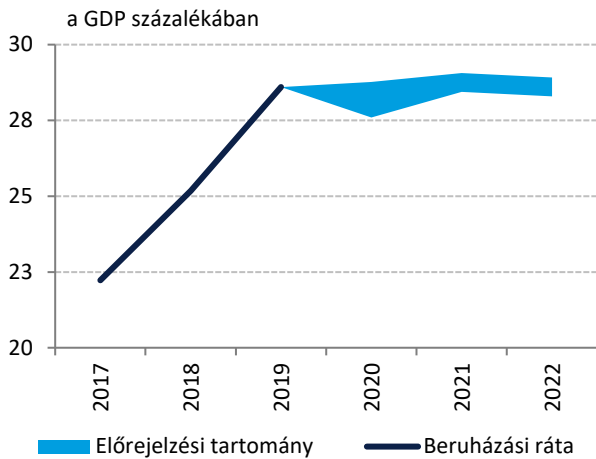
2020-tól kezdődően az uniós források effektív felhasználása, valamint az állam saját forrásokból finanszírozott beruházásai egyaránt mérséklődnek. A 2021-2027-es ciklus forrásainak felhasználása jelenlegi várakozásaink szerint legkorábban 2022-ben kezdődhet meg (1-9. ábra).

A nemzetgazdasági beruházási ráta **2019-ben 28,6 százalékon alakult, mellyel hazánk európai összevetésben az élmezőnybe tartozik** (1-8. ábra).

Az elmúlt hónapokban kialakult, és világszinten elterjedt koronavírus járvány potenciális gazdasági hatásai, a globális ellátási láncokban bekövetkező zavarok, és az eurozóna strukturális gyengeségei miatt **összes külkereskedelmi partnerünk növekedési kilátása jelentősen romlott.** A tavalyi év végén beérkező euroövezeti növekedési adatok már előrevetítették az európai gazdaság strukturális okok miatti gyengülését, **melyet tovább mélyített a járvány kitörésének első szakaszában az európai-kínai beszállítói láncok összetettsége.**

Az új típusú járvány európai terjedésének megfékezésére hozott kormányzati intézkedések hatására azonban a lassulás még erőteljesebb lehet. Leállt az Európa egyik ipari központjának számító észak-olasz régiók teljes termelése (mely az olasz gazdasági kibocsátás közel harmadáért felel), akadozik az európai járműgyártás, tovább csökken a német ipari termelés, összeurópai szinten megállt a turizmus (ráadásul az árbevételek szempontjából legfontosabb nyári hónapok előtt), valamint érdemben csökken a szállítmányozás kibocsátása is. Mindezek eredményeként

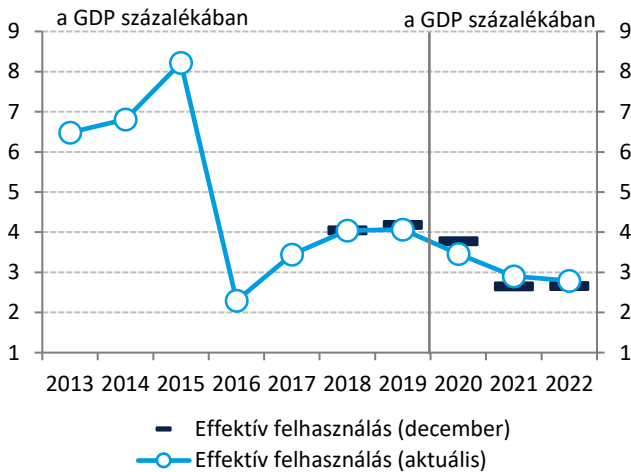
1-8. ábra: A beruházási ráta alakulása



Megjegyzés: A sáv széleit két scenárió előrejelzései adják.

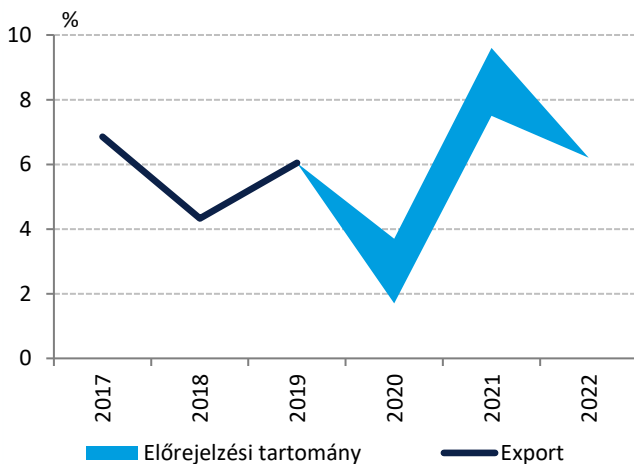
Forrás: KSH, MNB

1-9. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása



Forrás: Pénzügyminisztérium, MNB

1-10. ábra: Az export alakulása



Megjegyzés: A sáv széleit két scenárió előrejelzései adják.

Forrás: KSH, MNB

2020 első felében a német és olasz gazdaságok technikai recessziójára, valamint a teljes euroövezet enyhe recessziójára számítunk. Alappályánkban feltételezzük, hogy a koronavírus átmeneti hatással bír a világgazdaságra, azonban a kilábalás üteme régióként jelentős különbségeket mutathat. Az ázsiai országokban (pl. Kína) gyorsabb, míg a strukturális problémák miatt az eurozóna esetében lassabb helyreállítási folyamatra számítunk. A járvány terjedése az európai kontinensen rövid távon elsősorban a turizmushoz és szállítmányozáshoz kötődő ágazatokat érintheti. **Hosszú távon ugyanakkor a legnagyobb kockázatot a gyárleállások elhúzóódása és a beszállítói láncok elakadása jelentheti,** mely jelentős visszaesést okozhat az európai ipari kibocsátásban.

A külső gazdasági környezet lassulásával összhangban hazánkban **2020 első három negyedében az export és az import egyaránt a korábbi várakozásoknál alacsonyabban alakul,** míg az elmaradt kivitelt a vállalatok az idei év végétől kezdődően fokozatosan pótolhatják. A horizont második felében az átmeneti hatások kifizetésével és az export bővülésével párhuzamosan az import is tovább növekszik, amit elsősorban a hazai kivitelt magas importigénye, illetve a belső felhasználás újbóli élénk növekedése magyaráz.

A hazai áruexport az előrejelzési horizont második felében a külső kereslet meghaladó mértékben bővíthet, ami az exportpiaci részesedésünk javulását eredményezi (1-10. ábra). A hazai export külső kereslet bővülési ütemét meghaladó növekedéséhez 2021-től, a turisztikai ágazat újraindulásával összhangban a szolgáltatásexport dinamikus bővülése is hozzájárul. **Az exportteljesítmény helyreállításával a nettó export 2021 és 2022 során pozitívan járul hozzá a gazdaság növekedéséhez.**

2019-ben a mezőgazdaság növekedési hozzájárulása közel semleges volt. Az idei évben – az ágazat átlagos teljesítményét feltételezve – a mezőgazdaság növekedési hozzájárulása szintén semleges lehet.

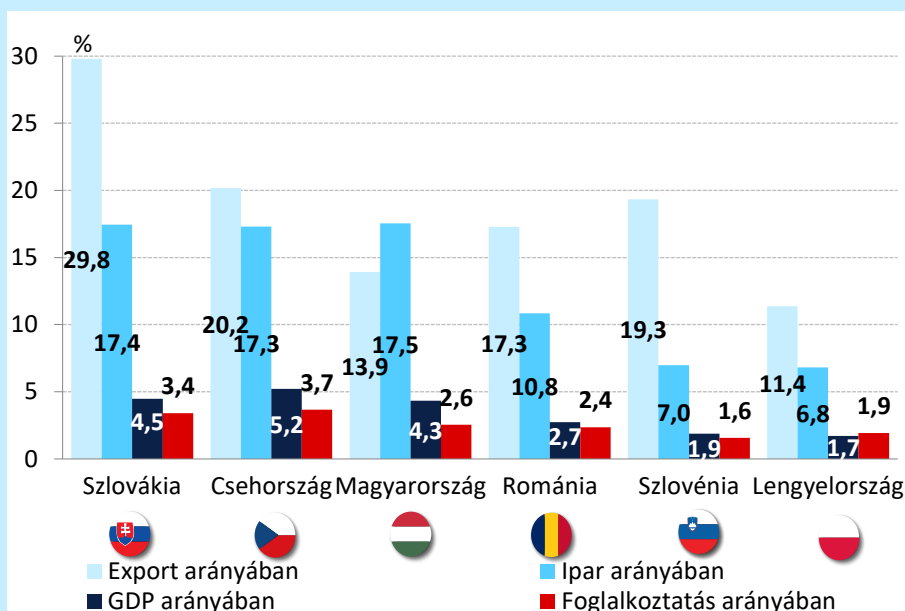
1-2. keretes írás: A koronavírus-járványban leginkább érintett ágazatok szerepe a hazai GDP-ben

A koronavírus terjedése a szokásosnál is nagyobb bizonytalanságot eredményez a gazdasági prognózisokban. A vírus terjedése a makrogazdasági környezetben általában megszokott lineáris hatások helyett erős nem-lineáris hatásokkal jelentkezik, ami az ágazatok széles körében szinte azonnal teljes leállásokat is okozhat. A vírus terjedésével a hazai gazdaság szempontjából kulcságazatok is kényszerülhetnek termelésük átszervezésére vagy ideiglenes beszüntetésére, boltjaik bezárására, szolgáltatásaik felfüggesztésére. Ráadásul egyelőre a járvány időbeli lefutása sem feltérképezett, ami tovább nehezíti a növekedési hatások tartósságának megítélhetőségét. Az alábbiakban négy rendkívül érzékenyen érintett ágazat kapcsán mutatjuk be a hazai GDP-ben betöltött szerepüket.

Autóipar

A koronavírus hatására a legnagyobb járműipari szereplők átmenetileg hazánkban is felfüggesztették a termelést. A járműipar jelentősége meghatározó a magyar gazdaságban. 2018-as adatok szerint az ágazat a GDP 4,3 százalékát és a nemzetgazdasági foglalkoztatás 2,6 százalékát tette ki. A szűken vett járműgyártás ágazat foglalkoztatottsága tavaly meghaladta a 175 ezer főt. Hazánkban a járműipar az export közel 14, míg az ipari hozzáadott érték közel egy ötödét, 17,5 százalékát tette ki (1-11. ábra).

1-11. ábra: Járműipar jelentősége a régiós gazdaságokban (2018)



Megjegyzés: A Lengyelországra vonatkozó súlyok, illetve Romániában a foglalkoztatás 2017-es adatok alapján. Forrás: Eurostat alapján MNB-számítás

A négy hazánkban működő autógyár (Audi, Mercedes, Opel és Suzuki) termelése közvetlenül a GDP közel 2 százalékát adja, míg becsléseink szerint a járműipari teljesítmény jelentős hányada az említett szereplőkhöz kapcsolódik (1-4. táblázat). Ugyanakkor természetesen az ideiglenes leállások és a különböző termelési korlátozások a beszállítói láncokban is átmeneti kieséseket okozhatnak. A járműipar teljesítménye leginkább a fém- és gumiipart, a kereskedelmi és szállítási szolgáltatásokat, valamint a mérnöki tevékenységeket befolyásolja. Becsléseink szerint az Audi, a Mercedes, a Suzuki és az Opel termelésének 1 hónapra történő leállása a beszállítói láncokra kifejtett hatásokkal együtt összességében az éves GDP szintjére mintegy 0,3-0,4 százalékpontos hatással lehet (1-5. táblázat).

1-4. táblázat: A hazai járműgyárak szerepe a hazai gazdaságban

	Audi	Mercedes	Suzuki	Opel	Összesen
Súly az ipari hozzáadott értékben (%)	6,0	1,1	0,7	0,3	8,1
Súly a hozzáadott értékben (GDP) (%)	1,5	0,3	0,2	0,1	2,1
Foglalkoztatás (fő)	13 753	4 486	2 536	843	21 618

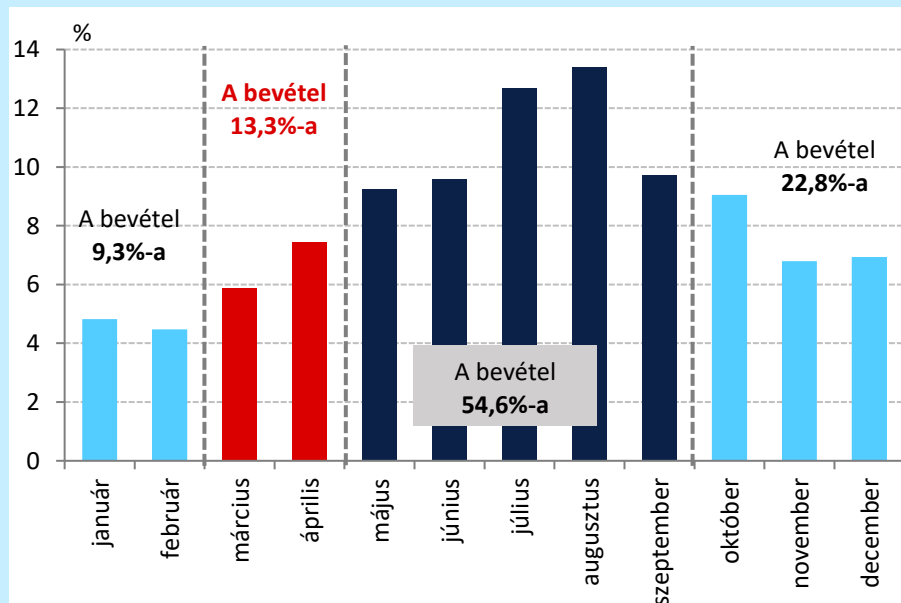
Forrás: MNB-számítás az AUDI Hungaria Zrt., a Magyar Suzuki Zrt., a Mercedes-Benz Manufacturing Hungary Kft. és az Opel Szentgotthárd Kft. beszámolóit, 2018-as alapáras hozzáadott-érték adatok alapján

Turizmus

A szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazat közvetlen részesedése a hazai GDP-ben közel 2 százalék körül alakul, míg a szektor mintegy 185 ezer embert foglalkoztat. A **turizmus kapcsolódó ágazatait is vizsgálva – a KSH ún. szatelit számlái alapján – az ágazat súlya még jelentősebb.** A turizmushoz kapcsolódó személy- és áruszállítás, kulturális programok és szórakoztatóipar figyelembevételével a szektor részaránya meghaladja a GDP 6 százalékát is, mely ágazatokra azonban még külön is kitérünk.

Hazánkban 2010 óta közel 80 ezer férőhellyel bővült a szálláshely-kapacitás, mely jelenleg meghaladja a 380 ezer férőhelyet. Az ország egyre kedveltebb célpontja a külföldi turistáknak: 2018-ban mintegy 58 millió külföldi vendég érkezett Magyarországra, 70 százalékuk Budapestre. Kiadásaikat tekintve közel 2100 milliárd forintot költöttek hazánkban, mely a **turisztikai költségek mintegy 60 százalékát jelenti.** A turizmus ágazat árbevételének jelentős része a nyári hónapokra koncentrálódik. **A kora tavaszi hónapok fontos, de nem meghatározó jelentőségűek a szálláshelyek bevételeiben:** március-április során az éves bevételek mintegy 13 százalékát realizálják a szálláskiadók (1-12. ábra). **Számításaink szerint egy havi, a kora tavaszi évszakban bekövetkező leállás a turizmusban és a hozzá kapcsolódó szolgáltatásokban mintegy 0,4-0,5 százalékpontos hatással van a hazai éves GDP növekedés ütemére (1-5. táblázat).** Ugyanakkor amennyiben a leállások a nyári hónapokra is áthúzódnak, akkor a havi kisesés is már nagyobb lehet.

1-12. ábra: Kereskedelmi szálláshelyek bruttó árbevételének éven belüli megoszlása



Megjegyzés: 2013-2019 időszak átlaga.

Forrás: KSH

Kulturális szolgáltatások

A kulturális célú szolgáltatások a hazai gazdasági hozzáadott érték 1,5 százalékát teszik ki, és teljes munkaidőben mintegy 80 ezer embert foglalkoztatnak. A járványhelyzet következtében a szórakoztatóipar is leállásra kényszerül. Bezártak a színházak, mozik, múzeumok, a koncertek és sportesemények is elhalasztásra kerülnek, valamint több területen a

sportegyesületek működését is felfüggesztették. **Számításaink szerint egy hónapnyi kiesés a szűken vett kulturális szektorban mintegy 0,1 százalékpontos hatással bír a hazai növekedési ütemre (1-5. táblázat).**

Szállítványozás

A hazai szállítványozási ágazat (szállítás és raktározás) a GDP 5,1 százalékát teszi ki. Az ágazat közel 300 ezer embert foglalkoztat, így a teljes foglalkoztatáson belüli aránya nemzetközi összevetésben is magas. A szállításon belül a személyszállítás részesedése mintegy 40 százalékot tesz ki, mely a távolsági és helyközi, a közúti, vasúti és légi személyszállítást egyaránt magába foglalja. Az áru fuvarozáson belül a közúti szállítás részesedése 76 százalék, a vasút részesedése 20 százalék. **Feltételezéseink szerint a járvány eltérően érintheti a személy, valamint az áru forgalmat.** A személyszállítás esetében míg a turizmushoz kapcsolódó távolsági személyforgalom (elsődlegesen légi közlekedés) nagy része átmenetileg leállhat, addig a közúti és vasúti forgalom csökken ugyan, de nem esik ki teljesen. Az áru forgalom alakulását kettős tényezők alakítják: a megnövekedett on-line kiskereskedelmi forgalom a belföldi áruszállítást pozitívan érinti, míg a szigorúbb határellenőrzések bevezetése, a feldolgozóipar lassulása és a nagykereskedelem részleges kiesése negatívan érintheti a nemzetközi áru fuvarozást. **Számításaink szerint egy kora tavaszi hónap hatása a hazai GDP-ben mintegy 0,2 százalékpont (1-5. táblázat). Az áru- és személyszállításhoz kapcsolódóan a szállítási szektor ideiglenes második negyedévi lassulásával számolunk, mely az ipari termelés és a fogyasztás utólagos pótlásával összhangban az év második felében várhatóan korrigál.**

1-5. táblázat: A hazai kulcságazatokra gyakorolt egy havi kiesés hatása

	GDP-súly (százalék)	GDP-súly a kapcsolódó ágazatokkal (százalék)	Egy havi leállás GDP- hatása (százalékpont)
Járműgyártás	4,3	4,5 - 6,0	(-0,3) - (-0,4)
Turizmus	1,8	6,0 - 7,0	(-0,4) - (-0,5)
Kulturális szolgáltatások	1,5	1,5 - 2,0 *	(-0,05) - (-0,15)
Szállítás és raktározás	5,1	4,0 - 6,0 *	(-0,15) - (-0,25)
Összesen	12,7	16,0 - 21,0	(-0,9) - (-1,3)

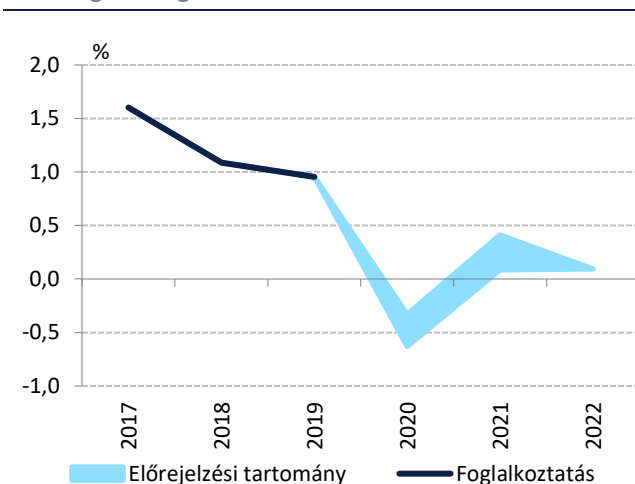
Megjegyzés: * Az ágazatok közvetlen súlya a megfelelő TEÁOR kód alapján. A kapcsolódó ágazatokkal bővített súly ÁKM-alapú saját becslések és részletes nemzeti számlák adatai alapján. A turizmushoz kapcsolódó szállításokat és kulturális szolgáltatásokat a második oszlop esetén a turizmus beszállítóiként vettük figyelembe, így elkerülve, hogy bizonyos ágazatokat kétszer számoljunk el.

Forrás: MNB-számítás

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

A magyar gazdaság az elmúlt években megközelítette a teljes foglalkoztatás állapotát. Az elmúlt hónapokban kialakult, és világszinten elterjedt koronavírus járvány miatt ugyanakkor a munkaerőpiaci folyamatokat is jelentős bizonytalanság övezi. Az idei évben rövid távon a koronavírus miatt csökkenhet a foglalkoztatottak száma, előretekintve azonban a versenyszféra foglalkoztatottságának visszafogott növekedésével számolunk. 2020-ban 3,9–4,2, 2021-ben 3,8–3,9, és 2022-ben 3,7 százalékon alakul a munkanélküliségi ráta előretekintve. Várakozásaink szerint a korábbi előrejelzésünkhöz képest 2020-ban lassul a bérek emelkedésének üteme a versenyszférában.

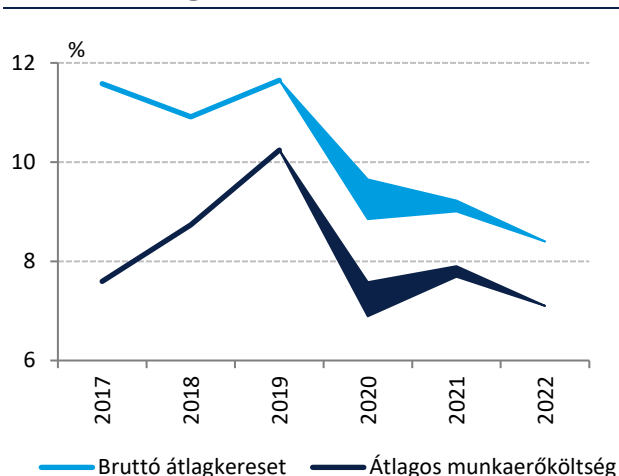
1-13. ábra: Foglalkoztatás éves változása a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: A sáv széleit két scenárió előrejelzései adják.

Forrás: KSH, MNB

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



Megjegyzés: A sáv széleit két scenárió előrejelzései adják.

Forrás: KSH, MNB

Az elmúlt időszakban a magyar gazdaság megközelítette a teljes foglalkoztatás állapotát. A feldolgozóipar foglalkoztatottságra vonatkozó adatokban azonban már enyhe csökkenést figyelhetünk meg az utolsó három negyedév során, mely várakozásaink alapján előretekintve is folytatódik. Mindezt az utóbbi időben megjelent sajtóinformációk is megerősítik, emellett az üres álláshelyek száma is fokozatosan mérséklődött 2019 során. **Az idei évben rövid távon a koronavírus miatt csökkenhet a foglalkoztatottak száma, előretekintve azonban a versenyszféra foglalkoztatottságának visszafogott növekedésével számolunk** (1-13. ábra). Az elmúlt negyedévekben a közmunkaprogramban résztvevők száma fokozatosan csökkent és az előrejelzési horizonton a **közfoglalkoztatottak száma kismértékben tovább mérséklődik aktuális feltevéseink alapján.**

A demográfiai korlátok egyre effektívebbé válásával **az aktivitás lassul, míg a foglalkoztatási dinamika mérséklődésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta 2020-ban 3,9–4,2, 2021-ben 3,8–3,9, és 2022-ben 3,7 százalékon alakul előretekintve.** Az üres álláshelyek csökkenésével és az évközi elbocsátásokkal párhuzamosan a munkaerőpiaci feszesség további enyhülésére számítunk.

Az állami szférában bejelentett 2020. július 1-jétől, valamint 2021. január 1-jétől életbelépő pedagógusi béremelések következtében magasabb állami bérdinamikával számolunk az előrejelzési horizonton. A koronavírus miatt bekövetkező gazdasági növekedés lassulásának és a várakozásunk szerint a vállalatok prémiumkifizetéseinek és egyéb pótlékok visszafogásának következtében a korábbi előrejelzésünkhöz képest alacsonyabb versenyszféra bérdinamikával számolunk az idei évben. **Ez alapján 2020-ban 8,8-9,6, 2021-ben 9,0-9,2, és 2022-ben 8,4 százalékos bérdinamika valósulhat meg a versenyszférában** (1-14. ábra). A vállalatok jellemzően az első negyedév végén, márciusban béreznek át, ezért az idei évi bérnövekedésről érdemi információt, a májusban beérkező, első negyedéves béradatok fognak tartalmazni. A koronavírus gazdaságra gyakorolt várható hatásai miatt 2020 júniusáig egyes ágazatokban a munkáltatói járulékfizetési kötelezettségek elengedésre kerülnek. Prognózisunk alapján a szociális hozzájárulási adó kulcsa várhatóan 2020 és 2021 végén csökkenhet további 2-2 százalékponttal.

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	4,0	3,7 - 4,0	3,4	3,3 - 3,4	3,0	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	3,4	3,6	3,2 - 3,5	3,1	2,9 - 3,0	3,0	3,0
Infláció	3,4	3,5	2,6 - 2,8	3,3	3,4 - 3,5	3,0	3,0
Gazdasági növekedés							
Háztartások fogyasztási kiadása	5,0	4,2	3,7 - 4,0	3,1	3,2 - 3,5	3,0	3,0
Közösségi végső fogyasztás ⁶	2,0	1,0	1,0	0,3	0,3	1,4	1,4
Állóeszköz-felhalmozás	15,3	4,6	1,1 - 2,9	4,1	4,6 - 6,2	3,0	3,0
Belföldi felhasználás	5,6	3,6	2,3 - 3,0	2,8	3,0 - 3,6	2,7	2,7
Export	6,0	5,6	1,7 - 3,7	5,7	7,5 - 9,6	6,2	6,2
Import	6,9	5,4	2,1 - 3,8	5,0	6,4 - 8,3	5,4	5,4
GDP	4,9	3,7	2,0 - 3,0	3,5	4,0 - 4,8	3,5	3,5
Munkatermelékenység ⁵	3,2	3,3	2,6 - 3,2	3,2	3,9 - 4,4	3,4	3,4
Növekedési többlet az eurozónához képest	3,7	2,3	2,2 - 2,6	2,1	2,7 - 3,5	2,1	2,1
Külső egyensúly²							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,7	-0,5	(-0,6) - (-0,5)	-0,3	(-0,4) - 0,2	0,2	0,0 - 0,7
Külső finanszírozási képesség	1,3	2,0	1,6 - 1,8	1,8	1,7 - 2,4	1,8	1,6 - 2,3
Államháztartás²							
ESA-egyenleg	-2,1	(-1,2) - (-0,4)	(-2,0) - (-1,6)	(-1,1) - (-0,3)	(-1,2) - (-0,8)	(-0,9) - (-0,1)	(-1,1) - (-0,8)
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	11,4	8,9	8,5 - 9,1	8,0	8,4 - 8,6	7,5	7,7
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,0	0,4	(-0,6) - (-0,3)	0,3	0,1 - 0,4	0,1	0,1
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	11,6	10,0	8,8 - 9,6	8,9	9,0 - 9,2	8,4	8,4
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,4	0,6	-0,4 - 0,1	0,4	0,2 - 0,6	0,1	0,1
Munkanélküliségi ráta	3,4	3,5	3,9 - 4,2	3,5	3,8 - 3,9	3,5	3,7
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	6,4	4,3	4,8 - 4,8	3,8	3,5 - 3,7	3,6	4,2
Lakossági reáljövedelem ⁴	5,0	4,1	3,8 - 4,1	2,9	2,9 - 3,1	2,5	2,5

¹ Szezonálisan igazított adatok alapján.² Részben előrejelzésen alapuló GDP arányos számok.³ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan, szintadatokból számolva.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.

