



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2019
SZEPTEMBER

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2019
SZEPTEMBER

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 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, és a Nemzetközi monetáris politikai és gazdaságtudományi ismeretterjesztési 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 2019. szeptember 20-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	11
1.1. Inflációs előrejelzésünk	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	15
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	19
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	23
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	27
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	27
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	35
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség	38
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	39
3.5. Költségek és infláció	42
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	45
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	45
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	47
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	51
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	51
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	53
5.3. Költségvetési folyamatok	55
6. Kiemelt téma	59
6.1. A romló globális konjunktúrát meghatározó folyamatok mélyelemzése	59
7. A 2019. és 2020. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	64
Ábrák és táblázatok jegyzéke	65

Keretes írássok jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	13
1-2. keretes írás: A lakosság megtakarítási rátájának alakulása	18
2-1. keretes írás: A versenyképességi reformok megvalósulásának hatása	26
3-1. keretes írás: A termelékenység alakulása Magyarországon	40
4-1. keretes írás: A dinamikusan bővülő vállalati és lakossági hitelezés mögött meghúzódó tényezők	49

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) egyetlen horgonya az infláció, elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az infláció továbbra is változékonyan alakul, ezért a Monetáris Tanács a kilátások megítélésében nagyobb figyelmet fordít a tartós tendenciákat megragadó alapfolyamat-mutatókra. A várttól számottevően elmaradó adószűrt maginfláció és a lassuló európai konjunktúra hatásai a hosszabb távú inflációs kilátások esetében is a lefelé mutató kockázatok erősödését jelzik.

2019 második negyedében a kockázatok erősödése és a növekedési kilátások romlása mellett folytatódott a világgazdaság bővülése. A globális infláció enyhén csökkent az elmúlt hónapokban. A kelet-közép-európai régió változatlanul az Európai Unió növekedési centruma.

A világgazdaság növekedési kilátásainak romlása az elmúlt hónapokban tovább folytatódott. A nemzetközi kereskedelempolitikával kapcsolatos fejlemények, az Egyesült Királyság Európai Unióból történő kilépése, valamint a globálisan magas adósságok a kockázatok emelkedése és a konjunkturális kilátások romlása irányába hatnak. Az idei év második negyedében az Egyesült Államok GDP-je bővült, miközben Kína növekedési üteme mérséklődött. A gyengülő és egyre bizonytalanabbá váló kilátásokkal összhangban az euroövezet gazdasági növekedése is lassult. Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan továbbra is a kelet-közép-európai régió az Európai Unió növekedési centruma. A régió GDP-jének növekedése 2,5 százalékponttal haladta meg az eurozóna bővülését.

A globális infláció enyhén csökkent az elmúlt hónapokban. Az eurozóna inflációja továbbra is elmarad a 2 százalékos jegybanki céltól, miközben az inflációs kilátások romlása mellett a maginfláció újra 1 százalék alá süllyedt. A régiós országok inflációs rátái emelkedtek az elmúlt negyedévben és a jegybanki inflációs célértékek fölött alakultak. A világgazdasági olajárak az elmúlt negyedév nagyrésztében csökkentek, majd az időszak végén a geopolitikai események következtében nagy volatilitás mellett emelkedtek.

A globálisan meghatározó jegybankok a gazdasági kilátások folytatódó romlásának következtében lazították a monetáris kondíciókat az elmúlt negyedévben.

A globális növekedési kilátások romlása és a visszafogott inflációs folyamatok következtében a külső monetáris politikai környezet újra lazábbá vált. A Federal Reserve július után szeptemberben ismét csökkentette irányadó rátáját. Az Európai Központi Bank (EKB) legutóbbi kamatdöntő ülésén a betéti kamat 10 bázispontos csökkentéséről és eszközvásárlási programjának nyíltvégű újraindításáról döntött. Az EKB kommunikációja szerint az irányadó ráták a jelenlegi vagy annál alacsonyabb szinteken maradnak mindaddig, amíg az inflációs folyamatok fenntartható módon a jegybanki cél közelébe nem emelkednek. A globálisan meghatározó jegybankok iránymutatásai és az elemzői várakozások alapján a lazább monetáris politikai környezet tartósan fennmarad és további lazító lépések várhatóak. A régiós jegybankok döntéshozói nem változtattak a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedévben, miközben a következő évekre várt kamatpályák lefelé tolódtak.

A kockázatvállalási hajlandóság mérséklődésével a fejlett országok hosszú kötvényhozamai csökkentek, miközben tőzsdeindexeik enyhén emelkedtek.

A pénzügyi piacokon 2019 harmadik negyedévének nagyrésztében csökkent a kockázatvállalási hajlandóság, amelynek hátterében főként a globális növekedési kilátások folytatódó romlása, a nemzetközi kereskedelempolitikával kapcsolatos fejlemények, valamint a geopolitikai események álltak. Ennek hatása mind a fejlett és feltörekvő részvénypiacokra, mind a feltörekvő kötvénypiacokra kedvezőtlen volt. Ugyanakkor az időszak végén a kereskedelmi tárgyalásokkal kapcsolatos kedvező információk hatására a fejlett országok tőzsdeindexei emelkedtek. A globális monetáris kondíciók lazítására vonatkozó várakozások fokozódása, valamint a növekedési aggodalmak erősödése következtében a fejlett országok hosszú kötvényhozamai csökkentek az elmúlt negyedévben, bár szeptemberben a kedvezőbb piaci hangulatban kissé emelkedtek.

Június óta a hazai bankközi és állampapírpiazi hozamgörbe lejjebb tolódott és laposabbá vált.

Az elmúlt negyedévben az 1 és 3 hónapos BUBOR-kamatok enyhén mérséklődtek, miközben a közepes és hosszabb lejáratú bankközi és állampapírpiazi hozamok nagyobb mértékben csökkentek. A legnagyobb csökkenés a hozamgörbék hosszú szakaszán volt megfigyelhető. Ezzel összhangban a két év múltára vonatkozó kamatvárakozások is jelentősen lefelé tolódtak. A kockázatvállalási hajlandóság mérséklődésével a forint – a régiós és feltörekvő devizákkal összhangban – június végéhez képest gyengült az euróval szemben.

A fogyasztóiár-index értéke az év végéig – a tavalyi üzemanyagár-csökkenés bázishatása miatt – újra nő, majd fokozatos mérséklődést követően a 3 százalékos inflációs cél szintjén stabilizálódik. Az adószűrt maginfláció a következő hónapokban enyhén emelkedik, majd a külső dezinflációs hatások miatt a korábban vártnál alacsonyabb pálya mentén 3 százalékra csökken.

A fogyasztóiár-index mérséklődéséhez a nyári hónapokban az inflációs trendfolyamatok mellett az üzemanyagárak csökkenése is hozzájárult. Az infláció várható alakulását meghatározó tényezőkben továbbra is kettősség figyelhető meg. Az élénk belső kereslet emeli, míg a romló külső konjunktúra egyre inkább fékezi az áremelkedés ütemét. A várttól számottevően elmaradó adószűrt maginfláció és a lassuló európai konjunktúra hatásai a hosszabb távú inflációs kilátások esetében is a lefelé mutató kockázatok erősödését jelzik. A fogyasztóiár-index értéke az év végéig – a tavalyi üzemanyagár-csökkenés bázishatása miatt – újra nő, majd fokozatos mérséklődést követően a 3 százalékos inflációs cél szintjén stabilizálódik. Az adószűrt maginfláció a következő hónapokban enyhén emelkedik, majd a külső dezinflációs hatások miatt a korábban vártnál alacsonyabb pálya mentén 3 százalékra csökken.

A monetáris politika mellett több kormányzati lépés együttesen erősíti hazánk makrogazdasági egyensúlyát és csökkenti a külső sérülékenységet.

A Magyar Állampapír Pluszból már közel 2000 milliárd forint értékben történt jegyzés a júniusi indulása óta. A vásárlások több mint fele az állam számára új forrásként jelentkezett. Az elfogadott jövő évi költségvetési törvény alapján a költségvetés GDP-arányos hiánya – jelentős tartalékok fenntartása mellett – 1 százalékra mérséklődik. A költségvetési politika 2019 után 2020-ban, és a Konvergencia Program szerint 2021-ben is anticiklikus hatású marad. A májusban bejelentett Gazdaságvédelmi Akcióterv fokozatosan javítja a gazdaság versenyképességét.

A gazdasági növekedés a következő negyedévekben lassul. A romló európai konjunktúra a hazai GDP alakulásában is egyre erőteljesebben érzékelteti hatását.

A második negyedévben – a növekedési dinamika lassulása mellett – folytatódott a gazdaság bővülése, amelyet továbbra is főként a belső kereslet támogatott. A gazdasági növekedés fokozatos lassulásával összhangban a bérdinamika mérséklődik és a következő években várhatóan egyszámjegyűvé válik. A bértömegbővülés lassulásával a fogyasztás növekedési üteme egyaránt lassul, ugyanakkor továbbra is jelentősen hozzájárul a GDP bővüléséhez. A következő években a lakosság megtakarítási hajlandóságának emelkedésével a jövedelemarányos megtakarítási ráta tartósan magasán alakul, amelyre az új lakossági állampapír-konstrukció (MÁP Plusz) is pozitívan hat. A vállalati szektor beruházási alapfolyamatai – a támogató finanszírozási környezetben – kedvezően alakulnak, amit a dinamikus vállalati hitelezés és a Növekedési Kötvényprogram elindulása is támogat. Ezzel szemben a romló külső kereslet és az európai konjunktúrával kapcsolatos bizonytalanság erősödése az exportorientált beruházások időzítésének újratervezését eredményezheti. Az uniós források effektív felhasználása az idei évet követően fokozatosan csökken, ami az állami beruházások mérséklődését eredményezi 2020-2021-ben. A hazai export a globális és az európai keresleti kilátások romlása miatt visszafogottabban emelkedhet. A GDP 2019-ben várhatóan 4,5 százalékkal, 2020-2021-ben pedig 3,3 százalékkal nő. A magyar gazdaság eurozónához történő felzárkózása a romló külső konjunktúra ellenére a következő években is a legalább 2 százalékpontos növekedési többlet fenntartása mellett folytatódik.

A magánszektor hitelállománya a régiós hiteldinamikát meghaladó ütemben bővül.

2019 második negyedévében a vállalati hitelállomány közel 17 százalékkal, míg a kkv-szektor hitelállománya 15 százalékkal bővült éves összevetésben. A teljes vállalati hitelbővülés néhány egyedi, nagyszegű ügyletet leszámítva is dinamikus alakult, és ágazati bontásban is széles bázisú volt. Az élénk hitelkeresletet a negatív reálkamatok, az uniós támogatások finanszírozása, illetve a bejelentett nagyberuházások is támogatják, ami a dinamikus vállalati hitelbővülés folytatódásának

irányába mutat az előrejelzési horizonton. A háztartási hitelállomány is tovább bővült, amelynek éves dinamikája júniusban 6 százalékot tett ki. A növekedés elsősorban továbbra is a lakáshitelek és a személyi kölcsönök felvételének volt az eredménye. A lakossági hiteldinamika fennmaradásához az alacsony kamatkörnyezet és a reálbérek növekedése mellett a Családvédelmi Akcióterv keretében elindított babaváró kölcsön is jelentősen hozzájárul az előrejelzési horizonton.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2020-tól ismét javul, miközben az ország külső finanszírozási képessége a GDP 2 százaléka közelében stabilizálódik. A külső finanszírozási képességnek köszönhetően a nettó külső adósságállomány az előrejelzési horizonton nulla körüli szintre csökken.

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2019-ben átmenetileg csökken a külkereskedelmi egyenleg mérséklődésének hatására, amelyhez a lassuló világgazdasági kereslet és az importigényes belső keresleti tételek növekedése egyaránt hozzájárul. Ezzel párhuzamosan az EU transzfer emelkedő felhasználásának hatására a külső finanszírozási képesség 2019-ben a GDP 2 százaléka körül alakul. 2020-tól a nettó export ismét pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez, összhangban az import lassabb bővülésével, amit a beruházások visszafogottabb ütemű emelkedése magyaráz. Eközben az EU-transzfer felhasználás a költségvetési ciklus végéhez közeledve enyhén mérséklődik. Ennek eredményeként a folyó fizetési mérleg egyenlege újra emelkedik, a külső finanszírozási képesség pedig a GDP 2 százaléka közelében stabilizálódik. A tartósan kedvező külső egyensúlyi pozíciónak köszönhetően folytatódik a külső adósságállomány leépülése, így a nettó külső adósság az előrejelzési horizonton nulla közelébe csökken.

2019-ben a költségvetés hiánya az 1,8 százalékos törvényi előírányzattal összhangban alakulhat. A 2020. évi költségvetési törvény alapján a hiánycél jövőre – jelentős tartalékok mellett – 1 százalékra mérséklődik. A költségvetési politika 2019 után 2020-ban, és a Konvergencia Program szerint 2021-ben is anticiklikus hatású marad. A magyar és európai uniós költségvetési szabályokkal összhangban az adósság az előrejelzési horizont végére 63 százalékra mérséklődik. Ezzel párhuzamosan az államadósság devizaarányának további csökkenése és a belföldi tulajdonosi részarány emelkedése a gazdaság sérülékenységét is mérsékli.

A Monetáris Tanács megítélése szerint a korábban még szimmetrikus inflációs kockázatok az elmúlt negyedévben aszimmetrikussá váltak.

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A romló globális konjunktúra erősebb dezinflációs hatását bemutató szenárió megvalósulása az alappályához képest alacsonyabb inflációs pályát és visszafogottabb növekedést eredményez. Az alacsonyabb beruházási aktivitás lehetőségét tárgyaló forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb inflációt és visszafogottabb növekedési ütemet feltételez. A magasabb bérnövekedéssel és dinamikus fogyasztásbővüléssel számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további kockázatként a versenyképességi reformok megvalósulását, valamint a háztartások megtakarításának erőteljesebb bővülését valószínűsítő forgatókönyveket tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2018	2019	2020	2021
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)¹				
Maginfláció	2,5	3,8	3,8	3,4
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	2,4	3,4	3,4	3,1
Infláció	2,8	3,3	3,4	3,3
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	5,3	4,7	3,9	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	0,0	1,1	1,1	0,3
Állóeszköz-felhalmozás	16,5	15,9	2,4	4,0
Belföldi felhasználás	7,0	5,4	2,9	2,7
Export	4,7	5,2	5,5	5,5
Import	7,1	6,3	5,0	5,0
GDP	4,9	4,5	3,3	3,3
Munkatermelékenység ⁶	2,7	2,5	2,7	3,1
Külső egyensúly²				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,5	-0,9	-0,7	-0,4
Külső finanszírozási képesség	2,1	1,8	2,0	1,7
Államháztartás^{2,5}				
ESA-egyenleg	-2,2	(-1,8)–(-1,7)	(-1,4)–(-0,6)	(-1,3)–(-0,5)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	11,3	10,5	8,5	7,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,1	1,1	0,5	0,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	10,9	10,9	9,6	8,9
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,3	1,5	0,7	0,4
Munkanélküliségi ráta	3,7	3,4	3,3	3,3
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	5,9	7,1	4,7	4,1
Lakossági reáljövedelem ⁴	6,7	4,8	4,1	2,9

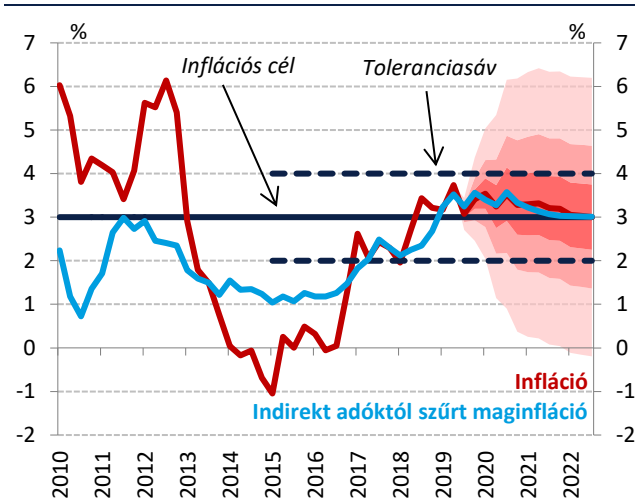
¹ Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.² A GDP arányában.³ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.⁴ MNB-becslés.⁵ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.⁶ Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az éves fogyasztóiár-index a nyári hónapokban várakozásainknak megfelelően alakult, míg az indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció elmaradt attól. Az elmúlt hónapok várttól elmaradó inflációs alapfolyamatai és a külső konjunktúra folytatódó romlása a hosszabb távú inflációs kilátások esetében a lefelé mutató kockázatok erősödését jelzik. Aktuális előrejelzésünk szerint az őszi hónapokban az infláció 3 százalék körül alakul, majd ezt követően az év végéig – az üzemanyagárak tavalyi érdemi csökkenésének bázishatása következtében – emelkedik. Az adószűrt maginfláció növekedését az eurozóna gazdasági lassulásából fakadó dezinflációs hatások – az elmúlt hónapok gyengébb forintárfolyama mellett is – fékezik. A monetáris politika hatókörén kívül eső hatásként a dohánytermékek félévente, rendszeresen emelkedő jövedéki adója a teljes előrejelzési horizonton emeli a fogyasztóiár-indexet. Az intézkedés másodkörös inflációs hatást nem okoz, így nem befolyásolja az adószűrt maginfláció alakulását. Az infláció fokozatos mérséklődést követően a 3 százalékos inflációs cél szintjén stabilizálódik.

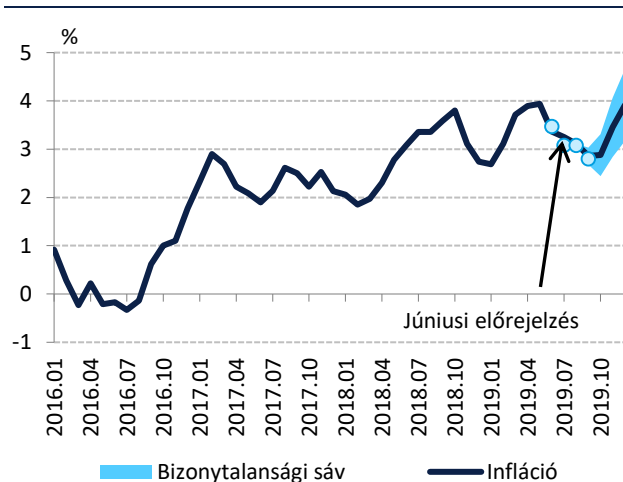
1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



Megjegyzés: Éves változás. A bizonytalansági sáv a korábbi évek előrejelzési hibájának szórását mutatja.

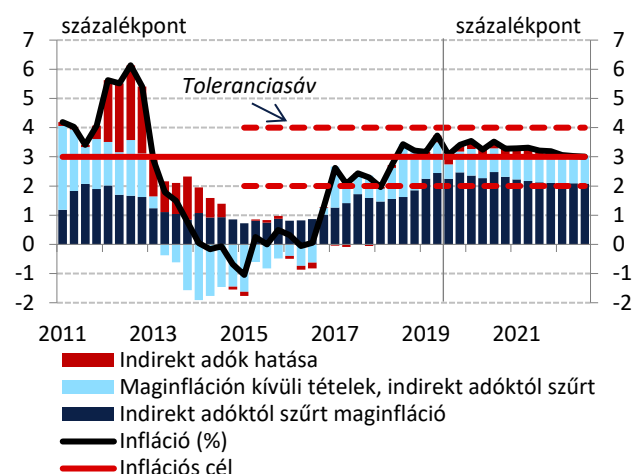
Forrás: KSH, MNB

Az infláció a nyári hónapokban várakozásainknak megfelelően csökkent, míg az indirekt adóktól szűrt maginfláció elmaradt attól. Az inflációs alapfolyamatok várható alakulását meghatározó tényezőkben továbbra is kettősség figyelhető meg. Az élénk belső kereslet emeli, míg a romló külső konjunktúra – az elmúlt hónapok gyengébb forintárfolyama mellett is – egyre inkább fékezi az áremelkedés ütemét. Aktuális előrejelzésünk szerint az őszi hónapokban a fogyasztóiár-index 3 százalék körül alakul, majd ezt követően év végéig ismét emelkedik (1-2. ábra). Az emelkedés hátterében a tavaly novemberben és decemberben tapasztalható érdemi üzemanyagár-csökkenés bázishatása áll. Az infláció fokozatos mérséklődést követően a 3 százalékos inflációs cél szintjén stabilizálódik (1-1. ábra).

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció az év hátralévő részében enyhén emelkedik, ugyanakkor idén és jövőre enyhén alacsonyabban alakul a korábbi prognózisunknál. Az eurozóna gazdasági lassulásából fakadó dezinflációs hatások – az elmúlt hónapok gyengébb forintárfolyama mellett is – fékezik az adószűrt maginfláció növekedését. Az élénk belső kereslet ezzel ellentétben növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ami az árdinamika emelkedését okozhatja. A versenyszférában a gyors – a termelékenységnövekedést meghaladó – bérdinamika inflációs hatását mérsékli a vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó csökkentése. Az adószűrt maginfláció 2019-ben és 2020-ban 3,4 százalékon, majd 2021-ben 3,1 százalékon alakul.

A várttól számottevően elmaradó inflációs alapfolyamatok és a külső konjunktúra folytatódó romlása **a hosszabb távú inflációs kilátások esetében a lefelé mutató kockázatok erősödését jelzik. A hazai áremelkedés ütemére a visszafogott külső inflációs környezet mérséklő hatással**

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2018	2019	2020	2021
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		2,4	3,4	3,4	3,1
Maginfláció		2,5	3,8	3,8	3,4
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	6,9	8,9	6,3	3,6
	Járműüzemanyag és piaci energia	8,2	1,3	1,7	3,1
	Szabályozott árú termékek	0,1	0,8	1,7	2,4
	Összesen	3,6	2,4	2,6	2,8
Infláció		2,8	3,3	3,4	3,3

Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: MNB

bír. Legfrissebb előrejelzésében visszafogottabb **inflációs és maginflációs pályát prognosztizál az EKB**. A magyar árdinamika szempontjából meghatározóbb maginflációs előrejelzés 2019-ben változatlan maradt, ezzel szemben 2020-ban 0,2, míg 2021-ben 0,1 százalékponttal mérséklődött.

Az indirektadó-változások az infláció emelkedése irányába hatnak (1-3. ábra). 2019 júliusától további három lépcsőben folytatódik a dohánytermékeket érintő jövedékiadó-emelés. Ennek hatását csak részben tudja ellensúlyozni a szálláshely szolgáltatások áfájának 18-ról 5 százalékra történő csökkentése 2020. január 1-jétől, illetve a 20 000 Ft alatti csekkes átutalások pénzügyi tranzakciós illetékének eltörlése.

A maginfláción kívüli tételek inflációjának emelkedése prognosztizálható (1-1. táblázat). A feldolgozatlan élelmiszerek (szezonális élelmiszerek és sertéshús) esetében az idei és jövő évben magasabb, majd azt követően a historikus átlagnak megfelelő árdinamikára számítunk. A Brent olaj euróban kifejezett határidős jegyzésárai a júniusi feltevésünkhöz képest alacsonyabb szinten tartózkodnak, azonban az elmúlt időszakban megnövekedett volatilitás miatt az olajárak alakulását nagyfokú bizonytalanság jellemzi. A következő negyedévekben visszafogott áralakulás várható az üzemanyagok esetében. A szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében mérsékelt árdinamikára számítunk. Összességében a költséghatások kifizetésével 2021-től a maginfláción kívüli tételek árdinamikája 3 százalék körül 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	2019		2020		2021		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2019	2020	2021
EUR/USD	1,12	1,12	1,12	1,10	1,12	1,10	-0,3%	-1,2%	-1,2%
Olajár (USD/hordó)	65,5	64,1	63,6	59,7	63,3	58,7	-2,1%	-6,1%	-7,3%
Olajár (EUR/hordó)	58,3	57,3	56,8	54,1	56,6	53,1	-1,8%	-4,9%	-6,1%
Eurozóna inflációja (%)	1,3	1,2	1,4	1,0	1,6	1,5	-0,1 szp.	-0,4 szp.	-0,1 szp.
Eurozóna maginflációja (%)	1,1	1,1	1,4	1,2	1,6	1,5	0 szp.	-0,2 szp.	-0,1 szp.
Felvevőpiacaink növekedése*(%)	1,8	1,7	2,1	1,9	2,1	1,9	-0,1 szp.	-0,2 szp.	-0,2 szp.

Megjegyzés: Olajárak esetén éves átlag. *21 legfontosabb exportpartnerünk növekedési üteme az exportból vett részarányával súlyozva.
Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

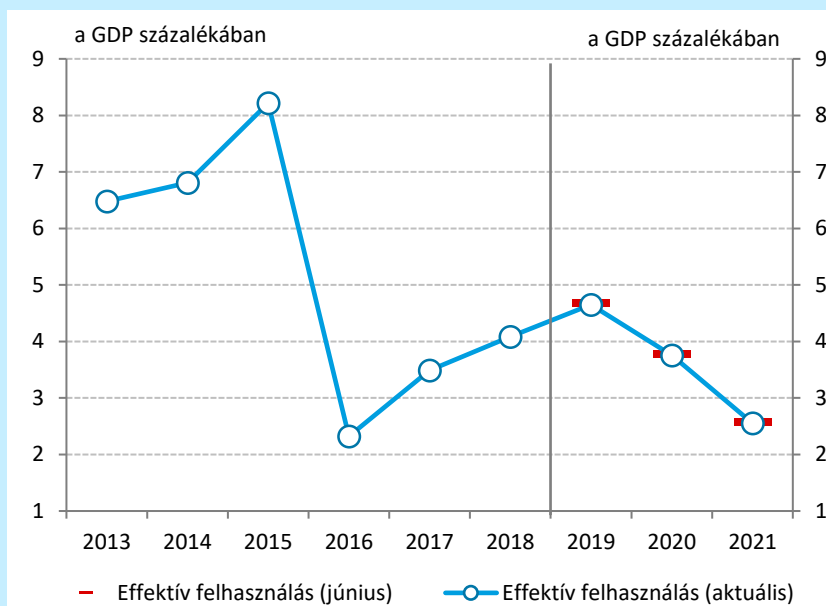
Korábbi feltevéseinkhez képest a külső kereslet visszafogottabb bővülésére számítunk. Az elmúlt időszakban a világereskedelem növekedési üteme érdemben lassult, amihez elsősorban az Egyesült Államok és Kína közötti kereskedelmi feszültségek fokozódása járult hozzá. Emellett az európai konjunktúrára vonatkozó visszafogottabb növekedési várakozásokat a Brexitet övező bizonytalanság és a világszerte gyenge feldolgozóipari teljesítmény is magyarázza. A romló globális konjunktúrával összhangban fontos külkereskedelmi partnereink – főként Németország – növekedési kilátásai tovább mérséklődtek, ami a reálgazdasági csatornán keresztül a hazai feldolgozóipar és export teljesítményére is hatással van.

A gyenge európai növekedési kilátásokkal összhangban az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében továbbra is az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton. Az eurozóna GDP növekedésére vonatkozó prognózis mérséklése mellett a **maginflációs előrejelzés 2020-ban 0,2, 2021-ben 0,1 százalékponttal alacsonyabb a korábban feltételezett pályánál.** Az EKB az inflációra vonatkozó prognózisát is lefelé módosította, amihez az alacsonyabb olajár-pálya is hozzájárul. Az eurozóna inflációja a 2019-es 1,2 százalékról 2020-ban 1,0 százalékra csökken, majd 2021-ben 1,5 százalékra emelkedik.

Az elmúlt hónapokban a Brent nyersolaj hordónkénti ára érdemi változékonyságot mutatva 55 és 70 dollár között mozgott. Szeptember közepén geopolitikai feszültségek következtében érdemben emelkedtek az olajárak, majd korrekció volt megfigyelhető. Az olajárak alakulását egymással ellentétes hatások befolyásolják: a geopolitikai feszültségek az árak emelkedésének irányába hatnak, emellett magasabb olajárakat eredményezhet az amerikai olajkészletek vártnál nagyobb mértékű csökkenése, illetve az OPEC-országok kitermelés-korlátozásának esetleges emelése. Ezzel szemben a kínai és globális gazdaság elmúlt negyedéveket jellemző lassulása, valamint az USA és Kína közötti kereskedelmi feszültségek további mélyülése a globális kereslet lassulásának irányába hat, ami alacsonyabb olajárakat eredményezhet. A Consensus Economics szeptemberi felmérése alapján a szakértői előrejelzések az idei évre vonatkozóan 55 és 71 dollár – euróban kifejezve 49,5 és 63,9 – között mozognak.

A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó **euróban kifejezett olajárak a júniusi feltevéseinkhöz képest alacsonyabban alakulnak.** Az EUR/USD keresztárfolyamra vonatkozóan az előző feltevéseinkhöz képest **enyhén gyengébb euróra számítunk** az előrejelzési horizonton.

1-4. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása



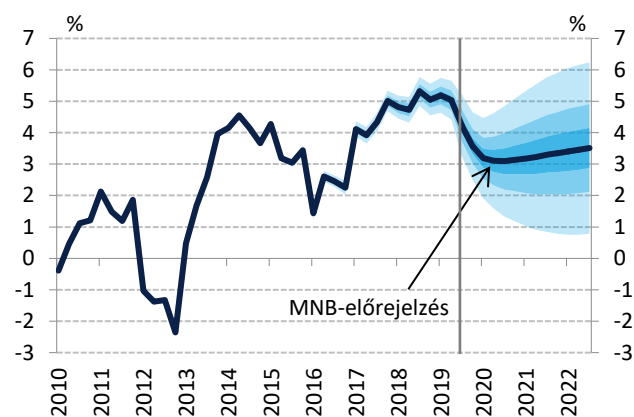
Forrás: Pénzügyminisztérium, MNB

A **bejelentett kormányzati intézkedések és a Családvédelmi Akcióterv** intézkedéseinek vártnál nagyobb igénybevétele következtében a 2019. évi hiány 0,1 százalékponttal magasabb lehet a júniusi Inflációs jelentésben vártnál. 2019-ben mintegy 2,6 millió nyugdíjas 9 ezer forintos rezsziutalványban és mintegy 100 ezer közmunkás 54 ezer forintos egyszeri juttatásban részesül, amely 30 milliárd forintos többletkiadást jelent a költségvetésnek. Emellett a családvédelmi intézkedések babaváró támogatással és nagycsaládosok autóvásárlásával kapcsolatos vártnál magasabb kiadásai szintén növelik az eredményszemléletű hiányt, amit jelentős részben ellensúlyoz a vállalati adóbevételek vártnál magasabb teljesülése. Előrejelzésünk szerint a **2019. évi hiány a GDP 1,7 – 1,8 százaléka** lehet, ami összhangban van az 1,8 százalékos törvényi előírányzattal. A júniusi várakozásunkkal megegyezően 2020-ban – az Országvédelmi Alap részleges felhasználásával – 1 százalékra csökkenhet a költségvetés hiánya, míg 2021-ben 0,7 – 1,5 százalék között alakulhat, így a **költségvetési politika 2019 után 2020-ban, valamint 2021-ben is anticiklikus hatású marad**. Korábbi feltevéseinkkel összhangban az **EU-források effektív felhasználása 2019-ben tetőzik**, majd fokozatosan csökken, ami hozzájárul az állami beruházások mérséklődéséhez (1-4. ábra).

1.2. Reál gazdasági előrejelzésünk

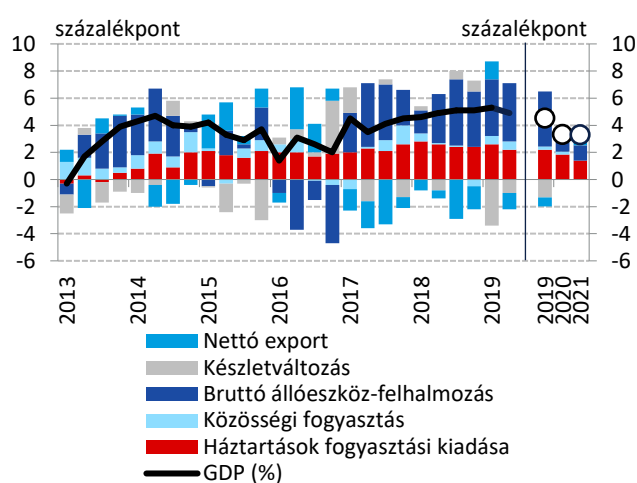
A második negyedévben a növekedési dinamika lassulása mellett folytatódott a GDP bővülése. A bejövő adatok megerősítették, hogy az idei növekedés a korábban vártnál magasabb lehet. Várakozásunk szerint az idei évben a GDP 4,5 százalékkal bővül, amit elsősorban a kedvező finanszírozási környezettel összhangban erősebb vállalati beruházási aktivitás magyaráz. Azonban a gazdasági növekedés az idei első negyedévben elérhette csúcspontját, és az elkövetkező időszakban a versenyképesség javítását célzó intézkedések hiányában a GDP csak visszafogottabb mértékben emelkedhet, ezért 2020-2021-ben 3,3 százalékos növekedést prognosztizálunk. A növekedésében továbbra is a belső kereslet a meghatározó. A fogyasztás növekedése összhangban alakul a bértömeg-dinamikával, hozzájárulása továbbra is meghatározó marad a GDP bővülésében. A következő években a jövedelemarányos megtakarítási ráta tartósan magasan alakul, amire a Magyar Állampapír Plusz is pozitívan hat. A vállalati szektor beruházási alapfolyamatai erősek maradnak, amit a dinamikus vállalati hitelezés és a Növekedési Kötvényprogram is támogat. Korábbi feltevéseinkkel összhangban az EU-források effektív felhasználása 2019-ben tetőzik, majd fokozatosan csökken, ami hozzájárul az állami beruházások mérséklődéséhez. A költségvetési politika az előrejelzési horizonton anticiklikus hatású marad. A hazai export a globális és az európai gazdasági kilátások folytatódó romlása miatt a korábbi előrejelzéshez képest visszafogottabban emelkedhet. Összességében az eurozónához viszonyított 2 százalékpontos növekedési többlet fennmarad a következő években. A gazdaság hosszú távú fenntartható növekedése szempontjából egyre nagyobb hangsúlyt kap a versenyképesség strukturális eszközökkel történő célzott javítása.

1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján. Forrás: KSH, MNB

1-6. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához



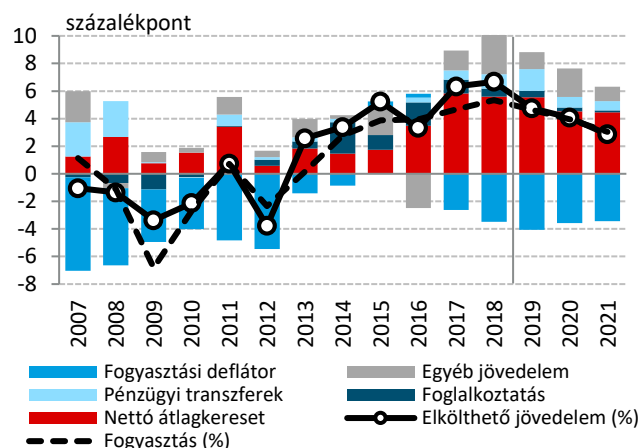
Megjegyzés: A közösségi fogyasztás tartalmazza a kormányzattól és nonprofit intézményektől kapott természetbeni társadalmi juttatásokat. Forrás: KSH, MNB

2019 második negyedévében a bruttó hazai termék 4,9 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az előző negyedévhez képest 1,1 százalékkal nőtt a GDP. A bejövő adatok megerősítették, hogy az **idei GDP-növekedés a korábban vártnál gyorsabb ütemű lehet.** Feltevéseink szerint a gazdasági növekedés 2019 **első negyedévében érthette el a csúcspontját, és az elkövetkező időszakban a versenyképesség javítását célzó intézkedések hiányában a GDP csak visszafogottabb mértékben emelkedhet** (1-5. ábra). Aktuális feltevéseink teljesülése mellett 2019-ben 4,5, míg 2020-ban és 2021-ben 3,3 százalékos bővülést prognosztizálunk (1-6. ábra).

Az elmúlt évekhez hasonlóan folytatódik a reál gazdasági felzárkózás, az eurozónához viszonyítva fennmarad az átlagosan 2 százalékpontos növekedési többlet. A gazdaság növekedésében továbbra is a **belső kereslet** (háztartások fogyasztása, beruházások) a meghatározó. A hazai export az előrejelzési horizont egészében a globális és az európai gazdasági kilátások folytatódó romlása miatt a júniusi előrejelzéshez képest visszafogottabban emelkedik (1-6. ábra).

Várakozásaink szerint a lakossági fogyasztás szerepe a gazdasági növekedésben továbbra is meghatározó marad a következő években, amit a **kedvező jövedelmi alapfolyamatok** mellett a **bővülő háztartási hitelezés,** a korábban felhalmozott jelentős nettó pénzügyi vagyon, a fogyasztói bizalom magas szintje, illetve a lakáspiaci beruházások másodkörös hatásai is támogatnak (1-7. ábra). **A háztartási hitelállomány bővülésének dinamikája a júniusi várakozásunkhoz képest magasabban alakul.** A bankok a hitelkereslet folytatólagos bővülésére számítanak,

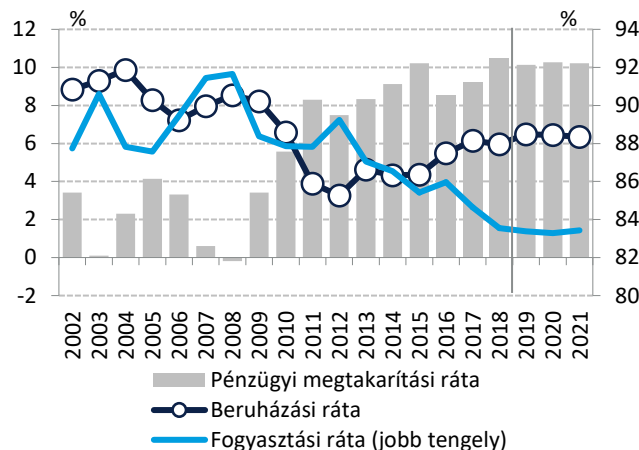
1-7. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása



Megjegyzés: Éves változás.

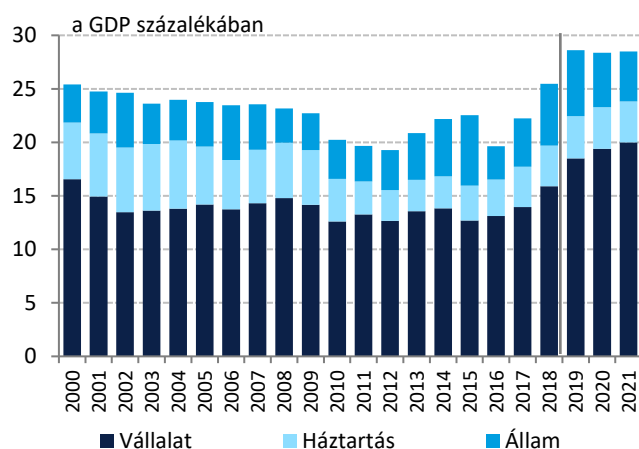
Forrás: MNB

1-8. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB

1-9. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

amit az alacsony kamatkörnyezet mellett 2019 második felétől a kormányzat családvédelmi intézkedései is támogatnak. A júliusban beérkező adatok alapján a **családtámogató programok** iránti igény jelentős volt a lakosság körében. **Az előrejelzési horizonton a háztartási hitelezés fokozatos, 7-9 százalék körüli emelkedését várjuk.**

A lakossági fogyasztás növekedési üteme fokozatosan mérséklődik, összhangban a bértömeg bővülésének fokozatos lassulásával. A rendelkezésre álló jövedelem növekedése továbbra is lehetőséget biztosít a megtakarítások emelésére. Előrejelzésünkben **tartósan magas, 10 százalék körüli jövedelemarányos megtakarítási rátára számítunk** (1-8. ábra). A lakossági megtakarítások emelkedését az idén júniustól elérhető **Magyar Állampapír Plusz** konstrukció, valamint az állampapír keresletet ösztönző intézkedések (számlavezetési díjmentesség, kedvező visszaválthatóság és kamatadó eltörlés) is ösztönzik (lásd 1-2. keretes írás).

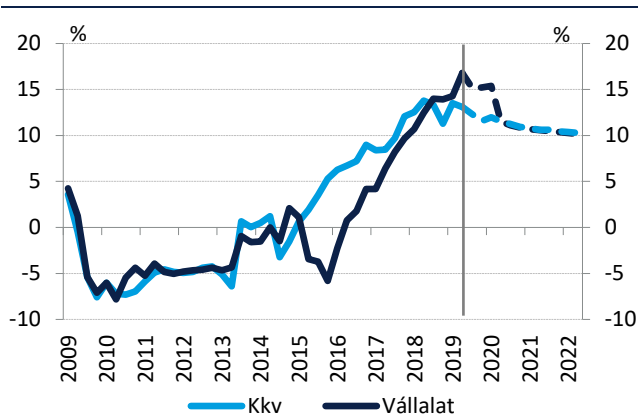
A nemzetgazdasági beruházások a teljes előrejelzési horizonton emelkednek. A beruházások növekedéséhez idén mindhárom szektor pozitívan járul hozzá, ugyanakkor **2020-tól** a magánberuházások lassuló ütemű bővülésére, míg a **kormányzati beruházások mérséklődésére számítunk.** A **nemzetgazdasági beruházási ráta** a tavalyi historikus csúcсарól idén **28 százalék fölé emelkedik és magas szinten alakul a teljes előrejelzési horizonton** (1-9. ábra).

A vállalati szektor beruházási alapfolyamatai erősek maradnak, összhangban a kedvező finanszírozási környezettel. Az előrejelzési horizonton továbbra is **kétszámjegyű hitelbővülést prognosztizálunk** a kv-k és a teljes vállalati szféra körében egyaránt (1-10. ábra). A vállalati finanszírozás egészséges szerkezetben megvalósuló bővülését támogatja a 2019 elején elindult **Növekedési Hitelprogram Fix** konstrukció, illetve a jegybank idén július 1-jétől 300 milliárd forintos induló keretösszeggel elindított **Növekedési Kötvényprogramja** (NKP). Ugyanakkor a romló külső környezet és az európai konjunktúrával kapcsolatos bizonytalanság erősödése **az exportorientált vállalati beruházások időzítésének újratervelését eredményezi.**

A lakásépítési projektek alakulásával összhangban **a lakossági beruházások emelkedése várakozásaink szerint 2019-ben éri el a csúcst.** A háztartások beruházási aktivitását **a kormányzat családtámogató intézkedéscsomagja is ösztönzi.**

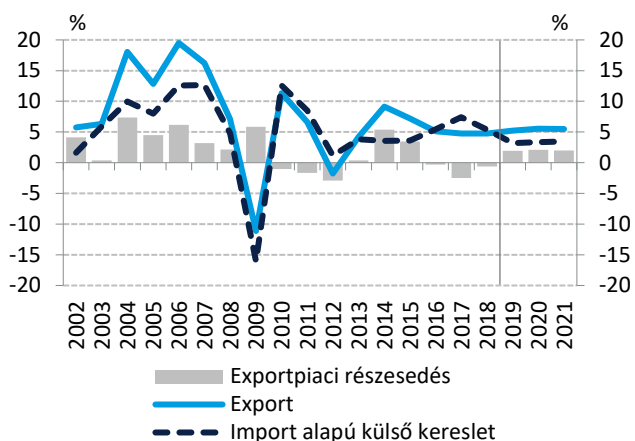
Előrejelzésünkben – az uniós források effektív felhasználásának tetőzésével párhuzamosan – **az állami beruházások bővülését várjuk az idei évben.** Ugyanakkor

1-10. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves változása



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

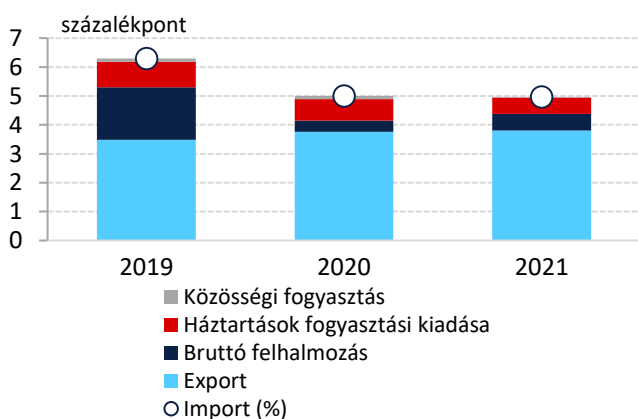
1-11. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH, MNB

1-12. ábra: A felhasználási tételek hozzájárulása az import éves változásához



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

2020-tól a **fiskális és kvázifiskális kör beruházásai csökkennek**, amihez az EU-források effektív felhasználásának mérséklődése és az anticiklikus fiskális politika is hozzájárul.

A júniusi Inflációs jelentéshez képest a **külső kereslet visszafogottabb bővülésével** számolunk. Az elmúlt időszakban a **világkereskedelem növekedési üteme érdemben lassult**, amihez elsősorban az Egyesült Államok és Kína közötti kereskedelmi feszültségek fokozódása járult hozzá. Az európai kilátásokat a világszerte gyenge feldolgozóipari teljesítmény és a Brexitet övező bizonytalanság is rontja, ami elsősorban Németországon keresztül a régió gazdaságaira és hazánkra is hatással van.

Hazánk kis nyitott gazdaságként erőteljesen kitett a külső konjunktúra alakulásának, így a **világ gazdaság lassulása és a fő külkereskedelmi partnereink visszafogottabb teljesítménye közvetlen és közvetett csatornákon keresztül egyaránt visszaveti a hazai export növekedési ütemét**. A német ipar hónapok óta tartó gyenge teljesítménye ellenére a hazai ipari termelés várakozásaink szerint tovább bővül. A **globális – és kiemelten a német – konjunktúra romlását a hazai ipari termékszerkezet és a korábbi FDI hatása rövid távon részben ellensúlyozza**. A szolgáltatásexport dinamikus bővülése hozzájárul ahhoz, hogy a hazai kivitel növekedése meghaladja külső keresletünk bővülésének ütemét, így **exportpiaci részesedésünk javul az előrejelzési horizonton** (1-11. ábra).

Az export, valamint a belső keresleti tényezők (fogyasztás, beruházás) emelkedésével párhuzamosan az import tovább bővül (1-12. ábra), így a **nettó export 2019-ben enyhén lassítja a gazdaság bővülését**. Az import emelkedése rövid távon a nettó export mérséklődésén keresztül visszafogja a gazdasági növekedést, azonban hosszú távon a tőkeállomány emelkedése támogatja a potenciális GDP növekedését. Az előrejelzési horizonton a lakossági fogyasztás és a beruházások növekedési ütemének lassulása nyomán a gazdaság importszükséglete mérséklődik. **2020-2021-ben a nettó export pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez**.

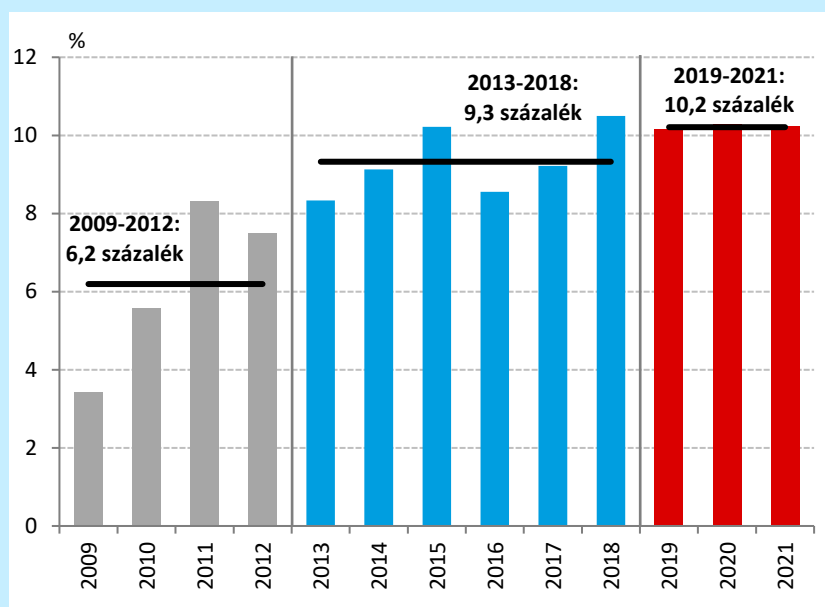
Az idei év első felében tapasztalt kedvezőtlen időjárás és a tavalyi évnél kisebb vetésterület következtében a **mezőgazdasági hozzáadott érték enyhén negatívan járulhat hozzá a GDP idei növekedéséhez**.

1-2. keretes írás: A lakosság megtakarítási rátájának alakulása

Az elmúlt években a kedvező munkaerőpiaci folyamatokkal összhangban (kétszámjegyű béremelések és a foglalkoztatás historikusan magas szintre történő emelkedése) a lakosság reáljövedelme érdemben bővült. A rendelkezésre álló jövedelem fogyasztását meghaladó növekedési dinamikája lehetőséget biztosított a lakossági beruházások és a megtakarítások emelkedésének. A lakossági jövedelem felhasználása egészséges szerkezetben valósult meg az elmúlt években, a dinamikus fogyasztásbővülés – a válság előtti időszaktól eltérően – az egyensúly megtartása mellett ment végbe.

A válságot követően a lakosság magatartása jelentősen megváltozott. A válság előtti években a jövedelemarányos fogyasztási ráta meghaladta a 90 százalékot, míg a nettó pénzügyi megtakarítási ráta nulla százalék körül alakult. A megtakarítások jövedelemből vett aránya 2012 óta 7,5 százalékról 10,5 százalékra növekedett, ami 1999 óta a legmagasabb megtakarítási ráta. A következő években várakozásaink szerint a lakossági jövedelem folytatódó bővülésével párhuzamosan a háztartások megtakarításai tovább emelkednek, így a megtakarítási ráta tartósan magasnak alakul (1-13. ábra).

1-13. ábra: A lakosság nettó pénzügyi megtakarítási rátájának alakulása (a rendelkezésre álló jövedelem százalékában)



Forrás: KSH, MNB

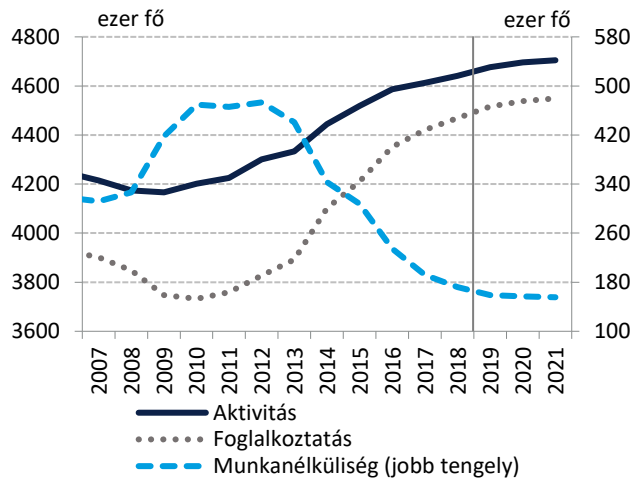
A megtakarítási hajlandóság emelkedéséhez a lakosság egyre inkább kockázatkerülő magatartása és a 2019. június 1-én bevezetésre került kedvező megtakarítási konstrukció, a Magyar Állampapír Plusz (MÁP+) is hozzájárul. A termék a jelenleg elérhető, azonos kockázattal és futamidővel rendelkező konstrukciók közül a legmagasabb megtérülést kínálja. A MÁP+ magas hozama a jövedelemtöbblet jelentős részét terelheti fogyasztás helyett a megtakarítások felé. Emellett több fontos kormányzati intézkedés is a megtakarítások további növelésére ösztönzi a lakosságot: az állampapír kamatadó mentessége, a díjmentes értékpapírszámla a Magyar Államkincstárnál, valamint az ingyenes visszaváltás a kamatfizetést követő 5 munkanapon belül. A rendelkezésre álló adatok szerint a MÁP+ állampapírból több mint 2000 milliárd Ft-ot értékesítettek 2019. szeptember közepéig, és jelenleg is hetente körülbelül 70-80 milliárd Ft értékű mennyiség kerül értékesítésre.