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

	2020	2021	2022
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2020. március)	2,6 - 2,8	3,4 - 3,5	3,0
Consensus Economics (2020. március) ¹	2,3 - 3,5 - 4,0	2,7 - 3,2 - 3,6	
Európai Bizottság (2020. február)	3,3	3,1	
IMF (2019. október)	3,4	3,3	3,0
OECD (2019. november)	3,4	4,1	
Reuters-felmérés (2020. március) ¹	2,7 - 3,3 - 3,7	2,8 - 3,2 - 3,5	3,0 - 3,2 - 3,6
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2020. március)	2,0 - 3,0	4,0 - 4,8	3,5
Consensus Economics (2020. március) ¹	1,1 - 2,3 - 3,1	2,3 - 2,9 - 3,8	
Európai Bizottság (2020. február)	3,2	2,8	
IMF (2019. október)	3,3	2,9	2,6
OECD (2019. november)	3,3	3,1	
Reuters-felmérés (2020. március) ¹	-5,0 - 0,3 - 2,0	2,5 - 3,4 - 6,2	3,0 - 3,4 - 4,0
Folyó fizetési mérleg egyenlege³			
MNB (2020. március)	(-0,6) - (-0,5)	(-0,4) - 0,2	0,0 - 0,7
Európai Bizottság (2019. december)	-0,8	-0,7	
IMF (2019. október)	-0,6	-0,5	-0,3
OECD (2019. november)	-0,9	-1,0	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)³			
MNB (2020. március)	(-2,0) - (-1,6)	(-1,2) - (-0,8)	(-1,1) - (-0,8)
Consensus Economics (2020. március) ¹	(-3,5) - (-1,9) - (-1,0)	(-2,5) - (-1,5) - (-0,8)	
Európai Bizottság (2019. december)	-1,0	-0,8	
IMF (2019. október)	-1,6	-1,5	-1,5
OECD (2019. november)	-1,7	-1,4	
Reuters-felmérés (2020. március) ¹	(-4,0) - (-2,9) - (-1,8)	(-2,5) - (-1,9) - (-1,2)	(-1,5) - (-1,2) - (-0,5)
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2020. március)	1,2 - 2,0	4,2 - 5,4	3,4
Európai Bizottság (2019. november) ²	3,0	3,0	
IMF (2019. október) ²	3,4	4,0	3,8
OECD (2019. november) ²	1,7	2,4	
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2020. március)	0,8 - 1,2	2,4 - 2,9	1,9
Consensus Economics (2020. március) ²	1,0	1,7	
Európai Bizottság (2020. február) ²	1,7	1,7	
IMF (2020. január) ²	1,8	1,8	1,8
OECD (2020. március) ²	1,2	1,5	

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, Európai Bizottság, IMF, OECD, Reuters-felmérés

1-3. keretes írás: Azonnali likviditáserősítő intézkedéseket hozott az MNB

Az MNB figyelembe véve a nemzetközi és hazai pénz- és tőkepiaci folyamatokat, valamint a koronavírus potenciális reálgazdasági következményeit, márciusban több, egymást kiegészítő likviditáserősítő intézkedést hozott. A bankrendszeri likviditáskezelés támogatása érdekében a jegybank 2020. március 16-án az elfogadható fedezetek nagyvállalati hitelekkel való kibővítéséről döntött, 2020. március 17-étől pedig a rendszeres hétfői 1, 3, 6 és 12 hónapos FX-swap tenderek mellett a hét minden munkanapján 1 hetes forintlikviditást nyújtó FX-swap tendert hirdet, ameddig azt a piaci és likviditási folyamatok indokolják. A likviditáskezelés további könnyítése érdekében az MNB fix kamatozású, hosszú hiteleszköz bevezetéséről döntött, valamint határozatlan ideig felmentette a tartalékkötelezettség alól.

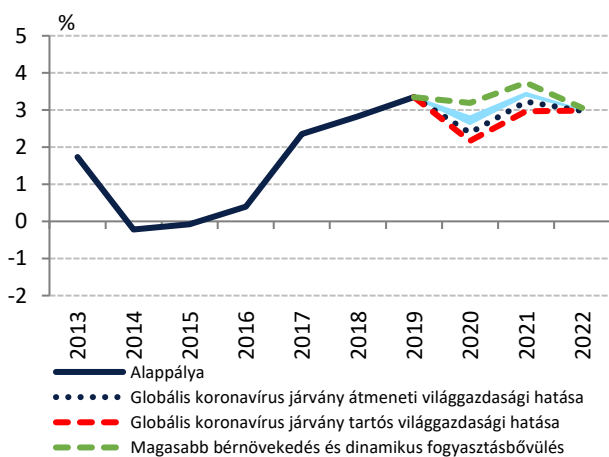
- 1. Az üzleti szektor megsegítése érdekében hozott intézkedések részeként az MNB az elfogadható fedezeti kör nagyvállalati hitelekkel való bővítéséről döntött.** A monetáris politikai partnerkör tagjai a forintban és egyéb devizában denominált, teljesítő nagyvállalati hiteleket ajánlhatják fel fedezetként. A hazai bankok mérlegében 3600 milliárd forintot megközelítő összegben találhatóak teljesítő státuszú nagyvállalati hitelek, amelyekre az MNB egységesen 30 százalékos haircutot alkalmaz, amelynek eredményeként több mint 2500 milliárd forinttal bővül a jegybanki műveletek során elfogadható fedezeti kör. A döntés hatására javul a bankok likviditási helyzete az értékpapír-fedezetek felszabadulásával, továbbá a vállalati hitelek kedvezőbb likviditási megítélése miatt jelentősen növekszik a bankok hitelezési potenciálja.
- 2. A bankrendszeri likviditás erősítése és a likviditáskezelés támogatása érdekében az MNB március közepén napi rendszerességgel kezdett egyhetes futamidejű forintlikviditást nyújtó FX-swap tendert tartani.** A koronavírus terjedésével kapcsolatos piaci turbulencia következtében jelentősen megnövekedett a volatilitás bankközi kamatokban és az implikált swaphozamokban. A likviditáskezelés szempontjából legfontosabb, héten belüli lejáratok esetén 50-70 bázispontos emelkedés volt megfigyelhető február közepe óta, a hosszabb éven belüli futamidőkön ennél mérsékeltebb, de szignifikáns emelkedés volt tapasztalható. A monetáris politikai irányultságának megfelelő kamattranzmisszió erősítésére, valamint a swappiaci volatilitás mérséklésének érdekében az MNB a forintlikviditást nyújtó swapállomány korábbinál rugalmasabb alakítását tartja szükségesnek. A swapeszköz 1 hetes futamidőn való napi meghirdetésével az MNB biztosítani tudja a szükséges forintlikviditást a bankrendszer számára, valamint folyamatos piaci jelentlétével hozzájárulhat a pénzpiaci volatilitás csökkenéséhez. A napi meghirdetés emellett lehetővé teszi a jegybank számára, hogy a swapállomány alakításával gyorsan reagáljon a feszült nemzetközi pénzpiaci helyzetben a piaci változásokra.
- 3. A hosszabb lejáratokon megjelenő piaci feszültség enyhítése érdekében az MNB hosszabb, legfeljebb 5 éves futamidejű, fix kamatozású hiteleszköz bevezetéséről döntött.** A piaci volatilitás megnövekedésével a bankok forráshoz jutása megnehezült, valamint megnövekedett a hosszú hozamok volatilitása. Az új hosszú futamidejű fedezett hiteleszköz stabil forrást jelenthet a hitelintézetek számára, amely segítheti a lejárat eltérések kezelését. Emellett az eszköz hosszú futamidejéből és fix kamatozásából adódóan hozzájárulhat az éven túli hozamok volatilitásának csökkenéséhez.
- 4. A hitelintézetek kötelező tartalék alóli felmentése érdemben könnyíti a bankrendszer likviditáskezelését.** Az MNB döntése alapján a tartalékköteles hitelintézetek a kötelező tartalék mértékéig továbbra is megkapják az alapkamatot, azonban mentesülnek az alultartalékolást büntető szankció alól. A döntés hatására felszabaduló közel 250 milliárd forint likviditást a bankrendszer felhasználhatja a bankközi piacon, enyhítve ezzel a pénzpiaci feszültségeket. A többletlikviditást az intézmények szükség esetén a kiáramló likviditás finanszírozására is tudják fordítani.

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A globális koronavírus járvány átmeneti, de az alappályánál jelentősebb világgazdasági hatása, illetve a járvány tartósabb és jelentősebb világgazdasági hatása az alappályához képest alacsonyabb inflációs és visszafogottabb növekedési pályát eredményezhetnek. A magasabb bérnövekedéssel és dinamikus fogyasztásbővüléssel számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappályá-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a versenyképességi reformok megvalósulását, valamint az élelmiszerárak tartós emelkedését valószínűsítő pályákat tárgyalta.

A globális koronavírus járvány súlyosbodása esetén a magyar gazdaság GDP-je az idei év első felében, de rosszabb esetben az év egészében csökkenhet. A negatív gazdasági hatások a külső piacok visszaeséséből, meghatározó termelő és szolgáltató ágazatok hosszabb-rövidebb leállásából, valamint az óvatosabbá váló beruházási és fogyasztási viselkedésből adódik. A gyengébb gazdasági teljesítménnyel számoló forgatókönyvekben az infláció is érdemben az alappályá alatt alakulhat. Az év első felében a bérek lassulására számítunk. Ugyanakkor a járvány rövid, átmeneti kifizetése esetén a gazdaság gyors dinamizálódása ismét emelheti a munkapiaci keresletet és ezen keresztül a bérdinamikát. Alternatív forgatókönyvünk szerint egy ilyen gyorsabb bérkiráamlás a belső kereslet növekedésén keresztül tovább erősítheti a helyreállást, ami az alappályánál némileg magasabb inflációt eredményezhet.

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



Forrás: MNB

Globális koronavírus járvány erősebb átmeneti világgazdasági hatása

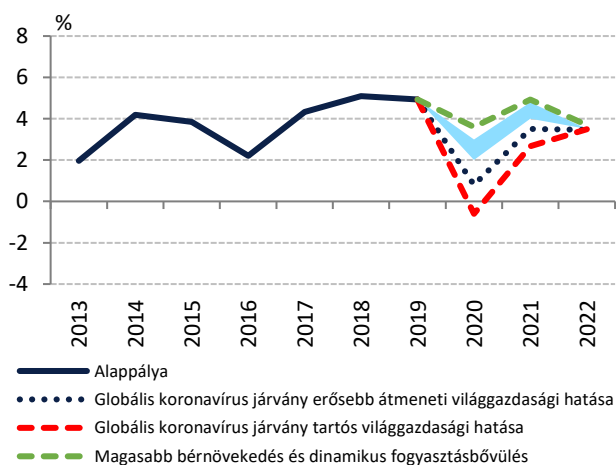
A koronavírus okozta kockázatok a világgazdaságot rendkívül legyengült állapotában érték. **A járvány terjedése várhatóan jelentős gazdasági károkat okoz, ugyanakkor a hatások erősségét és tartósságát nagyfokú bizonytalanság övezi.**

A kínai gazdaság visszaesését várjuk az idei első negyedévben, azonban ezt követően gyors korrekcióra számítunk. Az eurozóna konjunktúrájára ható strukturális, illetve ciklikus tényezőket figyelembe véve **visszafogott növekedésre számítunk, ugyanakkor a márciusi bizalmi indikátorok alapján a gazdaság érdemi és tartós visszaesése is bekövetkezhet. Az euroövezet gazdasági növekedése esetén további bizonytalansági tényezőként jelent a kereskedelmi Brexit körüli bizonytalanság is.**

A járvány kitörését jelentős nyersanyagpiaci korrekció követte, ami a kockázatok erősödésével tovább folytatódhat. A kialakult kedvezőtlen reálgazdasági és pénzügyi piaci hatások ellensúlyozása érdekében a **kormányzatok fiskális intézkedések bevezetésével reagáltak és a jegybankok jelentős része élénkítő monetáris politikai lépéseket vezetett be** (részletesen lásd 3.1-es fejezet).

Alappályánkban a koronavírus átmeneti hatással bír a világgazdaságra, azonban a kilábalás üteme régióként jelentős különbségeket mutathat. Kínában gyorsabb, míg az eurozóna esetében lassabb helyreállítási folyamatra

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



Forrás: MNB

számítunk. A koronavírushoz köthetően a világgazdasági nyersanyagárak csökkenése rövid távon folytatódik. Az év első felében az euroövezet főbb gazdasági esetében recesszióra számítunk.

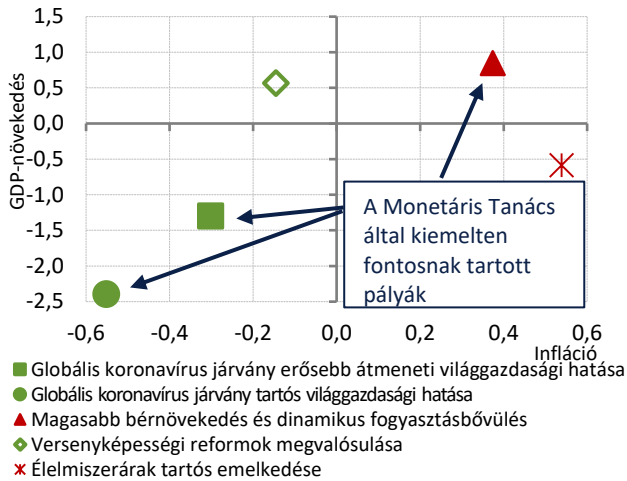
Alternatív pályánkban a világgazdasági bizonytalanságok üzleti hangulatra gyakorolt negatív hatása az idei évben végig fennmarad. **A globális növekedést övező lefelé mutató kockázatok hatásai megjelennek a reálgazdasági adatokban is. A világgazdasági nyersanyagárak az idei évben mérsékeltek maradnak.** Feltevéseink alapján az eurozóna gazdasága 2020 egészében recesszióba süllyed. **Hazánk gazdasági bővülése** mérsékeltebb ütemben folytatódik, ugyanakkor a legalább 2 százalékpontos növekedési többlet az euroövezetnél képest továbbra is fennmarad. Mindezek hatására a beruházások kitolódnak, részben elhalasztódnak. A munkanélküliség átmenetileg megemelkedik, míg a bérek esetében a cégek alapvetően a prémiumok és egyéb pótlékok visszafogásával reagálnak. **A vártnál lassabb külső konjunktúra, illetve a visszafogottabb euroövezeti inflációs folyamatok az alappályánál alacsonyabb hazai inflációs és növekedési pályára mutatnak.**

Globális koronavírus járvány tartós világgazdasági hatása

Az előző pályában kifejtett **globális kockázatok középtávon is tartóssá válhatnak.** A koronavírus hatásai tartós **ellátási problémákhoz vezethetnek a világgazdaságban** és a gazdasági hatások érvényesülésében nem-linearitások jelentkezhetnek.

Alternatív pályánkban a világgazdasági nyersanyagárak tartósan mérsékeltek maradnak. Az egyébként is visszafogott növekedést mutató Európai Unió országok még nehezebb helyzetbe kerülhetnek és **Európa újra az egyik leggyengébb láncszem lehet** a magas adósságszint, a strukturális gyengeségek, a merev intézményrendszer és a sérülékeny bankrendszer következtében. **A gyenge európai konjunktúra** ciklikus és strukturális tényezők következtében **tartósan fennmarad.** Az euroövezetnél képest legalább 2 százalékpontos növekedési többlet fennmaradása mellett a **hazai növekedés jelentősen visszaesik.** A tartós visszaesés a vállalatok középtávú beruházási döntéseit is negatívan érinti. Mindemellett a hazai munkanélküliségi ráta is érdemben emelkedik, míg a bérdinamika számottevően lassul, ami a háztartások fogyasztási döntéseire is hatással bír. **A vártnál lassabb külső konjunktúra, illetve a visszafogottabb euroövezeti inflációs folyamatok az alappályánál alacsonyabb hazai inflációs és növekedési pályára mutatnak.**

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



Megjegyzés: A kockázati térkép azt mutatja meg, hogy az alternatív forgatókönyvek inflációs és növekedési pályája a monetáris politikai horizont egészében átlagosan mennyiben különbözik az alappályától. A piros színnel jelzett pálya az alappályánál szigorúbb, a zöld színnel jelzett pályák lazább monetáris politikai kondíciókkal konzisztensek.

Forrás: MNB

Magasabb bérnövekedés és dinamikus fogyasztásbővülés

Az elmúlt években a dinamikus gazdasági növekedéssel párhuzamosan a foglalkoztatás jelentősen emelkedett és a munkanélküliség historikusan alacsony szintre csökkent. Ezek következtében a **munkaerőpiaci kondíciók egyre feszebbé váltak, ami dinamikus béremelkedéshez vezetett.** A koronavírus hatásai csupán átmenetiek lesznek, így a kereslet-kínálat gyorsan helyreáll és a korábban megfigyelt munkaerőpiaci trendek folytatódnak.

Az előző két évben jellemző kétszámjegyű bérnövekedéshez a 2016 novemberében megkötött, hat évre szóló bérmegállapodás intézkedései jelentős mértékben hozzájárultak. A jelenlegi bérmegállapodás alapján **2019-ben és 2020-ban a minimálbér és a garantált bérminimum emelésének mértéke egyaránt 8 százalék.**

A tavalyi évben a minimálbér és a garantált bérminimum emelését érdemben meghaladó bérdinamikát elsősorban a bérezési alapfolyamatot meghatározó feszes munkaerőpiaci kondíciók magyarázzák. Az élénk bérdinamika a vállalatok széles körét jellemezte.

Alappályánkon a koronavírus miatt bekövetkező gazdasági növekedés lassulásának és a várakozásunk szerint a vállalatok prémiumkifizetéseinek és egyéb pótlékok visszafogásának következtében a korábbi előrejelzésünkhöz képest alacsonyabb versenyszféra bérdinamikával számolunk az idei évben.

Alternatív pályánk feltevései szerint a vállalatok munkaerő iránti kereslete tartósan magas marad, így a feszebb munkaerőpiaci környezet hatására **a bérek a következő években is növekednek** a versenyszféra egészében. **A fogyasztás bővülése** az alappályánál **tartósan magasabb lehet, ami magasabb inflációs pályát eredményez.**

További kockázatok

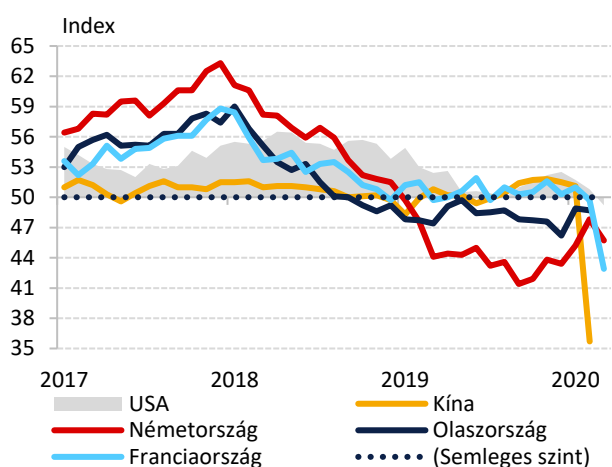
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács két további alternatív pályát mérlegelt. A **versenyképességi reformok megvalósulását** bemutató kockázati forgatókönyv az alappályánál zártabb kibocsátási rést és alacsonyabb inflációs pályát eredményez. **A tartós élelmiszerár emelkedéssel számoló** kockázati forgatókönyv feltevései szerint az éghajlatváltozás okozta időjárási jelenségek tartósan alacsonyabb kínálatot eredményeznek. Ezen felül a koronavírus tovább terjed, mely a vállalati stratégiák átalakításával, valamint beruházások elhalasztásával jár. A kínálat visszaesése és a járványtól való félelem miatti felhalmozás eredményeként az élelmiszerek ára hosszabb távon emelkedik. A forgatókönyv az alappályánál magasabb inflációt és mérsékeltebb kibocsátást feltételez.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2019 negyedik negyedében visszafogott mértékben folytatódott a világgazdaság bővülése, így az elmúlt 10 év leglassabb növekedését produkálta az év egészét tekintve. A gazdasági növekedés Európa legnagyobb gazdaságaiban egyedi események miatt mérséklődött, így az eurozóna bővülése elmaradt a várakozásoktól. Az Európai Unió növekedési centruma továbbra is a visegrádi régió volt. A koronavírus megjelenése a legyengült állapotban lévő világgazdaság növekedési kilátásait tovább rontotta. A globális infláció az elmúlt hónapokban nem változott jelentősen. Az Egyesült Államok, Japán és az eurozóna inflációs rátája továbbra is elmarad a jegybanki céltől, míg a többi fejlett és feltörekvő gazdaság esetében az infláció változatlanul a jegybanki célértékek körül alakult. A koronavírus járvány globális növekedési kilátásokra gyakorolt hatásainak mérséklése érdekében több jegybank is a monetáris kondíciók lazítása mellett döntött.

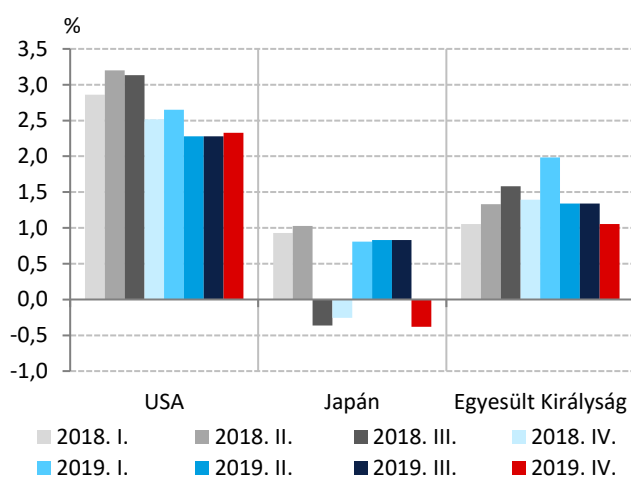
3-1. ábra: A feldolgozóipari PMI alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Bloomberg

3-2. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

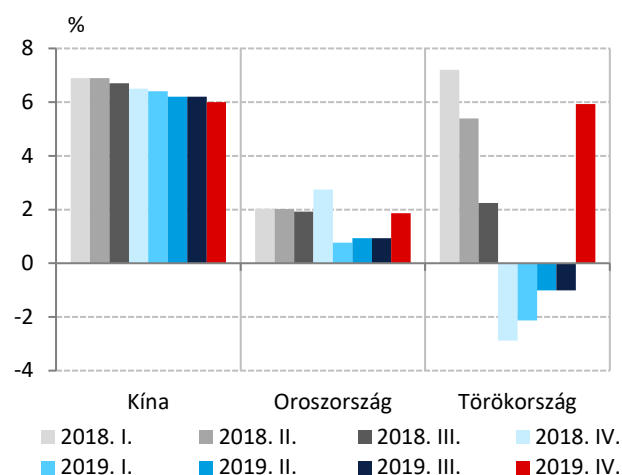
Forrás: OECD

3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

A globálisan meghatározó gazdaságok tovább lassuló ütemben bővültek 2019 negyedik negyedében. Így a világgazdaság bővülése a 2008-2009-es gazdasági világválság óta a legalacsonyabb értéket produkálta. A koronavírus hatására a bizalmi indikátorok historikus mélypontjukra estek (3-1. ábra).

Az **Egyesült Államok gazdasága** – a várakozásoknak megfelelő mértékben – **2,3 százalékkal bővült** az előző év azonos időszakához képest. A bővülést a lakossági és kormányzati fogyasztás, valamint a nettó export egyaránt támogatta. Kedvezőtlen folyamat azonban, hogy a **belső fogyasztás és a beruházási kereslet már az egymást követő harmadik negyedéve csökkenő tendenciát mutat.** Az amerikai gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások a fiskális élénkítő programok (adócsökkentések és az infrastrukturális beruházási program) kifizetésével párhuzamosan fokozatos lassulást vetítenek előre. Bár a Kína és az Egyesült Államok között megkötött előzetes kereskedelmi megállapodás nyugtatóan hatott a piacokra, azonban annak – elsősorban kínai részről való – betartása továbbra is kockázatnak tekinthető. Az elhúzódó bizonytalanságok hatására már harmadik negyedéve mérséklődik a gépberuházások dinamikája – mely a hosszú távú növekedés egyik legfontosabb tényezőjének tekinthető. A piaci szereplők szerint érdemi kockázatot hordoz a világgazdaságra nézve az amerikai elnökválasztás kimenetele is.

Az **Egyesült Királyság** gazdasági teljesítménye negyedéves bázison **stagnált** 2019 negyedik negyedében. A kedvező lakossági fogyasztás hatása ellenére a hosszú távú folyamatok továbbra is kedvezőtlen képet mutatnak. A **Brexit kereskedelmi megállapodásaival kapcsolatos kiszámíthatatlanságok** és az ezzel járó fennakadások kockázatának, valamint a **tartós bizonytalanságok** hatására

3-3. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok. 2019. IV. negyedévre Törökország becslés.

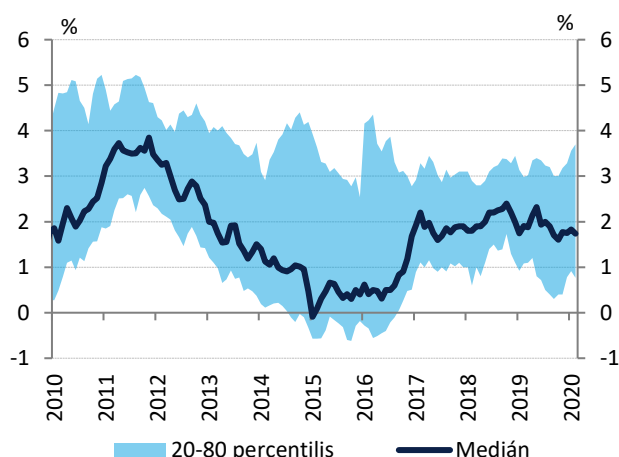
Forrás: OECD

a vállalati gépberuházások csaknem 2 éve mérséklődnek. Előretekintve a fizikai tőkeberuházások további mérséklődése az ipari termelésen keresztül a kibocsátás csökkenését eredményezheti.