A bérdinamika fokozatos lassulásával összhangban a fogyasztás bővülésének üteme is mérséklődik, ugyanakkor a megtakarítási ráta a következő években a jelenlegi magas (jövedelemarányosan 10, GDP-arányosan 5 százalék körüli) szintjén stabilizálódhat. A MÁP+ program és az új állampapírpiaci intézkedések együttes célja a háztartások megtakarításainak aktivizálása. Ez egyrészt a megtakarítási szerkezet változását is elősegíti, ami a szabad készpénzt és bankbetétállományt a magasabb hozamú és hosszabb lejáratú állampapírok irányába terelheti. Másfelől az állam számára új forrást biztosít, ami az állam belső finanszírozási pozíciójának javulásán keresztül csökkenti az ország külső sérülékenységét.

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

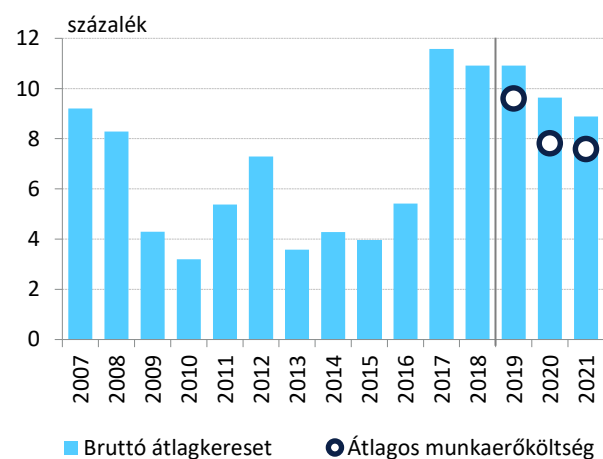
A teljes foglalkoztatás közeli állapotban a foglalkoztatás bővülése fokozatosan lassul az előrejelzési horizonton. Ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta historikus mélypontjára, 3,3 százalékra csökken. Idén a tavalyi évhez hasonlóan 11 százalék körüli, míg a következő években fokozatosan mérséklődő, de továbbra is erőteljes bérdinamika valósulhat meg a versenyszférában. A költségoldalról jelentkező inflációs hatást a bérmegállapodásban rögzített járulécsökkentések mérséklék.

1-14. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH, MNB

1-15. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Forrás: KSH, MNB

Várakozásunk szerint a demográfiai korlátok egyre effektívebbé válásával az **aktivitás emelkedése fokozatosan lassul** a következő években (1-14.ábra). Emellett a korábbi évek dinamikus létszámbővülésével összhangban a **potenciálisan bevonható munkaerő-tartalék historikusan alacsony szintre csökkent.**

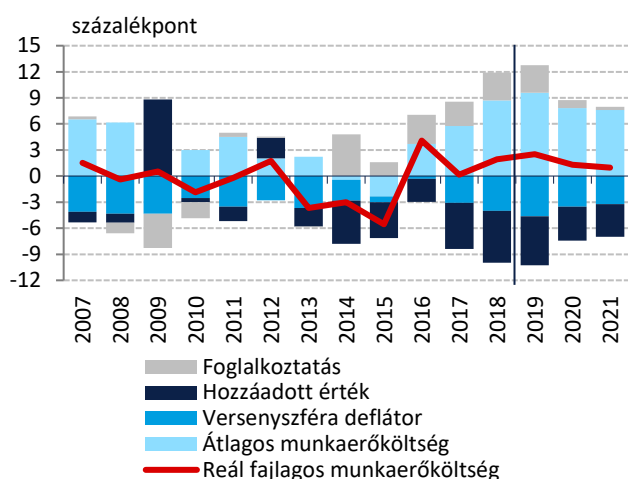
A foglalkoztatottság emelkedésének elsődleges forrása a versenyszféra magas munkaerő-kereslete, ami a gazdasági növekedéssel párhuzamosan az előrejelzési horizonton mérséklődik. A vállalatok által tervezett létszámbővítéseket a munkaerő-tartalék szűkössége mellett a munkaerő nem megfelelő képzettsége és a munkavállalási mobilitás hiánya is jelentősen megnehezíti. Előretekintve a **nemzetgazdasági és a versenyszféra foglalkoztatásának bővülése fokozatosan lassul az előrejelzési időszakon.**

A **közfoglalkoztatásban** résztvevők száma kevesebb, mint a felére (109 ezer főre) csökkent 2016 óta és feltevéseink szerint az elkövetkező időszakban további, enyhe mérséklődés várható. A feszes munkaerőpiaci környezetben a közfoglalkoztatásból kikerülők egy része várhatóan az elsődleges munkaerőpiacon helyezkedik el. A költségvetési törvény alapján az állami szféra foglalkoztatottsága nem változik jelentősen a következő években.

Előrejelzésünkben a foglalkoztatottak számának emelkedésével párhuzamosan a **munkanélküliségi ráta historikus mélypontjára csökken** (3,3 százalék). A feszes munkaerőpiaci környezetben a vállalatok erőteljes versenyt folytatnak a munkaerő megtartásáért és felvételéért, így továbbra is számottevő bérnövekedés valósul meg a versenyszférában (1-15. ábra). **A korábbi előrejelzésünkkel megegyezően 2019-ben a tavalyi évhez hasonlóan 11 százalék körüli bérnövekedésre számítunk a versenyszférában.** Becslésünk szerint az idei évi növekedéshez a cafeteria rendszer átalakításának hatása 1 százalékponttal járul hozzá. A gazdasági növekedés lassulásával összhangban azonban a **bérdinamika fokozatosan mérséklődik a következő években** és egyszámjegyűvé válik.

Az erőteljes béremelkedéssel összhangban **idén a bérhányad historikus átlaga fölé emelkedik**, így

1-16. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása



Forrás: KSH, MNB

előretekintve a dinamikus – a feszes munkaerőpiaci környezetben elvárt – béremeléseknek a termelékenység és a versenyképesség javulása adhat teret. **A költségoldalról jelentkező inflációs hatást a bérmegállapodásban rögzített járulékcsoökkentések mérséklük.** A szociális hozzájárulási adó kulcsát 2019. július 1-jén 2 százalékponttal csökkentették, a következő járulékcsoökkentések a reálbérek alakulásának függvényében, várhatóan 2020 harmadik negyedévében és 2021 utolsó negyedévében valósulnak meg. A járulékcsoökkentések ellenére a munkaerőköltség emelkedése a teljes előrejelzési horizonton némileg meghaladja a termelékenység növekedését, ugyanakkor a következő évek során a különbség fokozatosan csökken (1-16. ábra).

1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

	2018	2019		2020		2021	
	Tény	Előrejelzés					
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális
Infláció (éves átlag)¹							
Maginfláció	2,5	4,0	3,8	3,9	3,8	3,4	3,4
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	2,4	3,6	3,4	3,5	3,4	3,1	3,1
Infláció	2,8	3,2	3,3	3,4	3,4	3,3	3,3
Gazdasági növekedés							
Háztartások fogyasztási kiadása	5,3	5,1	4,7	3,9	3,9	3,0	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	0,0	0,7	1,1	0,9	1,1	0,5	0,3
Állóeszköz-felhalmozás	16,5	14,9	15,9	2,0	2,4	3,4	4,0
Belföldi felhasználás	7,0	5,2	5,4	2,7	2,9	2,6	2,7
Export	4,7	5,4	5,2	6,2	5,5	6,2	5,5
Import	7,1	6,5	6,3	5,7	5,0	5,6	5,0
GDP	4,9	4,3	4,5	3,3	3,3	3,3	3,3
Munkatermelékenység ⁶	2,7	1,9	2,5	2,7	2,7	3,1	3,1
Külső egyensúly²							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,5	0,0	-0,9	0,4	-0,7	0,7	-0,4
Külső finanszírozási képesség	2,1	2,2	1,8	2,2	2,0	2,0	1,7
Államháztartás^{2,5}							
ESA-egyenleg	-2,2	(-1,7)-(-1,6)	(-1,8)-(-1,7)	(-1,4)-(-0,6)	(-1,4)-(-0,6)	(-1,3)-(-0,5)	(-1,3)-(-0,5)
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ³	11,3	10,5	10,5	8,5	8,5	8,0	7,9
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,1	1,4	1,1	0,6	0,5	0,2	0,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset ³	10,9	10,9	10,9	9,6	9,6	8,9	8,9
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,3	1,7	1,5	0,7	0,7	0,4	0,4
Munkanélküliségi ráta	3,7	3,4	3,4	3,3	3,3	3,3	3,3
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	5,9	8,0	7,1	4,9	4,7	4,5	4,1
Lakossági reáljövedelem ⁴	6,7	4,9	4,8	4,1	4,1	2,9	2,9

¹ Szezonálisan igazított adatok alapján.

² A GDP arányában.

³ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.

⁴ MNB-beclés.

⁵ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.

⁶ Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2019	2020	2021
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2019. szeptember)	3,3	3,4	3,3
Consensus Economics (2019. szeptember) ¹	3,2 – 3,4 – 3,7	2,6 – 3,2 – 4,5	
Európai Bizottság (2019. július)	3,2	3,2	
IMF (2019. április)	3,2	3,1	3,0
OECD (2019. május)	3,0	3,8	
Reuters-felmérés (2019. szeptember) ¹	3,2 – 3,4 – 3,5	2,5 – 3,2 – 3,5	2,8 – 3,1 – 3,3
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2019. szeptember)	4,5	3,3	3,3
Consensus Economics (2019. szeptember) ¹	4,0 – 4,5 – 5,2	2,0 – 3,1 – 3,7	
Európai Bizottság (2019. július)	4,4	2,8	
IMF (2019. április)	3,6	2,7	2,4
OECD (2019. május)	3,9	3,0	
Reuters-felmérés (2019. szeptember) ¹	4,2 – 4,6 – 4,9	2,8 – 3,3 – 3,9	
Folyó fizetési mérleg egyenlege³			
MNB (2019. szeptember)	-0,9	-0,7	-0,4
Európai Bizottság (2019. május)	-1,2	-1,4	
IMF (2019. április)	0,5	0,6	0,9
OECD (2019. május)	0,0	-0,7	
Reuters-felmérés (2019. szeptember) ¹	(-0,8) – (-0,2) – (0,2)	(-1,1) – (0,0) – (0,8)	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)^{3,4}			
MNB (2019. szeptember)	(-1,8)–(-1,7)	(-1,4)–(-0,6)	(-1,3)–(-0,5)
Consensus Economics (2019. szeptember) ¹	(-2,8) – (-1,7) – (0,0)	(-2,3) – (-1,4) – (0,4)	
Európai Bizottság (2019. május)	-1,8	-1,6	
IMF (2019. április)	-1,9	-1,9	-1,8
OECD (2019. május)	-2,0	-2,1	
Reuters-felmérés (2019. szeptember) ¹	(-2,2) – (-1,7) – (-1,4)	(-2,2) – (-1,4) – (-1,0)	
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2019. szeptember)	3,2	3,4	3,4
Európai Bizottság (2019. május) ²	3,5	3,7	
IMF (2019. április) ²	3,9	4,1	4,2
OECD (2019. május) ²	3,4	3,4	
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2019. szeptember)	1,7	1,9	1,9
Consensus Economics (2019. szeptember) ²	1,7	1,7	
Európai Bizottság (2019. július) ²	1,8	2,1	
IMF (2019. július) ²	1,7	2,0	1,9
OECD (2019. szeptember) ²	1,5	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.

⁴ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája körül három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A romló globális konjunktúra erősebb dezinflációs hatását bemutató szcenárió megvalósulása az alappályához képest alacsonyabb inflációs pályát és visszafogottabb növekedést eredményez. Az alacsonyabb beruházási aktivitás lehetőségét tárgyaló forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb inflációt és visszafogottabb növekedési ütemet feltételez. A magasabb bérnövekedéssel és dinamikus fogyasztásbővüléssel számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további kockázatként a versenyképességi reformok megvalósulását, valamint a háztartások megtakarításának erőteljesebb bővülését valószínűsítő forgatókönyveket tárgyalta.

Romló globális konjunktúra erősebb dezinflációs hatása

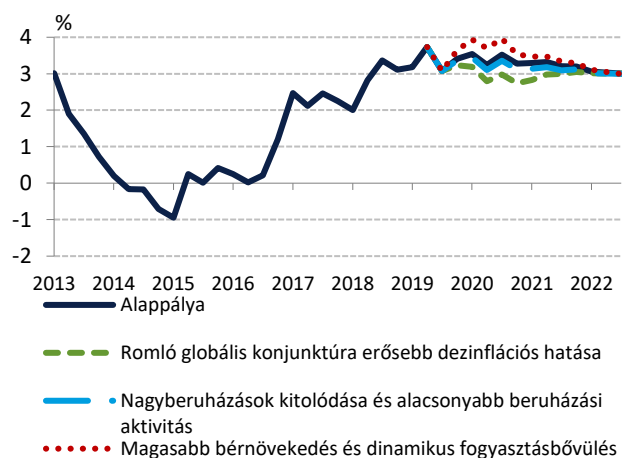
A lassuló globális konjunktúra főként az **euroövezeti és német gazdaság teljesítményén keresztül gyűrűzik be a magyar gazdaságba. Az eurozóna ideai gazdasági teljesítményére vonatkozó kilátások tovább mérséklődtek az elmúlt időszakban.** A gyenge külső konjunktúrát az elmúlt hónapok kedvezőtlen német ipari termelési adatai, a romló üzleti bizalom és az olasz növekedést övező kockázatok is alátámasztják. Emellett több jelentős kockázat – a megállapodás nélküli Brexit, az USA és Kína közötti kereskedelmi feszültség – erősödött az elmúlt negyedévben.

Az eurozóna inflációja jelentősen elmarad az EKB inflációs céljától, miközben az inflációs várakozások historikus mélypontjukra csökkentek júniusban. A globális növekedési és inflációs folyamatokkal összhangban az elmúlt negyedévben a **nemzetközileg meghatározó jegybankok lazították a monetáris kondíciókat.** A Fed júliusban és szeptemberben az irányadó ráta csökkentéséről döntött, az EKB szeptemberben a piaci szereplők várakozásaival összhangban 10 bázisponttal mérsékelte az O/N betéti rátát, valamint több elemből álló lazító csomagot jelentett be.

Alappályánkban a romló külső konjunktúra a hazai export alacsonyabb növekedésében és a külső kereslet dezinflációs hatásában nyilvánul meg. A növekedési és inflációs kilátásoknak megfelelően az euroövezetben fennmaradnak a laza monetáris kondíciók.

Alternatív pályánk feltevései szerint az euroövezeti konjunktúra az alappályához képest visszafogottabban alakul, Németország tartósan recesszióba kerül. A lefelé mutató növekedési és inflációs kockázatok következtében az EKB a vártnál nagyobb mértékben és több lépésben lazítja a monetáris kondíciókat. Az érdemben lazább külső monetáris politikai környezet a hazai eszközárak emelkedését okozza, míg a külső kereslet jelentős

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



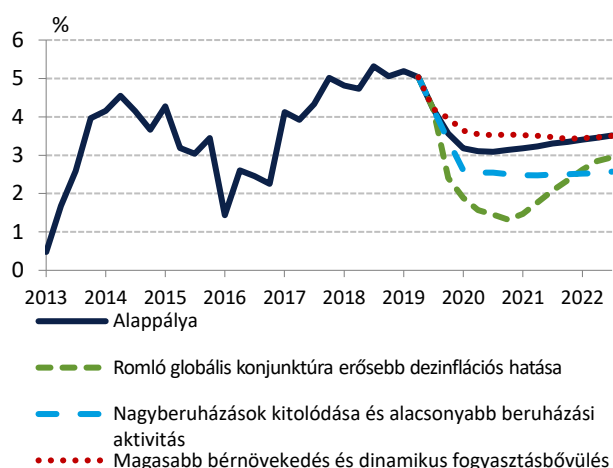
Forrás: MNB

viSSzaesése a hazai export teljesítményében a vártnál nagyobb ütemű lassulást és az alappályánál nagyobb külső dezinflációs hatásokat eredményez.

Nagyberuházások kitolódása és alacsonyabb beruházási aktivitás

Az elmúlt években számos bejelentés látott napvilágot a hazai járműipar fejlesztési szándékait illetően. A bejelentett üzemberuházások és kapacitásbővítések a kivitelezési fázisban és a termelés felfutásának időszakában is jelentősen emelik a hazai GDP növekedési ütemét. A német és régiós járműipar teljesítménye alulmúlta a várakozásokat, ennek ellenére a hazai járműipari termelés bővülése várakozásunknak megfelelően folytatódott a második negyedévben.

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



Forrás: MNB

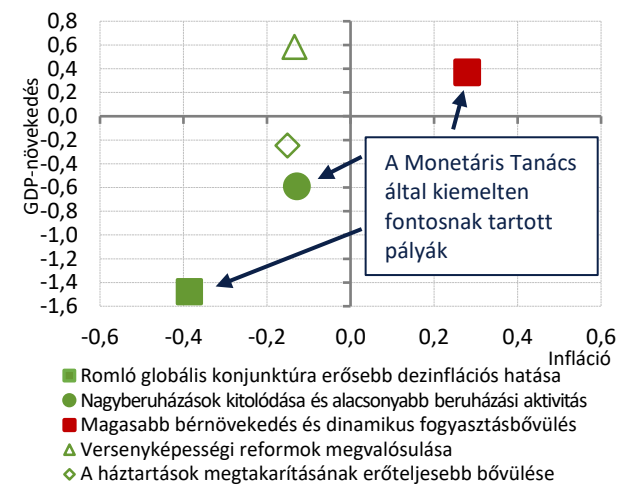
Az utóbbi időszakban több olyan bizonytalansági tényező is megjelent, amelyek érvényesülése esetén a bejelentett beruházások későbbre tolódhatnak. Németország gazdasági teljesítménye a második negyedévben 0,1 százalékkal csökkent negyedéves bázison. A német gazdasági kilátásokat megragadó Ifo várakozások indexe szintén tovább mérséklődött, ahogy a német ipari új rendelések is csökkentek júniusban az előző év azonos időszakához viszonyítva. A német autógyártókat a kedvezőtlen konjunktúrakilátások mellett olyan ágazatspecifikus tényezők is érintik, mint az új környezetvédelmi előírásoknak való megfelelés, illetve az e-mobilitás globális elterjedése.

Az alappályában feltételezésünk szerint a következő hónapokban a nyugat-európai járműgyártás lassulásával ellentétben továbbra is folytatódik a hazai járműipar növekedése. Ugyanakkor a kedvezőtlen euroövezeti konjunktúrafolyamatokkal összhangban a német autógyártók által korábban bejelentett üzemberuházások megvalósítása, illetve a meglévő kapacitások bővítése a bejelentés idején várt időponthoz képest körülbelül egy évvel később történhet meg.

Alternatív pályánkban a világgazdasági növekedés üteme lassul, ami a német ipar teljesítményét is visszaveti. Ezek következtében a német autógyártók a tervezett magyarországi beruházásokat és kapacitásbővítéseket a vártnál később hajtják végre. Ennek következtében az alappályában feltételezettnél alacsonyabb beruházási aktivitásra számítunk. Ezek eredményeként a kibocsátási rés zártabbá válik, ami alacsonyabb inflációs alapfolyamatokhoz vezet.

Magasabb bérnövekedés és dinamikus fogyasztásbővülés

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



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

Forrás: MNB

Az elmúlt években a dinamikus gazdasági növekedéssel párhuzamosan a foglalkoztatás is jelentősen emelkedett és a munkanélküliség historikusan alacsony szintre csökkent. Ezek következtében a **munkaerőpiaci kondíciók egyre feszesebbé váltak, ami dinamikus béremelkedéshez vezetett.** A minimálbér és a garantált bérminimum 2017-ben 15, illetve 25 százalékkal, 2018-ban pedig 8, illetve 12 százalékkal emelkedett. A munkáltatói és a munkavállalói érdekképviseletek 2018. végi bérmegállapodása alapján a **minimálbér és a garantált bérminimum emelésének mértéke 2019-ben és 2020-ban is egyaránt 8 százalékos.**

2019 második negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 10,8 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. 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 jellemzi, kétszámjegyű bérnövekedést regisztráltak mind a nagyvállalatok, mind a kis- és középvállalatok körében.

Alappályánk szerint idén a versenyszféra bérek az előző évhez hasonlóan közel 11 százalékkal nőnek, ugyanakkor a következő években a **GDP-növekedés lassulásával párhuzamosan a keresetek továbbra is erőteljes, de egyszámjegyű emelkedését várjuk. A lakossági fogyasztás a jövedelmi folyamatokkal összhangban bővül,** míg a megtakarítási ráta tartósan magas marad.

Alternatív pályánk feltevései szerint a vállalatok munkaerő iránti kereslete tartósan magas marad, így a feszesebb munkaerőpiaci környezet hatására **a bérek a következő években is kétszámjegyű ütemben 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 kettő további alternatív pályát mérlegelt. A **versenyképességi reformok megvalósulását** valószínűsítő scenárió az alappályánál alacsonyabb inflációs pályát és magasabb növekedést okoz. Ebben a forgatókönyvben a Magyar Nemzeti Bank által bemutatott, **a versenyképesség javítását célzó 330 pont megvalósulása esetén a magyar gazdaság növekedése az előrejelzési horizonton 4 százalék körül maradhat, erősítve ezzel hazánk fenntartható felzárkózását** (2-1. keretes írás). A **háztartások megtakarításának erőteljesebb bővülését** feltételező alternatív pálya érvényesülése az alappályánál alacsonyabb inflációt és mérsékeltebb növekedést eredményez.

2-1. keretes írás: A versenyképességi reformok megvalósulásának hatása

Magyarország felzárkózása előtt alapvetően két út áll: a versenyképességi reformok megvalósulása révén a fejlett gazdaságok csoportjába kerülhet, míg a reformok elmaradása esetén a közepes fejlettség csapdájában ragad. A Magyar Nemzeti Bank által bemutatott, a versenyképesség javítását célzó 330 pont, illetve a Kormány által meghirdetett Gazdaságvédelmi Akcióterv intézkedései a versenyképesség javulása irányába hatnak. Előrejelzésünk alappályájában a már bejelentett intézkedések hatásaival számolunk, ugyanakkor – korábbi gyakorlatunkat követve – alternatív forgatókönyvben számszerűsítjük a további versenyképességi reformok megvalósulásának makrogazdasági hatásait is.

A Magyar Nemzeti Bank 330 versenyképességi javaslatának megvalósulása nélkülözhetetlen Magyarország fenntartható felzárkozásához. A 2019 februárjában publikált Versenyképességi program 330 pontban c. kiadványban az MNB 12 területen fogalmazott meg javaslatokat, melyek megvalósulása nagymértékben elősegítheti a versenyképességi fordulatot és Magyarország sikeres felzárkózását. A versenyképesség javítását célzó 330 pont megvalósulása esetén a magyar GDP növekedése a következő években 4 százalék körül maradhat. A program megjelenése óta több terület esetében is megfigyelhetők pozitív változások és kezdeményezések, de a javaslatok széleskörű megvalósítása még számos lépést és átfogó reformokat igényel.

A sikeres felzárkózáshoz már rövid távon is hozzájárulhat több megvalósuló javaslat. A Kormány által májusban elfogadott 13+1 pontos Gazdaságvédelmi Akcióterv több pontja – a Versenyképességi programmal összhangban – támogatja a felzárkózás szempontjából kulcsfontosságú vállalati szektort, így ezen akcióterv bejelentését az MNB is üdvözölte. **A vállalatok költséghatékonyabb működését és a foglalkoztatás növelését segíti a szociális hozzájárulási adó és a KIVA csökkentése, a kisvállalati adók optimalizálása és az adóelőleg-feltöltés eltörlése.** A kkv-szektor fejlődését támogatja továbbá a fejlesztési adókedvezmény értékhatárának fokozatos csökkentése, illetve a forráshoz jutás szempontjából a Garantiqa Hitelgarancia Zrt. tőkeemelése. Az ország külső sérülékenységének további csökkentéséhez, egyben a belföldi gazdasági szereplők befektetői szerepének és jövedelmének bővüléséhez pedig már rövid távon is hozzájárul a Magyar Állampapír Plusz eredményes bevezetése.

A fenntartható konvergencia megvalósulását hosszabb távon többek között a demográfiai intézkedések támogatják. A Családvédelmi Akciótervben számos, a Versenyképességi programban is megfogalmazott javaslat megvalósítása megkezdődött. A gyermekvállalási kedvet egyaránt ösztönözheti a **babavárási hitel, a nagycsaládos anyák személyijövedelemadó-mentessége és a bölcsődei férőhelyek bővítése.** Hosszabb távon fejti ki a hatását a **szakképzés és a felnőttképzés megújítását célzó stratégia** is, melynek elsődleges célja a negyedik ipari forradalom következtében megváltozó foglalkoztatási elvárásokra való felkészülés. A mezőgazdaság hatékonyságát és termelékenységét előrettekintve érdemben javíthatja az **öntözési rendszer hosszú távú fejlesztése.**

A megkezdett intézkedések ellenére a Versenyképességi programban megfogalmazott javaslatok átfogó megvalósítása még széleskörű reformokat igényel. A felzárkózás szempontjából kiemelten fontos a minőségi munkaerő, így a **humán tőke képzettségének és egészségi állapotának javítása.** További intézkedések szükségesek az **állami hatékonyság növelése** érdekében is, annak ellenére, hogy megkezdődött néhány előremutató kezdeményezés például a **bürokrácia csökkentésének és a gazdaság további fehéritésének** irányába. Emellett a fenntartható növekedés szempontjából nélkülözhetetlen az **innovációra, a modern infrastruktúrára, a hatékony energiafelhasználásra, valamint a társadalmi felzárkóztatásra** való törekvés is.

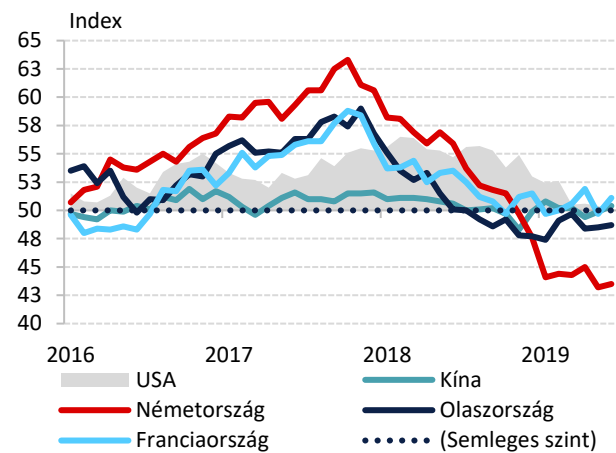
A Magyar Nemzeti Bank továbbra is elkötelezett Magyarország versenyképességének javítása és annak mérése mellett, ezért a versenyképességet elemző és mérő rendszerének megerősítése mellett döntött az idei évben. A Versenyképességi programban megfogalmazott 330 pont részletes nyomon követését a jegybank **Versenyképességi tükör** c. kiadványa tartalmazza majd.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2019 második negyedében – a kockázatok erősödése mellett – folytatódott a világgazdaság bővülése. A visegrádi régió továbbra is az Európai Unió növekedési centruma. A romló globális gazdasági kilátások, a kereskedelmi feszültségek fokozódása, valamint a Brexittel kapcsolatos bizonytalanságok jelenleg a leginkább meghatározó tényezők a monetáris politikai döntések során. A globálisan meghatározó jegybankok közül a Fed júliusban és szeptemberben 25 bázisponttal csökkentette az alapkamatot, míg az EKB szeptemberben egy több elemből álló, jelentős lazítócsomagot jelentett be. A régiós jegybankok a korábbi negyedévekhez hasonlóan az irányadó ráta változatlan szinten tartásáról döntöttek az időszak során.

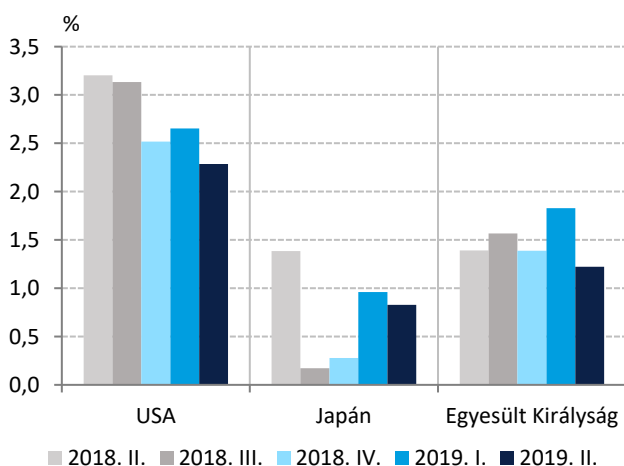
3-1. ábra: A feldolgozóipari PMI alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Bloomberg

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

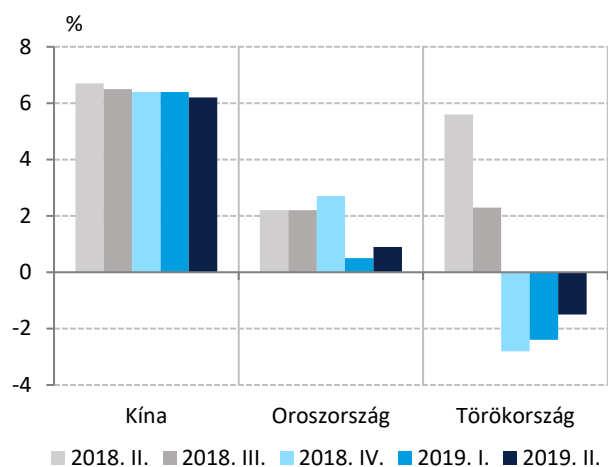
3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

A globálisan meghatározó gazdaságok növekedése lassult 2019 második negyedében, emellett a feldolgozóipari kilátásokat jelző bizalmi indikátorok is lefelé mozdultak az elmúlt hónapok folyamán (3-1. ábra). Az **Egyesült Államok gazdasága** – a várakozásokat meghaladó mértékben – **2,3 százalékkal** bővült az előző év azonos időszakához képest (3-2. ábra). A bővülést a lakossági- és kormányzati fogyasztás mellett a helyi kormányzati szervek beruházásai támogatták. A nettó export és a készletek negatívan járultak hozzá a gazdaság teljesítményéhez, ahogy az épületjellegű beruházások is visszafogták a gazdaság bővülését. Az amerikai gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások a növekedéstámogató intézkedések (adócsökkentések és az infrastrukturális beruházási program) kifizetésével párhuzamosan fokozatos lassulást vetítenek előre. Azonban **a legnagyobb növekedési kockázatnak** – a világmiponton belüli jelentős súlyuk következtében – az **USA és Kína közötti kereskedelmi feszültségeket tekintik a piaci szereplők**. A magasabb vámterhek okozta lassulási félelmek már a makrogazdasági adatokban is tükröződnek, ahogy az árupiacokat meghatározó áresés is a globális kereslet szűkülését jelzi (részletesebben lásd 6.1. kiemelt téma).

Az Egyesült Királyság gazdasági teljesítménye 2019 második negyedében – 2009 óta a leglassabb ütemben – **1,2 százalékkal emelkedett** (3-2. ábra). A lakossági- és a közösségi fogyasztás támogatta a növekedést. A vállalati beruházások tovább mérséklődtek, amit az **EU-ból való kilépést övező bizonytalanság** is magyarázott. A **megállapodás nélküli Brexit** és az ezzel járó kereskedelmi fennakadások kockázatának hatására jelentős **munkaerő-leépítés kezdődött a brit gyáriparban**, és a brit járműipari termelés az idei év első félévében közel 20 százalékkal csökkent éves összevetésben.

A japán gazdaság negyedéves összevetésben 0,3 százalékkal – éves alapon 0,8 százalékkal – bővült

3-3. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban



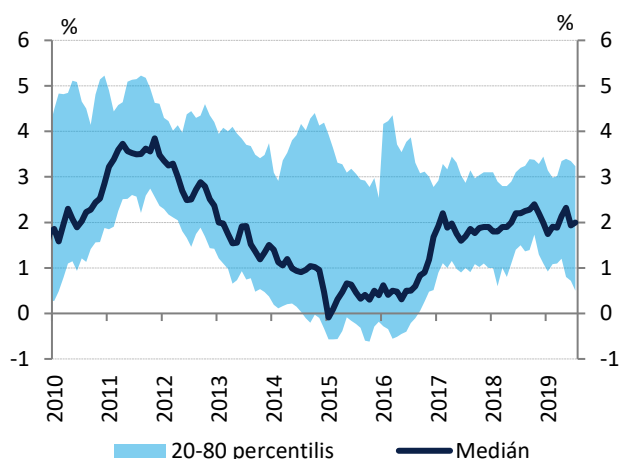
Forrás: Trading Economics

(3-2. ábra). A növekedést legnagyobb mértékben a belső keresleti tételek támogatták. A bruttó állóeszköz-felhalmozás bővüléséhez elsősorban a 2020-as nyári tokiói olimpiára készülő építőipari beruházások járultak hozzá.

A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasági teljesítménye – a várakozásokkal összhangban – **tovább lassult az idei év második negyedében** (3-3. ábra). Az első negyedéves 6,4 százalékos éves alapú GDP-növekedést 6,2 százalék követte. 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 külkereskedelmi feszültségek fokozódása, a tartományi eladósodottság is a lassulás irányába hatott, és előretételezve a kínai gazdaság további lassulásához vezethet. **Oroszországban éves alapon 0,9 százalékkal bővült a GDP.** Az előző negyedévet meghaladó növekedést elsősorban az ipari termelés támogatta, míg az építőipar teljesítménye elmaradt az előző időszakitól.

A **globális infláció** az elmúlt hónapokban **enyhén csökkent** (3-4. ábra). **Az Egyesült Államok, Japán és az eurozóna inflációs rátája továbbra is elmarad a jegybanki céltól**, 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 fém- és élelmiszerárak esetében mérséklődés volt megfigyelhető (3-6. ábra)

3-4. ábra: Globális inflációs folyamatok

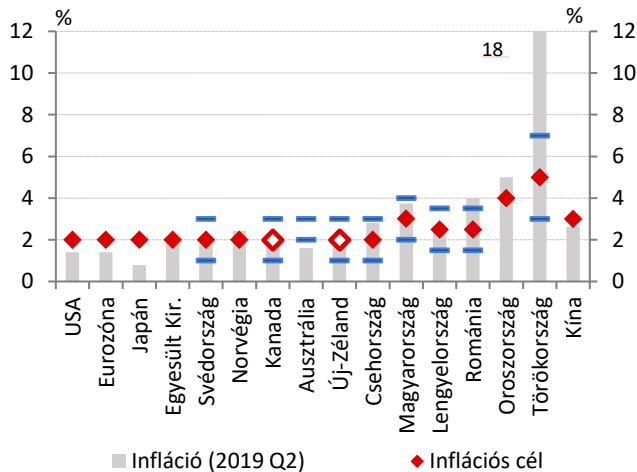


Megjegyzés: Százalékos változás az előző év azonos időszakához képest, 43 fejlett és fejlődő ország adatait figyelembe véve.

Forrás: OECD

A Fed döntéshozói júliusi és szeptemberi ülésükön egyaránt az irányadó ráta 25 bázispontos csökkentéséről döntöttek. A kamatcsökkentések indoklásában a globális növekedési kilátások alakulását és a gyenge inflációs nyomást hangsúlyozták. A júliusi ülésen arról is döntöttek, hogy a mennyiségi lazítás során vásárolt értékpapírállomány leépítését a korábban tervezetthez képest két hónappal előbb, már augusztusban befejezik (3-7. ábra). Az FOMC szeptemberi előrejelzését tekintve változás a korábbi előrejelzéshez képest, hogy az idei évre és 2021-re némileg magasabb növekedést várnak a döntéshozók. A kamatcsökkentéssel összhangban lejjebb tolódott a kamatpályára vonatkozó előrejelzés is, több csökkentés a döntéshozók medián várakozása alapján ugyanakkor nem várható. Jerome H. Powell a döntést követő sajtótájékoztatón nem zárta ki további kamatcsökkentések lehetőségét, ugyanakkor hangsúlyozta, hogy nincs előre meghatározott pálya, a nagyfokú bizonytalanság miatt a beérkező adatok alapján fognak dönteni.

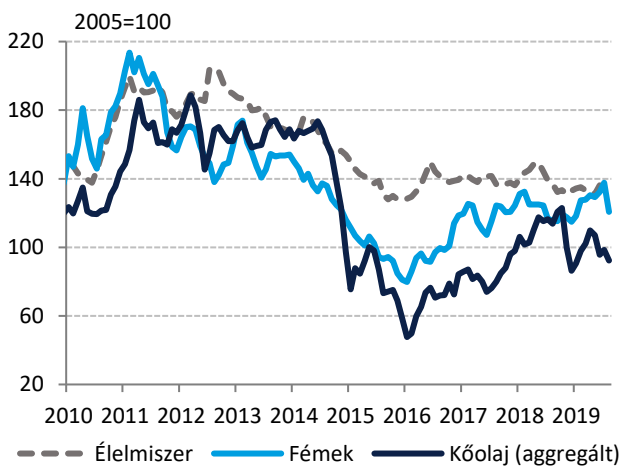
3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



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

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árból számítva.

Forrás: Világbank

A japán jegybank döntéshozói az elmúlt időszakban nem változtattak a monetáris kondíciókon, ugyanakkor szeptemberi ülésükön kilátásba helyezték egy októberi monetáris lazítás lehetőségét. A kamatokra vonatkozó előretekintő iránymutatás alapján a jegybank a rövid- és hosszú kamatlábak jelenlegi extrém alacsony szintjét tartósan, legalább 2020 tavaszáig fenn kívánja tartani. Ugyanakkor, ha a külső növekedési kilátások olyan mértékben romlanának, amely már hatással van a japán jegybank inflációs céljának elérésre, a jegybank nem fog hezitálni újabb lazító intézkedéseket eszközölni.

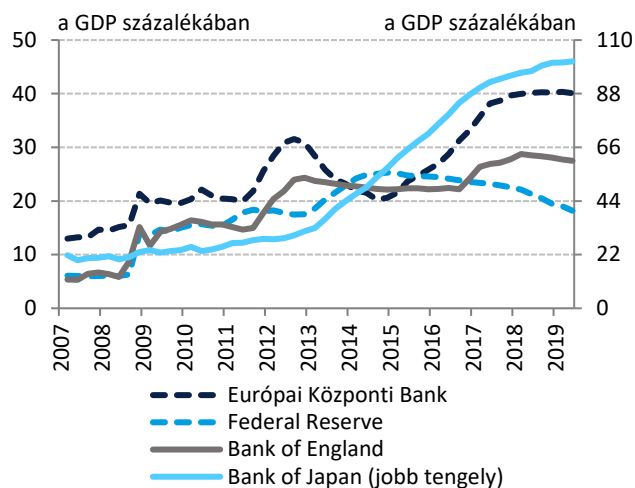
A Bank of England döntéshozói az elmúlt időszakban nem változtattak az alapkamaton, valamint az eszközvásárlási programokon. Az infláció az elmúlt hónapokban a 2 százalékos jegybanki cél körül alakult, augusztusban pedig enyhén az inflációs cél alá, 1,7 százalékra csökkent. A jegybank várakozása szerint az infláció rövid távon mérsékelten az inflációs cél alatt maradhat. A jegybank augusztusi előrejelzésében rendezett Brexittel számolva is csökkentette az idei és jövő évi növekedésre vonatkozó kilátásait. Brexit megállapodás és javuló globális kilátások esetén korlátozott és fokozatos alapkamat emelést vetít előre a BoE, míg egyéb scenáriók megvalósulása esetén bármilyen irányú lépésre nyitottak.

Az orosz jegybank júliusban és szeptemberben is 25 bázisponttal csökkentette irányadó rátáját. A döntést az infláció csökkenése mellett az indokolta, hogy a gazdasági növekedés elmaradt a jegybank korábbi várakozásaitól. Az infláció folyamatosan mérséklődött az elmúlt időszakban: a márciusi 5,3 százalékos csúcsponttól augusztusra 4,3 százalékra csökkent. Amennyiben az előrejelzéssel összhangban alakulnak a gazdasági és inflációs folyamatok, a jegybank további kamatcsökkentést hajthat végre az elkövetkező kamatdöntő ülések valamelyikén, és 2020 első felében semleges irányultságúvá válhat a monetáris politika.

A kínai központi bank augusztusban új referenciakamatot vezetett be a banki hitelek árazásához. Az ajánlás szerint a kereskedelmi bankoknak új hiteleiket a Nemzeti Bankközi Finanszírozási Központ által közzétett loan prime rate (LPR) mutató alapján kell árazniuk. A módosítással a jegybank várakozása szerint a referenciakamat piaci alapú és rugalmasabb lesz. Szeptemberben a jegybank csökkentette a pénzügyi intézményekre vonatkozó kötelező tartalékrátáját. Az infláció a februári 1,5 százalékról júliusra fokozatosan 2,8 százalékra emelkedett, azonban így is enyhén a 3 százalékos jegybanki cél alatt maradt.

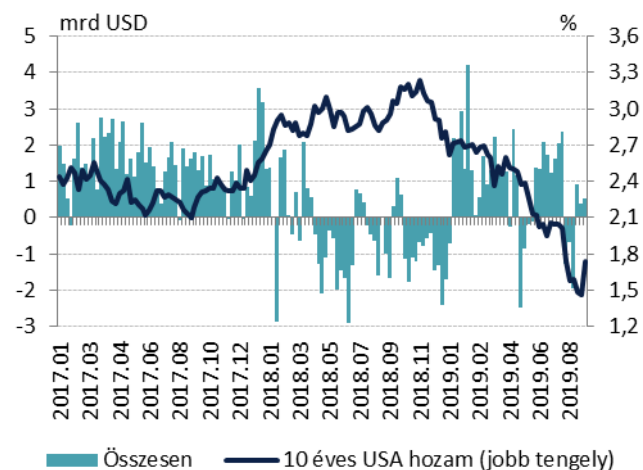
Az elmúlt negyedév középső részében romlott a piaci hangulat, majd korrekció következett, így összességében a

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

kockázatvállalási hajlandóság érdemben nem változott, és bár a fejlett piaci részvényindexek enyhén emelkedtek, a feltörekvő piaci indexek csökkentek. A harmadik negyedévben július végén és augusztusban kis mértékben tovább erősödött a kockázatkerülés, elsősorban a globális növekedési aggodalmak, illetve a kínai-amerikai kereskedelmi konfliktus következtében, amely a fejlett és feltörekvő részvény-, valamint a feltörekvő kötvénypiacokra is kedvezőtlen hatással volt (3-8. ábra).

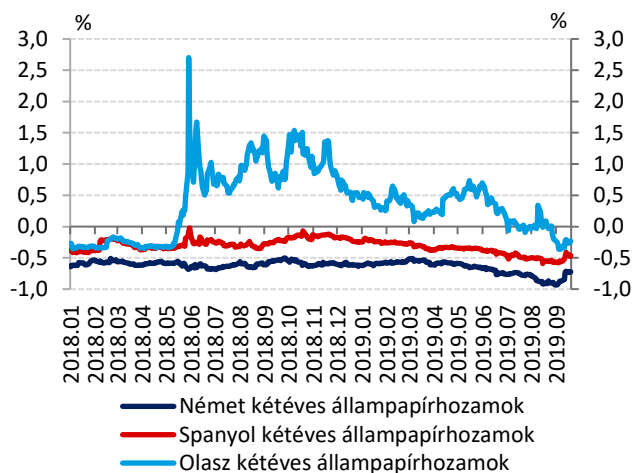
A második negyedévre jellemző kockázatkerülő hangulatban a monetáris politikai várakozások lazább irányba mozdultak el, amely a harmadik negyedévben is folytatódott. A Fed döntéshozói szeptemberi ülésükön csökkentették az irányadó rátát, a kamatvárakozások alapján a piacok **idénre még 1 alkalommal 25 bázispontos lazítást áraznak.** Az EKB Kormányzótanácsa pedig szeptemberben több elemből álló jelentős lazító csomagot jelentett be. A vezető jegybankokkal párhuzamosan a többi fejlett ország jegybankjától szintén lazítási lépések várhatók. A fejlett jegybankokkal kapcsolatos lazább várakozások hatására a feltörekvő piaci kamatvárakozások is lejjebb tolódtak. A lazításra vonatkozó várakozások, valamint a növekedési aggodalmak hatására a 10 éves hozamok csökkenése folytatódott az elmúlt negyedévben. **Az amerikai és német 10 éves hozam azonos mértékben, 22 bázisponttal süllyedt.** Az eurozóna perifériaországai között az olasz és a spanyol két éves hozam 5 bázispontos mérséklődést mutatott (3-9. ábra). A fejlett kötvényhozamok csökkenéséhez hozzájárult a kockázatkerülő hangulat is. A harmadik negyedév nagyobb részében alapvetően tőkebeáramlás volt jellemző a feltörekvő piacokra, majd a kockázatkerülés felerősödésével augusztusban tőke kivonást szenvedtek el.

Az elmúlt hónapokban az olajárak alakulásában jelentős mértékű volatilitás volt megfigyelhető. **Az olaj árára lefelé ható nyomást fejtettek ki a növekedési aggodalmak,** a kereskedelmi feszültségekről szóló hírek és a gyenge kínai kiskereskedelmi és ipari termelési adatok. Az árcsökkenést az sem tudta fékezni, hogy az OPEC-országok júliusi kitermelése több éves mélypontra, 30 millió hordó alá süllyedt. Szeptember közepén a geopolitikai feszültségek következtében érdemi áremelkedés volt megfigyelhető, mely eredményeképp a Brent olajfajta ára 70 dollár közelébe emelkedett, majd 65 dollárig korrigált.

3.1.2. Az eurozóna folyamatai

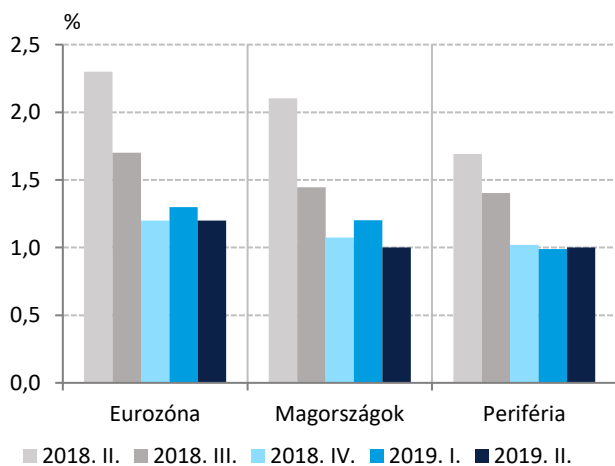
A gyengülő és egyre bizonytalanabbá váló külső konjunktúrával összhangban **a gazdasági növekedés Európa-szerte tovább lassult 2019 második negyedévében.**

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

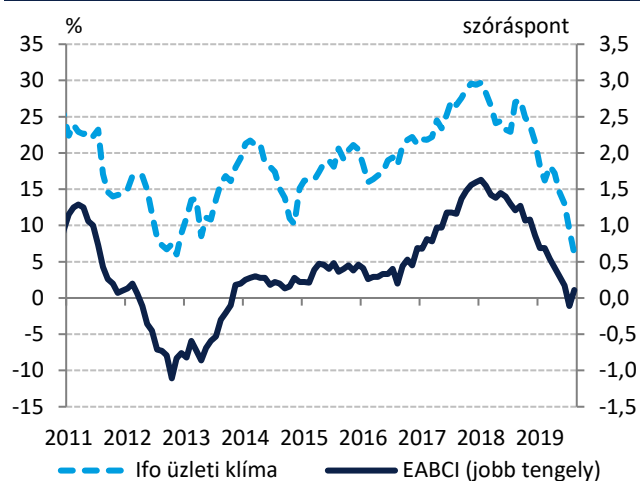
Az eurozóna gazdasági teljesítménye az előző év azonos időszakához viszonyítva 1,2 százalékkal növekedett (3-10. ábra). Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, **Németország** gazdasági teljesítménye **0,1 százalékkal visszaesett negyedéves bázison** 2019 második negyedévében, amit az ipari teljesítmény és az export érdemi csökkenése okozott. A német gazdaság idei évi teljesítményére vonatkozó várakozások tovább mérséklődtek. Emellett az előreutató feldolgozóipari beszerzési menedzserindexek is a kedvezőtlen kilátások folytatódását valószínűsítik (3-1. ábra), amit az Európai Unió 2018 második felében bevezetett károsanyag-kibocsátás korlátozásával, a dízelautó eladások visszaesésével, illetve a globális kereslet szűkülésével párhuzamosan elsősorban a német járműipari termelés visszaesése magyaráz. A német ipari folyamatok hazai kilátásokra gyakorolt rövidtávú hatását árnyalja, hogy az utóbbi hónapokban **hazai járműipar továbbra is kedvezőbben teljesít, mint a német.**

Az eurozóna magországok és perifériaországok növekedése hasonló ütemben zajlott (3-10. ábra). A **francia** gazdaság teljesítménye 1,4 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva. A növekedést elsősorban a háztartások fogyasztása támogatta, míg a készletek csökkenése visszafogta. **Ausztria** – az ágazatok széles körén nyugvó – gazdasági növekedése tovább folytatódott, és az eurozóna GDP bővülésénél élénkebben, 1,6 százalékon alakult. A perifériaországok növekedését elsősorban az **olasz gazdasági teljesítmény** (-0,1 százalék) mérséklődése fogta vissza. A gyenge ipari- és mezőgazdasági teljesítményt a szolgáltatások bővülése nem tudta ellensúlyozni.

Az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABCI), illetve a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) egyaránt mérséklődtek az elmúlt időszakban (3-11. ábra). **Az euroövezet növekedési kilátásait illetően a lefelé mutató kockázatok erősödtek** (a kereskedelmet korlátozó intézkedések kiterjesztése, az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése, a kínai gazdaság lassulása és az olasz gazdaság magas államadósságából fakadó sérülékenysége). A hosszabb távú növekedési kilátásokat illetően a termelékenység lassú bővülése továbbra is kockázatot jelent.

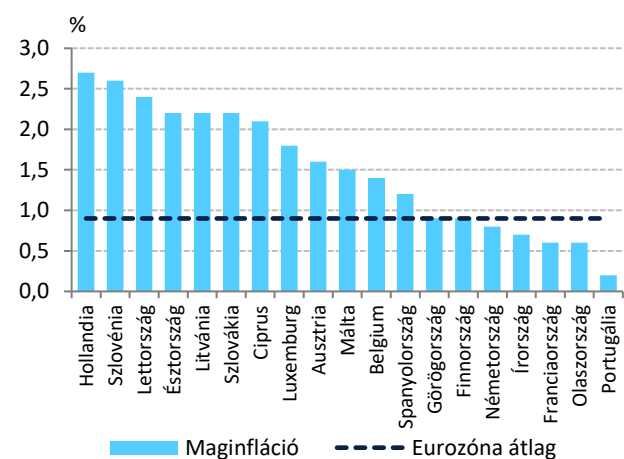
Továbbra is mérsékelt maradt az infláció az euroövezet egészét tekintve. A fogyasztóiár-index a tagállamok többségében a 2 százalékos jegybanki cél alatt alakult, hat tágallamban (Észtországban, Lettországon, Litvániában, Szlovákiában, Szlovéniában és Hollandiában) volt ennél magasabb infláció augusztusban. A maginfláció a júniusi 1,1 százalékról júliusban 0,9 százalékra csökkent, majd

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 (2019. augusztus)



Forrás: Eurostat

augusztusban változatlanul 0,9 százalékos szinten maradt (3-12. ábra). Tagállami szinten vizsgálva az augusztusi maginfláció alakulását hét tagállam esetében volt tapasztalható csökkenés az előző hónaphoz képest, míg három esetben stagnálás, kilenc esetben pedig emelkedés volt megfigyelhető.

Az EKB Kormányzótanácsa a szeptemberi ülésén a betéti kamat 10 bázispontos, -0,5 százalékos szintre történő csökkentéséről döntött. Emellett a döntéshozók megerősítették előretekintő iránymutatásukat, amely 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.