A japán gazdaság éves szinten 0,4 százalékkal csökkent a negyedik negyedévben (3-2. ábra). A zsugorodás hátterében a forgalmi adó tavalyi évi emelése áll, mely negatívan érintette a fogyasztási kiadásokat. Ezzel párhuzamosan a kereskedelmi bizonytalanságok hatására a vállalati beruházások is érdemben csökkentek.

A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasági teljesítménye – a várakozásokkal összhangban – tovább lassult 2019 negyedik negyedévében (3-3. ábra), így éves bázison 6,0 százalékkal bővült a GDP a negyedik negyedévben. A gazdaság bővülése elsősorban a háztartások fogyasztásához köthető. Emellett a beruházások is támogatták a növekedést, amiben egyaránt szerepet játszottak a privát, illetve az állami finanszírozású állóeszköz-felhalmozások. A globális konjunktúra lassulása, az Egyesült Államok és Kína közötti előzetes kereskedelmi megállapodás esetleges be nem tartása, a tartományok rekordmagas szintű eladósodottsága, valamint a koronavírus is előretekintve a kínai gazdaság további lassulásához vezethet.

Törökországban várakozásokat meghaladó mértékben, **közel 6 százalékkal nőtt a gazdaság 2019. negyedik negyedévében, melynek hátterében az egy évvel korábbi valutaváltság miatti visszaesés bázishatása áll.** A növekedést a háztartások fogyasztása és a kormányzati kiadások magyarázták. **A negyedik negyedévben Oroszországban éves alapon 1,9 százalékkal bővült a GDP.**

3-4. ábra: Globális inflációs folyamatok


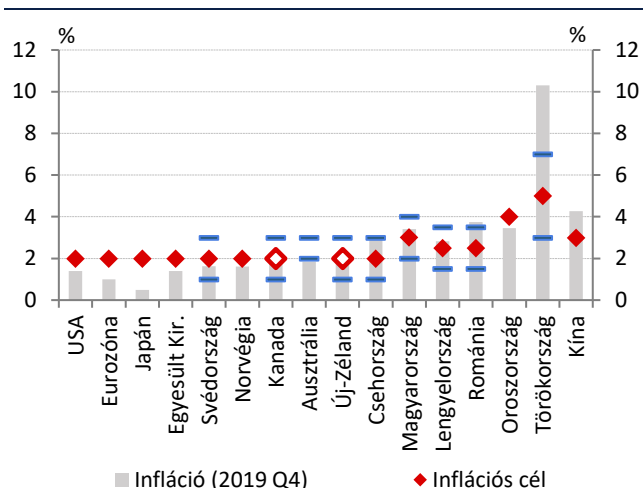
Megjegyzés: Százalékos változás az előző év azonos időszakához képest, 43 fejlett és fejlődő ország adatait figyelembe véve.

Forrás: OECD

A globális infláció az elmúlt hónapokban nem változott jelentősen (3-4. ábra). **Az Egyesült Államok, Japán és az eurozóna inflációs rátája továbbra is elmarad a jegybanki céltől,** míg – Törökország kivételével – a többi fejlett és feltörekvő gazdaság esetében az infláció változatlanul a jegybanki célértékek körül alakult. (3-5. ábra). A vizsgált időszakban a nyersanyagárak számottevően csökkentek az év elején (lásd 1-1. keretes írás és 3-6. ábra).

A Fed rendkívüli ülések során lazított konvencionális és nemkonvencionális monetáris politikai eszközein, többek között 150 bázispontos kamatcsökkentést hajtott végre az irányadó rátán. A bankközi likviditás biztosítása érdekében megnövelte az 1 napos és 2 hetes repo ügyletek volumenét, bevezette a 30 és 90 napos repo ügyleteket és lazított a tartalékolási szabályain. A pénzpiacok stabil működésének szavatolása érdekében újraindította és kibővítette az eszközvásárlási programjait, valamint swap

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



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

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

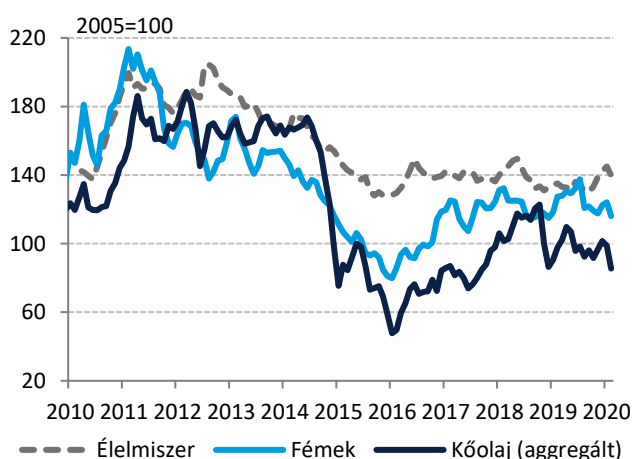
megállapodásokat kötött számos jegybankkal az elmúlt negyedév során (3-7. ábra). Az irányadó ráta mérséklését és a likviditás bővítést a koronavírus járvány negatív növekedési hatásaival indokolták a Fed döntéshozói. A márciusi döntések kapcsán Jerome H. Powell kiemelte, hogy a globális gazdaság egy jelentős kihívással szembesült, de az amerikai gazdaság stabil lábakon áll, és februárban historikusan alacsony szint közelében volt a munkanélküliség, az infláció azonban továbbra is a 2 százalékos cél alatt van. A Fed elnöke jelezte, hogy a központi bank szorosan nyomon követi a koronavírus járvány gazdasági hatásait és élni fognak az összes rendelkezésre álló eszközzel a gazdaság támogatása érdekében.

A japán jegybank az elmúlt negyedévben lazított monetáris kondícióin, azonban nem módosított az előretekintő iránymutatását, amely szerint a rövid- és hosszú kamatlábak a jelenlegi vagy annál alacsonyabb szinten maradnak mindaddig, amíg fennáll az inflációs cél elvételének lehetősége. A külső környezettel kapcsolatban a jegybank megjegyezte, hogy a globális növekedés lassulása továbbra is fennáll és az ebből fakadó lefelé mutató kockázatok erősödtek az elmúlt időszakban. A koronavírus gyors terjedésére reagálva a japán jegybank 42,5 milliárd dollárnak megfelelő összegű likviditás bővítő csomagot jelentett be, amelynek része a repo rendelkezésre állás növelése, és hosszú lejáratú források biztosítása annak érdekében, hogy támogassa a bankrendszer, valamint a pénz- és tőkepiacok stabilitását. A jegybank további lazító intézkedések során kibővítette az eszközvásárlási programjainak keretösszegeit és jelentős mennyiségű dollár forrást biztosított a japán bankoknak a Fed-el kötött swap megállapodást követően.

A Bank of England döntéshozói az elmúlt időszakban 65 bázisponttal mérsékeltek az alapkamatot, több új hitelprogramot indítottak a kis- és középvállalkozások támogatása érdekében és kibővítették a kötvénnyásárlási programot. A jegybank várakozása szerint a gazdasági aktivitás egyértelmű csökkenése várható a következő hónapokban. 2019 április óta az infláció több alkalommal a 2 százalékos inflációs cél fölé emelkedett, azonban január során 1,8 százalékra mérséklődött.

Az orosz jegybank 25 bázisponttal 6,0 százalékra csökkentette irányadó rátáját, és 6 milliárd dollár értékben jelentett be repo műveleteket az orosz pénzügyi rendszer likviditás ellátottságának biztosítása érdekében. A kamatcsökkentés háttérében a vártnál alacsonyabb infláció áll, amely a decemberi 3 százalékról januárra 2,4 százalékra csökkent, ami érdemben elmarad a 4 százalékos inflációs

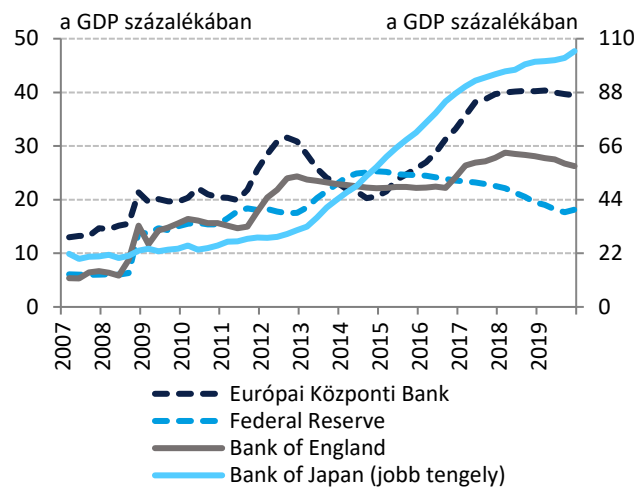
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árból számítva.

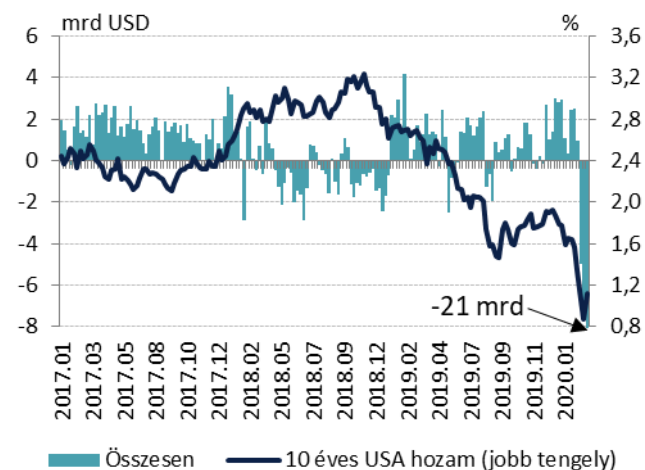
Forrás: Világbank

3-7. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

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



Forrás: EPFR, Bloomberg

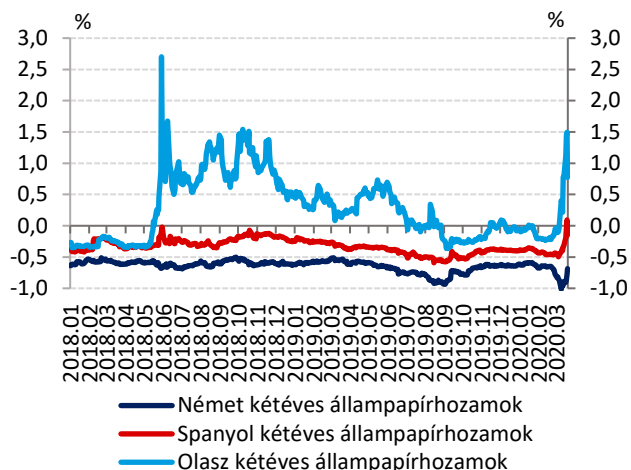
céltól. Az orosz jegybank kommunikációja szerint, amennyiben a gazdasági folyamatok a jegybank előrejelzésével összhangban alakulnak, akkor az orosz jegybank nyitott a további kamatcsökkentésre. Az orosz gazdaság 2019 során 1,3 százalékkal bővült, míg a jegybanki várakozások szerint 2-3 százalék közelébe gyorsulhat a gazdasági növekedés a következő évek során.

A koronavírus járvány terjedésére számos más jegybank is lazító lépéssel reagált. A kanadai jegybank a Fed rendhagyó kamatdöntő üléseit követően összesen 100 bázisponttal csökkentette az irányadó rátáját, hogy mérsékelje a pénzügyi kondíciók kockázati felárak emelkedéséből fakadó szigorodását, valamint kibővítette eszközvásárlási programját és hosszabb repo műveleteket vezetett be. Az ausztrál jegybank 50 bázispontos lazítást hajtott végre, megnövelte repo műveleteinek volumenét és új állampapír vásárlási programot indított. A dél-koreai jegybank 50 bázisponttal mérsékelte az irányadó rátát, és célzott hitelprogramot indított a kis- és közepes méretű vállalkozások számára. Az új-zélandi jegybank 75 bázisponttal mérsékelte az alapkamatot és elindított egy új állampapír vásárlási programot. A skandináv országok jegybankjai szintén lazító lépéseket eszközöltek, a norvég jegybank 125 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát, valamint új három hónapos hiteleszközt vezetett be. A svéd jegybank 55 bázisponttal mérsékelte az egynapos hitel kamatát, új hiteleszközt vezetett be a vállalatok támogatása érdekében és kibővítette eszközvásárlási programját. A dán jegybank 15 bázisponttal emelte az irányadó rátát, hogy stabilizálja a korona árfolyamát és új hiteleszközt vezetett be a pénzügyi rendszer működésének támogatása érdekében.

Kínában a gazdasági növekedés fokozatos lassulása miatt az ország jegybankja többször is lazított a monetáris kondíciókon. Ez érintette a kötelező tartalékrátát, az egyéves benchmark hitelkamatlábát, a középtávú jegybanki hitelkamatrátát, valamint a hét napos fordított repo műveletek rátáját is. A jegybank laza irányultságát az is jelzi, hogy január során 316 milliárd dollár összértékű likviditásbővítő intézkedést jelentett be, amelyet márciusban további lazító intézkedések követtek. Kínában az infláció februári értéke 5,2 százalék volt, mely a sertéshús árának jelentős emelkedésével magyarázható. Ezzel párhuzamosan azonban a maginfláció 9 éves mélypontra süllyedt a visszaeső kereslettel összhangban.

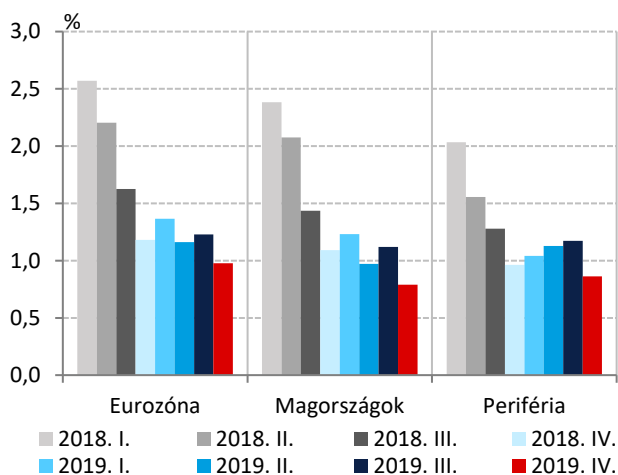
Az elmúlt negyedévben romlott a piaci hangulat, a részvényindexek és a fejlett piaci kötvényhozamok is jellemzően csökkentek. Az elmúlt negyedévben a befektetői kockázatkerülés felerősödése főként a koronavírussal kapcsolatos hírekhez volt köthető. A kedvezőtlen

3-9. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok



Forrás: Bloomberg

3-10. ábra: A GDP éves változása az eurozónában



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok. Periféria (Portugália, Olaszország, Görögország, Spanyolország), Magországok (Belgium, Németország, Franciaország, Hollandia, Ausztria).

Forrás: Eurostat

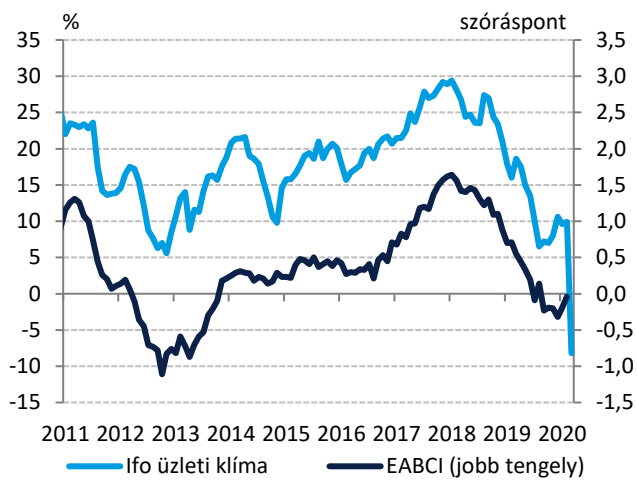
hangulatban a fejlett és a feltörekvő részvényindexek is visszaesést mutattak. Az amerikai indexek mintegy 25-30 százalékkal, míg az európaiak 30-35 százalékkal csökkentek. Az időszak első felében a fejlett devizapiacokon a dollár erősödése volt a jellemző, majd ezt követően érdemben megnövekedett a volatilitás a fejlett devizapiacokon. Az elmúlt negyedévben összességében az amerikai fizetőeszköz az euróval szemben 3, míg a brit fonttal szemben 10 százalékkal erősödött. A február végén felerősödő kockázatkerülés eredményeképpen a fejlett piaci kötvényhozamok érdemben csökkentek, az amerikai és a német 10 éves hozam is rekordalacsony szintre mérséklődött. A feltörekvő piaci kötvényhozamok is többnyire csökkentek, a felárak ugyanakkor vegyesen alakultak.

A koronavírussal kapcsolatos kockázatok miatt felerősödtek a monetáris lazításra vonatkozó piaci várakozások. A piac szerint a Fed idén már nem fogja mérsékelni az irányadó kamatsávot, amely így év végéig 0-0,25 százalék lehet. Tavaly év végén a piaci szereplők még arra számítottak, hogy a Fed nem változtat a monetáris kondíciókon 2020 során. A gazdasági kilátások romlása miatt az eurozónában is felerősödtek a kamatcsökkentési várakozások: míg tavaly decemberben még nem várták az EKB-től a kamatkondíciók megváltoztatását a piaci szereplők, a jelenlegi piaci árazásokból 10 bázispontos kamatcsökkentés rajzolódik ki az idei évre.

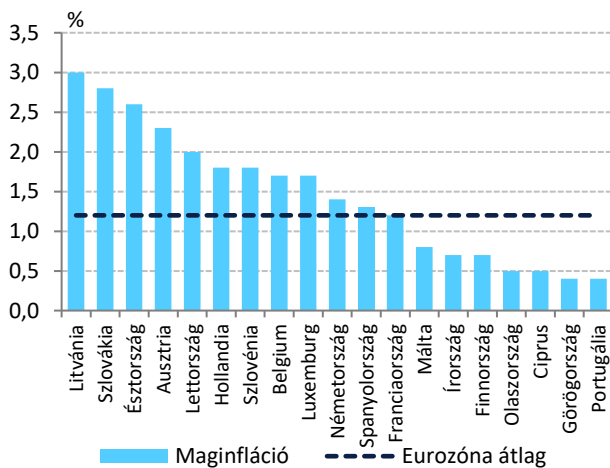
3.1.2. Az eurozóna folyamatai

A tavalyi évben az év végi pozitív kilátások ellenére a gazdasági növekedés Európa legnagyobb gazdaságaiban mérséklődött. Az eurozóna növekedése elmaradt az elemzői várakozásoktól, és 2019. negyedik negyedévében éves összevetésben 0,9 százalékkal bővült (3-10. ábra). Rövid bázison az eurozóna csak 0,1 százalékkal bővült, ezáltal az euroövezet növekedése negyedéves alapon hatéves mélypontjára csökkent. A gyenge külső konjunktúra a visszafogott exportteljesítményen keresztül a növekedést negatívan érinthette, míg az európai konjunktúrához legnagyobb mértékben a lakossági fogyasztás járulhatott hozzá. A vállalati beruházási folyamatok az eurozónában is rendkívül visszafogottan alakulnak. Az elmúlt években a magországok és a periféria országainak növekedése azonos ütemű volt és lassuló mintázatot mutatott.

Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, **Németország gazdasági teljesítménye 2019 negyedik negyedévében stagnált:** lassult a belső fogyasztás, valamint az ipari termelés lejtmenete is visszafogta a növekedést, ezzel

3-11. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása


Forrás: Európai Bizottság, Ifo

3-12. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2020. február)


Forrás: Eurostat

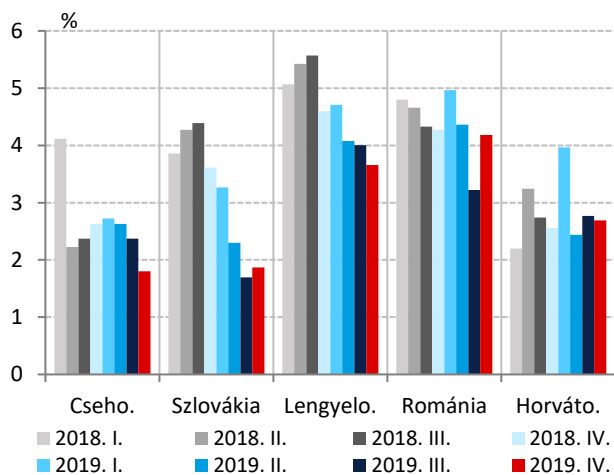
párhuzamosan pedig csökkent az áruexport is. 2019 egészében éves alapon szintén egy évtizede a legalacsonyabb mértékben, mintegy 0,5 százalékkal bővült a gazdaság. A német gazdaság teljesítményére vonatkozó elemzői várakozások az elmúlt hónap során érdemben romlottak a koronavírus terjedésének hatására. **A német járműipari termelés csökkenése továbbra is érzékelhető, a kibocsátás szintje 7 éves mélypontjára esett. A beszállítói ágakkal együtt mintegy 2 millió főt foglalkoztató német járműipar elektromos hajtástechnológiára való átállása rendkívül lassan halad, számos autógyártó jelenti be elektromos modelljei tömegtermelésének csúsztatását.** A globális kereslet szűkülése és a szabályozói büntetések az ágazat, és ezáltal az egész német gazdaság kilátásait rontják.

Eltérő negyedik negyedéves növekedési adatok érkeztek a többi nagy európai gazdaságból. Az Európai Unió második legnagyobb gazdasága, **Franciaország** növekedését (éves változás: 0,8 százalék) sztrájkok és tüntetések vethették vissza negyedéves alapon, míg **Olaszország** gazdasága is csökkent a belső kereslet gyengülkedésének hatására (negyedéves változás: -0,3 százalék). A periférián **Spanyolország** az erős exportdinamikájának köszönhetően ismét jelentősen nőtt (éves változás: 1,8 százalék), ám a beruházások 2013 óta nem látott mértékben csökkentek. Szomszédunk, **Ausztria** gazdasági növekedése tovább folytatódott, és az eurozóna GDP bővülésével összhangban, 1,0 százalékon alakult. Az euroövezet növekedési kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABCI), illetve a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) jelentősen estek az elmúlt időszakban, a koronavírus terjedésének az üzleti életre gyakorolt hatásai következtében (3-11. ábra).

Továbbra is mérsékelt maradt az infláció az euroövezet egészét tekintve. A fogyasztóiár-index a tagállamok többségében a 2 százalékos jegybanki cél alatt alakult, mindössze négy tagállamban (Lettországban, Szlovákiában, Észtországban és Ausztriában) volt ennél magasabb infláció. A maginfláció februárban 1,2 százalékon alakult (3-12. ábra).

Az EKB Kormányzótanácsa márciusi kamatdöntő ülésén változtatlanul hagyta az irányadó rátákat, azonban egy több elemből álló lazító csomagot jelentett be. Az előretekintő iránymutatás szerint az irányadó ráták a jelenlegi vagy annál alacsonyabb szinteken maradnak, ameddig az infláció nem mutat érdemi közeledést a 2 százalék alatti, de ahhoz közeli szinthez. A 2019. szeptemberi döntésnek megfelelően a nettó eszközvásárlások november elejétől újra elindultak, havi 20 milliárd eurós keretösszeggel, amelyet a márciusi kamatdöntő ülésen 2020 végéig addicionális 120 milliárd eurós keretösszeggel, valamint később egy új 750 milliárd eurós programmal egészített ki a jegybank. Az

3-13. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok. Szlovákia esetében csak szezonális igazítás.

Forrás: Eurostat

eszközvásárlások lezárása az irányadó ráták emelése előtt nem sokkal várható. A lazító csomag keretében a döntéshozók lazítottak a futó TLTRO III program feltételein, hogy támogatni tudják a koronavírus terjedésében leginkább érintett tagországokat, valamint átmenetileg addicionális LTRO műveletek kerültek bevezetésre, hogy biztosítsák az euroövezet likviditás ellátottságát. Christine Lagarde, az EKB elnöke, a döntést követő sajtótájékoztatóján elmondta, hogy a koronavírus járvány globális terjedése nagy sokkot jelentett a gazdaság számára, amely a globális növekedési kilátásokat is jelentősen rontja. Lagarde határozottan felszólította a kormányokat és fiskális hatóságokat, hogy lépjenek időben és összehangoltan a gazdaság stimulálása érdekében.

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. Az eszközvásárlások összetétele az elmúlt negyedév során kis mértékben változott, az államkötvények aránya nőtt, míg az összes többi eszközosztály aránya csökkent.

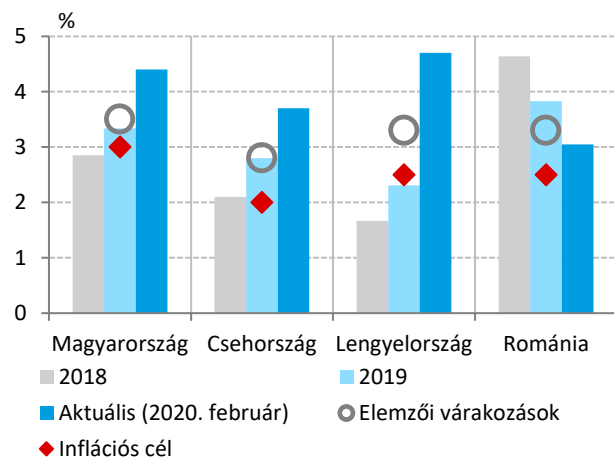
3.1.3. A kelet-közép-európai régió folyamatai

Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2019 negyedik negyedévében is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának (3-13. ábra). A kelet-közép-európai régió európai összevetésben magas GDP-bővülését elsősorban a belső keresleti tételek támogatták, míg a gyenge külső konjunktúra mellett a nettó export több országban is lassította a növekedést. Szezonálisan igazított adatok alapján Romániában 4,2, Lengyelországban 3,5, Szlovákiában 1,9, míg Csehországban 1,7 százalékos GDP-növekedést regisztráltak.

A régió országait tekintve a fogyasztói árak emelkedésének üteme a jegybanki célok felett alakult az elmúlt időszakban. Lengyelországban az infláció az elmúlt negyedév során fokozatosan távolodott a 2,5 százalékos jegybanki céltól, február folyamán 4,7 százalékos ütemben emelkedtek az árak. Csehországban a fogyasztói árak emelkedésének üteme változatlanul a 2 százalékos jegybanki cél felett alakult, februári értéke 3,7 százalék volt. Romániában az infláció februárban a toleranciasávon belül alakult (Részletesen lásd a 3-1. keretes írásban.).