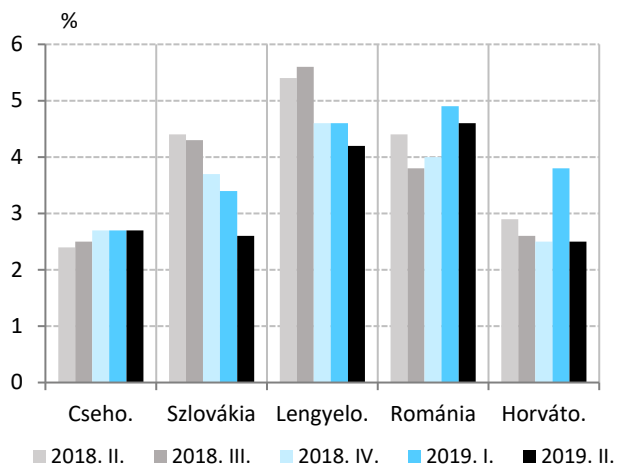
A döntéshozók továbbá döntöttek a nettó eszközvásárlások újraindításáról, amelynek keretében az EKB 2019. november 1-től havi 20 milliárd euro értékben vásárol majd értékpapírokat. **A vásárlások nyílt végűek, az eszközvásárlások lezárása az irányadó ráták emelése előtt nem sokkal várható.** A jegybank az értékpapírvásárlási program keretében vásárolt értékpapírok tőkeösszegét továbbra is újrabefekteti jóval azt követően is, hogy megkezdte az irányadó kamatok emelését, de addig mindenképpen, amíg szükség van rá a kedvező likviditási feltételek és a bőséges mértékű monetáris alkalmazkodás fenntartásához.

A jegybank továbbá a még márciusban bejelentett **TLTRO III program feltételein is változtatott,** így azok a korábban bejelentettnél kedvezőbbé váltak. A TLTRO III keretében nyújtott hitelek kamatát az adott hitel teljes futamideje alatt érvényes fő refinanszírozási kamat (MRO, jelenleg 0 százalék) átlagában határozta meg a jegybank. A kamat mértéke azonban csökkenhet azon bankok esetében, amelyek hitelezési tevékenysége egy küszöbértéket meghalad. Eszerint a legalacsonyabb kamat a hitel futamideje alatt fennálló jegybanki betéti kamat (-0,5 százalék) értéke. Az EKB továbbá a TLTRO III keretében kihelyezett hitelek futamidejét 2-ről 3 évre tolta ki. **Az EKB a várakozásoknak megfelelően bevezeti a kétsávós tartalékrendszert a negatív kamatok kedvezőtlen hatásának mérséklésére.**

3.1.3. A kelet-közép-európai régió folyamatai

Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2019 második negyedében is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának. Szezonálisan igazított adatok alapján Lengyelországban 4,2, Romániában 4,6, Szlovákiában 2,6, míg Csehországban 2,7 százalékos GDP-növekedést regisztráltak (3-13. ábra). A régió egészét vizsgálva a növekedés fő hajtóerejét a belső kereslet jelenti,

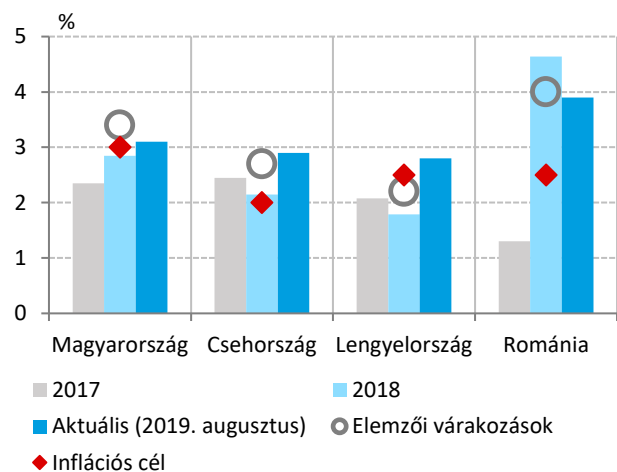
3-13. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában



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

Forrás: Eurostat

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



Megjegyzés: Az elemzői várakozások 2019 éves átlagára vonatkoznak.

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

míg a gyengülő külső konjunktúra hatására a nettó export több országban is lassítja a növekedést.

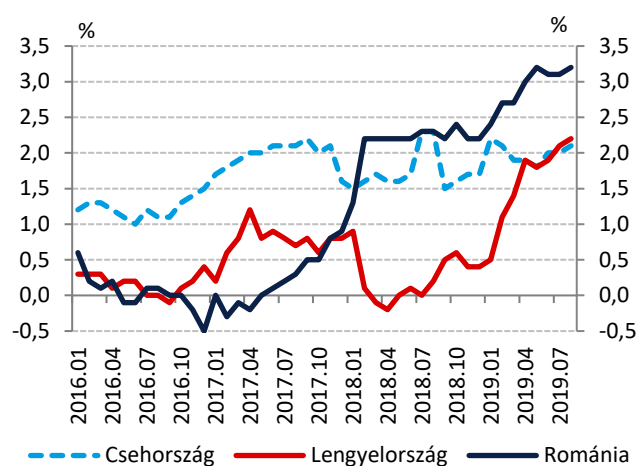
A régió országait tekintve a fogyasztói árak emelkedésének üteme jellemzően a jegybanki célok felett alakult az elmúlt időszakban. Lengyelországban a január óta tartó fokozatos emelkedés után augusztusban enyhén mérséklődött az infláció, de 2,8 százalékos értékével a 2,5 százalékos jegybanki cél felett maradt. Csehországban a fogyasztói árak emelkedésének üteme változatlanul a 2 százalékos jegybanki cél felett alakult, augusztusi értéke 2,9 százalék volt (3-14 ábra). Romániában az infláció továbbra is a toleranciasáv felső szélét jelentő 3,5 százalék felett alakult, ugyanakkor a júliusi 4,1 százalékról augusztusban 3,9 százalékra mérséklődött.

Az augusztusi elemzői konszenzus alapján az idei évben az átlagos infláció Romániában 1,5, Csehországban pedig 0,7 százalékponttal a jegybanki célok felett alakulhat, míg Lengyelország esetében az áremelkedés üteme elmaradhat a 2,5 százalékos céltól (3-14. ábra). A régió országait tekintve augusztusban a maginfláció Magyarország esetében mérséklődött, míg Lengyelországban és Csehországban emelkedett az elmúlt időszak során. Romániában enyhe mérséklődés után augusztusban ismét növekedést mutatott a maginfláció (3-15. ábra).

A cseh jegybank döntéshozói júniusi és augusztusi ülésükön az irányadó ráta változatlan szinten tartásáról döntöttek. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint a következő negyedévekben az infláció a 2 százalékos inflációs cél felett, de a toleranciasávon belül fog alakulni. A cél feletti infláció az erős belső keresletből fakadó inflációs nyomást, valamint az adminisztratív- és élelmiszerárak gyors emelkedését tükrözi. **Az infláció várhatóan jövő év elején kezd mérséklődni, ezt követően pedig a jövő év második felében várhatóan a cél közelébe csökken.**

A lengyel jegybank döntéshozói szeptemberi ülésükön az irányadó ráta változatlan szinten tartásáról döntöttek. A döntéshozók nyilatkozata alapján a globális növekedés lassulása ellenére a lengyel gazdaság kilátásai továbbra is kedvezően alakulnak, a második negyedévben a lengyel gazdaság 4,5 százalékkal bővült éves bázison. Ugyanakkor növekvő bizonytalanságot jelent a globális növekedés lassulása, illetve annak a lengyel gazdaságra gyakorolt hatása. Előretekintve, az előrejelzési horizonton egy átmeneti emelkedést követően 2020 első negyedévében az infláció a cél közelében alakul majd. A döntéshozók megítélése szerint a kamatok jelenlegi szintje továbbra is támogatja a lengyel gazdaság fenntartható növekedését és a makrogazdasági stabilitás fenntartását.

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



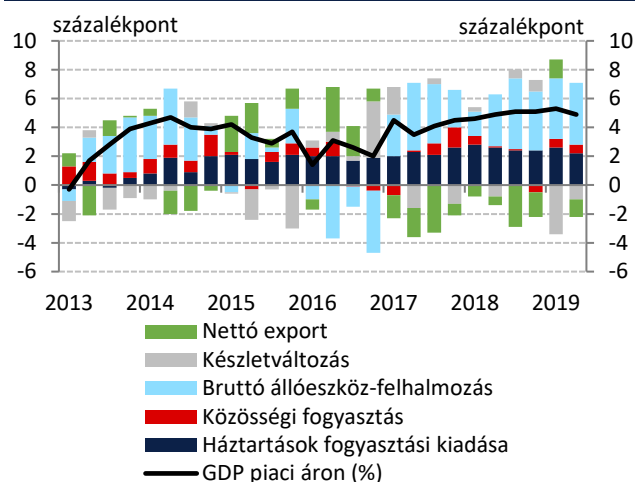
Forrás: Eurostat

A román jegybank döntéshozói az elmúlt negyedévben változatlan szinten tartották az irányadó rátát. Az infláció az elmúlt időszakban továbbra is meghaladta a toleranciasáv (3,5 százalékos) felső szélét. A 2019 augusztusi inflációs jelentés alapján az infláció az év hátralévő részében várhatóan a toleranciasáv fölött marad, majd a teljes előrejelzési horizonton a toleranciasáv felső részében alakul.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A hazai gazdaság 2019 második negyedévében 4,9 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. Felhasználási oldalról továbbra is a belső keresleti tételek – beruházás és fogyasztás – járultak hozzá legnagyobb mértékben a növekedéshez. A háztartások fogyasztásának bővülését a kedvező jövedelmi folyamatok, az emelkedő háztartási hitelállomány és a magas szinten tartózkodó fogyasztói bizalom is támogatta. A beruházások jelentős növekedéséhez hozzájárult a kedvező finanszírozási környezet: a vállalati hitelállomány kétszámjegyű bővülése, illetve az uniós forrásfelhasználás emelkedése. A nettó export a második 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.

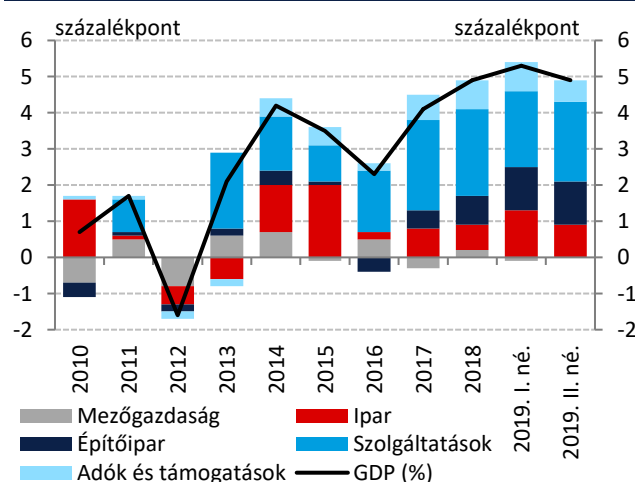
3-16. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



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

Forrás: KSH

3-17. ábra: A GDP-változás termelési oldali felbontása



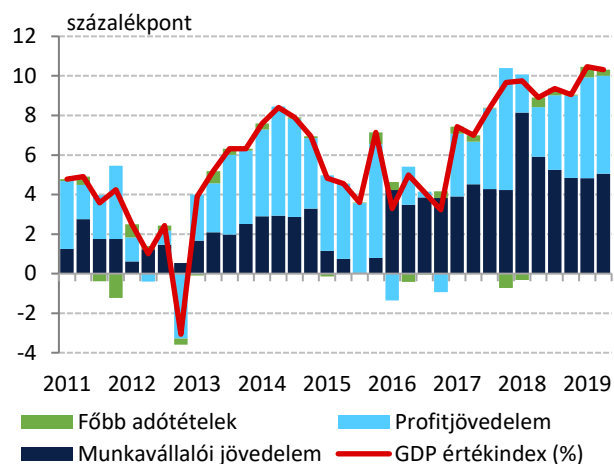
Forrás: KSH

2019 második negyedévében a **bruttó hazai termék (GDP) 4,9 százalékkal emelkedett** az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves viszonylatban 1,1 százalékos volt a bővülés. Magyarország a második helyet foglalja el az Európai Unió növekedési rangsorában. **A gazdaság növekedését továbbra is a belső kereslet vezérli** a fogyasztás és a beruházások dinamikus bővülésén keresztül. A belső keresleti tételek növekedésével párhuzamosan az áruimport bővülési üteme meghaladta a kivitel növekedését, így a **nettó export növekedési hozzájárulása negatív volt** a második negyedévben (3-16. ábra).

Termelési oldalon a **piaci szolgáltatások bővülése folytatódott** (3-17. ábra), a legnagyobb mértékben a kereskedelem és szálláshely-szolgáltatás, illetve a szállítás és raktározás ágazatok hozzáadott értéke növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az **építőipari termelés** növekedési dinamikája lassult a második negyedévben, azonban **növekedési hozzájárulása továbbra is magas volt**. A német ipar hónapok óta tartó gyenge teljesítménye ellenére a **hazai ipari termelés tovább emelkedett** a második negyedévben, amit a **járműgyártás kedvező teljesítménye** is támogatott. A **mezőgazdaság teljesítménye enyhén negatívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez** a második negyedévben, amit a kedvezőtlen év eleji időjárás és a tavalyi évhez képest kisebb vetésterület is magyarázhat.

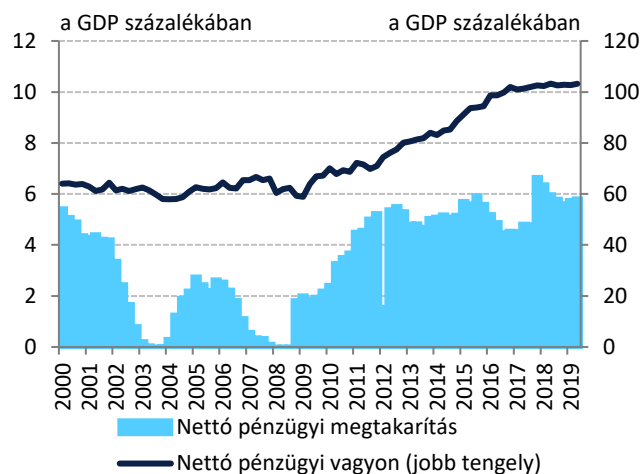
2019 második negyedévében **folytatódott a háztartások fogyasztásának bővülése**, azonban az első negyedévnél lassabb ütemben. A fogyasztás bővülését a **kedvező jövedelmi folyamatok, az élénk háztartási hitelpiac, a magas nettó pénzügyi vagyon és fogyasztói bizalom is támogatta** (3-18. ábra és 3-19. ábra). A tartós és félig tartós termékek vásárlására fordított kiadások növekedése (11,9 százalék, illetve 9,1 százalék) jelentősen meghaladta a fogyasztás aggregált bővülését, miközben a szolgáltatások fogyasztása – a korábbi negyedévekhez képest némileg lassabb ütemben – 3,5 százalékkal nőtt. Júliusban a kiskereskedelmi forgalom 6,9 százalékkal emelkedett, ami kedvező fogyasztási folyamatokra utal (3-20. ábra).

3-18. ábra: A GDP jövedelem oldali felbontása



Forrás: KSH, MNB

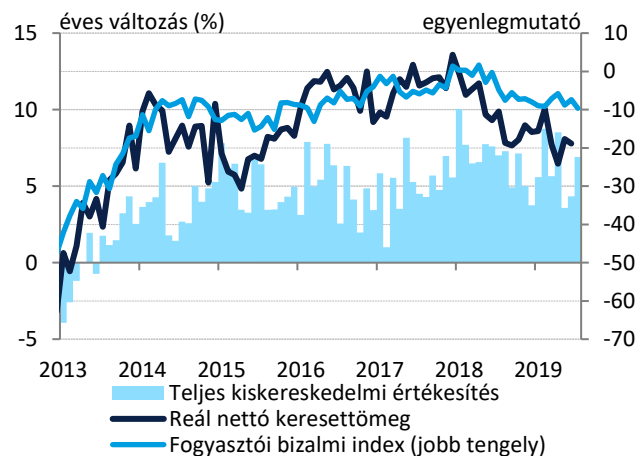
3-19. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH

3-20. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított kiskereskedelmi adat.

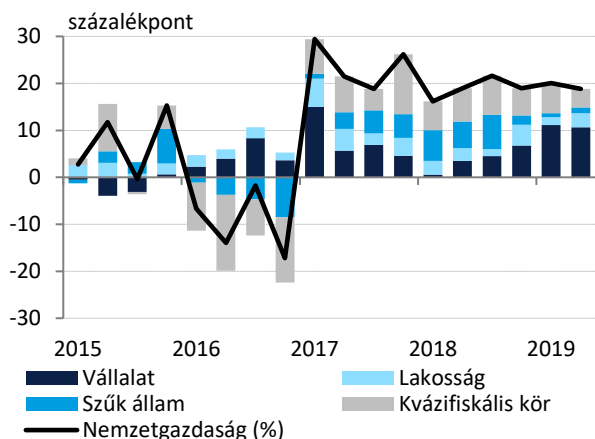
Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, KSH

A háztartási szektor hitelállományának éves bővülése meghaladta a 6 százalékot. A teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló háztartási hitelállomány tranzakciós alapon tovább bővült a negyedév során, így az éves hiteldinamika júniusban 6 százalékot tett ki. A növekedés továbbra is **elsősorban a lakáshiteleknek és a személyi kölcsönöknek volt köszönhető**, előbbi esetében 20 százalékkal, utóbbinál 36 százalékkal nőtt éves szinten az új szerződéskötések volumene. A Hitelezési felmérés keretében válaszadó bankok a kereslet élénkülését várják mind a lakáshitelek, mind a fogyasztási hitelek iránt, amihez a Családvédelmi Akcióterv keretében 2019 júliusában elindított támogatási programok is hozzájárulnak. A lakossági fogyasztás folytatódó bővülése és a háztartások emelkedő beruházási aktivitása egyaránt ösztönzőleg hat a hitelkeresletre. A háztartási hitelezés alapfolyamatainak élénkülését az **alacsony kamatkörnyezet és a reálbérek növekedése szintén támogatja**. A 2019 júliusától elérhető babaváró hitel rendkívüli népszerűségnek örvend, ami önerőként történő beszámítása esetén addicionális keresletet támaszthat a lakossági hitelek iránt.

A nemzetgazdasági beruházások volumene **18,8 százalékkal nőtt** 2019 második negyedévében az előző év azonos időszakához képest (3-21. ábra). A gépjellegű (15,2 százalék) és az épületjellegű (22,3 százalék) beruházások egyaránt emelkedtek éves összevetésben. A **belföldre termelő és szolgáltató** vállalatok beruházásaival párhuzamosan a **külföldre termelő** ágazatok beruházásai emelkedtek, amit elsősorban a vegyipar és a villamosberendezés-gyártás beruházásai támogattak. A vállalati szektor beruházásait a **kedvező kamatkörnyezet, a magas kapacitáskihasználtság, a kedvező hitelezési folyamatok**, valamint a már bejelentett nagyberuházások is segítik. A **saját és uniós forrásból finanszírozott állami beruházások bővülése is folytatódott**, amihez főként a közigazgatásban és egészségügyben végrehajtott fejlesztések járultak hozzá.

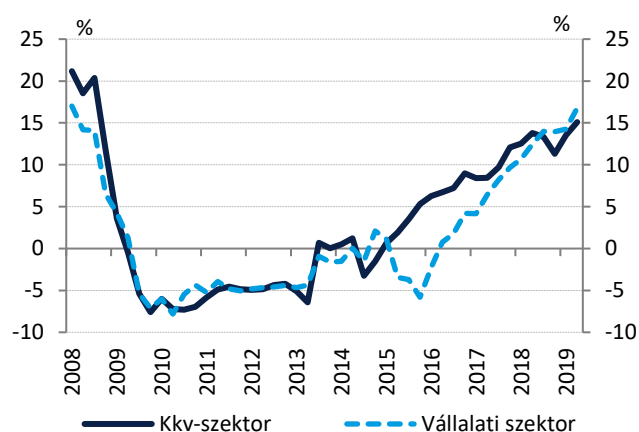
A vállalati hitelállomány éves szinten közel **17 százalékkal bővült**, amit több egyedi tétel is támogatott (3-22. ábra). A kkv-szektor hitelállománya 15 százalékkal emelkedett éves bázison. 2019 második negyedévében a vállalatoknak folyósított hitelek kiugró mértékben 544 milliárd forinttal haladták meg a törlesztéseket. A teljes vállalati hitelbővülés a néhány egyedi nagyszögű ügyletet leszámítva is 14 százalékot tenne ki és ágazati bontásban is széles bázisú. A kkv-k hitelezését a jegybank 2019 januárjától elindult **Növekedési Hitelprogram fix konstrukciója is támogatja**, melynek keretében augusztussal bezárólag mintegy 246 milliárd forint értékben kötöttek szerződéseket a

3-21. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH

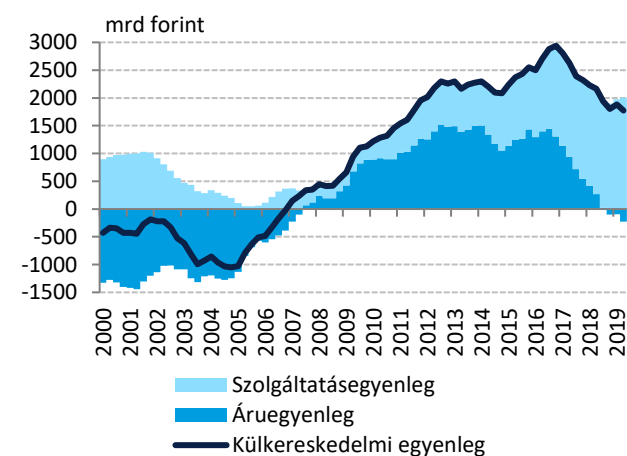
3-22. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

3-23. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



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

Forrás: KSH

vállalkozások. A Hitelezési felmérés eredményei szerint a bankok többsége növekvő keresletet tapasztalt elsősorban a hosszú lejáratú, valamint a forint hitelek iránt, melyben az NHP fix is szerepet játszhatott. A növekvő kereslet a bankok válasza alapján főként a vállalkozások tárgyeszközbeszerzéseit támogatták, mely a következő fél évben is szerepet játszhat a kereslet további élénkülésében. Az üzleti célú ingatlanhitelezésben a legnagyobb érdeklődés a logisztikai központok finanszírozását övezi, míg a válaszó bankok a lakásprojektek tekintetében a kereslet visszaesésére számítanak a következő fél évben. Ez utóbbit magyarázhatja a lakóingatlanokat érintő áfa korábbi szintjére történő visszaállítása, így az alacsonyabb megtérülés miatt elvetett fejlesztések csökkenthetik a hitelkeresletet.

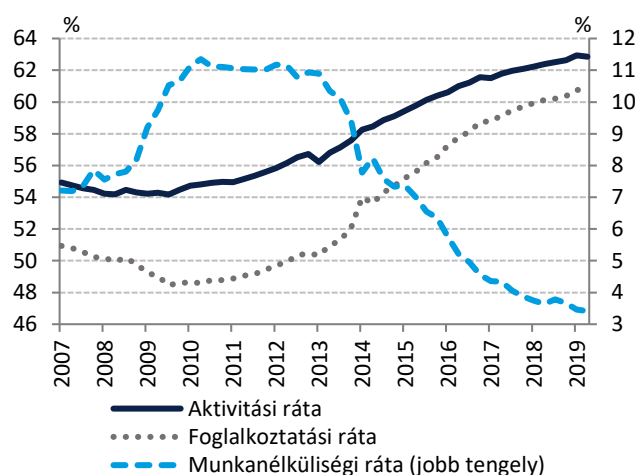
2019 második negyedévében **tovább emelkedett a lakosság beruházási aktivitása, azonban a lakásépítések piacán megtorpanás volt azonosítható**. A második negyedévében 2811 új lakás került átadásra, ami 10 százalékkal elmarad az előző év azonos időszakának értékétől. Az újonnan kiadott lakásépítési engedélyek száma éves összehasonlításban 4,5 százalékkal növekedett a második negyedévben, így szintje továbbra is magasan alakul. 2019 első negyedévében **tovább folytatódott a lakásárak emelkedése** az MNB összetett lakásárindexe alapján. A KSH adatai szerint az új és a használt lakások piacán egyaránt emelkedtek az árak.

A nettó export a második negyedévben negatívan járult hozzá a hazai gazdaság növekedéséhez. A belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás, beruházások) bővülésével párhuzamosan az áruimport növekedése meghaladta a kivitelét, így az áruegyenleg negatív lett a második negyedévben. A hazai szolgáltatásexport bővülése meghaladta a szolgáltatásimportot, amit a turizmus és a szállítási szolgáltatások kivitele magyarázott. **A külkereskedelmi egyenleg tovább csökkent a második negyedévben, azonban a szolgáltatás egyenleg továbbra is markáns többletet mutat** (3-23. ábra).

3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2019 második negyedében tovább emelkedett a versenyszféra foglalkoztatottsága az előző év azonos időszakához képest. A közmunkaprogramban résztvevők száma 109 ezer főre csökkent. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta továbbra is 3,4 százalékon alakult. Az üres álláshelyek száma alapján az ágazatok széles körében folytatódott a vállalatok munkaerő-keresletének mérséklődése. Ennek következtében a munkaerőpiaci feszesség enyhült, de továbbra is magas szinten alakul.

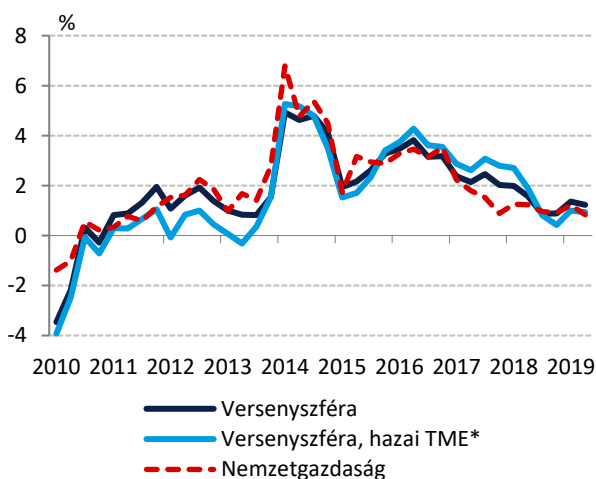
3-24. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

3-25. 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 második negyedében a 15–74 éves korosztály aktivitási rátája 62,9 százalékot tett ki, míg a 15–64 éves népességen belül az aktívak aránya 72,4 százalékon alakult. **A szezonálisan igazított adatok alapján a gazdaságilag aktívok száma enyhén mérséklődött** az előző negyedévhez képest (3-24. ábra).