A februári elemzői konszenzus alapján az idei évben Romániában 3,3, Csehországban pedig 2,8 százalékos átlagos infláció várható, amelyek 1,1 és 0,8 százalékponttal magasabbak, mint a jegybanki cél, míg Lengyelország

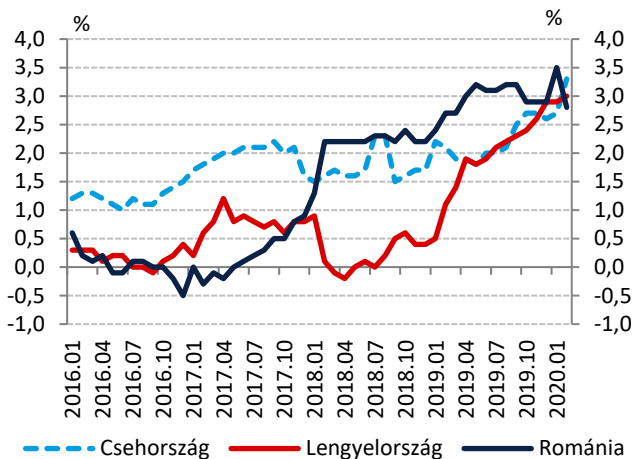
3-14. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások



Megjegyzés: Az elemzői várakozások 2020 éves átlagára vonatkoznak.

Forrás: OECD, Trading Economics, National Institute of Statistics Romania, Consensus Economics

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



Forrás: Eurostat

esetében az áremelkedés üteme a 2,5 százalékos cél közelében alakulhat (3-14. ábra). A régiós folyamatokat vizsgálva elmondható, hogy a maginfláció minden országban emelkedett az elmúlt időszak során (3-15. ábra).

A cseh jegybank döntéshozói az elmúlt időszakban egy 25 bázisponthozos kamatemelést követően 50 bázisponthozos vágással 1,75 százalékos szintre mérsékeltek az irányadó rátát. Az első döntés után publikált friss előrejelzésében a jegybank rövid távon az infláció további emelkedésére számít, majd a második negyedévtől fokozatosan csökkenhet az infláció, ami az idei év végére mérséklődhet a toleranciasávon belülre, azonban a koronavírus járvány fejlődése indokoltá tette a monetáris kondíciók lazítását. A jegybank által a kamatpályára vonatkozó előrejelzés alapján 2020 második felében az irányadó ráta csökkenése rajzolódik ki.

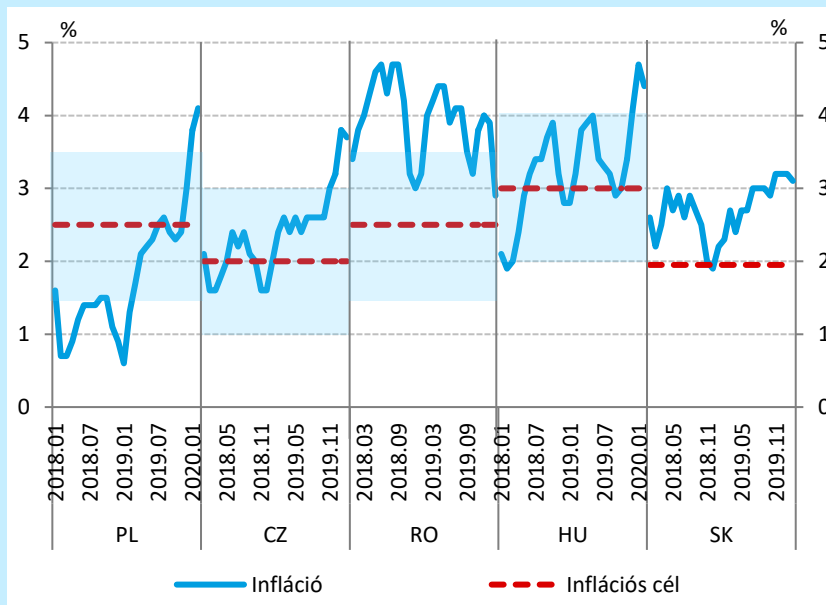
A lengyel jegybank döntéshozói 50 bázisponthozos mérsékeltek az irányadó rátát és új állampapír-vásárlási programot indítottak az elmúlt negyedévben. A döntéshozók kiemelték, hogy a koronavírus terjedése következtében jelentősen romlottak a globális növekedési kilátások és nőtt a bizonytalanság, ezért Lengyelországban szintén a gazdasági aktivitás lassulása várható rövid távon. A jegybank legfrissebb előrejelzése a novemberi jelentéshez képest enyhén magasabb inflációval és alacsonyabb növekedési pályával számolt, azonban a rendkívüli ülést követő nyilatkozatok alapján a koronavírus terjedése és az olajárak csökkenésének következtében az infláció jelentős mérséklődése várható.

A román jegybank döntéshozói az elmúlt negyedévben 50 bázisponthozos mérsékeltek az irányadó rátát és új állampapír-vásárlási programot indítottak. A döntéshozók kiemelték a koronavírus járvány háztartásokra és vállalatokra gyakorolt negatív hatását. Az infláció az elmúlt hónapokban a toleranciasáv felső szélé körül alakult. A 2020 januári inflációs jelentés alapján az inflációs ráta az idei év első negyedéve során mérséklődhet, majd az előrejelzési horizonton egy emelkedő pályát követően a toleranciasáv felső részében marad.

3-1. keretes írás: A kelet-közép-európai országok inflációs folyamatainak alakulása

Az elmúlt félévben a kelet-közép-európai régió országainak túlnyomó többségében emelkedett az infláció és több esetben átmenetileg kilépett a jegybanki inflációs célok körüli toleranciasávból (3-16. ábra). Az elmúlt hónapokban az infláció emelkedését a régióban főként a volatilis tételek, azaz az üzemanyagok és az élelmiszerek árainak növekedése okozta. Az üzemanyagok árának januárig tartó emelkedése a világpiaci olajárak érdemi változékonyságot mutató emelkedésével összhangban valósult meg. Ami az élelmiszerek árait illeti, az afrikai sertéspestis jelentős károkat okozott a világ sertésállományában. Ennek következtében a vágósertés termelői ára jelentősen megemelkedett, és tavaly decemberben már több, mint 15 százalékkal volt magasabb az ára az Európai Unióban, mint egy évvel korábban. A serteshús ára mellett a friss zöldségek és gyümölcsök ára növekedett számottevően, melynek hátterében vélhetően az áll, hogy Spanyolországban a kedvezőtlen időjárási körülmények következtében ezek a termékek jelentős károkat szenvedtek. Összességében a belső kereslet elmúlt időszakban megfigyelt érdemi emelkedése növelte a vállalatok árazási mozgásterét, így az alapanyagok árainak növekedése nagyobb mértékben megjelenhetett a fogyasztói árakban. Az inflációt Csehországban és Lengyelországban mindezekon túl az adminisztratív árak emelkedése is növelte, sőt utóbbi esetében még jövedékiadó-emelés is történt az alkohol- és dohánytermékek esetében.

3-16. ábra: Az infláció alakulása hazánkban és a kelet-közép-európai régió országaiban

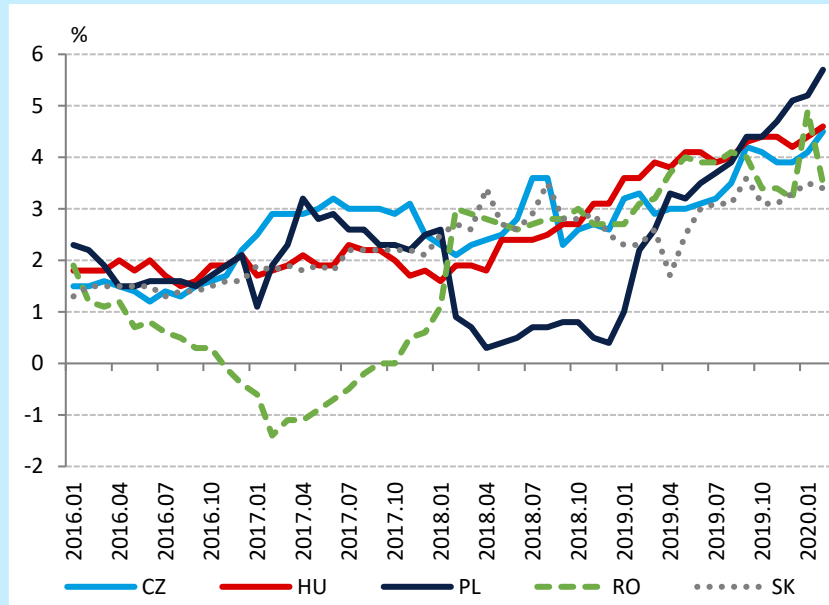


Megjegyzés: A világoskék téglalapok az inflációs célok körüli toleranciasávt jelölik.

Forrás: Eurostat, MNB

Az átmeneti tényezőkön túl a régiós országokban az erős belső kereslet is hozzájárult a fogyasztói árak emelkedéséhez. A régiós országokban a munkanélküliségi ráták az elmúlt egy évben historikus mélypontjuk közelébe csökkentek, ami a bérek csatornáján keresztül a maginfláció, ezen belül is elsősorban a szolgáltatások emelkedésének irányába hatott. Bizonyos országok, például Magyarország és Lengyelország esetében a feszes munkaerőpiac által okozott bér- és keresletnövekedéshez a kormányzat által bejelentett minimálbér-emelések is hozzájárultak. Lengyelországban a kormány az idei évben 15 százalékos minimálbér-emelést hajtott végre, amit 2021-ben újabb 15 százalékos, majd 2024-ig évi 10 százalékos emelés követ majd. A kelet-közép-európai régió országaiban 2020 januárjában a piaci szolgáltatások áremelkedése éves összevetésben valamennyi országban az elmúlt éveket meghaladó, 4 százalék körüli ütemet mutatott (3-17. ábra).

3-17. ábra: A piaci szolgáltatások inflációja hazánkban és a kelet-közép-európai régióban



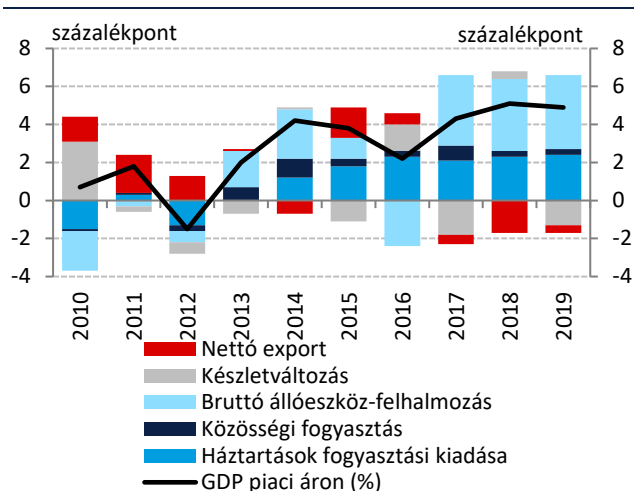
Forrás: Eurostat

A régiós jegybankok előrejelzései alapján az inflációs ráták 2020 első negyedében tetőzhetnek. Az év fennmaradó részében az árdinamika mérséklődésére lehet számítani a világpiaci olajárak üzemanyagárakat csökkentő hatásai miatt. Romániában az aktuális előrejelzés szerint az infláció a toleranciasáv felső részében stabilizálódhat az előrejelzési horizonton. A jegybanki **előrejelzésekhez képest a régiós országok inflációjában a vártnál jelentősebb csökkenés következhet be a jelenleg 30 dollár/hordó alatti szinten tartózkodó világpiaci olajárak következtében.** Előretekintve, az infláció mérséklődésében szerepet játszhat továbbá, hogy a **koronavírus terjedése a régiós országok gazdasági növekedését negatívan befolyásolhatja.**

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A hazai GDP 2019 negyedik negyedévében 4,5 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest, míg az év egészében 4,9 százalékkal bővült a gazdaság. Összességében az eurozónához képesti növekedési többletünk 3 százalékpont felett alakult. Felhasználási oldalról továbbra is a belső keresleti tételek, így a beruházás és a fogyasztás járultak hozzá legnagyobb mértékben a növekedéshez. A háztartások fogyasztásának bővülését a kedvező jövedelmi folyamatok, – részben a babaváró támogatáshoz kapcsolódó – emelkedő háztartási hitelállomány és a magas szinten tartózkodó fogyasztói bizalom is támogatta. A beruházások jelentős növekedéséhez hozzájárult a kedvező finanszírozási környezetében megvalósuló kétszámjegyű vállalati hiteldinamika. A nettó export a negyedik negyedévben negatívan járult hozzá a hazai gazdaság növekedéséhez. Termelési oldalon a piaci szolgáltatások folytatódó bővülése mellett az építőipar, valamint az ipari ágazatok is támogatták a GDP növekedését.

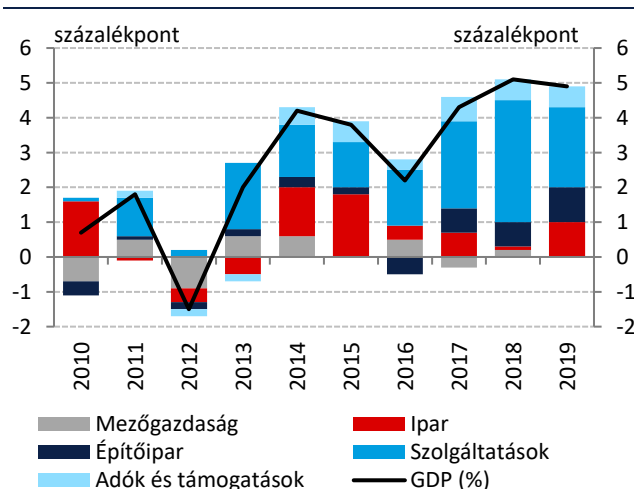
3-18. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



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

Forrás: KSH

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



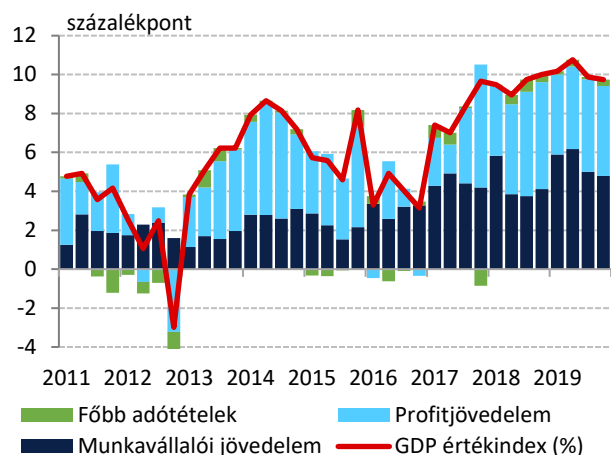
Forrás: KSH

2019 negyedik negyedévében a **bruttó hazai termék (GDP) 4,5 százalékkal emelkedett** az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves viszonylatban 1,0 százalékos volt a bővülés. Magyarország Írország mögött a második helyet foglalja el éves összehasonlításban az Európai Unió növekedési rangsorában. **A gazdasági növekedést felhasználási oldalon elsősorban a beruházások és a fogyasztás, termelési oldalon a piaci szolgáltatások, valamint az építőipari és ipari ágazatok támogatták.** A belső keresleti tételek növekedésével összhangban, az áruimport bővülési üteme meghaladta a kivitel növekedését, azonban a szolgáltatások exportjának és importjának a dinamikája közel azonos volt. **A nettó export növekedési hozzájárulása összességében negatívan alakult** a negyedik negyedévben (3-18. ábra). Jövedelmi oldalon a **munkavállalói jövedelmek – profitjövedelmeket enyhén meghaladó – növekedési hozzájárulásának emelkedését figyelhettük meg** a tavalyi év folyamán (3-20. ábra).

Termelési oldalon a belső kereslet alakulásához szorosan kötődő **piaci szolgáltató szektor teljesítménye tovább emelkedett** (4,6 százalék) (3-19. ábra). A tercier szektorból a GDP növekedéséhez legnagyobb mértékben a kereskedelem és szálláshely-szolgáltatás (hozzájárulása 1,2 százalékpont), a szállítás és raktározás (0,5 százalékpont), illetve az információ, kommunikáció (0,4 százalékpont) ágazatok hozzáadott értéke növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az **építőipari** termelés növekedésének üteme tovább mérséklődött a negyedik negyedévben. A német ipar tartós gyengélkedése ellenére a **hazai ipari termelés tovább bővült** (3,2 százalék), azonban – a decemberi bázishatás és a hosszabb téli karbantartások miatt – az előző negyedévinél visszafogottabb ütemben. **Az agrárium növekedési hozzájárulása semleges alakult a negyedik negyedévben.**

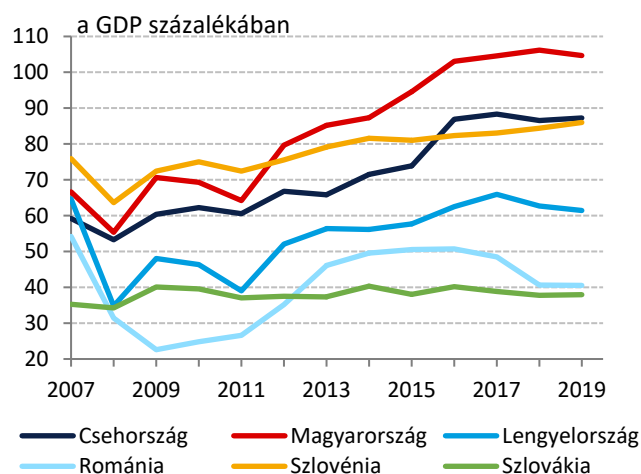
A háztartások fogyasztási kiadásai az előző negyedévhez képest gyorsabban emelkedtek **2019 negyedik negyedévében.** A fogyasztás bővülését a **kedvező jövedelmi folyamatok, az élénk háztartási hitelpiac, a magas nettó**

3-20. ábra: A GDP jövedelem oldali felbontása



Forrás: KSH, MNB

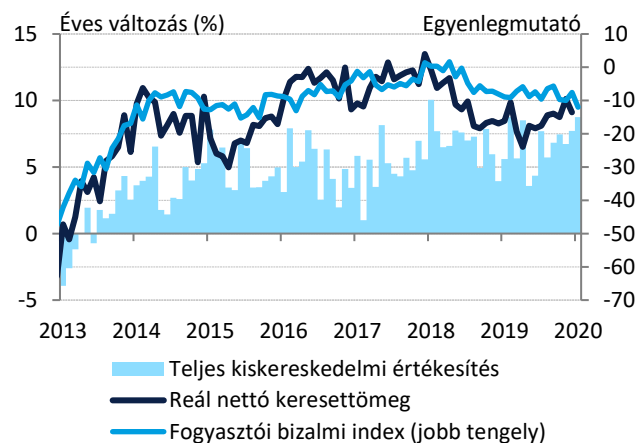
3-21. ábra: A háztartások nettó pénzügyi vagyona a régióban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Eurostat

3-22. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított kiskereskedelmi adat.

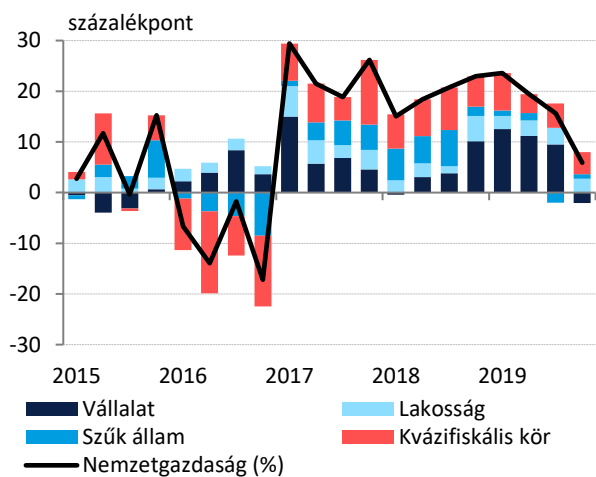
Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, KSH

pénzügyi vagyon és fogyasztói bizalom is támogatta (3-21. ábra és 3-22. ábra). A tartós és félig tartós termékek vásárlására fordított kiadások növekedése (19,2 százalék, illetve 8,0 százalék) jelentősen meghaladta a fogyasztás aggregált bővülését, miközben a szolgáltatásokra fordított kiadások esetében átlag alatti volt a fogyasztás bővülési üteme. Januárban a kiskereskedelmi forgalom 7,6 százalékkal emelkedett, ami a továbbra is kedvező fogyasztási folyamatokra utal. **Össességében a háztartások megtakarítási rátája magas szinten alakult az elmúlt időszakban, miközben a háztartások pénzügyi vagyona a régió legmagasabb értékét mutatta.**

A háztartások hitelállománya 14 százalékkal bővült 2019-ben. A háztartások hitelállománya a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben 288 milliárd forinttal nőtt a tranzakciók eredőjeként, mellyel erőteljes, 14 százalékos növekedési ütem volt megfigyelhető a vizsgált időszakban. **A dinamikus bővülésben jelentős szerepet játszott a júliusban elindított babaváró támogatáshoz kapcsolódó hitelfelvétel,** melynek keretében decemberrel bezárólag 470 milliárd forint értékben kötöttek szerződéseket a fiatal házaspárok. A babaváró kölcsönök felvétele mellett a fogyasztási- és a lakáshitelek kibocsátása is tovább emelkedett. **A babaváró hitelek addicionális hatása jelenleg felülmúlja kizorító hatását,** előretekintve azonban emelkedhet azon hitelfelvelek aránya, amelyek piaci hiteleket – kisösszegű lakáshiteleket és személyi kölcsönöket – helyettesítenek. A Hitelezési felmérésre adott banki válaszok alapján élenkülös volt megfigyelhető a lakáshitelek iránti keresletben 2019 negyedik negyedévében, míg a fogyasztási hitelek esetében változatlanságot tapasztaltak a bankok. 2020-ban a lakáshitelek iránt jelentősebb mértékben, míg a fogyasztási hitelek tekintetében mérsékelten visszaeshet a hitelkereslet a járvány munkaerőpiaci következményeinek hatására, ugyanakkor a következő évben a gazdaság normalizálódása mellett az élenkülös hitelkereslet ismét kétszámjegyű háztartási hitelbővülést eredményezhet.

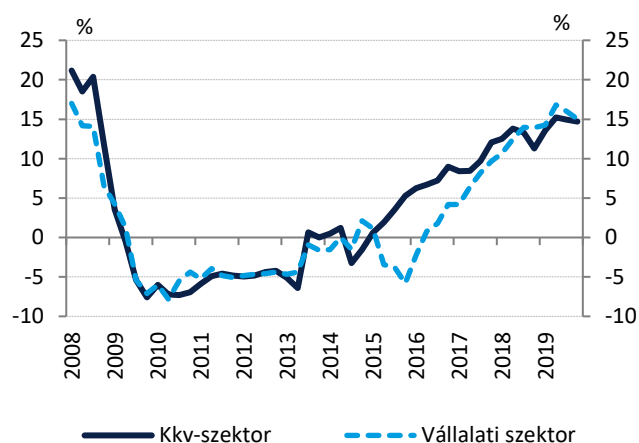
A nemzetgazdasági beruházások volumene 5,9 százalékkal nőtt 2019 negyedik negyedévében az előző év azonos időszakához képest (3-23. ábra). A gépjellegű (1,6 százalék) és az épületjellegű (8,9 százalék) beruházások is a korábbi negyedéveknél érdemben lassabb ütemben bővültek éves összevetésben. **A belföldre termelő és szolgáltató vállalatok** beruházásai enyhén emelkedtek, míg a **külföldre termelő** ágazatok beruházásai mérséklődtek, amit elsősorban a feldolgozóipar beruházásainak csökkenése magyaráz. **A saját és uniós forrásból finanszírozott állami beruházások bővülése az elmúlt évekhez képest mérsékeltebb ütemben folytatódott.** Az államhoz szorosan kapcsolódó vállalatok és

3-23. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH

3-24. 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

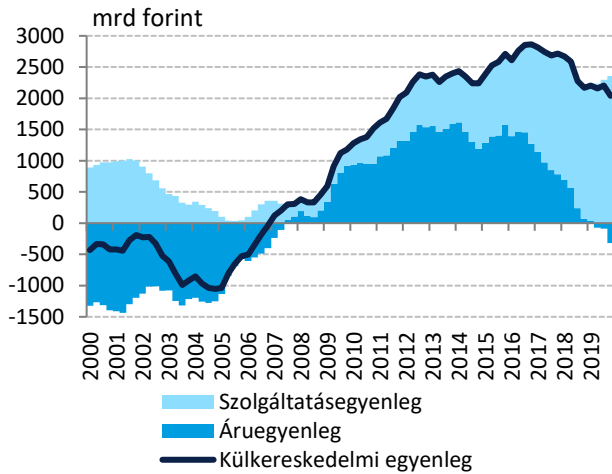
a szűk állami szektor (közigazgatás, egészségügy, honvédelem) beruházásai egyaránt bővültek az előző év azonos időszakához viszonyítva.

A negyedév során tovább folytatódott a vállalati hitelállomány kétszámjegyű bővülése (3-24 ábra). Az évi végi nagyszámú hiteltörlesztések miatt a vállalatok teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállománya a korábbi negyedévekhez képest enyhébb mértékben, 184 milliárd forinttal bővült a negyedév során, mely éves szinten 15 százalékos hitelállomány-növekedést eredményezett. **A kvv-szektorban a bővülés közel 15 százalékot ért el 2019-ben.** Mind ágazati-, mind banki szinten széleskörű bővülés volt megfigyelhető a negyedév során. A Hitelezési felmérésben a bankok erősödő keresletről számoltak be a hosszú lejáratú-, valamint a forintban denominált vállalati hitelek iránt, melyet érdemben támogatott az NHP fix keretében a negyedév során kihelyezett közel 83 milliárd forint is. **A vállalkozások keresletélnkülése mögött elsősorban a tárgyi eszközökbe történő beruházások, valamint a követelés-állomány finanszírozása állt.** Az üzleti célú ingatlanhitelekben belül az irodaházak finanszírozása kapcsán növekvő keresletet, míg a lakásprojektek tekintetében a hitelkereslet visszaesését tapasztalták a bankok. Utóbbit indokolhatja az ingatlanberuházási kedv csökkenése, valamint a finanszírozási költségek emelkedése. A koronavírus körüli bizonytalanságok és a bevezetett korlátozások következtében elhalasztott beruházások miatt a hitelkereslet érdemi visszaesésével kell számolni az év hátralévő részében.

2019 negyedik negyedévében **tovább emelkedett a lakosság beruházási aktivitása.** Az utolsó negyedévben 10 825 új lakás került átadásra, ami érdemben meghaladja az előző év azonos időszakának értékét. Az újonnan kiadott lakásépítési engedélyek száma éves összehasonlításban azonban csökkenést mutatott. 2019 harmadik negyedévében mérsékelt ütemben **folytatódott tovább a lakásárak emelkedése** az MNB összetett lakásárindexe alapján. A KSH adatai szerint az új és a használt lakások piacán egyaránt mérséklődött az áremelkedés üteme. A lakásárak alakulása területileg eltérő képet mutat. Budapesten 2019 első negyedévével kezdődően csökkent az áremelkedés dinamikája, az egyéb városokban azonban stabilan magas növekedés volt megfigyelhető, míg a községekben csökkenést regisztráltak a tavalyi év első három negyedévében.

Az export – az ipar visszafogottabb teljesítményével összhangban – a korábbi negyedévekhez képest lassabb ütemben emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva,

3-25. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított, 4 negyedéves kumulált értékek, 2005-ös árakon.

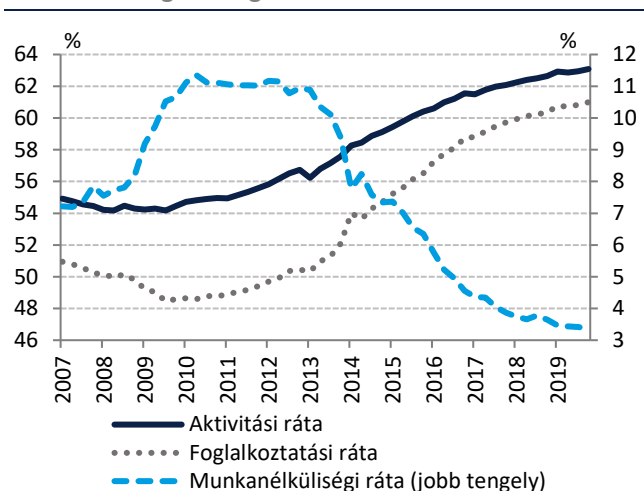
Forrás: KSH

amit az áruexport növekedési dinamikájának érdemi mérséklődése magyaráz. Tovább folytatódott az importigényes belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás, beruházások) bővülése, így az import exportot meghaladó emelkedése következtében a **nettó export 1,9 százalékponttal visszafogta a növekedést** az utolsó negyedévben. A szolgáltatásexport esetében az egyenlegjavulást a turizmus és a szállítási szolgáltatások kivitele magyarázta. **Ennek eredményeként a külkereskedelmi egyenleg csökkent a negyedik negyedévben** (3-25. ábra).

3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2019 negyedik negyedében tovább emelkedett a versenyszféra foglalkoztatottsága az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférán belül folytatódott a feldolgozóipari foglalkoztatás mérséklődése, míg a piaci szolgáltató szektorban foglalkoztatottak száma tovább emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A közmunkaprogramban résztvevők száma változatlanul 108 ezer főt tett ki. Az üres álláshelyek száma alapján az ágazatok széles körében folytatódott a vállalatok munkaerő-keresletének mérséklődése. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta továbbra is 3,4 százalékon alakult. Mindezek következtében a munkaerőpiaci feszesség előző negyedévhez képest érdemben nem változott, továbbra is magas szinten alakul.

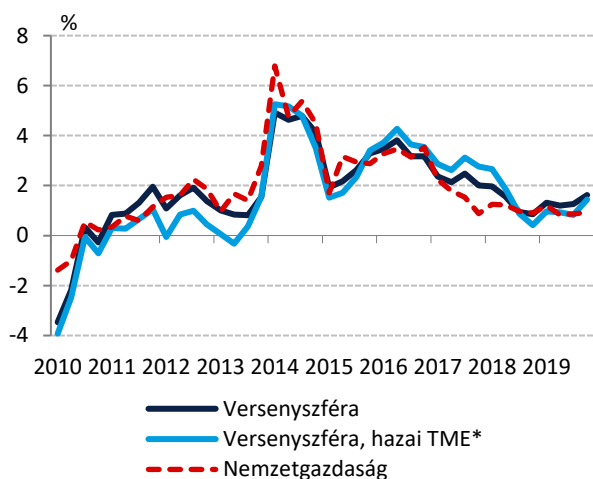
3-26. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

3-27. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása



Megjegyzés: *Teljes munkaidő egyenértékes létszám, külföldi telephelyen dolgozók nélkül. Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

2019 negyedik negyedében a 15–74 éves korosztály aktivitási rátája 63 százalékot tett ki, míg a 15–64 éves népességben belül az aktívak aránya 72,8 százalékon alakult.

A szezonálisan igazított adatok alapján a gazdaságilag aktívok száma emelkedett az előző negyedévhez képest (3-26. ábra).

A nemzetgazdasági foglalkoztatottság bővüléséhez a versenyszféra járult hozzá, az állami szféra foglalkoztatottsága csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az államon belül a közmunkaprogramban résztvevők száma nem változott, 108 ezer főt tett ki, míg a közfoglalkoztatáson kívüli létszám kismértékben csökkent.

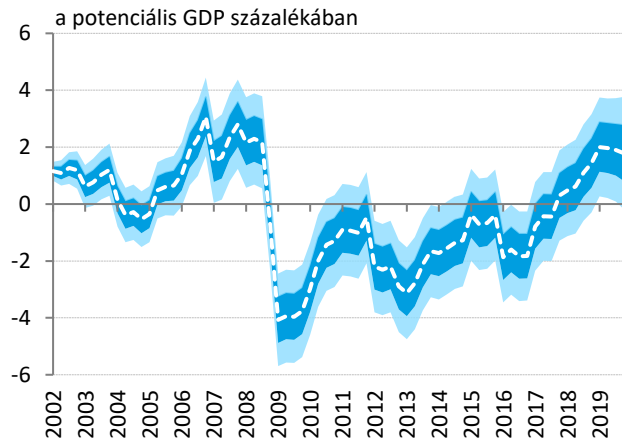
A versenyszférán belül folytatódott a feldolgozóipari foglalkoztatás mérséklődése, míg a piaci szolgáltató szektorban foglalkoztatottak száma tovább emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 120 ezer főre nőtt. A ledolgozott munkaerőarányával korrigált, hazai teljes munkaidő egyenértékes létszám a foglalkoztatottnál enyhén mérsékeltebb ütemben emelkedett (3-27. ábra).

A munkanélküliek száma lényegében nem változott, a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta továbbra is 3,4 százalékon alakult. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt, munkaerőpiaci feszességet mérő mutató az előző negyedévhez képest érdemben nem változott, és továbbra is magas szinten alakul.

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

A kibocsátási rés 2019 első negyedévében elérte csúcspontját, ezt követően fokozatosan záródik a csökkenő kapacitáskihasználtság, az enyhülő munkapiaci feszesség és a tartósan gyenge külső kereslet következtében. Becslésünk alapján a GDP enyhén a potenciális szintje fölött alakult 2019 negyedik negyedévében. A potenciális növekedés ütemét a gazdaságpolitika a stabilitás fenntartása mellett a versenyképesség javítását és a termelékenység növelését célzó strukturális eszközökkel történő lépésekkel emelheti.

3-28. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv



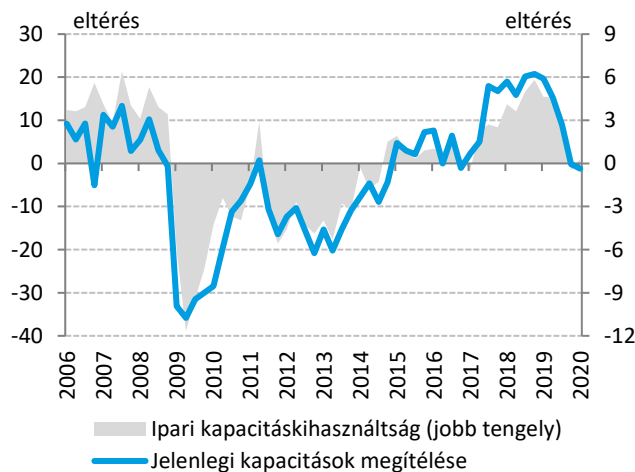
Megjegyzés: A kék területek a becslési bizonytalansági sávot mutatják.

Forrás: MNB

Aktuális becslésünk szerint a hazai kibocsátási rés enyhén pozitív tartományban alakult (3-28. ábra). A felzárkózás fenntarthatósága szempontjából ezért kiemelt jelentősége van a következő időszakban a kínálatot, azaz a potenciális kibocsátást bővítő, strukturális, versenyképességi intézkedéseknek. A hazai gazdaság ciklikus pozíciójáról alkotott képünk nem változott a decemberi Inflációs jelentésben szereplő becslésünkhöz képest.

Kérdőíves felmérések alapján a vállalatok kapacitáskihasználtsága az elmúlt negyedévekben a historikus átlagára csökkent, és az ipari kapacitáskihasználtság és a munkaerőpiaci feszesség 2018 vége óta összességében mérséklődik (3-29. ábra). Az elmúlt évek dinamikus foglalkoztatásbővülése mellett már enyhült a tavalyi év folyamán a munkaerőpiaci feszesség, de továbbra is magas szinten alakul.

3-29. ábra: Kapacitáskihasználtság és a kapacitások jelenlegi megítélése



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

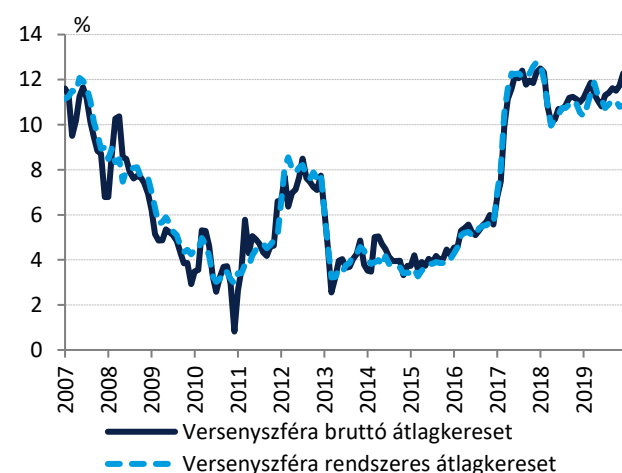
Forrás: ESI

Az elmúlt időszakban a termelékenység bővült, amit azonban elsősorban kínálati tényezők magyaráztak. A historikusan magas beruházási ráta, a bejelentett nagyberuházások és a beszállítói hálózat kapacitásbővítései középtávon pozitív visszacsatolást indíthatnak el a magasabb hozzáadott értékű piaci szolgáltatások (infokommunikáció, pénzügy, logisztika, marketing) körében is.

3.5. Költségek és infláció

2019 utolsó negyedében a versenyszféra bruttó átlagkereset 12,3 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest. Az adminisztratív béremelések mértékét meghaladó, továbbra is kétszámjegyű bérnövekedést főként az alapfolyamatot meghatározó feszes munkaerőpiaci kondíciók magyarázzák. Januárig folytatódott az infláció emelkedése, amit elsősorban a változékony üzemanyagok és az élelmiszerek árindexében tapasztalt növekedés okozott. Februárban azonban az infláció a világgpiaci olajárakban bekövetkezett jelentős eséssel összhangban csökkenő üzemanyagárak, valamint bázishatások következtében 4,4 százalékra mérséklődött. Összességében az infláció a volatilis tételek árdinamikájával összhangban átmenetileg kilépett a jegybanki toleranciasávból. Az adósúrt maginfláció az elmúlt időszakban a feldolgozott élelmiszerek árának növekedése következtében enyhén emelkedett, és februárban 3,8 százalékon alakult. Az elmúlt hónapokban a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink (a keresletérzékeny termékek és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja) lényegében nem változtak.

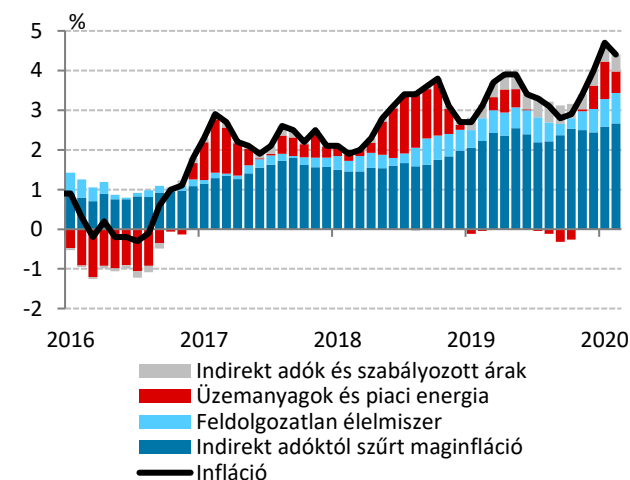
3-30. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-31. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

3.5.1. Bérek

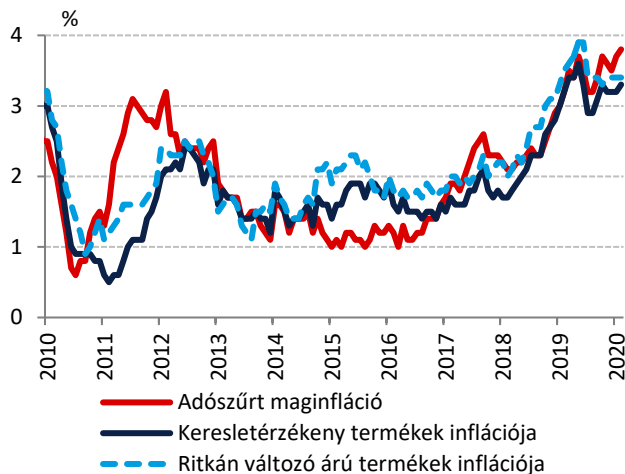
2019 utolsó negyedében a versenyszféra bruttó átlagkereset 12,3 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest (3-30. ábra). A negyedik negyedévben a rendszeres átlagkereset a szokásos szezonalitáshoz képest lassabban emelkedett. A vállalatok által év végén fizetett prémiumok érdemben meghaladták az elmúlt években tapasztalt mértéket. A tavalyi évi kétszámjegyű bérdinamikához a bérezési alapfolyamatot meghatározó historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a minimálbér és a garantált bérminimum 8 százalékos emelése, valamint a cafeteria rendszer tavalyi évi átalakítása is hozzájárult. **A bérköltségek emelkedését ugyanakkor mérsékelte a szociális hozzájárulási adó július elsejei 2 százalékpontos csökkentése.**

A versenyszférán belül mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltató szektorban **gyorsult a bérek növekedési üteme.** A bérkiáramlás az átlagbér alatt fizető ágazatokban továbbra is magasabb volt, mint az átlagbér felettiekben. A létszám-kategóriák szerinti adatok alapján **mind a nagyvállalatok, mind a kis- és középvállalatok körében folytatódott a bérek kétszámjegyű emelkedése.**

3.5.2. Termelői árak

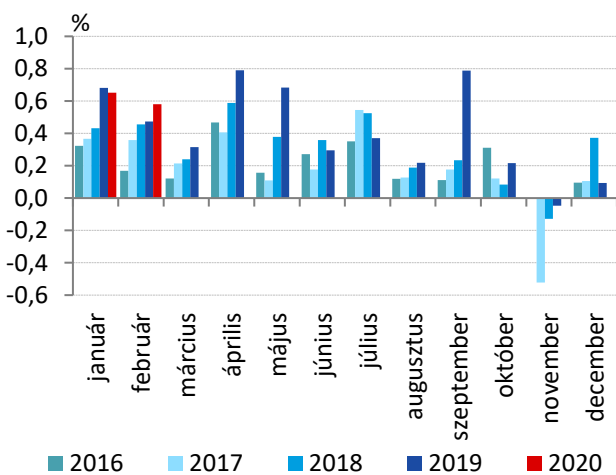
A mezőgazdasági termelői árak éves összehasonlításban – az előző negyedévhez hasonló ütemben – **emelkedtek 2019 negyedik negyedében.** Az áremelkedés döntően az állati eredetű termékek áralakulásához köthető. A termékkörön belül a sertéshús hazai termelői ára az elmúlt hónapokban a sertésspestis hatására számottevő (éves összehasonlításban átlagosan 40 százalékot meghaladó) mértékben emelkedett. Az állati eredetű termékek mellett a szezonális termékek árai is emelkedtek éves összehasonlításban, ugyanakkor az árak növekedési üteme ebben a csoportban 2019 harmadik negyedéhez képest visszafogottabb volt. A gabonafélék árai 2019 utolsó negyedében az előző évhez képest csökkentek.

3-32. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-33. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja



Megjegyzés: Indirektadók hatásától szűrt adatok. Százalékos változás az előző hónapoz képest.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

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

3.5.3. Fogyasztói árak

Az infláció az év elején a toleranciasáv 2015-ös bevezetését követően először emelkedett a sáv fölé. Az infláció emelkedését elsősorban az üzemanyagok és az élelmiszerek árindexében tapasztalt növekedés okozta. Az üzemanyagárak növekedését bázishatás és az olaj világpiaci árának év eleji jelentős emelkedése magyarázta, míg az élelmiszerek áremelkedése az afrikai sertéspestis hatására megrágtult sertés húshoz, és a feldolgozott termékekhez – hústermékek, illetve a tej – kapcsolódott. Februárban azonban az infláció a világpiaci olajárakban bekövetkezett jelentős eséssel összhangban csökkenő üzemanyagárak hatására 4,4 százalékra mérséklődött (3-31. ábra).

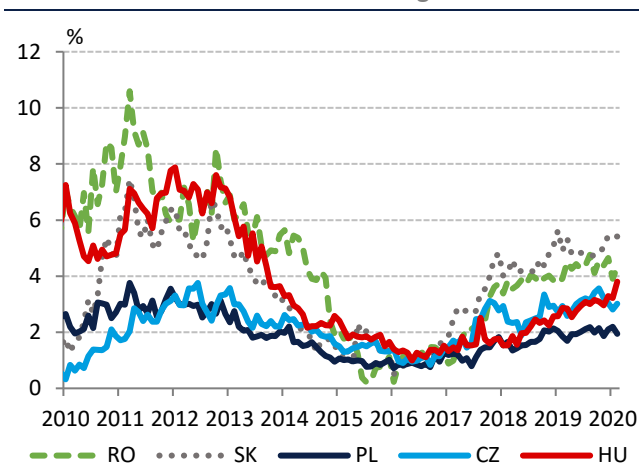
Az adószűrt maginfláció az elmúlt időszakban a feldolgozott élelmiszerek árának növekedése következtében enyhén emelkedett, és februárban 3,8 százalékon alakult. Ezt leszámítva azonban az elmúlt hónapokban **a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink** (a keresletérzékeny termékek és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja) **lényegében nem változtak** (3-32 ábra).

Az iparcikkek éves inflációja az elmúlt hónapokban továbbra is visszafogottan, 1 százalék alatt alakult, összhangban a mérsékelt külső inflációs környezettel. A termékkörön belül mind a tartós iparcikkek, mind a nem tartós iparcikkek inflációja lényegében változatlan maradt.

A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban 5 százalék körüli szinten stabilizálódott. A termékkör egész éves árdinamikáját meghatározó év eleji átárzások esetében a tavalyi évben tapasztaltnak megfelelő áremelkedést figyeltünk meg (3-33. ábra és 3-2. keretes írás). A munkaintenzív és a kevésbé munkaintenzív szolgáltatások inflációja lényegében nem változott az elmúlt hónapokban.

Az alkohol- és a dohánytermékek ára emelkedett, amit a dohánytermékeket érintő januári jövedékiadó-emelés árnövelő hatása okozott. A dohánytermékek jövedékiadó-emelésének esetében a korábbi adóváltozásokat jellemzően némiképp lassabb és kisebb mértékű begyűrűzést tapasztaltunk.

3-34. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

Az élelmiszereket összességében 7,5 százalék körüli árdinamika jellemezte az elmúlt hónapokban. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja 11 százalék fölé nőtt, melyhez a szezonális zöldségek és gyümölcsök mellett a sertéshús árának emelkedése járult hozzá. A feldolgozott élelmiszerek ára szintén emelkedett, amit elsősorban a feldolgozott hús- és a tejtermékek árának növekedése okozott.

Az üzemanyagárak az elmúlt hónapokban éves összehasonlításban összességében emelkedtek. A termékkör éves indexének januárig tartó növekedéséhez a korábbi üzemanyagár-emelkedés bázishatása is hozzájárult. Februárban ugyanakkor a világpiaci olajárak számottevő esésének hatására a januári 13,5 százalékról 7,7 százalékra lassult az üzemanyagok inflációja.

Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció az élelmiszerárak következtében magasabban alakult a decemberi Inflációs jelentés prognózisánál.

3.5.4. Inflációs várakozások

Az elmúlt hónapokban a lakosság inflációs várakozásai enyhén emelkedtek, de továbbra is visszafogottan alakultak. A régiós országokban a lakosság inflációs várakozásai vegyes képet mutatnak: míg hazánkhoz hasonlóan Szlovákiában emelkedtek, addig a régió többi országában az inflációs várakozások lényegében nem változtak az elmúlt időszakban (3-34. ábra).

3-2. keretes írás: Év eleji átárzások alakulása a piaci szolgáltató szektorban

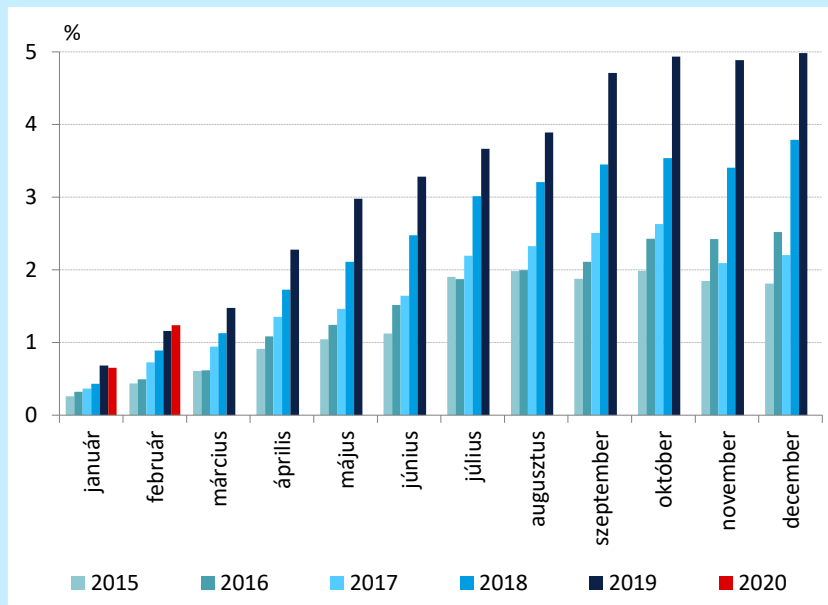
A tartós inflációs tendenciákat megragadó adószűrt maginfláció mintegy harmadát a piaci szolgáltatások teszik ki. **A piaci szolgáltatások esetében az adott évi árdinamikára vonatkozó legfontosabb információt az év első hónapjainak adatai adják.** Általánosságban kijelenthető, hogy magasabb (alacsonyabb) januári–februári áremelkedést gyakran magasabb (alacsonyabb) egész éves árdinamika követ. Historikus tapasztalatok alapján a termékkör esetében az adott évi áremelések mintegy 30 százaléka az első negyedévben, 70-80 százaléka pedig az év első felében megvalósul (3-35. ábra). Az év második felében a vállalatokat jellemző árazási gyakorlat alapján jelentősebb árváltozás általában nem történik a szolgáltatások esetében, mindössze egyedi tényezők okozhatnak számottevő áremelkedést (például a tavaly szeptemberi mobiltelefon és internet áremelés) vagy árcsökkenést (például a 2017. novemberi mobiltelefon és internet árcsökkentés).

A piaci szolgáltatások árváltozása több tényezőtől függ: a költségek alakulásától, a vállalkozások jövedelmezőségi helyzetétől, illetve a gazdaság ciklikus helyzetétől. Az élénk belső kereslet növelte a vállalatok árazási mozgásterét, emellett az elmúlt időszakban a termékkör árdinamikájának emelkedéséhez a bérek kétszámjegyű növekedése is hozzájárult.

Az idei év első két hónapjában a piaci szolgáltatások árai emelkedtek. A termékkörön belül a szálláshely-szolgáltatások áfakulcsa január 1-től 18-ról 5 százalékra csökkent, azonban ennek hatása nem volt kimutatható a beérkező tényadatokban. **Az adóváltozás hatásaitól eltekintve a termékkörön belül az árak összesen 1,2 százalékkal emelkedtek januárban és**

februárban, így a tavalyi évnek lényegében megfelelő mértékű év eleji átárzást figyelhettünk meg a piaci szolgáltatások esetében (3-35. ábra).

3-35. ábra: Piaci szolgáltatások árváltozása az előző év decemberéhez képest

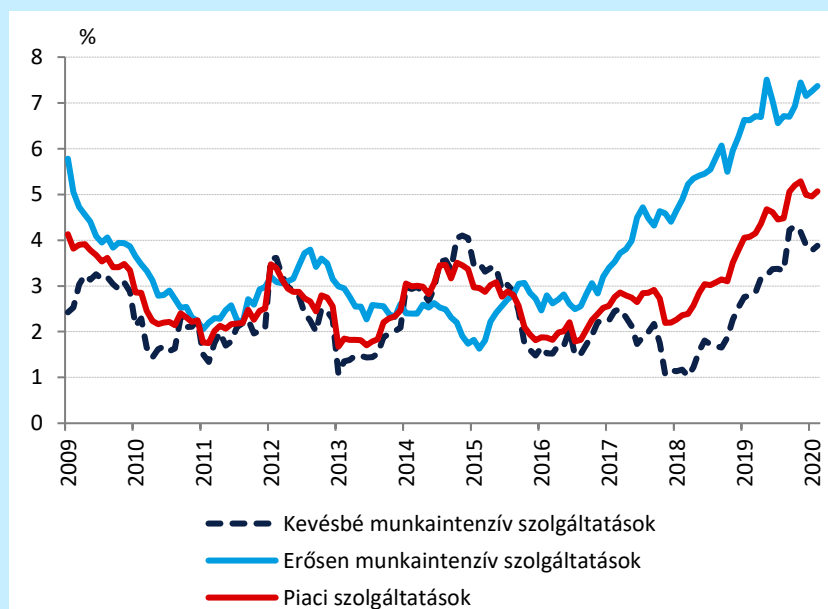


Megjegyzés: Indirektadók hatásától szűrt adatok. Százalékos változás az előző év decemberéhez képest.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

A munkaintenzív és a kevésbé munkaintenzív szolgáltatások inflációja az elmúlt időszakban nem mutatott lényegi változást (3-36. ábra).

3-36. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja



Megjegyzés: Az erősen munkaintenzív szolgáltatások csoportjába az üdülést, oktatást, illetve az éttermi, egészségügyi és testápolási szolgáltatásokat soroltuk.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Összességében a piaci szolgáltatások éves inflációja az elmúlt hónapokban nem nőtt tovább, és 5 százalék körül stabilizálódott. Az év eleji átárzásokot részleteiben tekintve megállapítható, hogy az árak emelkedése a szolgáltatások széles körében a 2019 elején megfigyelhez hasonlóan alakult. A legmagasabb átárzást a belföldi üdülési szolgáltatások esetében tapasztalhattuk (8,3 százalék). Ezen kívül a tavalyi évhez hasonlóan az éves árváltozás mértéke az olyan

munkaintenzív szolgáltatások esetében volt még jelentős –7 százalékot meghaladó mértékű –, mint az éttermi étkezés vagy a javítási, karbantartási szolgáltatások. A lakhatási költségek az idei évben éves összehasonlításban gyorsuló mértékben emelkedtek a tavalyi év elején mért árdinamikához viszonyítva (3-37. ábra).