A nemzetgazdasági foglalkoztatottság további növekedése a versenyszférához köthető, az állami szféra foglalkoztatottsága enyhén csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az államon belül **a közmunkaprogramban résztvevők száma 109 ezer főre csökkent,** míg a közfoglalkoztatáson kívüli létszám emelkedett.

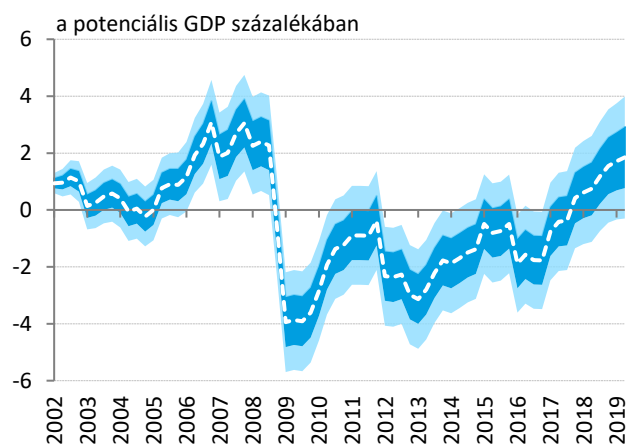
A versenyszférán belül mind a piaci szolgáltató szektor, mind a feldolgozóipar foglalkoztatása emelkedett az előző év azonos időszakához képest, ugyanakkor az éves bővülés üteme kismértékben lassult az előző negyedévhez képest. A külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 117 ezer főre emelkedett. A ledolgozott munkaóratömegeggyel korrigált, hazai teljes munkaidő egyenértékes létszám a foglalkoztatottságnál visszafogottabb ütemben emelkedett (3-25. ábra).

A munkanélküliek száma csökkent, **a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta továbbra is 3,4 százalékon alakult.** Az üres álláshelyek száma alapján az ágazatok széles körében **folytatódott a vállalatok munkaerő-keresletének mérséklődése.** Ennek következtében az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt, **munkaerőpiaci feszességet mérő mutató az előző negyedévhez hasonlóan enyhült, de továbbra is magas szinten alakul.**

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Becslésünk alapján a GDP enyhén a potenciális szintje fölött alakult 2019 második negyedében, amit alátámaszt a vállalatok magas kapacitáskihasználtsága és a feszes munkaerőpiac is. A kibocsátási rés bezáródásával a gazdaság kínalati oldalának bővülése válik meghatározóvá a növekedés fenntarthatósága szempontjából. A potenciális növekedés ütemét a gazdaságpolitika a stabilitás fenntartása mellett a versenyképesség javítását és a termelékenység növelését célzó strukturális eszközökkel történő lépésekkel emelheti.

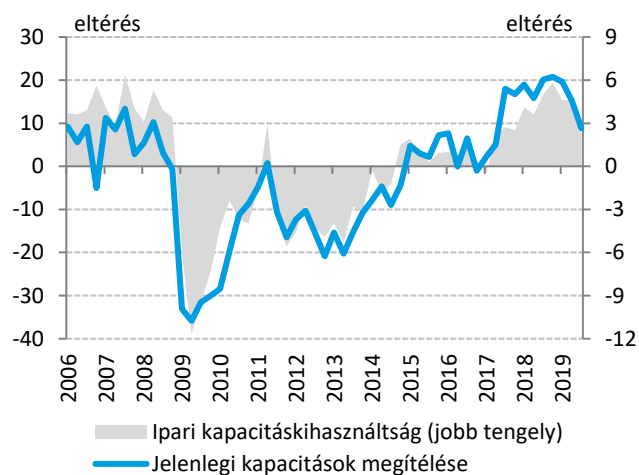
3-26. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv



Megjegyzés: A kék területek a becslési bizonytalansági sávot mutatják.

Forrás: MNB

3-27. ábra: Kapacitáskihasználtság és a kapacitások jelenlegi megítélése



Megjegyzés: Historikus átlagtól vett eltérés.

Forrás: ESI

Aktuális becslésünk szerint a hazai kibocsátási rés enyhén pozitív tartományban alakult (3-26. ábra). **A hazai gazdaság ciklikus pozíciójáról alkotott képünk nem változott** a júniusi Inflációs jelentésben szereplő becslésünkhöz képest.

Kérdőíves felmérések alapján **a vállalatok kapacitáskihasználtsága továbbra is** meghaladja historikus szintjét, ugyanakkor az ipari kapacitáskihasználtság és a munkaerőpiaci feszeség 2018 vége óta összességében mérséklődik (3-27. ábra). Az elmúlt évek dinamikus foglalkoztatásbővülésével összhangban a munkaerőpiaci feszeség továbbra is magasan a historikus átlag felett van.

A kibocsátási rés záródása a kereslet csökkenésével és a kínálat bővülésével egyaránt elképzelhető. Társadalmi szempontból éppen ezért kiemelt jelentősége van a következő időszakban a kínálatot, azaz **a potenciális kibocsátást bővítő strukturális, versenyképességi intézkedéseknek.**

Az elmúlt időszakban a termelékenység bővült, amit azonban elsősorban ciklikus tényezők és csak kisebb részben a gazdaság versenyképességének strukturális javulása magyarázta. Ugyanakkor 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.

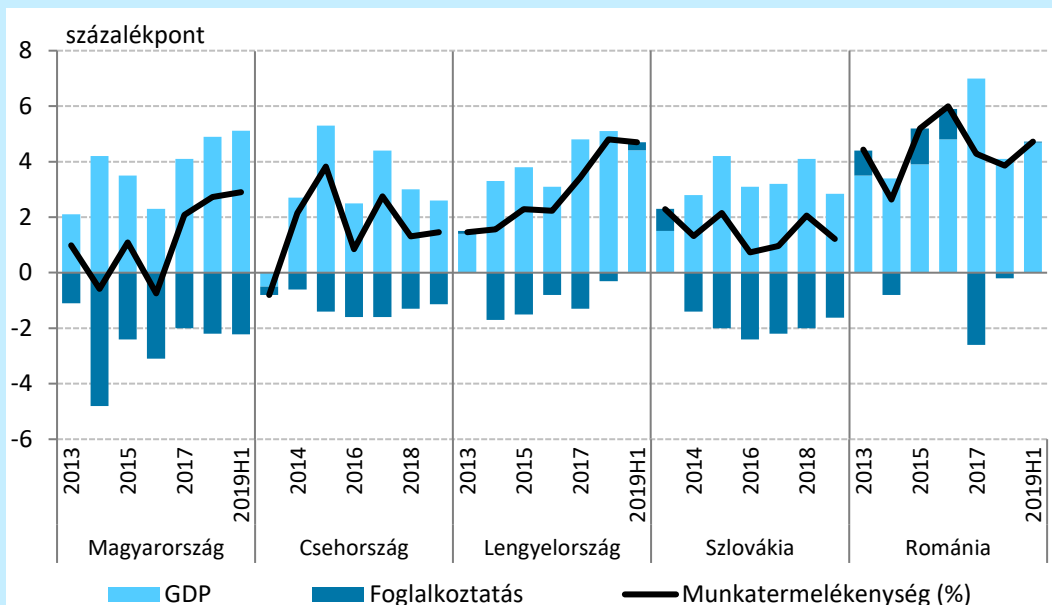
3-1. keretes írás: A termelékenység alakulása Magyarországon

A gazdaságok potenciális növekedési teljesítményét a munka és a tőke termelésbe vont mennyisége mellett ezek hatékonysága és az alkalmazott technológia színvonala, vagyis a **termelékenység (TFP)** határozza meg. A TFP (teljes tényezőtermelékenység) több szempontból is nehezen számszerűsíthető. Egyfelől a tőkeállomány becslése bizonytalan, másfelől a tőke és munka minőségi jellemzőinek számbavétele statisztikai és módszertani korlátokba ütközik. Az alábbi keretes írás a hazai munkatermelékenység alakulását mutatja be, kiemelt figyelmet szentelve a válság óta eltelt időszakban bekövetkező fordulóponthoz és a hosszú távú, fenntartható gazdasági felzárkózáshoz szükséges további lépéseknek.

A válságot követően a hazai gazdaságpolitika fókuszába a **pénzügyi egyensúly megteremtése mellett az európai összehasonlításban is alacsony munkaerőpiaci aktivitás javítása** került. A munkaerőpiaci fordulat hatására 2010-et követően a foglalkoztatási mutatók jelentősen javultak. A reformoknak köszönhetően a munkanélküliség historikusan legalacsonyabb szintjére csökkent, továbbá nagy számú, korábban inaktív csoportokat sikerült tartósan visszahozni a munka világába. **2013 és 2016 között a magyar gazdaság növekedése munkaintenzív módon ment végbe**, a GDP bővülése a foglalkoztatás érdemi emelkedésével párosult. A munkatermelékenységet jellemzően az egy foglalkoztatottra jutó hozzáadott értéként (GDP) értelmezzük, így a **termelékenység emelkedése ebben az időszakban visszafogott volt**.

Az elmúlt években a **teljes foglalkoztatás közeli állapot elérésével a termelékenység bővülése újraindult**. A hazai GDP növekedését a kedvező munkaerőpiaci folyamatok hatására emelkedő lakossági fogyasztás mellett a beruházások is érdemben támogatták. A bruttó állóeszköz-felhalmozás 2017-ben és 2018-ban is közel 20 százalékkal bővült, így a tavalyi évre a **beruházási ráta historikusan legmagasabb szintjére (25,5 százalék) emelkedett**. Általánosan megfigyelhető jelenség, hogy a gazdasági konjunktúra felívelő szakaszát a munkatermelékenység emelkedése jellemzi (Kaldor-Verdoorn-szabály). A munkatermelékenység az elmúlt években átlagosan közel 2,5 százalékkal bővült, ami lényegében megfelel a régiós országok átlagának és érdemben meghaladja a fejlett európai országokban megfigyelt növekedési ütemet. Érdemes kiemelni, hogy a **termelékenység növekedése a foglalkoztatás további bővülése mellett** valósult meg az elmúlt időszakban. A régiós országok közül egyedül Csehországban és Szlovákiában emelkedett a nemzetgazdasági létszám az elmúlt időszakban, **ugyanakkor ezekben az országokban a termelékenység bővülése jelentősen elmaradt hazánkétól** (3-28. ábra).

3-28. ábra: Hozzájárulás a régiós országok munkatermelékenységének alakulásához

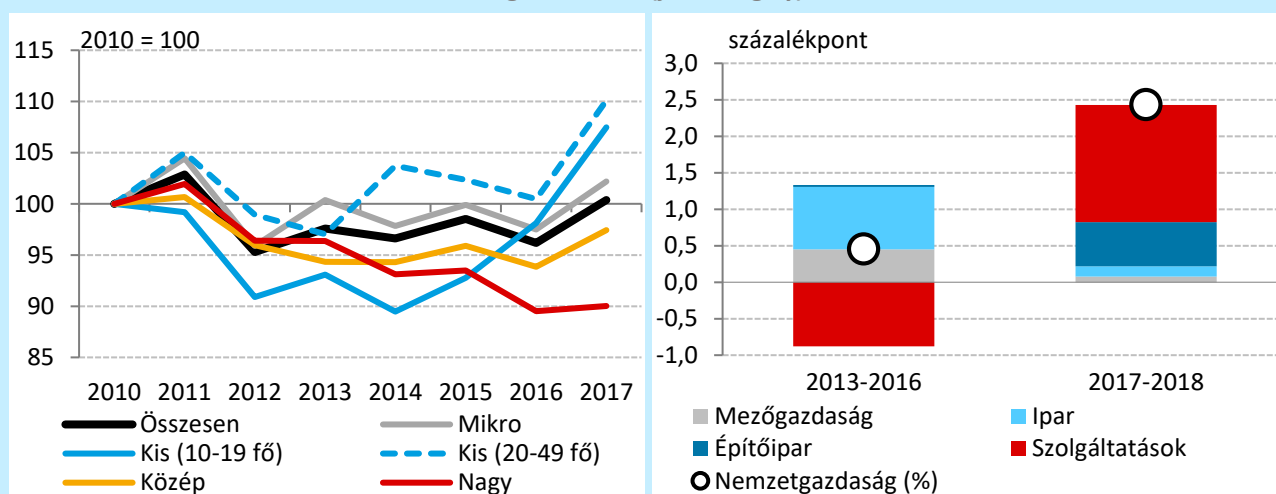


Forrás: Eurostat

A hosszú távon is fenntartható felzárkózás alapja a **termelékenység dinamikus növekedése, ami a versenyképesség javításán keresztül valósulhat meg**. A sikeresen lezajló munkaerőpiaci fordulat hatására hazánk a teljes foglalkoztatás közelébe került, így előretékelve kiemelt jelentőséggel bír a **tőke- és tudásintenzív növekedési modellre történő átállás**. A hazai termelékenység emeléséhez részben a **vállalati dualitás oldásán** keresztül vezet az út, hiszen a legnagyobb tartalék

a **kkv-szektor** esetében azonosítható. A kkv-k szerepe meghatározó a gazdasági vérkeringésben: a szektor az összes vállalat 99 százalékát és a foglalkoztatottak több, mint 70 százalékát fedi le, ugyanakkor a GDP csak kevesebb, mint felét állítja elő. Annak ellenére, hogy a kkv-k termelékenysége szintben közel harmada a nagyvállalatokénak, az elmúlt időszakban már elkezdődött a közeledés. Az elmúlt években a **nagyvállalatok munkatermelékenysége fokozatosan mérséklődött**, 2017-ben összességében több, mint 10 százalékkal maradt el a 2010-es értéktől. Mindeközben a **kkv-k termelékenysége javult**, a kisvállalkozások egy főre eső hozzáadott értéke 2017-ben közel 10 százalékkal haladta meg a 2010-es értéket (3-29. ábra, bal panel). A munkatermelékenység ágazati alakulásában is változás ment végbe az elmúlt években. 2013 és 2016 között a termelékenység visszafogott emelkedése elsősorban az iparhoz és – a kifejezetten változékony hozzáadott értékű – mezőgazdasághoz kötődött, az **elmúlt években azonban a munkatermelékenység közel 2,5 százalékos átlagos bővüléséhez az ágazatok széles köre hozzájárult** (3-29. ábra, jobb panel). A **szolgáltató szektor** termelékenységének emelkedése szembeötlő. A foglalkoztatás felfutásával összhangban az ágazat termelékenysége 2013 és 2016 között átmenetileg mérséklődött, ugyanakkor az **elmúlt években már érdemben emelkedett és meghatározó mértékben támogatta a nemzetgazdasági termelékenység bővülését**.

3-29. ábra: Hazai munkatermelékenység vállalatméret szerinti alakulása (bal panel) és éves átlagos változása ágazatonként (jobb tengely)



Forrás: Eurostat és Európai Bizottság alapján MNB

A kkv-szektor termelékenységének emelése és a vállalati dualitás oldása tehát kiemelt jelentőségű a nemzetgazdasági termelékenység javulásában. A kkv-k alacsony termelékenységének hátterében olyan problémák állnak, mint az **elaprózódott vállalati szerkezet**, a **kevés exportáló kkv**, a **menedzsment képességekben érzékelhető hiányosságok** és a szektor **alacsony technológiai felkészültsége**. A szektornak a jövőben nagyobb figyelmet kell szentelnie a **méretgazdaságossági előnyök kihasználására** és fel kell készülnie a **generációváltásra**, továbbá a fejlődésének mérföldköve lehet a **vállalkozói attitűd megváltozásában rejlő potenciál kihasználása**, illetve a **magasabb innovációs képesség** – amihez a digitalizáción keresztül vezet az út.

3.5. Költségek és infláció

2019 második negyedében a versenyszféra bruttó átlagkereset 10,8 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. Az infláció a tavaszi hónapokat követően a toleranciasáv felső harmadából a 3 százalékos cél közelébe csökkent. A fogyasztóiár-index mérséklődését elsősorban – a világpiacon olajárak alakulásával összhangban – az üzemanyagárak csökkenése okozta. Emellett az inflációs alapfolyamatok is mérséklődtek az elmúlt hónapokban. Az adószűrt maginfláció elmúlt időszakbeli csökkenését az iparcikkek árdinamikájának mérséklődése magyarázza, így a mutató augusztusban 3,2 százalékon alakult.

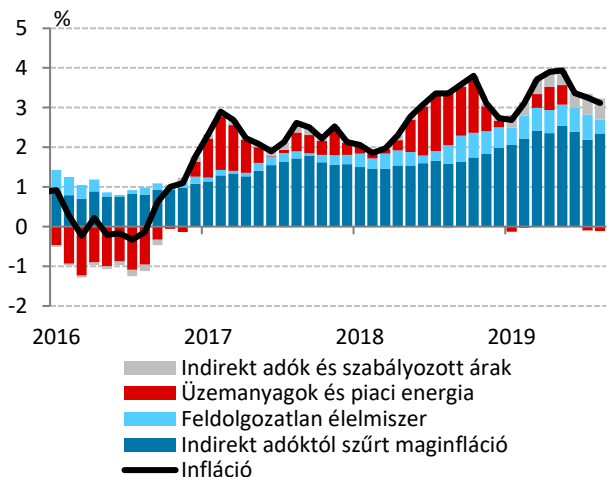
3-30. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-31. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

3.5.1. Bérek

2019 második negyedében a versenyszféra bruttó átlagkereset 10,8 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest (3-30. ábra). Az év eleji dinamikus béremeléseket követően az elmúlt hónapok átlagában a rendszeres átlagkereset a szokásos szezonálisnak megfelelően, visszafogott ütemben emelkedett havi alapon. Idén a minimálbért és a garantált bérminimumot egyaránt 8 százalékkal emelték. **Az adminisztratív béremelések mértékét meghaladó, továbbra is kétszámjegyű bérnövekedést főként az alapfolyamatot meghatározó feszes munkaerőpiaci kondíciók magyarázzák.** Emellett a cafeteria rendszer idei évi szűkítésével kieső, egyéb munkajövedelmeket sok esetben a vállalatok a keresetek emelésével kompenzálhatták.

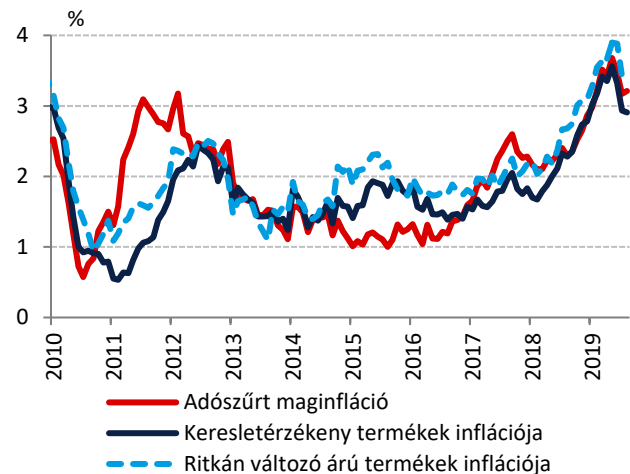
A versenyszférán belül a feldolgozóipar bérdinamikája meghaladta a piaci szolgáltató szektor béremelkedésének ütemét, ugyanakkor mindkét szektorban mérséklődött a bérek növekedési üteme az előző negyedévhez képest. A bérkiáramlás az átlagbér alatt fizető ágazatokban továbbra is magasabb volt, mint az átlagbér felettiekben. A létszám-kategóriák szerinti adatok alapján **mind a nagyvállalatok, mind a kis- és középvállalatok körében folytatódott a bérek kétszámjegyű növekedése.**

3.5.2. Termelői árak

A mezőgazdasági termelői árak éves összehasonlításban emelkedtek 2019 második negyedében. Az áremelkedés elsősorban a szezonális termékek áralakulásához köthető, a gyümölcsök ára áprilistól érdemben növekedett. A szezonális termékek mellett a gabonaárak és az állati eredetű termékek árai is emelkedtek éves összevetésben. Az állati eredetű termékek árnövekedéséhez elsősorban a tej termelői árának, illetve a sertés árának jelentős mértékű áremelkedése járult hozzá.

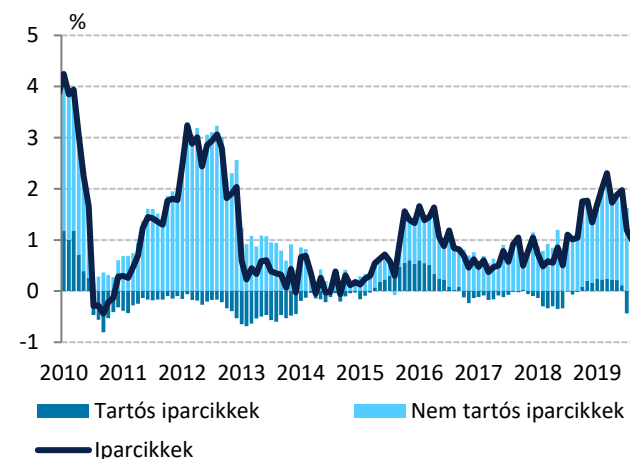
A fogyasztási cikkek termelői árai a historikus átlagnál magasabb mértékben emelkedtek júliusig az előző év azonos időszakához képest. A teljes ipar belföldi értékesítési árai az elmúlt hónapokban a historikus átlagnál alacsonyabb mértékben emelkedtek az előző év azonos időszakához

3-32. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-33. ábra: Az iparcikkek inflációja



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

képe, amihez főként az energiatermelő ágazatok termelői árainak érdemi csökkenése járult hozzá.

3.5.3. Fogyasztói árak

Az infláció a tavaszi hónapokat követően a toleranciasáv felső harmadából a 3 százalékos cél közelébe csökkent. A fogyasztóiár-index mérséklődését – a világpiaci olajárak alakulásával összhangban – az üzemanyagárak csökkenése okozta (3-31. ábra).

Az elmúlt hónapokban **a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók** (keresletérzékeny, illetve ritkán változó árú termékek inflációja) **csökkenése volt megfigyelhető** (3-32. ábra). Az adószűrt maginfláció csökkenését az iparcikkek árdinamikájának mérséklődése okozta, így a mutató augusztusban 3,2 százalékra csökkent.

Az iparcikkek inflációja összességében csökkent az elmúlt hónapokban. Ehhez mind a tartós, mind pedig a nem tartós iparcikkek árdinamikájának mérséklődése hozzájárult a vizsgált időszakban (3-33. ábra).

A nyári hónapokban **folytatódott a piaci szolgáltatások inflációjának csökkenése.** A munkaintenzív szolgáltatások inflációja mérséklődött, míg a kevésbé munkaintenzív szolgáltatások inflációja lényegében nem változott.

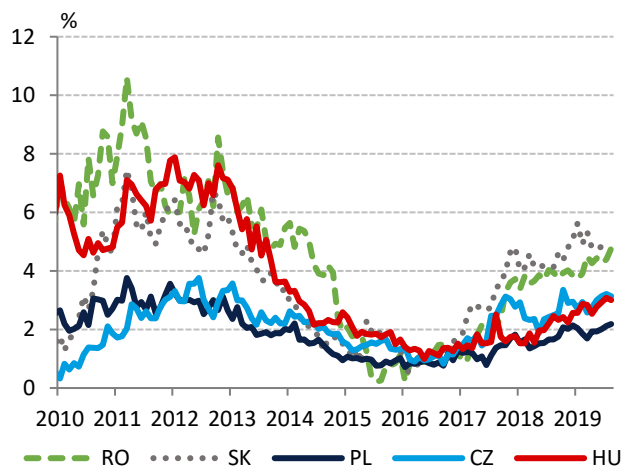
Az alkohol- és a dohánytermékek ára emelkedett, amit elsősorban a termékkört érintő adóváltozások – népegészségügyi termékadó és a jövedéki adó emelése – okoztak. A dohánytermékek jövedékiadó-emelésének esetében a korábbi adóváltozásokat jellemzőnél gyorsabb és nagyobb mértékű begyűrészt tapasztaltunk.

Az élelmiszereket összességében növekvő árdinamika jellemezte az elmúlt hónapokban. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja emelkedett az elmúlt hónapokban, amit elsősorban a szezonális élelmiszerek és a sertéshús áremelkedése magyaráz. A feldolgozott élelmiszerek ára emelkedett, amit több termékcsoport együttes áremelkedése okozott.

Az üzemanyagárak az elmúlt hónapokban csökkentek az olajár mérséklődésével összhangban. Ennek következtében a termékkör inflációja negatív tartományba süllyedt.

Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció lényegében megfelelt a júniusi Inflációs jelentés prognózisának, míg a maginfláció és az adószűrt maginfláció alacsonyabban alakult a korábbi előrejelzésünkénél. Az eltérést a maginfláció és az adószűrt maginfláció esetén elsősorban az iparcikkek vártnál mérsékeltebb árdinamikája okozta.

3-34. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3.5.4. Inflációs várakozások

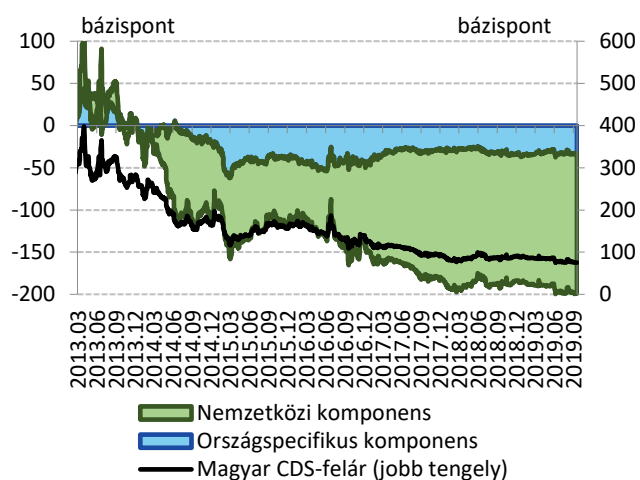
Az elmúlt hónapokban a lakosság inflációs várakozásai érdemben nem változtak és **továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak**, ami a várakozások horgonyozottságára utal. A hazai várakozások összhangban alakultak a régió korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető országaiban tapasztalható várakozásokkal (3-34. ábra).