3-37. ábra: Egyes piaci szolgáltatások inflációja 2020 februárjában



Megjegyzés: Adózúrt éves változás. Az egyes téglalapok méretei az adott szolgáltatás főcsoporton belüli súlyát jelölik, míg a téglalapok színe az árváltozás mértékét jelöli. A sötétebb kékkel jelölt téglalapok egyre nagyobb áremelkedést jelölnek.

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

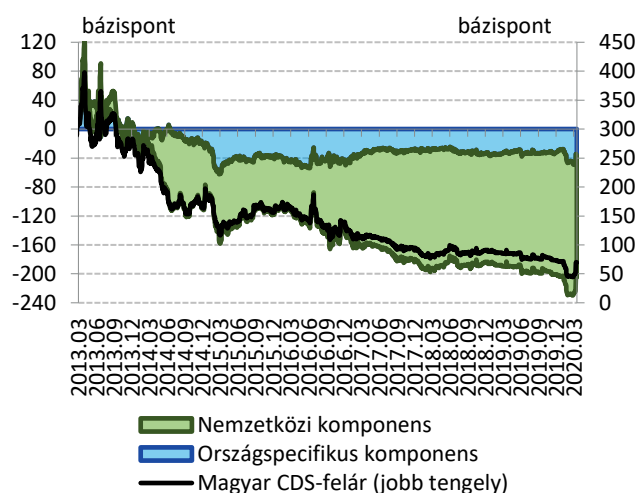
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben romlott a globális piaci hangulat, amit a koronavírus gazdasági hatásaival kapcsolatos aggodalmak okoztak. A tőzsdei volatilitást mérő VIX index időszak eleji 15 százalékos szintjéről március közepére 80 százalék fölé emelkedett, ami a volatilitás jelentős megugrását jelenti. Az amerikai hosszú futamidejű állampapírhozamok érdemben csökkentek december óta, míg a német és a japán hosszú hozamok az időszak végi jelentős növekedésnek köszönhetően enyhén emelkedtek tavaly év végéhez képest. A feltörekvő piaci kötvények felára jelentősen nőtt. A fejlett devizapiacokon is megemelkedett a volatilitás.

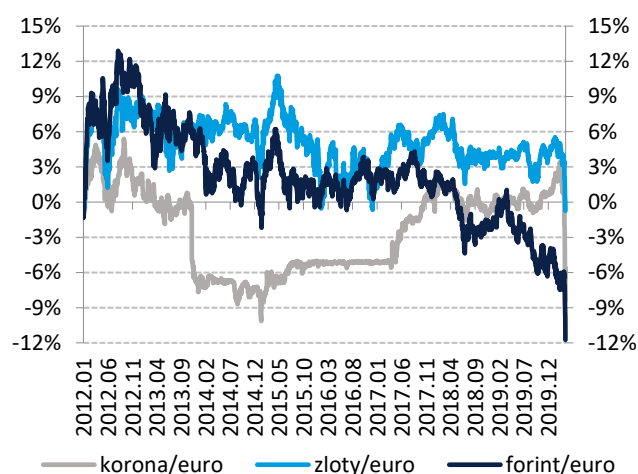
A hazai piacon az állampapírhozamok emelkedtek. A magyar hitelkockázati mutató előbb csökkent, majd emelkedett, így jelenleg a december közepi szinten alakul. A hazai bankközi hozamgörbe egésze mintegy 30-40 bázisponttal toldott feljebb, a monetáris politika szempontjából meghatározó 3 hónapos BUBOR is 45 bázisponttal emelkedett. A forint a régiós devizákkal együtt gyengült 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 változékonyn alakult (4 1. ábra). Az időszak első felében a CDS felár érdemi 20 bázispontos csökkenése volt megfigyelhető, amihez a nemzetközi és az országspecifikus tényező is hozzájárult. Az időszak második felében a hazai a CDS felár hasonló mértékben emelkedett, amelyben szintén szerepet játszottak nemzetközi és országspecifikus tényezők. A CDS felár így összességében nem változott, jelenleg 70 bázispont körül alakul.

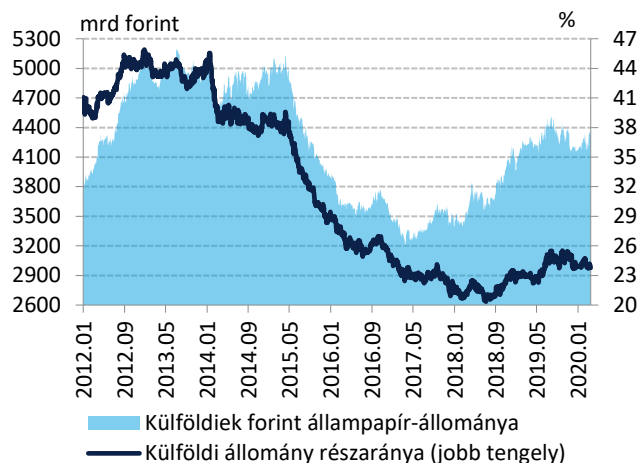
4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint mintegy 7,5 százalékkal gyengült az euróval szemben, amely beleillett a régiós folyamatokba. A régiós devizák közül a cseh korona 9,5, a lengyel zloty 5,5, míg a román lej 2 százalékkal gyengült az euróval szemben (4-2. ábra). Az időszak első felében 330-332 között ingadozott a forint árfolyama, január közepétől azonban a 340-es szintig gyengült a hazai deviza. Március közepén a globális kockázatkörülés felerősödésével a feltörekvő devizák gyengülést mutattak, így a forint euróval szembeni árfolyama is 355 fölé emelkedett. A forint a dollárral szemben 10 százalékkal értékelődött le, hasonló mértékben a lengyel zloty-hoz és a cseh koronához, míg a román lei kisebb mértékben, 5 százalékkal gyengült az amerikai fizetőeszközzel szemben.

4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Emelkedett 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

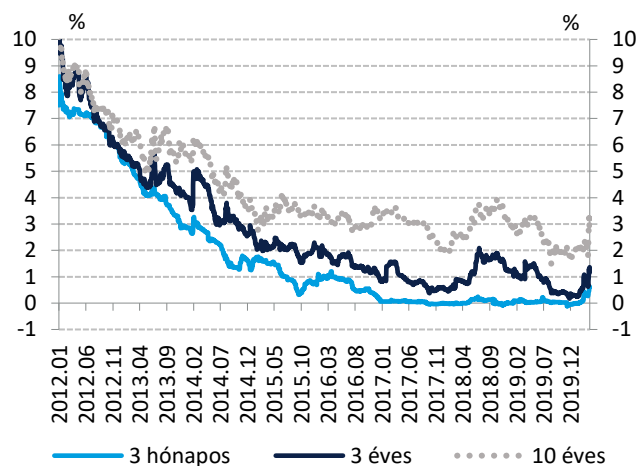
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

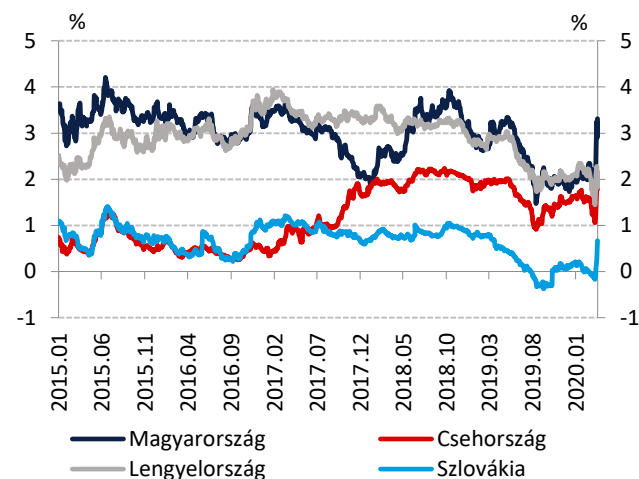
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

állomány, így a külföldiek forint állampapír-állománya tavaly év végére 4200 milliárd forint alá csökkent. A vizsgált időszakban azonban emelkedést mutatott a külföldiek forint állampapír-állománya, ami így az elmúlt három hónapban mintegy 130 milliárddal forintra nőtt. A forint állampapírokra belüli tulajdoni részarány érdemben nem változott, továbbra is 24 százalék körül alakul.

Az állampapírok elsődleges piacán többnyire megfelelő volt a kereslet, a meghirdetett mennyiségeknél általában többet fogadott el az ÁKK. Az összes lejárton emelkedtek az elmúlt negyedévben az aukciós átlaghozamok, így az időszak végén a háromhónapos aukcióé 0,62 százalékon, míg az tízévesé 2,59 százalékon alakult. Március elején nagymértékben megemelkedett a volatilitás a nemzetközi pénzügyi piacokon, így a hazai kötvényaukción is visszafogott volt a kereslet, ezért az ÁKK a hosszabb futamidejű papírokból nem vont be forrást.

Az állampapír-piaci hozamgörbe egészén a hozamok emelkedése volt megfigyelhető (4-4. ábra). A hozamgörbe rövid szakaszára az egész időszakban fokozatos emelkedés volt a jellemző, míg a hosszabb futamidőkön az időszak második felében emelkedtek a hozamok. A hazai hozamgörbe hosszú szakaszának feljebb tolódása mögött a kedvezőtlen globális befektetői hangulat állhatott. A 10 éves benchmark hozam összességében 140 bázisponttal emelkedett, december közepéhez képest. Az időszak végére a monetáris politika szempontjából meghatározó 3 hónapos BUBOR-kamat 45 bázisponttal, 0,61 százalékra emelkedett. A hosszabb bankközi ügyletek esetében is mintegy 30-40 bázisponttal emelkedtek a hozamok: az ötéves bankközi hozam 1 százalék körül, míg a tízéves 1,7 százalék körül mozog.

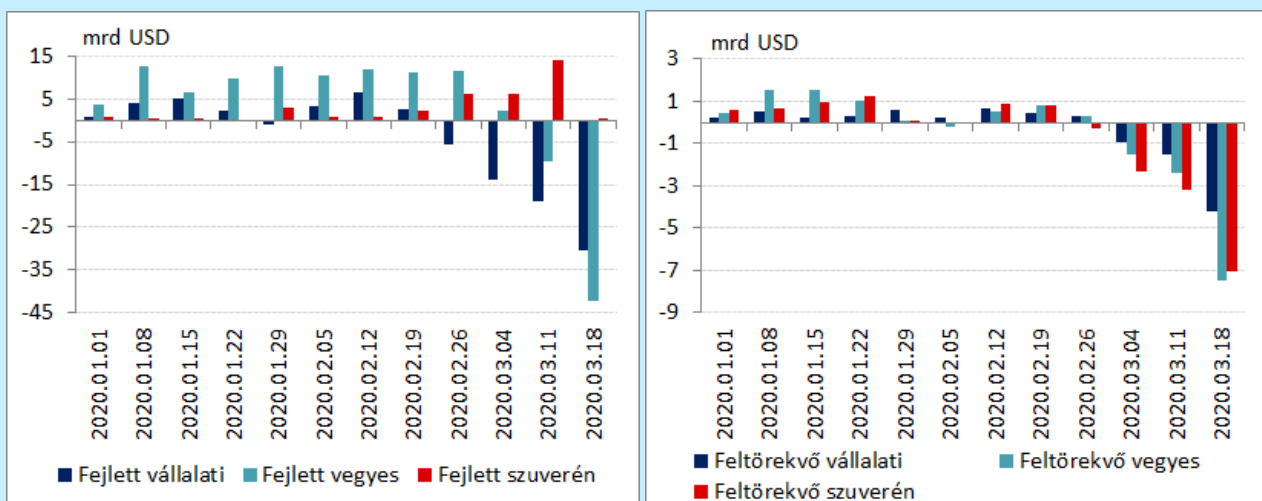
A régiós hosszú referenciahozamok emelkedtek az időszak során (4-5. ábra). A tízéves forinthozam a december közepi, 1,82 százalékról, 3,2 százalékos szintig emelkedett. A szlovák hosszú hozam 50 bázisponttal nőtt, míg a lengyel és a cseh hosszú hozam kisebb mértékben, 16-16 bázisponttal emelkedett.

4-1. keretes írás: A járvány következtében jelentős tőkekivonásra került sor mind a feltörekvő, mind a fejlett kötvénypiacokon

2020 márciusában a nemzetközi pénzügyi turbulencia a kötvénypiaci portfólióáramlásokban is érdemi mozgásokat okozott. A január-februárban tapasztalt tetemes kötvénypiaci beáramlást követően **márciusban a fejlett kötvénypiacokról az első két hét alatt közel 25 milliárd, majd a harmadik héten rekordmennyiségű, 85 milliárd dollárt vontak ki a befektetők, míg a feltörekvő kötvényalapokból ezen időszak alatt több mint 33 milliárd dollár távozott** az EPFR adatai szerint. A márciusi kiáramlás előbbi esetében eszközarányosan 2, utóbbi esetében közel 5 százalékos volt. **A feltörekvő európai térségben** eszközarányosan **némileg enyhébb volt a kivonás, mint a latin-amerikai vagy közel-keleti térségből**. A fejlett és feltörekvő piacok esetében is a kockázatkerülés motiválta a befektetőket, ugyanakkor az egyes befektetési alapok típusát tekintve már árnyaltabb a kép.

Turbulencia idején jellemzően a fejlett piaci kötvényalapokba helyezik el a tőkét a befektetők, amelyek biztonságos menedékeszköznek tekinthetők szemben a volatilisabb részvénytársaságokkal vagy a feltörekvő eszközökkel. **Márciusban azonban a fejlett piaci kötvényalapok közül is már csak a szuverén, azaz államkötvényekre fektető alapok tudták megőrizni tőkevonzó képességüket, bár március harmadik hetére az ide beáramló tőke is minimálisra csökkent.** Szinte minden más eszközosztályból, alaptípusból (vállalati kötvényekre, magas hozamú kötvényekre, illetve önkormányzati, ingatlanfedezetű, egyéb kötvényekre fektető alapokból) kivonták a tőkét a befektetők. A negatív hatást fokozta az olajárzuhanás, illetve a turizmus, közlekedés összeomlása, amely az érintett iparágak kötvényeinek árfolyamesésével járt. A fejlett régiókon belül nominálisan az észak-amerikai és fejlett európai régió szenvedte el a legnagyobb tőkekivonást, eszközarányosan pedig utóbbiak, azaz **a fejlett európai kötvényalapok veszítették el tőkéjük nagyobb részét, amely az itteni, különösen a perifériaországok kötvényhozamainak megugrásával párosult.** A fejlett európai intézményi befektetési alapokból több mint 20 milliárd dollárt vontak ki márciusban, míg a kisbefektetői alapokból márciusban 6,5 milliárd dollár áramlott ki. A fejlett eszközök közül **az amerikai államkötvényalapok regisztráltak kiugró beáramlást,** ám ezek közül is **csak a rövid államkötvényeket tartó alapok** (25 milliárd dollár), míg a hosszú lejáratú kötvényekre investáló befektetési alapok kivonással szembesültek. **A feltörekvő kötvénypiacokon** a március 18-ával záródó egy hétben az intézményi befektetési alapokon belül már mind a vállalati, mind a szuverén kötvényalapokból jelentős, **az eszközállomány arányában 4-5 százaléknyi tőkét vontak ki,** míg a kisbefektetői alapok a vállalati eszközosztályban 9, szuverén eszközosztályban 2 százalékos tőkekiáramlást szenvedtek el (4-6. ábra).

4-6. ábra: A fejlett és feltörekvő vállalati-szuverén kötvényalapok tőkeáramlása 2020-ban

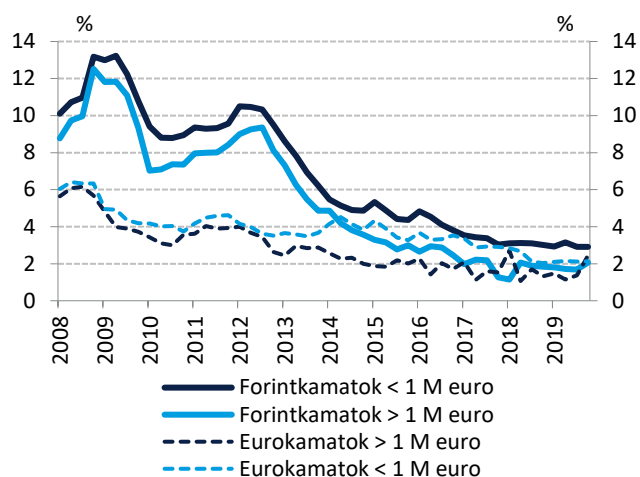


Forrás: EPFR

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2019 negyedik negyedében a vállalati és a háztartási hitelkondíciók is változatlanok maradtak, a következő fél évre előretíntve azonban egyes bankok szigorítást terveznek az üzletiingatlan-hitelek és a személyi kölcsönök feltételein. A negyedév során – iparági összetételhatás miatt – érdemben emelkedtek a vállalati eurohitelek átlagos finanszírozási költségei. A lakáshitelek esetében valamennyi kamatfixálási kategóriában csökkent a THM átlagos szintje, és az új kibocsátás 70 százaléka legalább 10 évre, vagy a futamidő végéig fixált kamatozású. A negyedév során a reálkamatszint csökkenése volt megfigyelhető, melyet az inflációs várakozások emelkedése magyaráz.

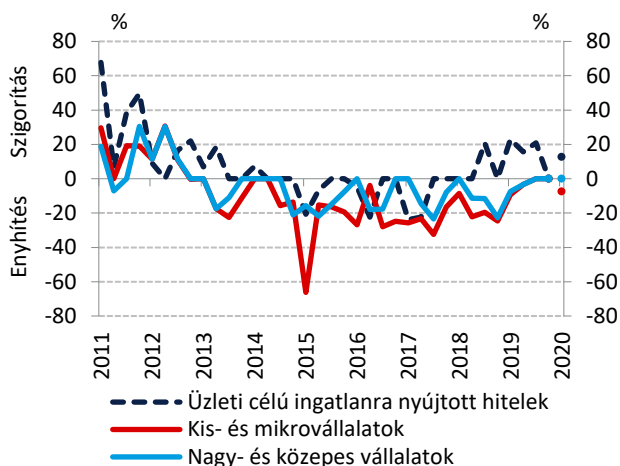
4-7. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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 2019 negyedik és 2020 első negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

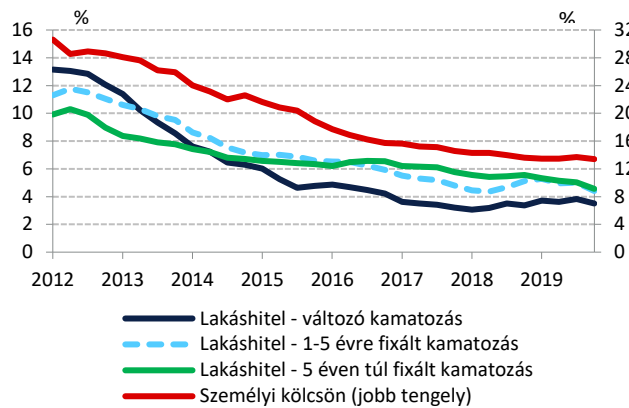
Emelkedtek a nagyösszegű eurohitelek finanszírozási költségei. Az új vállalati forint-hitel-szerződések simított átlagos kamatlába – a pénzpiaci ügyletek kiszűrése mellett – a kisösszegű hitelek esetében nem változott, míg a nagyösszegű forint-hitelek esetében 0,4 százalékponttal emelkedett előző negyedévhez képest. Ezzel az átlagos forint-hitel-kamat 2,3 százalékra nőtt decemberre. Az eurohitelek tekintetében hasonló tendencia volt megfigyelhető, azaz változatlanok a kisösszegű eurohitelek kamatában, és jelentős, 1,1 százalékpontos emelkedés a nagyösszegű hitelek esetében. Így a negyedév végére a forint-hitelekét meghaladó szintre, 2,4 százalékra emelkedett az eurohitelek átlagos finanszírozási költsége (4-7. ábra). A nagyösszegű hitelek kamatszintjének emelkedése elsősorban a kockázatosabbnak tekintett ingatlanszektorhoz kapcsolódó, euróban létrejött szerződéseknek tulajdonítható. A forint- és az eurókamatok negyedéves alakulása egyaránt a kamatfelárak változásának tudható be.

Minden vállalati méretkategóriában változatlanok maradtak a hitelfeltételek. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok összességében nem változtattak a vállalatok hitelhez jutásának feltételein 2019 negyedik negyedében (4-8. ábra). Az ár jellegű feltételek azonban szigorodtak a nagy és közepes vállalkozások esetében, ami a következő fél évben is folytatódhat. Továbbá szigorodhatnak az üzleti célú ingatlanhitelek sztenderdjei is, elsősorban a lakásprojektek esetében. A válaszadó intézmények közel fele esetleges ingatlanár-buborék kialakulásának veszélyét, és kisebb arányuk a tőkehelyzet alakulását nevezte meg a szigorítás háttérében álló tényezőként.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

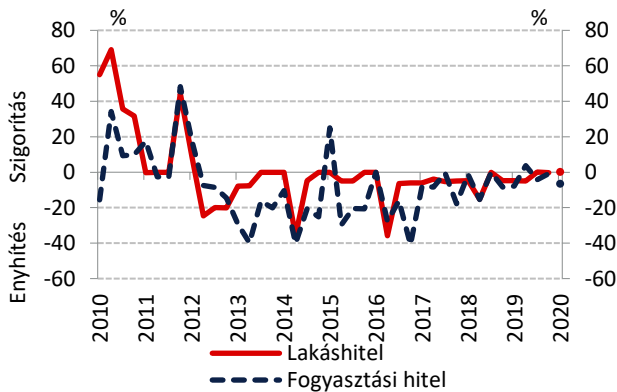
Mérséklődtek a lakáshitelkamatok a negyedév során. A lakáshitelek átlagos hitelköltsége valamennyi kamatfixálási kategóriában csökkent 2019 negyedik negyedében: az 1-5 évre fixált lakáshitelek esetében 0,6 százalékponttal, míg az 5 évnél hosszabb időre fixált hitelek esetében 0,5 százalékponttal mérséklődött az átlagos THM

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



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.
Forrás: MNB

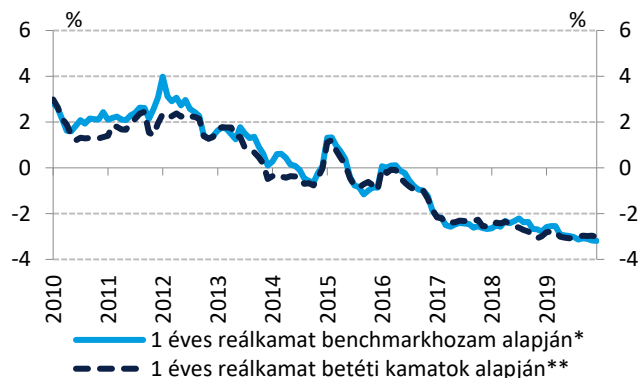
4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2019. negyedik és 2020. első negyedévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4-11. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



Megjegyzés: * Az 1 éves zéró kuponhozam 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

(4-9. ábra). Ez azzal magyarázható, hogy a hosszabb távú forrásköltségek (releváns IRS-ek) emelkedését ellensúlyozni tudta a felárak csökkenése. A negyedév során megkötött lakáshitel-volumen 70 százaléka legalább 10 évre vagy a futamidő végéig fixált kamatozású; a legnagyobb kamatkockázatnak kitett, éven belül változó kamatozású hitelek aránya ellenben 1 százalék alá süllyedt. A személyi kölcsönök átlagos THM-szintje 0,4 százalékponttal 13,3 százalékra mérséklődött decemberre. 2019 végén a babaváró hitelek közel 37 százaléka törlesztési moratórium alatt állt, melynek értelmében ezen hitelek a futamidő végéig kamatmentesek.

Nem változtak a lakás- és a fogyasztási hitelek feltételei.

2019. negyedik negyedévében a Hitelezési felmérésre adott banki válaszok alapján nem változtak a lakáshitelek feltételei (4-10. ábra). Ugyanakkor a megkérdezett bankok nettó értelemben vett 40 százaléka a versenyhelyzetük javítása érdekében csökkentette a felárakat. A következő fél évre előretekintve továbbra sem terveznek változtatni a jelenlegi feltételeken a lakáshitelek terén. A fogyasztási hitelek tekintetében szintén változatlan hitelkondíciók jellemezték a negyedévet, előretekintve azonban a személyi kölcsönök esetében a bankok nettó 24 százaléka már szigorítást tervez a kockázati tolerancia csökkenésének hatására.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

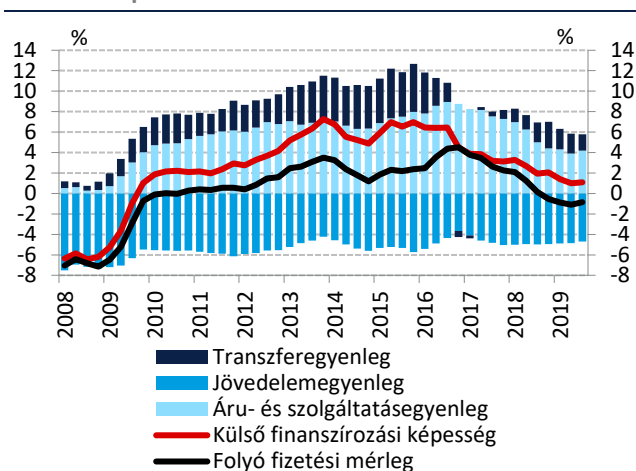
Csökkentek a reálkamatok a negyedév során. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint mind az állampapírpiaci hozamok alapján, mind a betéti kamatok alapján becslve 0,1 százalékponttal csökkent. Ennek eredményeképpen előbbi -3,2 százalékos, utóbbi -3 százalékos szintet ért el a negyedév végére (4-11. ábra). A reálkamat szint csökkenését az inflációs várakozások emelkedése magyarázza.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A gazdaság külső finanszírozási képessége 2019 harmadik negyedévében a GDP 1,1 százalékára nőtt, a folyó fizetési mérleg hiánya pedig a GDP 0,8 százalékára csökkent. Az emelkedés mögött az áruegyenleg növekedése áll, amihez főként az export importnál gyorsabb növekedése és a cserearányok kedvező alakulása járult hozzá. A szolgáltatásegyenleg továbbra is stabilan magas szinten alakul. Az áruegyenleg emelkedésének hatását részben ellensúlyozta, hogy a harmadik negyedévben a transzferegyenleg többlete az alacsonyabb EU-transzfer felhasználáshoz kötődően enyhén csökkent. A finanszírozási oldal szerint folytatódott a nettó FDI-források beáramlása, illetve a külső adósság csökkenése: a GDP-arányos nettó külső adósság 8,4 százalékra mérséklődött. Az előzetes adatok alapján 2019 utolsó negyedévében a gazdaság finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg egyenlege is tovább nőtt, ami mellett folytatódhatott a nettó külső adósság csökkenése.