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedév közepén romlott a globális piaci hangulat, a globális növekedési aggodalmak és a kereskedelmi feszültségeket övező félelmek hatására, az időszak végén azonban javult a kockázati megítélés. A tőzsdei volatilitást mérő VIX index időszak közepi 24 százalékos szintjéről szeptember közepére az induló 14,5 százalékra mérséklődött. A hosszú futamidejű fejlett állampapírhozámok 5-25 bázisponttal csökkentek június vége óta, míg a feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global felár 20 bázisponttal csökkent. A dollár június közepétől folyamatos és mérsékelt felértékelődést mutatott az euróval szemben. A hazai piacon a tízéves hozam a fejlett és régiós országok hosszú hozamaival együtt, azonban a régiós átlagnál nagyobb mértékben csökkent, míg a hitelkockázati mutató enyhén mérséklődött. A forint a régiós devizákkal együtt leértékelődött 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

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára a harmadik negyedévben enyhén mérséklődött (4-1. ábra). A 2 bázispontos felármérséklődését a nemzetközi tényező csökkenése okozta. A nemzetközi komponens csökkenését elsősorban a javuló kockázatvállalási kedv, illetve a fejlett jegybankok lazítóbb hangvételű kommunikációja támogatta.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

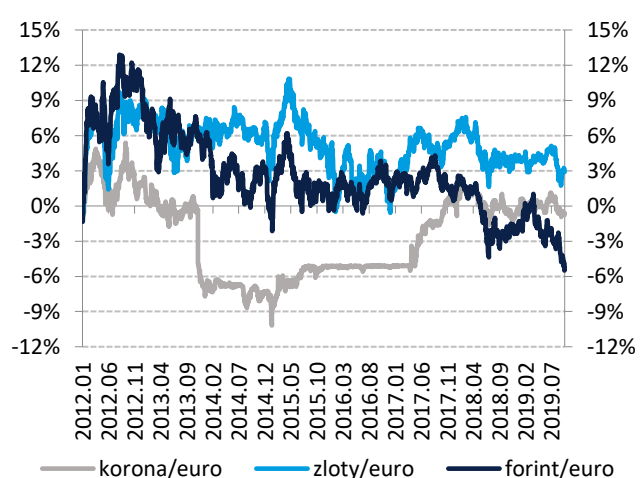
A forint mintegy 3 százalékos leértékelődést mutatott az euróval szemben, amely gyengülés beleillett a régiós folyamatokba. A régiós devizák közül a lengyel zloty 1,8, a cseh korona 1, míg a román lej árfolyama 0,3 százalékkal gyengült (4-2. ábra). Június közepétől 322-329 között ingadozott a forint árfolyama, majd az időszak végén 333-ig gyengült. A forint a dollárral szemben 4,5 százalékkal értékelődött le, míg a régiós devizák 2-4 százalékos mértékben.

4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Csökkent a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta tartó gyakorlatilag folyamatos csökkenését követően előbb stabilizálódott, majd 2018 elejétől emelkedni kezdett. A vizsgált időszak elején a külföldiek állománya csökkent, majd az időszak közepéig emelkedett. Ezt követően ismét mérséklődve az időszak végére 100 milliárd forinttal csökkent. A külföldiek forint állampapír-állománya 2019 szeptember végén 4300 milliárd forint alatt mozgott. A külföldiek tulajdoni részaránya a forint állampapírok piacán a korábbi negyedévekhez képest kissé magasabban, 24 százalék fölött alakult.

Az állampapírok elsődleges piacán erős volt a kereslet, a hosszabb papíroknál sok esetben a meghirdetett összegnél többet fogadott el az ÁKK. A 3 és 12 hónapos lejáraton is csökkentek a harmadik negyedévben az aukciós

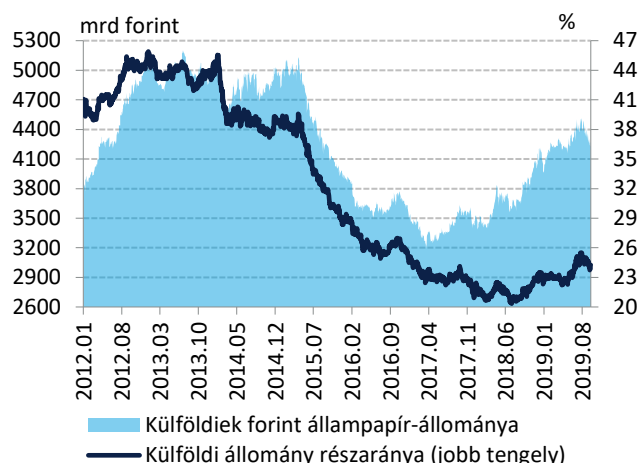
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

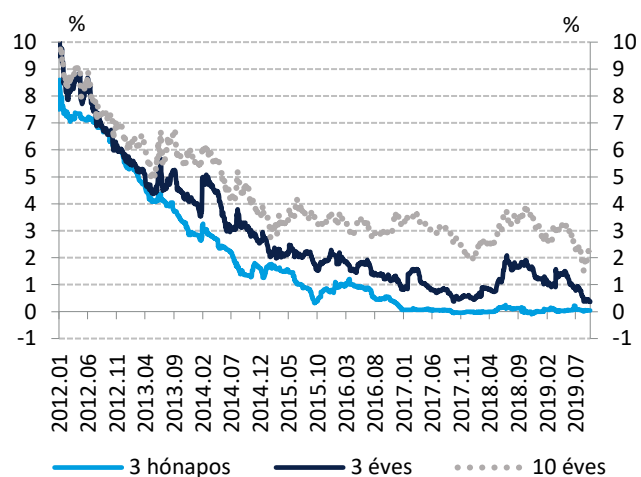
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

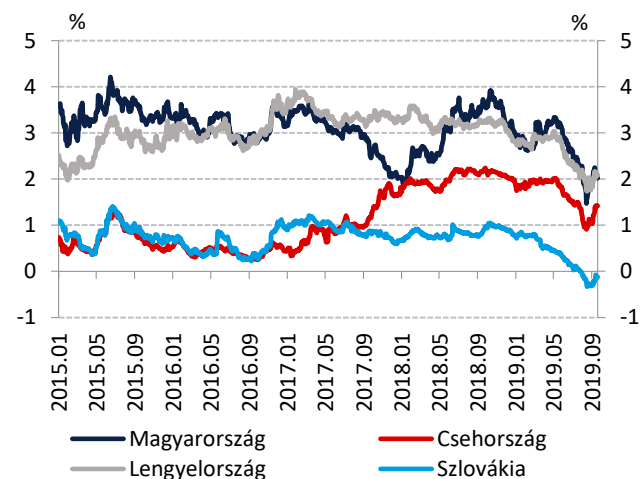
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

átlaghozamok. Az 5 és 10 éves lejáratokon jelentősen, 75-80 bázisponttal csökkentek az aukciós átlaghozamok és csak az időszak végén volt tapasztalható ehhez képest kisebb korrekció. Az ÁKK júniusban vezette piacra az új, 5 éves lakossági állampapírt (Magyar Állampapír Plusz), amely iránt kiemelkedő érdeklődés mutatkozott.

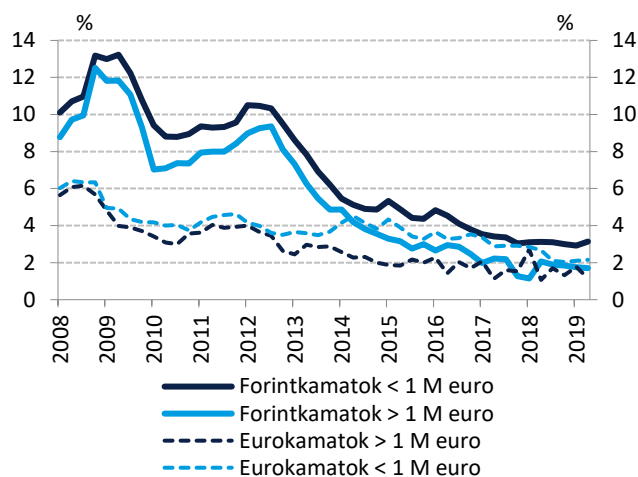
Az állampapír-piaci hozamgörbe rövid szakasza enyhén, a 3-5 éves hozamok kisebb mértékben, míg a hosszabb futamidejűek számottevően csökkentek. (4-4. ábra). Az időszak közepéig a hozamgörbe 3 éven túli szakasza mutatott jelentős csökkenést, az időszak végén pedig korrekció volt megfigyelhető. Ezzel szemben a hozamgörbe rövid vége fokozatosan és mérsékeltén csökkent az időszak alatt. A hazai hozamgörbe lejjebb tolódása mögött alapvetően a globális kamatvárokozások mérséklődése állt. A 10 éves benchmark hozam összességében közel 70 bázisponttal csökkent. Az időszak végére az 1 és 3 hónapos BUBOR-kamatok részben a bankrendszer likviditástöbbletének bővülése miatt csökkentek. A közepes-hosszabb lejáratú bankközi hozamok – az állampapír-piaci görbéhez hasonlóan – számottevően mérséklődtek: a 3-5 év körüli hozamok közepes, míg a hosszabbak erőteljesebb mértékben lejjebb tolódtak.

A régiós hosszú referenciahozamok szintén mérséklődtek a negyedév során (4-5. ábra). A tízéves forinthozam a június végi, 2,7 százalékról augusztus közepéig 1,5 százalékos szintig csökkent, majd az időszak végéig 2 százalékra korrigálódott. A hazai hosszú hozam csökkenés összhangban volt a régiós folyamatokkal, azonban nagyobb mértékű volt a régióban tapasztalt mérséklődésnél. A cseh és lengyel hozamok 15-30 bázisponttal csökkentek, míg a szlovák hosszú hozam 52 bázisponttal mérséklődött.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

Az erőteljes piaci verseny ellenére a bankok nem enyhítettek a vállalati hitelfeltételeken 2019 második negyedében, egyedül a közép- és nagyvállalatoknak nyújtott hiteleknel láttak teret az árjellegű feltételek lazítására. Az üzletiingatlan-hitelek tekintetében azonban már mintegy negyede jelez szigorítást, tartva egy ingatlanpiaci árbuborék kialakulásától. A vállalati forinthitel kamatában emelkedés volt megfigyelhető a negyedév során, míg az euróhitel esetében – főleg a nagyszegű hitelek tekintetében – csökkenés következett be. A bankok változatlan feltételekkel kínálnak lakáshiteleket és fogyasztási hiteleket egyaránt. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján azonban a fogyasztási hitelek kondíciói szigorodhatnak az év második felében. A hosszabb futamidőre történő kamatfixálást elősegíti, hogy a bankok mérsékeltek az 5 éven túl kamatfixált hitelek átlagos hitelköltségét, melyet a forrásköltségek csökkenése is támogatott. A negyedév során a reálkamatokban megfigyelhető csökkenés az inflációra vonatkozó elemzői várakozások emelkedésének tudható be.

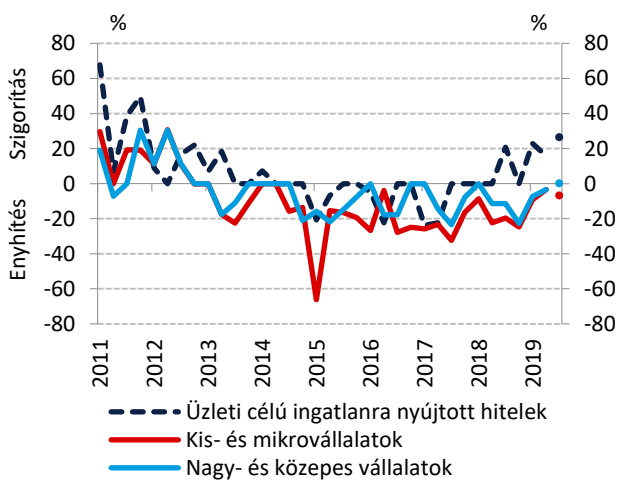
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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

4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegmensben



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

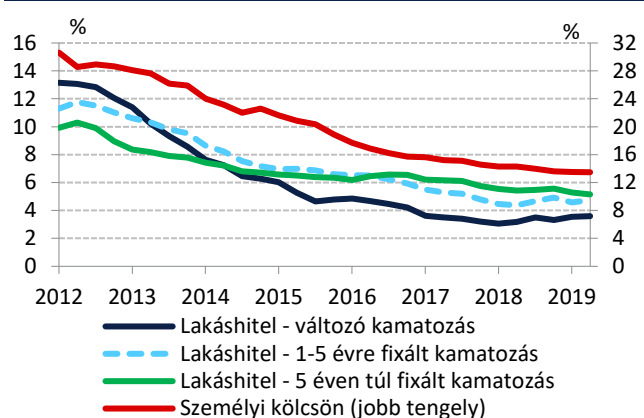
A vállalati forinthitel finanszírozási költségei enyhén emelkedtek. A pénzpiaci ügyletektől szűrt új vállalati forint hitel-szerződések simított átlagos kamatlába a kisösszegű hitelek esetében 0,2 százalékponttal nőtt, míg a nagyszegű forint hitelek esetében enyhén csökkent. Ezzel az átlagos forint hitel-kamat 2,2 százalékra emelkedett. Az 1 millió euró alatti hitelösszegű euróhitel átlagkamata 0,1 százalékponttal nőtt, míg az ennél nagyobb összegű hitelek tekintetében egyedi, nagy volumenű tételek is szerepet játszottak a kamatok 0,6 százalékpontos csökkenésben, így átlagosan 1,2 százalékra csökkentek az euróhitel-kamatok (4-6. ábra). A negyedév során az átlagos kamatfelárak alakulása határozta meg a vállalati kamatszinteket.

A bankok nem változtattak a vállalati hitelfeltételeken. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok 2019 második negyedében sem változtattak összességében a hitelhez jutás feltételein (4-7. ábra). A részfeltételeket tekintve azonban nettó értelemben vett 20 százalékuk lazított az árjellegű feltételeken, melyet már a kisebb vállalatméret esetében is egyre erősödő versennyel indokoltak. A válaszadó bankok a következő fél évre előre tekintve sem terveznek érdemben lazítani a vállalati hitelkondíciókon, azonban a kis- és mikrovállalatok esetében kilátásba helyezték a díjak és a felárak további csökkentését. Az üzletiingatlan-hitelek tekintetében folytatni kívánják a szigorítást, elősorban a bevásárlóközpontok és irodaházak finanszírozását illetően, ugyanis nettó értelemben vett 63 százalékuk tart az ingatlanár-buborék kialakulásától.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A bankok magasabb felár mellett helyezték ki a lakáshiteleket. A negyedév során az 1–5 évre fixált kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége 0,2 százalékponttal emelkedett, míg az 5 évnél hosszabb időre fixált hitelek esetében 0,1 százalékpontos csökkenés volt megfigyelhető, így előbbi 4,8 százalékos, utóbbi pedig 5,2 százalékos szinten állt (4-8. ábra). A 2019 második negyedében folytatódott a hosszabb kamatfixálás

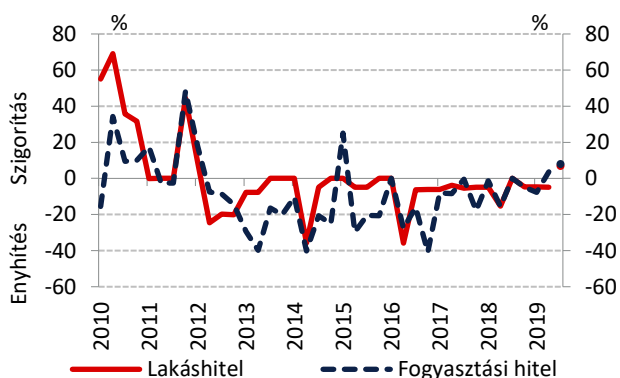
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

Forrás: MNB

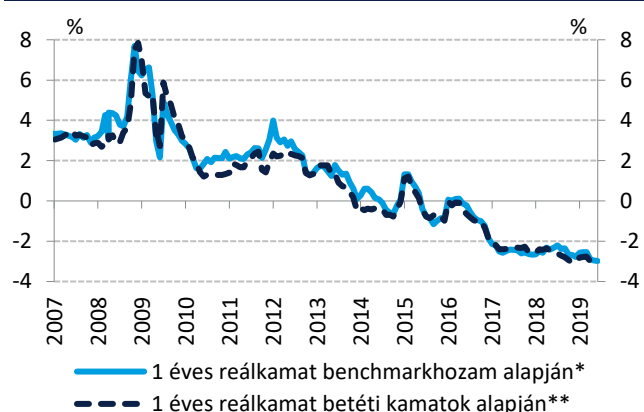
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4-10. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása



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

hitelek térfelületére. A kibocsátott lakáshitel-volumen ötöde 5 éves, míg a fele 10 éves kamatperiódussal rendelkezik, a fennmaradó hányad pedig teljes futamidőre fixált hitel volt. A hosszabb távú forrásköltségek (releváns IRS-ek) csökkenése meghaladta a kamatok mérséklődését, így a bankok magasabb felár mellett helyezték ki a lakáshiteleket a negyedév során. A személyi kölcsönök átlagos THM-szintje előző negyedéves szintjén, 13,5 százalékon állt a vizsgált időszak végén.

A hitelhez jutás feltételei nem enyhültek sem a lakáscélú, sem a fogyasztási hiteltermékek körében. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok összességében nem változtattak a lakáshitelek feltételein 2019 második negyedévében (4-9. ábra). A részfeltételeket tekintve ugyanakkor a bankok negyede enyhített az ár jellegű feltételeken, amit a lakáspiaci folyamatokkal indokoltak. A következő fél évben a versenyhelyzetre hivatkozva csökkenthetik a felárak mértékét, de összességében a lakáshitelhez jutás feltételei változatlanok maradnak. A fogyasztási hitelek kondíciói sem enyhültek a negyedév során, ugyanakkor a piaci részesedési célok elérése érdekében itt nagyobb arányban jelölték a bankok a felárak csökkentését. Az év második felében kis arányú szigorítás valósulhat meg a jövedelemarányos törlesztőrészlet mutatóra vonatkozó adóssághék-szabályozás módosulása nyomán, mely azonban várhatóan nem gyakorol negatív hatást a bankok hitelezési aktivitására.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

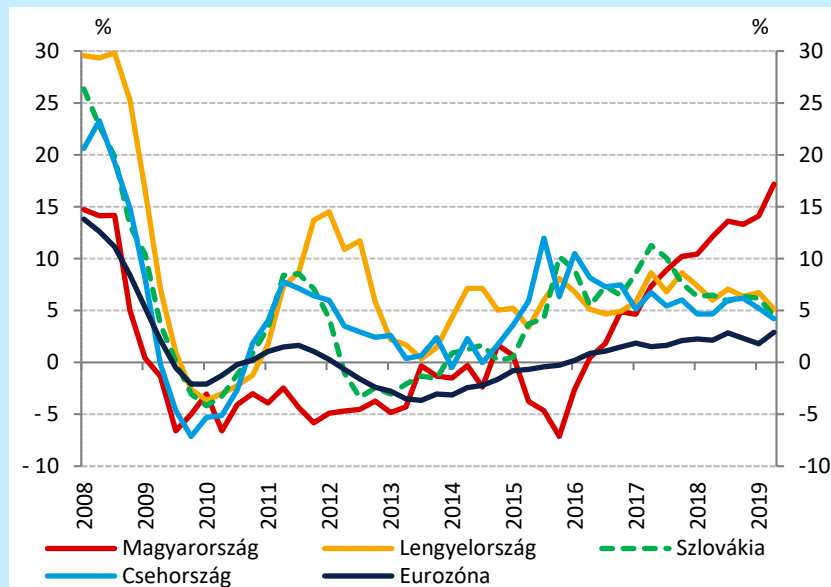
A reálkamatok csökkenését az inflációra vonatkozó elemzői várakozások emelkedése okozta. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint az állampapírpiaci hozamok alapján 0,4 százalékponttal -3 százalékra süllyedt, a betéti kamatok alapján becsült reálkamat ugyanezen szinten állt 0,3 százalékpontos csökkenést követően (4-10. ábra). A reálkamat szint csökkenését az inflációs várakozások emelkedése magyarázza, mely negyedéves összevetésben 0,4 százalékponttal magasabb szinten állt júniusban.

4-1. keretes írás: A dinamikusan bővülő vállalati és lakossági hitelezés mögött meghúzódó tényezők

A kibocsátással és a beruházásokkal párhuzamosan a magánszektor által felvett hitelállomány is kiemelkedő mértékben nőtt az év során, mind historikus, mind nemzetközi összevetésben. A kínálati oldalt konzervatívan lazuló hitelezési feltételek és árverseny, míg a keresleti oldalt dinamikus bővülés jellemezte vállalati és a lakossági hitelezésben is. A válság óta nem látott hitelbővülés okairól alkotott részletesebb kép feltárása érdekében a következőkben áttekintjük a hitelállományok változásának szerkezetét.

Az elmúlt 12 hónapban a nem pénzügyi vállalatok hazai pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállománya kimagasló mértékben, tranzakciós alapon¹ 1365 milliárd forinttal nőtt, ami közel 17 százalékos növekedésnek felel meg. Ez nemzetközi összevetésben kiemelkedő bővülést jelent, ugyanakkor elszakadást is az elmúlt évtizedben nagy korrelációt mutató régiós vállalati hiteldinamikáktól (4-11. ábra). A hitelezés dinamikus bővülése előtti teret biztosítja a hazai vállalati szektor aggregált szinten alacsony eladósodottsága, ami mind az átlagos tőkeáttétel, mind az átlagos GDP-arányos hazai hitelállomány szintjében tetten érhető. A Visegrádi régió gazdasági ciklusai az elmúlt évtizedekben jellemzően szinkronban voltak, ami – a 2015 végi bankszanálást leszámítva – a vállalati hitelezésben is megmutatkozott, így országspecifikus tényezőket kell keresnünk a régiót meghaladó jelenlegi hiteldinamika okai között.

4-11. ábra: Vállalati hitelek éves növekedési üteme nemzetközi összehasonlításban



Forrás: EKB, MNB

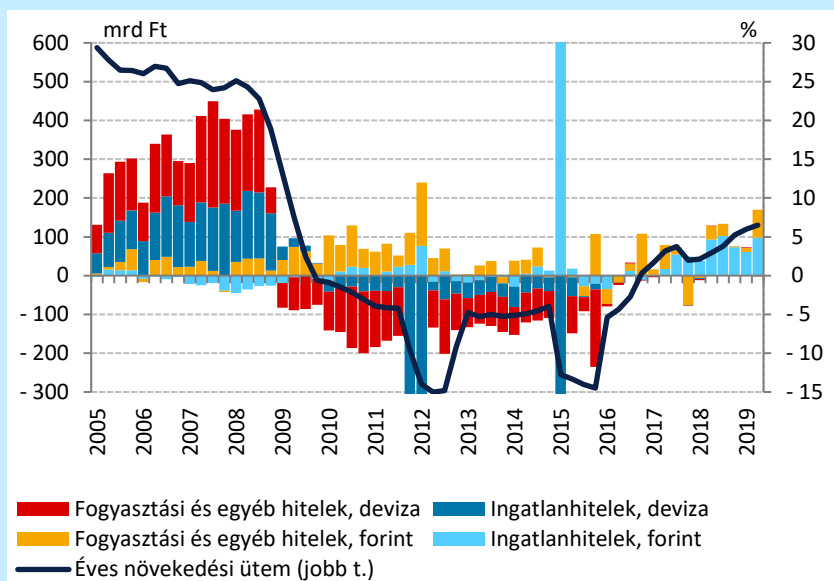
A legszembevetőbb különbség az elmúlt éves bruttó állóeszköz-felhalmozás hozzájárulása a GDP növekedéshez, ami jelentősen magasabb hazánkban a vizsgált országokénál. **A vállalati beruházások felfutásával összhangban a hitelbővülés elsősorban az éven túli lejáratú hitelekben jelentkezett**, melyek a hitelvolumen bővülésének több mint kétharmadát adták. Devizák szerinti bontásban is hasonló arányokat figyelhetünk meg, az állománybővülés kétharmada a forintHITELEKNEK tulajdonítható, ami stabilitási szempontból sokkal kedvezőbb a válság előtti hitelciklusra jellemző devizahitelezésnél. A devizahitelek belüli bővülést szinte teljes egészében a nagyvállalati és projekt beruházásokhoz kapcsolódó, hosszú lejáratú hitelek növekedése eredményezte. **Ágazati bontásban vizsgálva megállapítható, hogy a gazdaság gyarapodásához hasonlóan a vállalati hitelállomány növekedése is széles bázisú volt.** Legnagyobb mértékben a feldolgozóipar hitelállománya bővült. Ebben szerepet játszott több nemzetközi nagyvállalat magyarországi beruházásához köthető hazai hitelfelvétel is. Ezt követte a pénzügyi, biztosítási tevékenységet végző vállalatokat tömörítő ágazat, amelyben meghatározó volt állami és privát tulajdonossal rendelkező holding vállalatok hitelfelvétel is. **A mezőgazdasági ágazat hitelkeresletét az uniós támogatások kiegészítő finanszírozása is támogatta. Az építő- és ingatlanszektorban tapasztalható erőteljes konjunktúra az ágazat hitelállományát egyelőre kevésbé gyarapította**, ami az ingatlanalapok élénk

¹ Az egyéb állományváltozásokat kiszűrve, mint a leírások és átsorolások, árfolyamátértékelődés hatása.

befektetési aktivitásának is köszönhető, mivel az általuk megvásárolt ingatlanokon fennálló banki hitelek az adásvétellel legtöbb esetben visszafizetésre kerültek. Az elmúlt évben mindemellett a vállalatfelvásárlással kapcsolatos hitelfelvétel több ágazatban is kiugró méretű egyedi hitelekkel járult hozzá az állománybővüléshez.