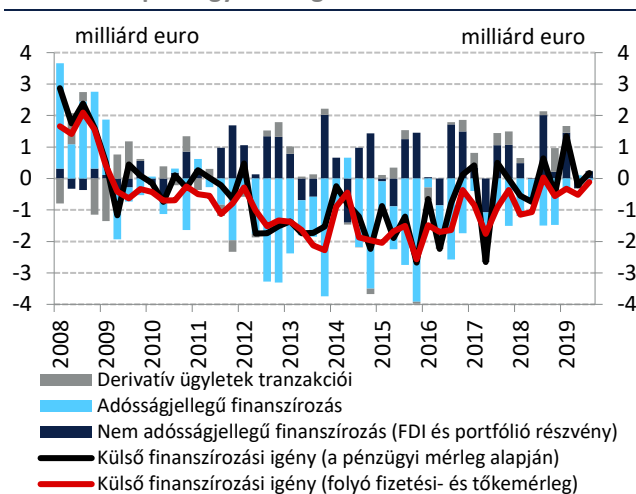
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

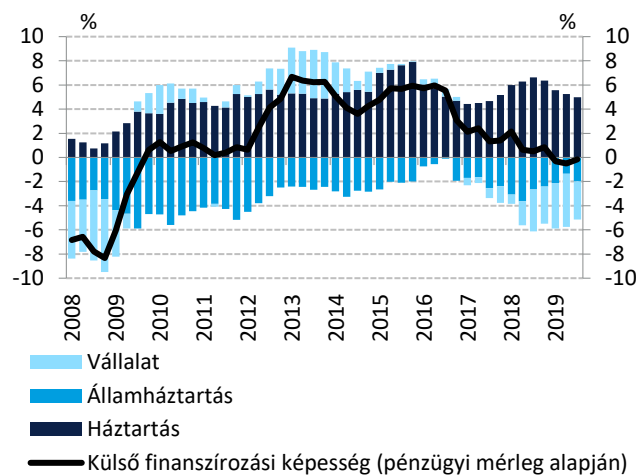
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

2019 harmadik negyedévében a gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 1,1 százalékára emelkedett, míg a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 0,8 százalékára mérséklődött (5-1. ábra). Ez jelentős változást jelent a külső egyensúlyi mutatók 2016 óta tartó mérséklődéséhez képest. A külső finanszírozási képesség növekedése mögött elsősorban a külkereskedelmi egyenleg, ezen belül is az áruegyenleg bővülése állt. A nettó export növekedését az export importnál gyorsabb emelkedése mellett a cserearányok kedvező alakulása is támogatta. Az export gyorsulásához az ipari termelés növekedésének hatása is hozzájárult. A szolgáltatásegyenleg továbbra is stabilan magas szinten alakul. Az áruegyenleg emelkedésének hatását azonban részben ellensúlyozta, hogy a harmadik negyedévben a transzferegyenleg többlete az alacsonyabb EU-transzfer felhasználáshoz kötődően enyhén csökkent. A jövedelemegyenleg a részesedésekhez kapcsolódó nettó kiadások csökkenése mellett tovább javult. Az előzetes, részben becslésen alapuló havi fizetési mérleg és a külkereskedelmi egyenlegre vonatkozó adatok alapján 2019 végén folytatódott a külső finanszírozási képesség emelkedése, ami elsősorban az EU-transzferek növekedéséhez köthető. A magasabb folyó transzfer-felhasználás a folyó fizetési mérleg négy negyedéves egyenlegét is növelte.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

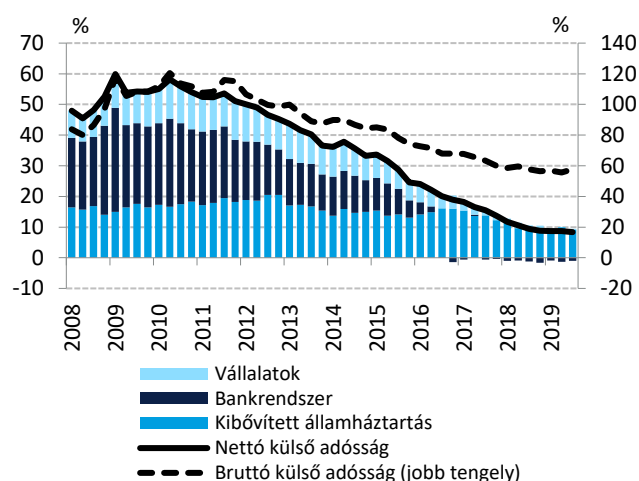
A harmadik negyedévben folytatódott az FDI-beáramlás és enyhén mérséklődött az ország nettó külső adóssága (5-2. ábra). Az FDI típusú források a második negyedévi osztalékfizetésből adódó csökkenés után kismértékben bővültek a harmadik negyedévben. Az adósságjellegű források – az előző negyedévi kisebb emelkedés után – enyhén mérséklődtek, ami az államháztartás csökkenő

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

nettó külső adósságával, ezen belül is az emelkedő devizatartalékkal magyarázható. Ezzel szemben a magánszektor nettó külső adóssága emelkedett a negyedév során, ami a bankok emelkedő nettó külső adósságára vezethető vissza. A finanszírozásra vonatkozó havi adatok alapján 2019 negyedik negyedévében tovább csökkent az ország külső adóssága, míg az FDI forrásoknál további beáramlás történt.

A szektorok megtakarítási folyamatai alapján a magyar gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának javulása a magánszektorhoz kötődött (5-3. ábra). A magánszektor emelkedő pozíciójához elsősorban a vállalatok mérséklődő finanszírozási igénye járult hozzá. A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása továbbra is magas szinten, a GDP 5 százaléka körül alakult, ami éves szinten éppen fedezte éppen az állam és a vállalatok forrásigényét. Az állam négy negyedéves finanszírozási igénye továbbra is visszafogott, bár a negyedév során – főként a családvédelmi intézkedések miatti kiadásokkal összefüggésben – kismértékben emelkedett. Az előzetes pénzügyi számlák alapján a negyedik negyedévben a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása magas szinten, a GDP 5 százaléka felett alakult. Az államháztartás finanszírozási igénye az előző negyedévi kedvező szint körül stabilizálódott, míg a vállalatok finanszírozási igénye emelkedhetett.

A külföldi követelések folytatódó emelkedésének köszönhetően tovább, a GDP 8,4 százalékára mérséklődött az ország nettó külső adóssága (5-4. ábra). A mutató csökkenéséhez az enyhe adósságeneráló forráskiáramlás mellett a nominális GDP bővülése járult hozzá, miközben az állományok hozamcsökkenés miatti átértékelődése enyhén növelte a mutatót. A bruttó külső adósság a harmadik negyedév végén a GDP 57,7 százalékát tette ki. Az enyhe emelkedés a bankrendszer forrásbevonásához és az államháztartás átértékelődő bruttó külső adósságához kötődött. A nettó külső adósság tranzakciókból eredő csökkenése az előzetes havi adatok alapján 2019 utolsó negyedévében is folytatódott.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

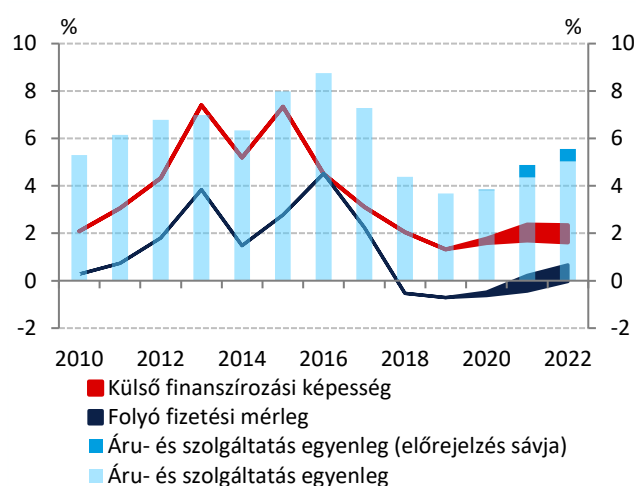
Hazánk külső finanszírozási képessége a teljes előrejelzési horizonton stabilan fennmarad, míg a folyó fizetési mérleg egyenlege fokozatosan emelkedik. Az alacsonyabb növekedési pálya mellett gyorsabban emelkedik folyó fizetési mérlegünk és már 2021-ben többletbe fordult, míg a magasabb növekedési pálya mellett ugyanez 2022-ben valósul meg. A nettó export várható növekedését az olajárváltozásokkal összhangban javuló cserearányok is támogatják. Ezeket a hatásokat azonban fékezheti a külső kereslet várható romlása. Az ország külső finanszírozási képessége a teljes előrejelzési horizonton stabilan a GDP 2 százaléka körül alakul, mivel a magasabb külkereskedelmi egyenleg hatását ellensúlyozza a főként tőkemérleget érintő EU-transzfer felhasználás mérséklődése. A szektorok megtakarítási folyamatait tekintve az emelkedő finanszírozási képesség részben az állam mérséklődő hiányához köthető, amit az alacsonyabb növekedési pályán a vállalati szektor mérséklődő finanszírozási igénye is támogat. Eközben a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása a teljes előrejelzési horizonton magas marad, és a GDP 5 százaléka felett stabilizálódik. A továbbra is kedvező külső pozíciónak és a fennmaradó FDI-beáramlásnak köszönhetően az adósságráták csökkenése tovább folytatódik.

A folyó fizetési mérleg egyenlegében és az ország külső finanszírozási képességében enyhe emelkedésre számítunk, mely az alacsonyabb növekedési pálya mellett nagyobb mértékű is lehet (5-5. ábra). 2019-ben a folyó fizetési mérleg egyenlege főként a beruházások magas szintje miatt csökkenő áruegyenleg hatására mérséklődött.

A következő években azonban az egyenleg – a külkereskedelmi többlet növekedésével párhuzamosan – emelkedésnek indul. A magasabb egyenleg irányába hat az olajár csökkenése miatt javuló cserearányok mellett az exportpiaci részesedésünk emelkedése, illetve a külföldi nyelvi táborok elhalasztása is. Az előrejelzésünk bizonytalanságát ugyanakkor két pálya közötti sávban jelenítjük meg a külső egyensúlyi mutatókban is. A lassabb növekedési pályán ugyanis – részben az alacsonyabb belföldi kereslet miatt – gyorsabban nőhet a nettó export egyenlege. A folyó fizetési mérleg egyenlegére ezen túl kisebb mértékben a profitegyenleg alakulása is hatással lesz: míg a magasabb növekedési pálya mellett korábbi előrejelzésünkhöz hasonló pályát feltételezünk, addig az alacsonyabb növekedési pályán a lassabb exportbővüléssel összhangban a vállalati jövedelem is alacsonyabb lehet, így ez a tétel is a folyó fizetési mérleg és külső finanszírozási képesség magasabb egyenlegéhez vezet. Összességében a magasabb növekedés mellett az előrejelzési horizont végére, alacsonyabb növekedés mellett már 2021-ben többletben fordulhat a folyó fizetési mérleg egyenlege, miközben a külső finanszírozási képesség tartósan a GDP 2 százaléka körül stabilizálódik.

Az előrejelzési horizonton a pénzügyi tételek oldaláról számított finanszírozási képesség is javulni fog, melyhez főként az állam mérséklődő hiánya járulhat hozzá (5-6. ábra). Az államháztartási hiány csökkenését részben a kormányzat kiadásainak (beruházások, dologi kiadások, pénzügyi transferek) mérséklése, részben a gazdasági bővüléssel összhangban emelkedő adóbevételek támogatják. Az alacsonyabb növekedési pálya mellett

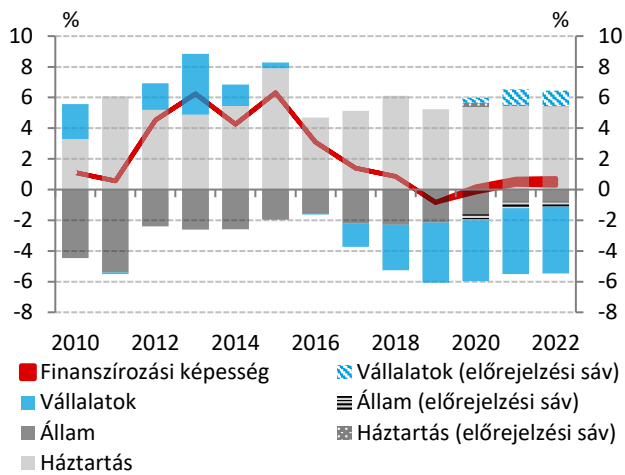
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

ugyanakkor az állami hiány is magasabban alakulhat. A vállalati szektor jelentős finanszírozási igénye a következő években is fennmarad. Az alacsonyabb növekedési pálya mellett azonban ez a finanszírozási igény — az alacsonyabb beruházási dinamika mellett — mérséklődhet. A lakosság nettó pénzügyi megtakarítása a növekedéssel összhangban bővülő fogyasztásnak köszönhetően az előrejelzési horizonton – mindkét pálya szerint – a GDP 5 százaléka körül stabilizálódik. A következő években a pozitív finanszírozási képességgel és folytatódó FDI-beáramlással összhangban tovább csökkennek külső adósságmutatónk.

5.3. Költségvetési folyamatok

2019-ben a költségvetési hiány a GDP 2,1 százaléka volt az előzetes pénzügyi számlás adatok alapján, ami meghaladja az előirányzatot, de csökkenést jelent 2018-hoz képest. Előrejelzésünk szerint 2020-ban a koronavírus okozta világválság következtében kedvezőtlenebbé váló gazdasági környezet, valamint a járvány gazdasági hatásainak enyhítése érdekében szükséges intézkedések és magasabb kiadások miatt – a márciusi Inflációs jelentésben bemutatott makrogazdasági pálya mellett és további intézkedések nélkül – a költségvetés hiánya a korábban vártnál számottevően kevésbé csökken. Jelen rendkívüli helyzetben egyszerre van szükség a járványhelyzet okozta negatív sokkok kezelésére számos ágazatban, valamint a gazdaság újraindításának előkészítésére is, melyek finanszírozása a korábbi évek fegyelmezett és a külső sérülékenységet jelentősen csökkentő gazdaságpolitikai működés következtében biztosított. Várakozásunk szerint a koronavírus okozta gazdasági lassulás következtében az idei évre jelentős összegű tartalékot biztosító Országvédelmi Alap teljes mértékben felhasználásra kerülhet, így a deficit a gazdasági növekedés mértékétől függően 1,6-2,0 százalék között alakulhat. 2021-re és 2022-re a szokásos technikai feltételezések mellett készített előrejelzésünk szerint 0,8-1,2 százalék körül alakulhat a hiány. A GDP-arányos államadósság várhatóan minden évben csökken, de a csökkenés üteme 2020-ban átmenetileg lelassul.

5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

Megjegyzés: A GDP százalékában. A szokásoktól eltérően a költségvetési tartalékok teljes felhasználásával számoltunk. A sávok a gazdasági növekedés, és így módon az adóalapok alakulásának bizonytalanságát is tükrözik. *A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása. A pontbecslés a sávok középpontjára vonatkozik.

Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

A Jelentésben használt makrogazdasági pálya és az eddig ismert információk alapján a deficit 2020-ra várt jelentős mértékű csökkenése a rendkívüli járványhelyzet következtében 2021-re tolódhat (5-1. táblázat). A kedvezőtlenebbé váló gazdasági körülmények következtében a bevételek számottevően csökkennek, a kiadások pedig emelkednek. A teljes előrejelzési horizonton fennáll, hogy a rendkívüli helyzetek kezelésére létrehozott Országvédelmi Alap teljes elköltése esetén a hiány ugyan meghaladná a korábban kitűzött célt, azonban még így is mérsékelt maradna, miközben a negatív impulzust is mérsékelné (5-7. ábra).

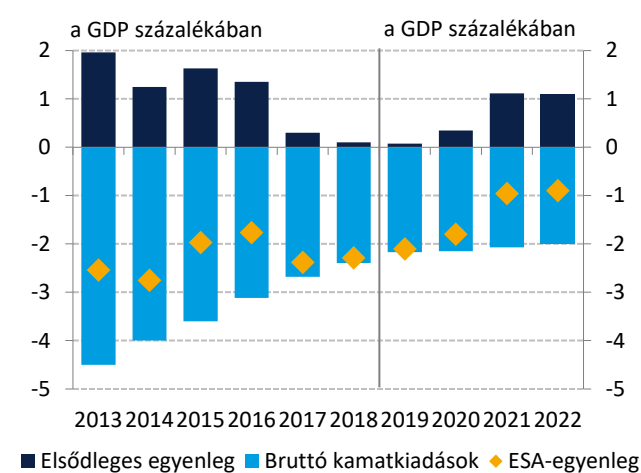
5.3.2. A 2019. évi egyenleg

2019-ben az előzetes pénzügyi számlák alapján 2,1 százalék volt a költségvetés eredményszámlátú hiánya, amely meghaladta az 1,8 százalékos hiánycélt, ugyanakkor csökkenést mutat 2018-hoz képest. A deficit a decemberi prognózisunkhoz képest is magasabban alakult, ami elsősorban a központi költségvetés magasabb év végi kiadásainak következménye, amelyet részben ellensúlyoztak a gyorsan emelkedő adóbevételek, valamint az önkormányzatok és a kormányzati szektorba sorolt vállalatok vártnál magasabb egyenlege.

5.3.3. A 2020. évi egyenleg

A 2020. évi költségvetési törvény a GDP 1 százalékát tűzte ki eredményszámlátú hiánycélként, ami számottevően kisebb a 2019-ben kialakult 2,1 százalékos deficitnél. Előrejelzésünk szerint ugyanakkor a koronavírus világválság következtében kedvezőtlenebbé váló gazdasági környezet, a járvány gazdasági hatásainak enyhítése érdekében hozott intézkedések, továbbá a december óta bejelentett bérintézkedések (fegyveres

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



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

Forrás: KSH, MNB

5-2. táblázat: A 2020. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest)

	Gazdasági alapfolyamat	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	-0,2	-0,2
Fogyasztási adók és gazdálkodó szervezetek befizetései	-0,1	
Munkát terhelő adók	-0,1	-0,2
II. Központi kiadások	0	-0,3
Költségvetési szervek saját kiadásai		-0,2
Gyógyító-megelőző ellátások		-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	-0,2	-0,5

Megjegyzés: A GDP százalékában. A pozitív előjel hiánycsökkentő, a negatív előjel hiánynövelő tételt jelez. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

szolgáltatást teljesítők, pedagógusok, kormányhivatalok alkalmazottai), valamint a tavalyi bázis és az első két havi tények alapján várt magasabb kiadások következtében 1,6 és 2,0 százalék között alakulhat a hiány, a gazdasági növekedéstől függően. Az előrejelzés során feltételeztük az Országvédelmi Alap teljes felhasználását a gazdaságot érintő negatív hatások ellensúlyozása érdekében. A deficitre vonatkozó prognózisunk számottevő emelkedést jelent a decemberi várakozásunkhoz képest, ugyanakkor enyhe csökkenést mutat a 2019-es 2,1 százalékos hiányhoz viszonyítva (5-2. táblázat).

A Kormány 2020. március 18-án a koronavírus járvány gazdasági hatásainak enyhítése érdekében hozott intézkedéseket jelentett be. Ezek között szerepel a hitelfizetési moratórium, a fogyasztói hitelek kamatlábának maximalizálása, a kiemelten érintett ágazatokban a bérleti szerződések védelme, valamint a munkáltatói terhek négy hónapos felfüggesztése és a munkavállalói terhek csökkentése. Ezenkívül június végéig a KATA szerint adózó taxik mentesülnek az adófizetés, az érintett cégek pedig a turizmusfejlesztési hozzájárulás alól, valamint rugalmasabbá válnak a munkavállalás szabályai a távmunka és az egészségvédelem támogatása érdekében. E járványhelyzetben az egyik legfontosabb gazdaságpolitikai feladatnak a munkahelyek védelmének biztosítása tekinthető. A már meghozott intézkedések statikus költségvetési hatása a GDP 0,2 százaléka lehet előrejelzésünk szerint.

Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány 2020-ban a GDP mértékétől függően 1,6-2,0 százalék között alakulhat, amennyiben az Országvédelmi Alap egésze felhasználásra kerül. Prognózisunkban az előirányzathoz képest továbbra is mérsékelt adóbevételekkel számolunk, mivel a főbb adóalapok esetén a költségvetési törvénynél alacsonyabb növekedést várunk. Ezenfelül a költségvetési szervek kiadásainál és a gyógyító-megelőző kiadások esetében is magasabb hiányhatással számolunk, mint az előirányzat (5-3. táblázat). Az eltéréseket csak kismértékben ellensúlyozza az uniós kiadásokhoz kapcsolódó önrész, valamint a lakásépítési támogatások várhatóan alacsonyabb szintje.

5.3.4. A 2021. és 2022. évi egyenlegek

A 2021-2022-évekre, mivel törvényi előirányzatok nem állnak rendelkezésre, technikai előrejelzést készítettünk, ami alapján érdemben csökkenhet a hiány. A makrogazdasági pályában közölt feltételezéseknek megfelelően – feltételezve többek között a koronavírus-járvány okozta gazdasági sokk rövid távú hatását – 2021-

5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2020. évi költségvetési törvény előirányzataitól

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,6
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,4
Munkát terhelő adók	-0,3
II. Központi kormányzat kiadásai	-0,2
Lakásépítési támogatás	0,1
Központi szervek kiadásai és uniós támogatásokhoz kapcsolódó önrész	-0,2
Gyógyító megelőző kiadások	-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	-0,8

Megjegyzés: A GDP százalékában. A pozitív előjel hiánycsökkentő, a negatív előjel hiánynövelő tételt jelez. A kiadások esetében az eltérések nem tartalmazzák a tartalékokból fedezett többletkiadásokat. A részadatok összegei a kerekítés miatt eltérhetnek az aggregált értékektől.

Forrás: MNB

ben az adóbevételek gyorsabb emelkedésére számítunk. 2021-ben azonban a rendkívüli helyzet következtében várakozásunk szerint még ismét teljes mértékben felhasználásra kerülhet az Országvédelmi Alap. A kormányzati szektor hiányának mérséklődését 2021-től a makrogazdasági folyamatok következtében növekvő adóbevételek, valamint a GDP-arányos kormányzati kiadások (beruházások, dologi kiadások és pénzügyi transferek) korábbi csökkenő trendjének folytatása támogatja.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

Számottevő hatást gyakorolhat a hazai költségvetésre a koronavírus világjárvány alakulása. A közvetlen, egészségügyi ráfordítások mellett a gazdasági sokkhatás ellentételezését és a gazdaság élénkítését célzó ágazati intézkedések is növelhetik a hiányt, a gazdasági lassulás pedig visszafogja az adóbevételeket. A Jelentés lezárásának időpontjában már megismert intézkedéseken túl továbbiakra is szükség lehet, ezek részben azonban a költségvetési tételek átcsoportosításából is biztosíthatók lehetnek.

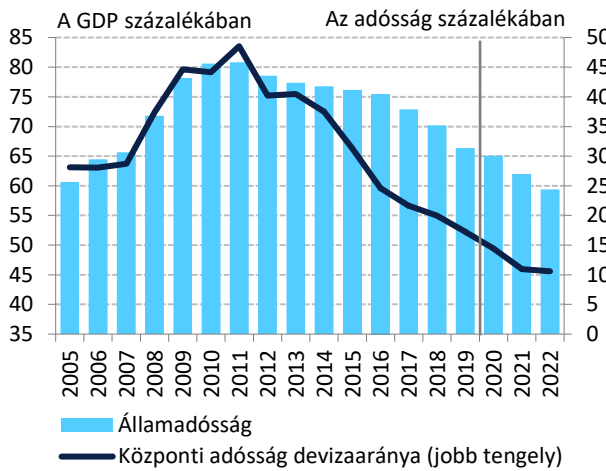
A helyi iparüzési adó Versenyképességi Tanács ülésen korábban felmerült módosítása (az értékcsökkenés és a K+F levonhatósága az adóalapból, valamint a feltöltés eltörlése 2021-től), a 3 gyermekes anyák szja-mentessége, illetve a CSED emelése a bér 100 százalékára, vonatkozó törvénymódosítás hiányában egyelőre nem került érvényesítésre az előrejelzésünkben.

Előrejelzésünk alakulását az elmúlt évekhez képest kisebb mértékben, de továbbra is számottevően befolyásolja az európai uniós támogatások felhasználásával, a kifizetések szerkezetével és az uniótól érkező átutalásokkal kapcsolatos bizonytalanság. A transferek felhasználása az eredményszemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat, míg a támogatások megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását befolyásolja. 2020-ban a kifizetések reálgazdasági hatásának, azaz az uniós források effektív felhasználásának mérséklődésére számítunk, ami hozzájárul az állami beruházások csökkenéséhez. A 2021-2027-es uniós költségvetési ciklus forrásainak felhasználása várakozásaink szerint legkorábban 2022-ben kezdődhet meg.

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2019. év végén a bruttó államadósság a GDP 66,4 százaléka volt (5-8. ábra). Az adósságráta kiemelkedő mértékben, 3,8 százalékponttal mérséklődött a 2018. év végi 70,2 százalékos értékhez

5-8. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretétekintve változatlan, 2019. végi árfolyamon számítva



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

Forrás: MNB

képest. A csökkenéshez a jelentős gazdasági növekedés mellett az alacsony nettó finanszírozási igény is hozzájárult. **Előrejelzésünk szerint – 2019. év végi, változatlan forint árfolyamot feltételezve – 2020. év végére a GDP-arányos bruttó államadósság 65 és 66 százalék közé csökkenhet, amivel teljesülhet az Alaptörvény adósságszabálya** (5-8. ábra). A gazdasági növekedés mérséklődése és a korábban vártnál magasabb hiány az államadósság mérsékelt ütemű csökkenését okozza 2020-ban. 2021-ben azonban ismét gyorsulhat a gazdasági növekedés és csökken a várt hiány, így ismét nagyobb lehet az adósságcsökkenés üteme. A forint-euro árfolyam változása a csökkenő devizaadósság mellett is hatást gyakorol az adósságrátára, így a forint-euro árfolyam 10 egységnyi változása mintegy 0,3 százalékponttal módosítja a GDP-arányos államadósságot.

6. Kiemelt téma

6.1. A 2019-es évre adott jegybanki előrejelzések értékelése

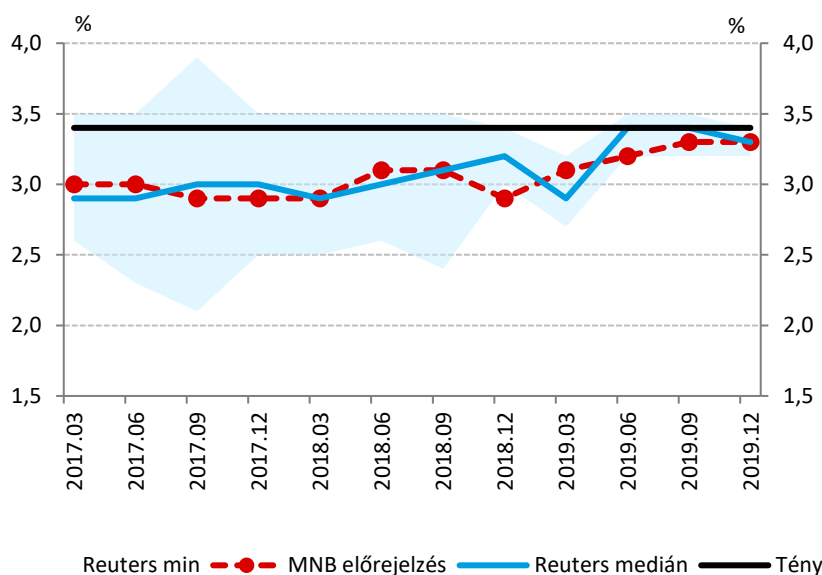
Elemzésünk célja annak bemutatása, hogy a fő makrogazdasági változók előző naptári évi értékére adott előrejelzéseink mekkora pontossággal teljesültek. Ezenkívül azt is megvizsgáljuk, hogy a jegybank előrejelzési teljesítménye hogyan viszonyul a piaci elemzőkéhez. A 2019-es évre a vizsgált változók esetén először 2017 márciusában készítettünk előrejelzést. Összességében a 2019-es infláció enyhén, míg a gazdasági növekedés, illetve a versenyszféra bér- és létszámnövekedése számottevően magasabban alakult az előrejelzéseinkhez képest.

6.1.1. Infláció

2019-ben az éves átlagos infláció 3,4 százalékon alakult. Előrejelzésünket a kedvező belső folyamatok infláció emelő hatása, illetve a visszafogott külső inflációs környezet határozta meg. A belső folyamatok esetében azt feltételeztük, hogy az erős belső kereslet növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ami az árdinamika növekedését okozhatja. A költségek növekedéséről és az ebből fakadó inflációs hatások esetében ugyanakkor azt gondoltuk, hogy azokat ellensúlyozza a vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó csökkentése. Ami a külső inflációs környezet hatását illeti, előrejelzéseinkben azzal számoltunk, hogy az eurozónából érkező inflációs hatások továbbra is mérsékeltek maradnak, és az év második felétől a romló külső konjunktúra fékezi az áremelkedés ütemét.

Az elmúlt két évben összességében a 3 százalékos jegybanki inflációs cél közelében alakuló árdinamikát jeleztünk előre. Inflációs előrejelzéseinket legnagyobb részben a külső inflációra és a volatilis nyersanyagárakra (olaj, élelmiszerek) vonatkozó feltevéseink változása következtében módosítottuk kis mértékben. 2019. szeptemberétől a későbbi tényadattal lényegében megegyező, 3,3 százalékos inflációra számítottunk. **A Reuters felmérésében részt vevő piaci elemzők várakozásai 2018 harmadik negyedévéig széles sávban szóródtak.** 2018 végétől az előrejelzések bizonytalansága mérséklődött, mediánja pedig **2019 közepétől lényegében megegyezett a később megismert tényadattal** (6-1. ábra).

6-1. ábra: A 2019. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések alakulása



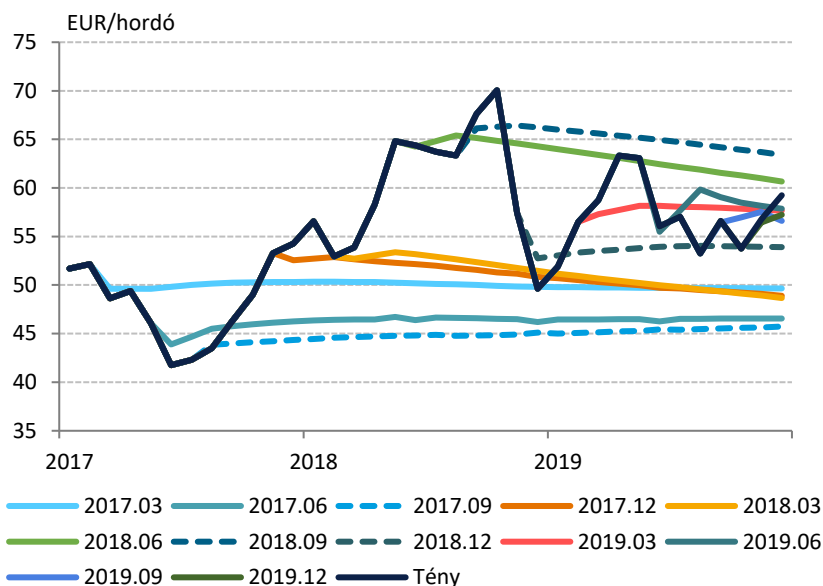
Megjegyzés: A sáv a Reuters által megkérdezett elemzők előrejelzéseinek terjedelmét mutatja.

Forrás: KSH, MNB, Reuters

A 2019-re vonatkozó előrejelzéseink változtatásait elsősorban a 2018-as év során befolyásolta az olajárak alakulásának számottevő volatilitása (6-2. ábra). A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó Brent olaj euróban kifejezett világszintű ára előbb a közel-keleti geopolitikai feszültségek hatására 70 euróig emelkedett, majd az USA Iránnal

szemben bevezetett szankcióinak következtében 50 euróig esett 2018 végére, hozzájárulva a 2018. júniusi és decemberi inflációs prognózisunk megváltoztatásához.

6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása

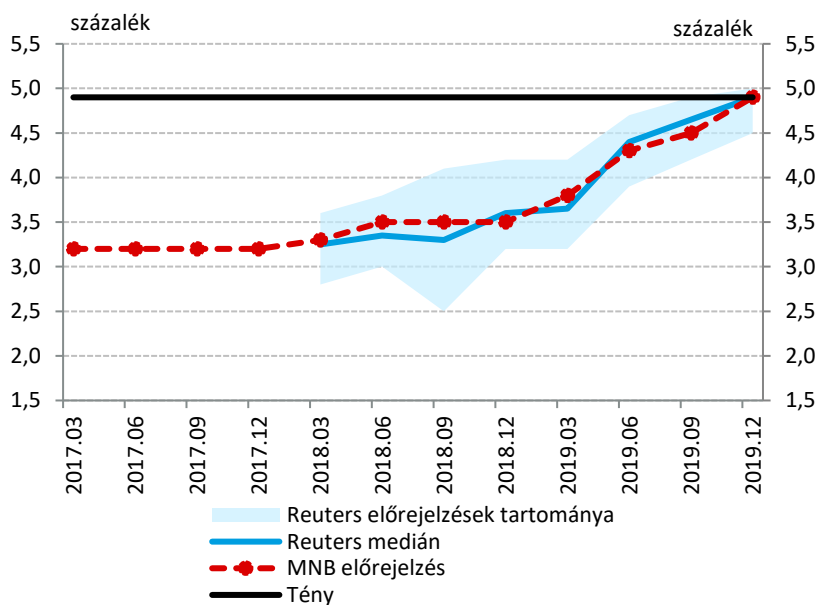


Forrás: Bloomberg

6.1.2. Gazdasági növekedés

A 2019-es évben a hazai GDP 4,9 százalékkal bővült éves összevetésben. A tavalyi évre adott előrejelzések folyamatosan felfelé módosultak 2018-tól kezdődően (6-3. ábra). **Az MNB átlagos előrejelzési hibája azonos időtávon számítva összességében enyhén kisebb volt, mint a piaci elemzők mediánja.**

6-3. ábra: A 2019. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



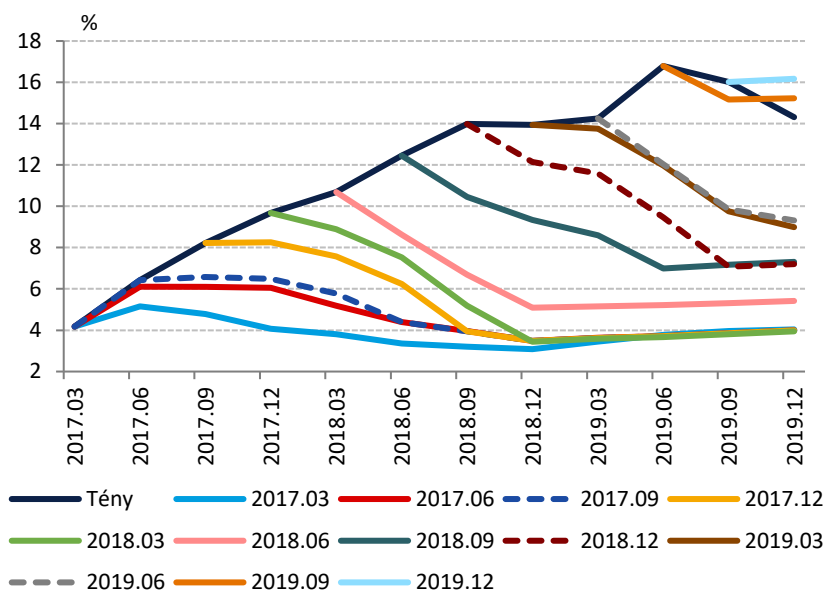
Megjegyzés: A sáv a Reuters által megkérdezett elemzők előrejelzéseinek terjedelmét mutatja.

Forrás: KSH, MNB, Reuters

Az elmúlt negyedévek során arra számítottunk, hogy a növekedésben markáns szerep jut a belföldi kereslet erősödésének, amelyben meghatározó a fogyasztás és a beruházások bővülése. A vállalati hitelezés növekedési üteme tovább gyorsult a tavalyi év folyamán (6-4. ábra), így érdemben támogatta a nemzetgazdasági beruházások emelkedését. A magas vállalati

hiteldinamika mellett a beruházások bővüléséhez a külföldi működőtőke-beruházások, a lakáspiaci ciklus felfutásával összhangban élénkülő lakossági beruházások, illetve az Európai Unió források beáramlásával párhuzamosan emelkedő állami beruházások is hozzájárultak.

6-4. ábra: A teljes vállalati szektor hitelállományának éves változására vonatkozó előrejelzések változása

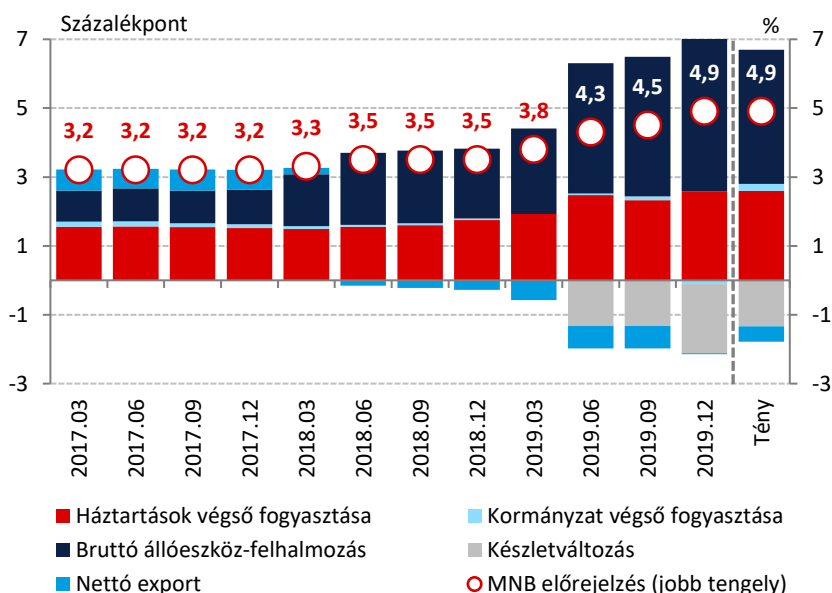


Megjegyzés: A vállalati szektor növekedési üteme tranzakció alapú, a teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelek alapján.

Forrás: MNB

A lakossági fogyasztás tartós bővülését a kedvező jövedelmi folyamatok, a háztartási hitelezés érdemi növekedése, illetve a nettó pénzügyi vagyon számottevő emelkedése egyaránt támogatta. A belső keresleti tételek bővülésének importigényéből fakadóan 2018 közepétől a nettó export negatív növekedési hozzájárulására számítottunk (6-5. ábra).

6-5. ábra: GDP-előrejelzésünk felhasználás oldali dekompozíciója

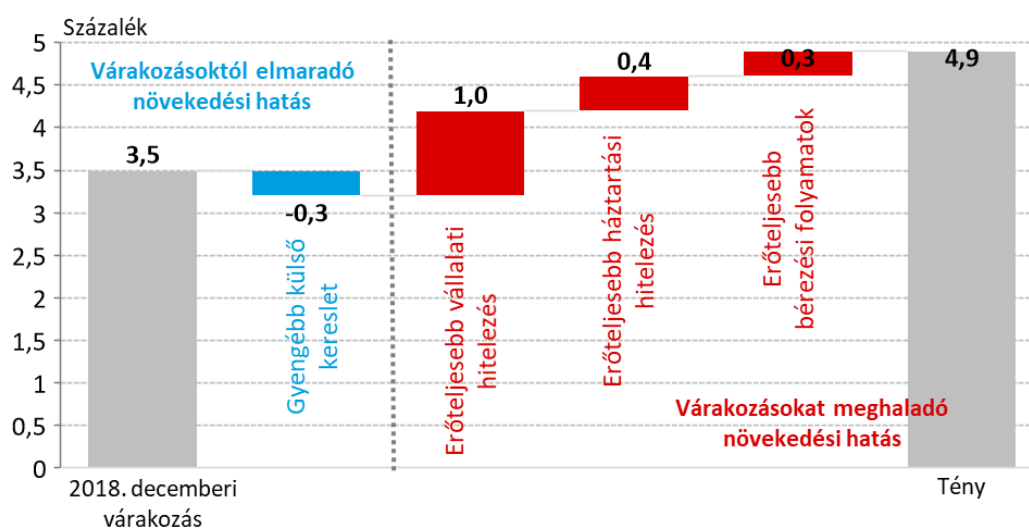


Forrás: KSH, MNB

2018 elejétől kezdve fokozatosan felfelé módosítottuk növekedési előrejelzésünket, amihez több tényező is hozzájárult (6-6. ábra).

- **A hitelezés bővülése 2019-ben mind a teljes vállalati szektorban, mind a kkv-k körében a vártnál érdemben kedvezőbbben alakult.** Az elmúlt években részben a jegybanki programok hatására a vállalati – különösen a kkv – hitelpiac növekvő pályára állt. Az élénk vállalati hitelbővülés a magas kapacitáskihasználtsággal és az alacsony kamatkörnyezettel összhangban támogatta a vállalatok beruházási aktivitásának emelkedését. Az élénkebb vállalati hitelezés becsléseink szerint a korábbi várakozásainkhoz képest közel 1 százalékponttal magasabb GDP-t eredményezett 2019-ben, amit a korábban nem látott mértékben növekvő építőipari termelés és a gépberuházások bővülése is jeleztek.
- A vállalati szektor mellett **a háztartási hitelezés növekedése is a korábbi várakozásoknál élénkebb ütemben folytatódott.** A bővülés elsősorban a 2019 júliusától elérhető babaváró hitelnek köszönhető. A feltevéseket meghaladó hiteldinamika hozzájárult a bővülő lakossági fogyasztáshoz a tavalyi évben.
- A háztartások rendelkezésre álló jövedelmét növelték az **erőteljesebb bérezési folyamatok** is. A fogyasztás mellett a lakosság beruházásai és pénzügyi megtakarításai is bővültek. A kedvezőbb jövedelmi folyamatok és az erőteljesebb háztartási hitelezés következtében becsléseink szerint 0,7 százalékponttal alakulhatott magasabban a GDP, amit az élénk ütemben bővülő lakossági fogyasztás is alátámaszt.

6-6. ábra: A 2019-es GDP-növekedést magyarázó tényezők



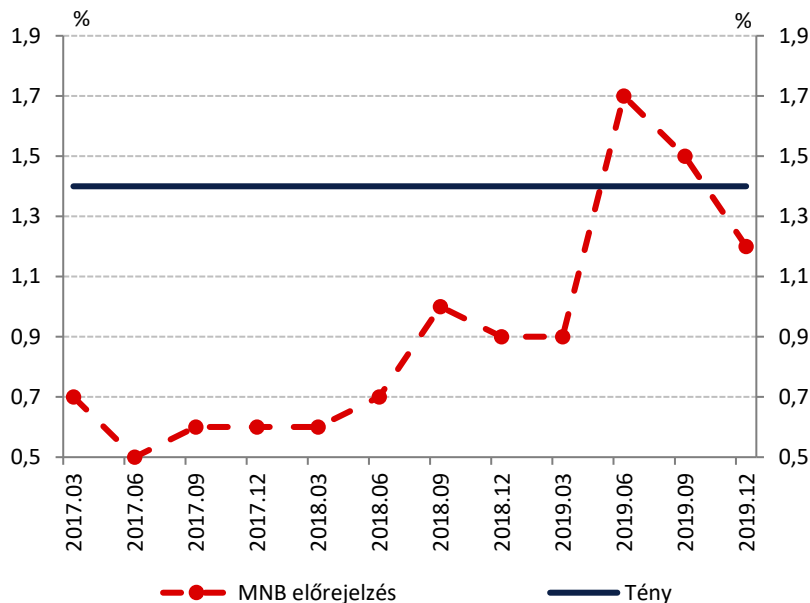
Forrás: KSH, MNB

6.1.3. Munkaerőpiac

Előrejelzéseinkben 2018-tól kezdődően a vártnál kedvezőbb gazdasági növekedés következtében fokozatosan felfelé módosítottuk a versenyszféra létszámára vonatkozó prognózisunkat. **2019 második felétől** a demográfiai korlátok egyre effektívebbé válásával, valamint 2019 utolsó negyedétől a vállalatok tőke-munka helyettesítésének felfutásával párhuzamosan **a foglalkoztatás dinamikájának fokozatos lassulásával számoltunk**. A demográfiai folyamatok mellett az elmúlt évek dinamikus létszámbővülésével összhangban a potenciálisan bevonható munkaerő-tartalék historikusan alacsony szintre csökkent, így azzal számoltunk, hogy ennek **szűkössége és illeszkedési problémái** (munkaerő nem megfelelő képzettsége és a munkavállalási mobilitás hiánya) **jelentősen megnehezítik a vállalatok létszámbővítési törekvéseit**.

A 2019. évi versenyszféra foglalkoztatásnövekedésre vonatkozó **előrejelzéseink többnyire alulbecsülték a tényleges bővülést** (6-7. ábra). 2019 első negyedének erőteljes foglalkoztatás bővülése után arra számítottunk, hogy ez a kedvező – bár a korábbi évekhez képest lassuló – dinamika az év hátralevő részében is fennmarad, valamint a növekedési kilátások javulásával párhuzamosan tovább emeltük prognózisunkat. **A vállalatok munkaerő-kereslete azonban a 2018 év végi csúcst követően 2019-ben fokozatosan mérséklődött, illetve a korábbi évekhez képest 2019 második és harmadik negyedében a versenyszféra foglalkoztatásbővülés dinamikája lassult**. Ennek hatására a 2019-re vonatkozó előrejelzésünket is érdemben lefelé módosítottuk az elmúlt negyedekben.

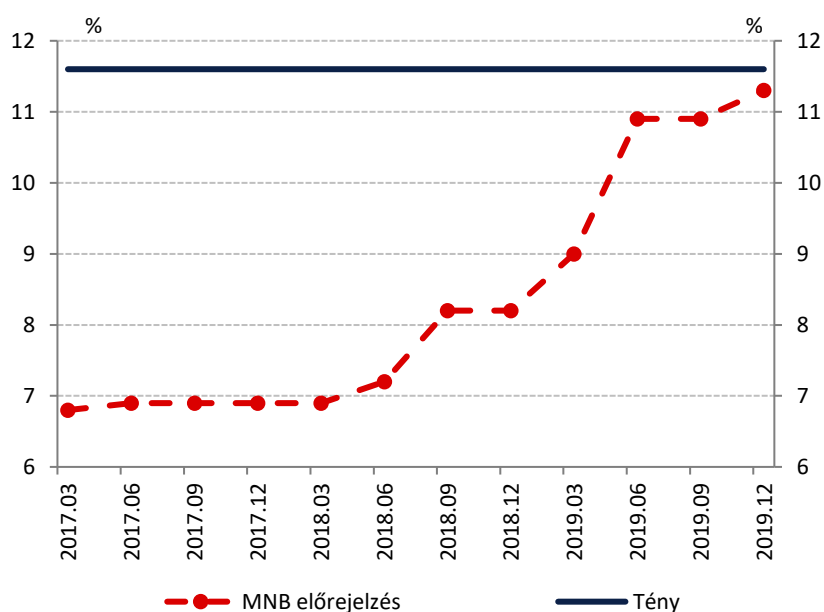
6-7. ábra: A 2019. évi versenyszféra létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

Előrejelzéseinkben azzal számoltunk, hogy a vártnál kedvezőbb gazdasági növekedés mellett a historikusan feszes munkaerőpiaci környezetben a vállalatok erőteljes versenyt folytatnak a munkaerő megtartásáért és felvételéért, ami 2019-ben is dinamikus bérezési alapfolyamathoz vezet. 2018 folyamán a beérkezett béradatok arra utaltak, hogy a feszes munkaerőpiaci kondíciók mellett a bruttó keresetet terhelő szociális hozzájárulási adó mértékének csökkentésével a vállalatok magasabb fizetési kategóriákban is számottevően emelik a béreket. Így a hatéves bérmegállapodás bérdinamikát emelő hatása 2019-ben is magasabb lehet. A 2018-ban megkötött bérmegállapodás alapján a minimálbér és a garantált bérminimum egységesen 8-8 százalékkal emelkedett 2019-ben. Mindezek következtében fokozatosan felfelé módosítottuk a versenyszféra bérprognózisunkat. Összességében a 2019. évi versenyszféra bérdinamikára vonatkozó **előrejelzéseink 2019 első negyedévéig érdemben alulbecsülték a tényleges növekedést, azonban 2019 második negyedétől egyre közelebb került hozzá** (6-8. ábra).

6-8. ábra: A 2019. évi versenyszféra bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

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	0,2	0,2
Piaci	1,3	0,8	2,1
Indirekt adók és intézkedések	0,1	0,2	0,3
Infláció	1,4	1,2	2,6

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	5,1	0,0	7,4
nem feldolgozott	2,5	0,0	6,9	0,0	9,4
feldolgozott	2,2	0,0	4,2	0,0	6,4
Ipari termékek	0,3	0,0	0,4	0,0	0,7
tartós	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,2
nem tartós	0,4	0,0	0,7	0,0	1,1
Piaci szolgáltatások	1,7	0,0	2,5	0,0	4,2
Piaci energia	2,4	0,0	-0,2	0,0	2,2
Alkohol, dohány	2,0	0,8	2,1	0,8	5,7
Üzemanyag	1,8	0,0	-14,4	1,2	-11,4
Szabályozott árak	0,2	0,0	1,3	0,0	1,5
Infláció	1,3	0,1	1,0	0,2	2,6
Maginfláció	1,4	0,1	1,8	0,4	3,7

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	13
1-3. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	16
1-4. ábra: Fogyasztás éves változása	17
1-5. ábra: A háztartási hitelezés előrejelzése	17
1-6. ábra: Beruházások éves változása	18
1-7. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	18
1-8. ábra: A beruházási ráta alakulása	19
1-9. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása	19
1-10. ábra: Az export alakulása	19
1-11. ábra: Járműipar jelentősége a régiós gazdaságokban (2018)	20
1-12. ábra: Kereskedelmi szálláshelyek bruttó árbevételének éven belüli megoszlása	21
1-13. ábra: Foglalkoztatás éves változása a nemzetgazdaságban	23
1-14. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	23
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	27
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	28
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	29
3-1. ábra: A feldolgozóipari PMI alakulása	30
3-2. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban	30
3-3. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban	31
3-4. ábra: Globális inflációs folyamatok	31
3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	32
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása	32
3-7. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	33
3-8. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása	33
3-9. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok.....	34
3-10. ábra: A GDP éves változása az eurozónában	34
3-11. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	35
3-12. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2020. február).....	35
3-13. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában	36
3-14. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások.....	36
3-15. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban	37
3-16. ábra: Az infláció alakulása hazánkban és a kelet-közép-európai régió országaiban	38
3-17. ábra: A piaci szolgáltatások inflációja hazánkban és a kelet-közép-európai régióban.....	39
3-18. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	40
3-19. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása	40
3-20. ábra: A GDP jövedelem oldali felbontása	41
3-21. ábra: A háztartások nettó pénzügyi vagyona a régióban	41
3-22. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása	41
3-23. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	42
3-24. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	42
3-25. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása	43
3-26. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	44
3-27. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása.....	44

3-28. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv.....	45
3-29. ábra: Kapacitáskihasználtság és a kapacitások jelenlegi megítélése.....	45
3-30. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása.....	46
3-31. ábra: Az infláció dekompozíciója.....	46
3-32. ábra: Az inflációs alapmutatók.....	47
3-33. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja.....	47
3-34. ábra: Inflációs várakozások a régióban.....	48
3-35. ábra: Piaci szolgáltatások árváltozása az előző év decemberéhez képest.....	49
3-36. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja.....	49
3-37. ábra: Egyes piaci szolgáltatások inflációja 2020 februárjában.....	50
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői.....	51
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása.....	51
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	52
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása.....	52
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása.....	52
4-6. ábra: A fejlett és feltörekvő vállalati-szuverén kötvényalapok tőkeáramlása 2020-ban.....	53
4-7. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába.....	54
4-8. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegegensben.....	54
4-9. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	55
4-10. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegegensben.....	55
4-11. ábra: Az előrettekintő reálkamatlábak alakulása.....	55
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei.....	56
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása.....	56
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	57
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	57
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása.....	58
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása.....	59
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása.....	61
6-1. ábra: A 2019. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések alakulása.....	64
6-2. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása.....	65
6-3. ábra: A 2019. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések.....	65
6-4. ábra: A teljes vállalati szektor hitelállományának éves változására vonatkozó előrejelzések változása.....	66
6-5. ábra: GDP-előrejelzésünk felhasználás oldali dekompozíciója.....	66
6-6. ábra: A 2019-es GDP-növekedést magyarázó tényezők.....	67
6-7. ábra: A 2019. évi versenyszféra létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések.....	68
6-8. ábra: A 2019. évi versenyszféra bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések.....	68

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei.....	13
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása.....	14
1-3. táblázat: A lakosság fogyasztási, beruházási és nettó megtakarítási rátája a rendelkezésre álló jövedelem arányában.....	17
1-4. táblázat: A hazai járműgyárak szerepe a hazai gazdaságban.....	21
1-5. táblázat: A hazai kulcságazatokra gyakorolt egy havi kiesés hatása.....	22
1-6. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest.....	24
1-7. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	25
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	60
5-2. táblázat: A 2020. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest).....	61
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2020. évi költségvetési törvény előirányzataitól.....	62

7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék) 69
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék) 69

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. március

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.