A háztartási szektorban a pénzügyi közvetítők új hitelkihelyezései 2012-ben érték el mélypontjukat, majd 2013 óta dinamikusabban bővülnek (4-12. ábra). Ennek ellenére az állomány 2017-ig nem növekedett, mert a törlesztések rendre meghaladták a folyósításokat. Ennek oka a hitelek annuitásos voltában keresendő: a válság előtt folyósított nagy volumenű adósságok tőketörlesztései a futamidő előrehaladtával egyre nagyobb részét teszik ki az adósok által fizetett havi törlesztőrészeknek. **2017 közepétől azonban az új hitelkiáramlás már meghaladja a fennálló szerződések törlesztéseit, így a háztartási hitelállomány is növekvő pályára állt.**

4-12. ábra: A háztartási hiteltranzakciók és a hitelállomány éves növekedési ütemének alakulása



Forrás: MNB

A jelenlegi növekedést a lakáshitelek és a személyi kölcsönök új kibocsátásának kétszámjegyű emelkedése hajtja. **A lakáshitelezés felfutását részben a lakáspiaci folyamatok magyarázzák:** a 2015 óta emelkedő árdinamika növeli a lakosság hiteligenyét, ami az átlagos hitelösszegek emelkedésében is tetten érhető. A hitelből történő lakásvásárlások számaránya is nőtt az elmúlt években, bár továbbra is a lakásvásárlások kevesebb mint fele valósul meg hitelből. A lakásberuházások forrása azonban nemcsak a lakáshitelek, hanem a személyi kölcsönök között is keresendők. A fedezetlen fogyasztási hitelezésben – válaszul a lakosság javuló munkaerő-piaci és jövedelmi helyzetére – az igényelhető maximális hitelösszegek emelkedése figyelhető meg a kínálatban. Ez, kiegészülve a gyors hitelbírálattal és folyósítással, arra ösztönzi a lakosságot, hogy kisebb összegű **lakáscélokra is személyi kölcsönt vegyen igénybe** – annak ellenére, hogy továbbra is mintegy háromszorosa a finanszírozási költsége, mint a jelzálogfedezetű lakáshitelnek. A személyi kölcsönök lakáscélú felhasználást szintén alátámasztják az átlagos hitelösszegek növekedése a megvalósult szerződéskötésekben, valamint a banki felmérések tapasztalatai is.

A háztartási hitelezés dinamikus, jelenleg közel 7 százalékos bővülése keresletvezérelt: a kínálati feltételek oldódása a válság óta nem volt jelentős. A túlzott mértékű eladósodás elkerülését a 2015-ben bevezetett – azóta többször újrakalibrált – adósságfék-szabályok is segítik. A hitelkereslet a bankok szerint gyakorlatilag folyamatosan élénkül a lakáshitelek és a fogyasztási hitelek esetében is. A kereslet bővülését az alacsony kamatkörnyezet és a fogyasztói bizalom magas szintje mellett a kormányzat családpolitikai programjai is támogatják: a 2016 óta elérhető Családi Otthonteremtési Kedvezmény, majd ennek kibővítése, illetve a 2019 júliusától igényelhető babaváró támogatás. Utóbbi újabb lendületet adhat a hitelpenetráció emelkedésén keresztül a hitelezés növekedésének, ami technikailag fogyasztási hitel, de hitelcél szempontjából inkább beruházási célokat szolgál. Mindezek alapján ki kell emelni, hogy **a hitelezés elsősorban inkább a lakossági beruházásokban, nem pedig a fogyasztásban érezteti hatását.**

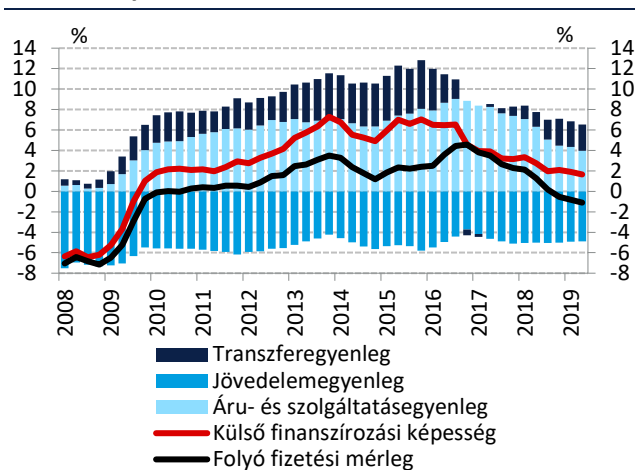
Összességében mind a vállalati, mind a háztartási szegmensben **további dinamikus bővülésre számíthatunk** az előrejelzési horizonton, **köszönhetően a kedvező finanszírozási környezetnek és az élénk beruházási keresletnek.**

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

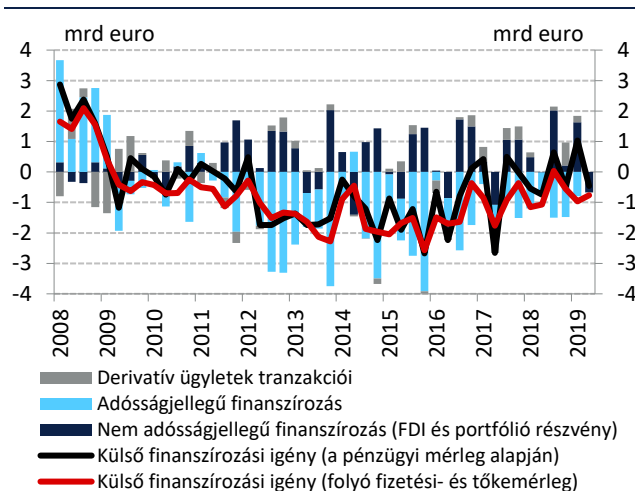
2019 második negyedében a gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 1,6 százaléka közelében alakult: a folyó fizetési mérleg 1,1 százalékos hiánya mellett a tőkemérleg 2,7 százalékos többletet mutatott. A külső egyensúlyi adatokat visszamenőlegesen is érdemben befolyásolta a fizetési mérleg statisztikák szeptemberi revíziója. A külső egyensúlyi mutatók elmúlt fél évben tapasztalt mérséklődése mögött döntő részben a külkereskedelmi egyenleg csökkenése áll. Az áru-egyenleg alakulásában továbbra is meghatározó az erős beruházási dinamika, azonban az elmúlt félévben a korábban felhalmozott készletek felhasználása lassította a külkereskedelmi egyenleg mérséklődését. A szolgáltatásegyenleg többlete 2019 első felében is jelentős volt. A finanszírozási oldalon az első negyedévben jelentős FDI beáramlás történt, miközben folytatódott az adósságjellegű források kiáramlása, majd a második negyedévben – az ilyenkor szokásos osztalékfizetések miatt – mérséklődtek a közvetlen tőkebefektetések. A gazdaság nettó külső adóssága a második negyedév végén a GDP 8,8 százalékát tette ki, a bruttó külső adósság pedig a GDP 56,2 százalékára mérséklődött.

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

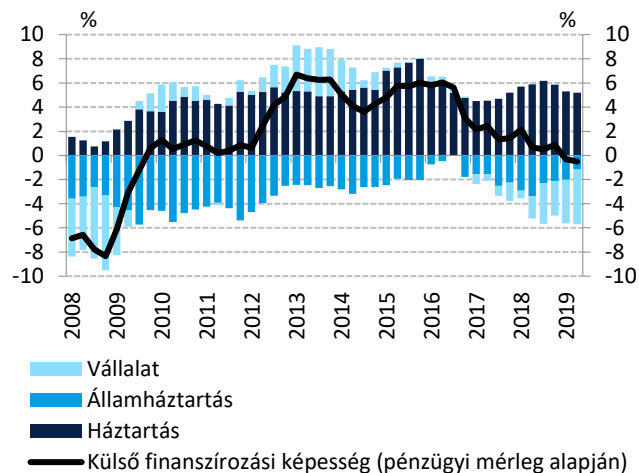
A fizetési mérleg adatokon végrehajtott szeptemberi revízió a korábban jelztnél alacsonyabb folyó fizetési mérleg egyenleget eredményezett. A revízió több tényező együttes hatását tükrözi: nagyobb részben – a KSH becslési módszertanának felülvizsgálatából eredően – a külföldön dolgozók kisebb hazautalásához, kisebb részben a külföldi vállalatok magasabb profitjához és alacsonyabb külkereskedelmi egyenleghez kötődött. A tőkemérleg egyenlegének növekedésével is járó revízió összességében nem változtatta lényegesen a gazdaság külső finanszírozási képességét 2018-ban. Emellett az adatok visszamenőleges módosítása a külső adósságráták korábban jelzett jelentős mértékű csökkenését sem befolyásolta.

A magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége 2019 második negyedében a GDP 1,6 százalékát, a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 1,1 százalékát tette ki (5-1. ábra). Az előző évben tapasztalható képest lassabb csökkenés a külkereskedelmi egyenleghez kötődött, miközben a jövedelemegyenleg tovább javult. 2019 első felében a nettó export mérséklődésében továbbra is meghatározó volt az erős beruházási dinamika hatására dinamikusan bővülő import, amit részben ellensúlyozott a korábban felhalmozott készletek felhasználásának külkereskedelmi egyenleget javító hatása. Az EU források stabilan magas felhasználásával összhangban a transzferegyenleg nem változott érdemben. A jövedelemegyenleg hiányának folytatódó enyhe csökkenése a kamategyenleg javulására volt visszavezethető.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

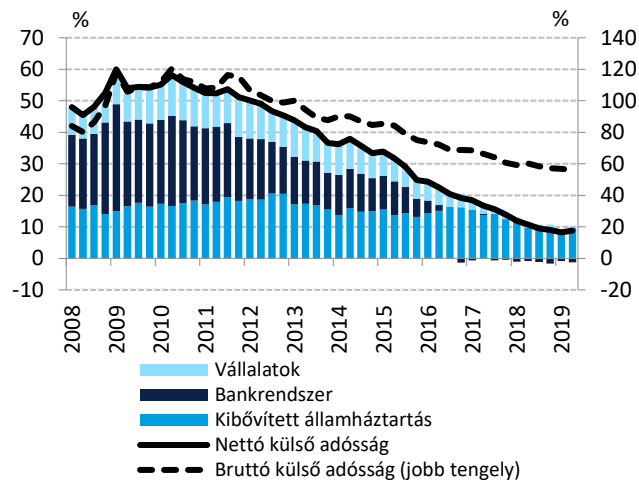
2019 első felében számottevő FDI-beáramlás valósult meg, az adósságjellegű források kiáramlása pedig lassabb ütemben tovább folytatódott (5-2. ábra) A nettó

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

közvetlentőke beáramlás az első negyedévben 1,5 milliárd euro volt, ami jelentősen meghaladta a korábbi évek azonos időszakának adatát, míg a második negyedévben – az ilyenkor szokásos éves osztalékfizetések miatt – mérséklődött a nettó közvetlen tőkebefektetés. Az adósságjellegű források kiáramlása az első félévben a korábbi években tapasztaltnál lassabb ütemben folytatódott. Az első negyedévi adósságcsökkenés az államhoz és a vállalatokhoz kötődött: az előbbi esetében a külföldiek állampapír-állományának csökkenése, utóbbi esetében a külföldi követelések bővülése javította a nettó mutatót. A második negyedévben enyhe adósságbeáramlás valósult meg, ami döntően a külföldiek állampapír-vásárlásához és a devizatartalék csökkenéséhez kötődött, miközben a bankrendszer mérsékelte külső adósságát.

A külső finanszírozási képesség csökkenése a szektorok megtakarítása szerint a magánszektor nettó pozíciójának mérséklődéséhez volt köthető (5-3. ábra). Az államháztartás négy negyedéves egyenlege tovább javult az első félévben, ami a fogyasztáshoz és munkabérekhez kapcsolódó adóbevételek bővülésével volt magyarázható. A jelentős bérnövekedés mellett 2019 elején gyorsult a lakosság fogyasztásának növekedése, ami a háztartások nettó pénzügyi megtakarításának csökkenéséhez vezetett. Az alacsonyabb bruttó megtakarítás ellenére a háztartások finanszírozási képessége továbbra is jelentős. A magas beruházási aktivitással és az erős bértárlással összhangban tovább nőtt a vállalatok finanszírozási igénye.

Az ország GDP-arányos nettó külső adóssága 2018 végéhez képest enyhén mérséklődött, 2019 június végén 8,8 százalékot tett ki (5-4. ábra). A mutató csökkenéséhez az adóssággeneráló forráskiáramlás mellett a nominális GDP bővülése is hozzájárult, míg az átértékelődési hatások a nettó külső adósság emelkedésének irányába hatottak. Az adósságráta enyhe csökkenése a magánszektorhoz kötődött, miközben az államháztartás nettó külső adóssága emelkedett. Az ország GDP-arányos bruttó külső adóssága 1 százalékponttal csökkent, a második negyedév végére a GDP 56,2 százalékát tette ki.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

Előretekintve stabilan magas marad a gazdaság külső finanszírozási képessége, aminek hatására tovább csökken a gazdaság nettó külső adóssága. A folyó fizetési mérleg hiányának 2019-es átmeneti emelkedésében a külkereskedelmi egyenleg változásának hatása játszik meghatározó szerepet, amelynek többlete a lassuló világgpiaci kereslet és az erős beruházás következtében átmenetileg mérséklődik. 2020-tól a mérséklődő állami beruházások és romló külső környezet miatt visszafogottabb beruházás, illetve az exportpiaci részesedésünk növekedése a külkereskedelmi egyenleg növekedésének irányába hat, ami a folyó fizetési mérleg javulását eredményezi. A gazdaság külső finanszírozási képessége stabilan a GDP 2 százaléka körül alakul az előrejelzési horizonton, mivel a külkereskedelmi egyenleg változását nagyjából ellensúlyozza az EU-források transzferegyenlegben tükröződő alakulása. A gazdaság egyes szektorait tekintve a finanszírozási képesség stabil alakulása úgy valósul meg, hogy a háztartások tartósan magas nettó pénzügyi megtakarítása és az államháztartás finanszírozási igényének fokozatos mérséklődése ellensúlyozzák a vállalatok jelentős beruházási aktivitáshoz kötődő finanszírozási igényének emelkedését. A gazdaság jelentős külső finanszírozási képességének és a várhatóan tovább folytatódó erős FDI-beáramlásnak köszönhetően az ország nettó külső adóssága az előrejelzési horizonton nulla közelébe csökken.

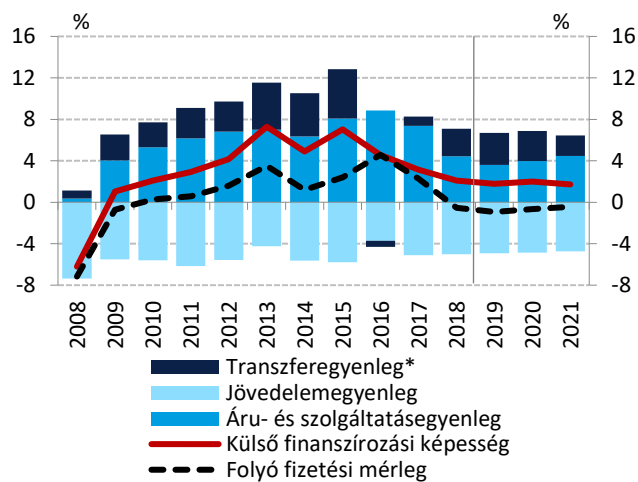
A gazdaság külső finanszírozási képessége tartósan fennmarad, ami biztosítja a külső adósságmutatók további csökkenését (5-5. ábra).

A folyó fizetési mérleg hiány átmeneti emelkedésének hátterében a külkereskedelmi egyenleg mérséklődése áll, amelyet részben ellensúlyoz a jövedelemegyenleg és a transzferegyenleg javulása. Az áru- és szolgáltatás egyenleg csökkenése a külső kereslet romlása, valamint az erős beruházási dinamika együttes hatására valósul meg. 2020-tól az exportpiaci részesedésünk növekszik, miközben a várhatóan mérséklődő állami beruházásokkal és romló külső környezettel összhangban visszafogottabb beruházás hatására az importbővülés üteme is csökken, így a folyó fizetési mérleg hiánya mérséklődik. Az alacsonyabb kamatkörnyezet és mérséklődő adósságállomány mellett javuló kamategyenleg a jövedelemegyenleg hiányának enyhe mérséklődését eredményezi. Az EU források érdemi beáramlásának köszönhetően a transzferegyenleg 2019-ben magas szinten alakul, majd ezt követően a költségvetési ciklus végéhez közeledve mérséklődik. A fenti folyamatok eredőjeként a külső finanszírozási képesség a GDP 2 százaléka közelében stabilizálódik, a folyó fizetési mérleg egyenlege pedig 2021-re nulla közelébe emelkedik.

Az előrejelzési horizonton a külső finanszírozási képesség stabilizálódása az államháztartás finanszírozási igényének fokozatos mérséklődése és a háztartások stabilan magas pénzügyi megtakarítása mellett valósul meg (5-6. ábra).

Az államháztartás finanszírozási igényének mérséklődését a kormányzati kiadások csökkenése, valamint a fogyasztási és a munkát terhelő adóbevételek emelkedése is támogatja. 2019-ben a lakáspiaci ciklussal összhangban élénkülő beruházási aktivitással párhuzamosan enyhén mérséklődik a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása, de továbbra is jelentős marad. 2020-tól a szektor finanszírozási képessége ezen a magas

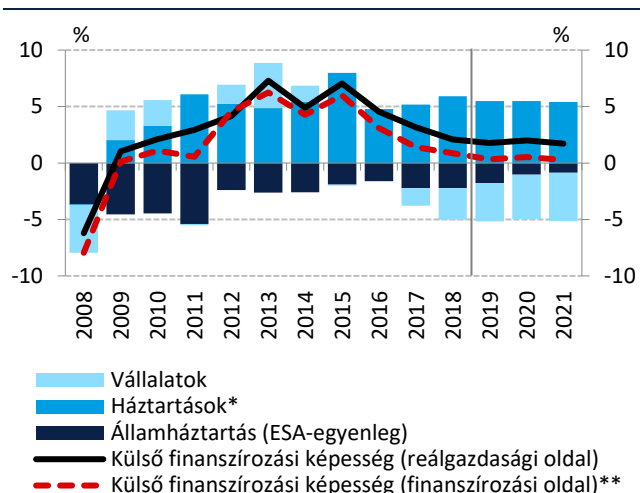
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



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

Forrás: MNB

szinten, a GDP 5 százaléka felett stabilizálódik, amit a bérdinamika és az állampapírpiazi keresletet ösztönző intézkedések is támogatnak. A vállalatok finanszírozási igénye az erős beruházási tevékenységgel összefüggésben az előrejelzési horizonton a GDP 4 százaléka körül alakul.

A fentiek eredményeként a gazdaság külső finanszírozási képessége tartósan magas marad, ami lehetővé teszi az ország külső sérülékenységének csökkenését. A kedvező külső egyensúlyi pozíciónak köszönhetően tovább folytatódik az ország külső adósságmutatóinak javulása, és a nettó külső adósság az előrejelzési horizonton nulla közelébe csökken.

5.3. Költségvetési folyamatok

Előrejelzésünk szerint idén és a következő években is alacsony lehet a költségvetési hiány, ami a dinamikus gazdasági növekedéssel együtt a GDP-arányos államadósság-ráta folyamatos csökkenését eredményezi. Prognózisunk alapján 2019-ben a kormányzati szektor eredményszámlájának hiánya az 1,8 százalékos hiánycéllal összhangban alakulhat, míg 2020-ban a megemelt Országvédelmi Alap részleges felhasználása esetén teljesülhet a historikusan alacsony, a GDP 1,0 százalékát kitevő hiánycél. Az alacsony hiányt egyrészt az adóalapok gyors növekedése, másrészt a kiadások feletti kontroll eredményezheti. A prognosztizált pályán a fiskális politika anticiklikus tartalékot képez, így az előrejelzési horizonton szűkítheti az aggregált keresletet. Előrejelzésünk szerint a változatlan tavalyi év végi árfolyamon számított GDP-arányos maastrichti államadósság-mutató 2019. év végére a GDP 68 százalékára csökken, majd a horizont végére pedig 63 százalék közelébe mérséklődhet. Az államadósság devizaaránya a teljes előrejelzési horizonton dinamikusan csökken, ami tovább mérsékli hazánk külső pénzügyi sérülékenységét.

5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2018	2019	2020	2021
ESA-egyenleg	-2,2	(-1,8)–(-1,7)	(-1,4)–(-0,6)	(-1,3)–(-0,5)
Elsődleges ESA-egyenleg	0,1	0,2–0,3	0,6–1,4	0,7–1,5
Fiskális keresleti hatás (pontbecslés)*	0,5	-0,2	-0,9	-0,3

Megjegyzés: A GDP százalékában. Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget akkor, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap nem kerül felhasználásra. *A kiegészített (SNA) elsődleges egyenleg változása. A pontbecslés az Országvédelmi Alap törlesztését vagy felhasználását annak függvényében tételezi fel, hogy melyik esik közelebb a kormányzati hiánycélhoz.

Forrás: KSH, MNB

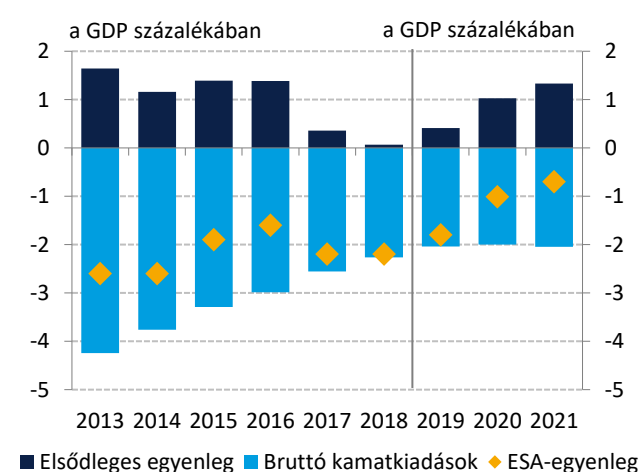
5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

Előrejelzésünk szerint 2019-ben a GDP 1,7-1,8 százaléka között alakul a kormányzati szektor GDP-arányos eredményszámlájának hiánya. 2020-ban a törvényi előiránnyal összhangban – az Országvédelmi Alap részleges felhasználásával – 1 százalék lehet a deficit (5-1. táblázat). A hiány csökkenő tendenciáját részben a kedvező makrogazdasági folyamatok következtében növekvő adóbevételek, részben a kormányzati kiadások (beruházások, dologi kiadások és pénzügyi transferek) visszafogása eredményezheti. A bevételek emelkedése és egyes kiadások visszafogása fedezetet nyújt a szociális hozzájárulási adó fokozatos csökkentésének, valamint a Gazdaságvédelmi Akcióterv és a Családvédelmi Akcióterv intézkedéseinek. A költségvetési politika az államháztartási hiány érdemi csökkentésével anticiklikus tartalékot képez 2019-ben és várhatóan a következő években is (5-8. ábra).

5.3.2. A 2019. évi egyenleg

2019-ben előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány a GDP 1,7-1,8 százaléka lehet, azaz az 1,8 százalékos törvényi előiránnyal összhangban alakulhat. A júniusi prognózisunkhoz képest a hiány kismértékű növekedését elsősorban az újonnan elfogadott kormányzati intézkedések okozzák. Mintegy 2,6 millió nyugdíjas részesül 9 ezer forintnyi rezsitartalványban, valamint mintegy 100 ezer közmunkás kap egyszeri nettó 54 ezer forintos juttatást. Az első hónapok adatai alapján a Családvédelmi Akcióterv részét képező babaváró támogatás és autóvásárlási támogatás iránt magas érdeklődés mutatkozott, így ezek költségvetési hatását előrejelzésünkben is megemeltük. Másfelől a lakástámogatási kiadások augusztus végéig az új programok ellenére sem emelkedtek a megelőző évhez képest, így a júniusi Inflációs jelentésben szereplő előrejelzéshez képest megtakarítás várható ezen a tételen. A várt makrogazdasági pálya nem változik érdemben, így a bevételekre vonatkozó várakozásunk is csak kismértékben módosul. A nyári

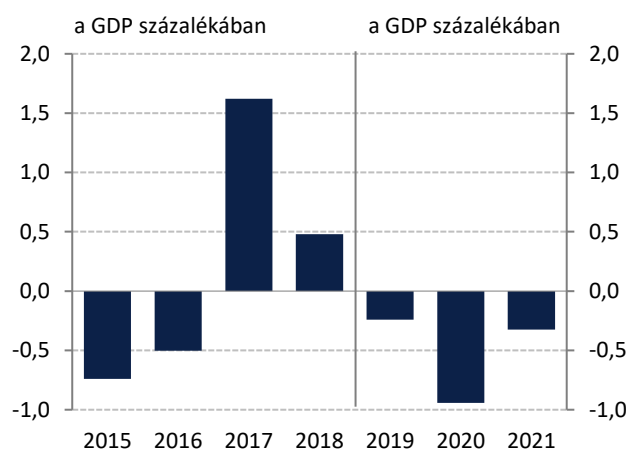
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkifizetések alakulása



Megjegyzés: Az ábrán látható pontbecslés az Országvédelmi Alap törlesztését vagy felhasználását annak függvényében tételezi fel, hogy melyik esik közelebb a kormányzati hiánycélhoz. Az adatok a nyugdíjrendszer átalakítása miatt 2012-től jelentkező imputált kamatkifizetéseket nem tartalmazzák.

Forrás: KSH, MNB

5-8. ábra: A fiskális keresleti hatás



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

Forrás: MNB

5-2. táblázat: A 2019. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest)

	Gazdasági alapfolyamat	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,1	0,0
Fogyasztási adók és illetékek	-0,1	
Munkát terhelő adók	0,1	
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,1	
II. Központi kiadások	0,0	0,0
Lakásépítési támogatás		0,1
Egyszeri juttatások nyugdíjasoknak és közmunkásoknak		-0,1
Babaváró támogatás		-0,1
III. Egyéb hatások	0,0	-0,1
Egyéb		-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,1	-0,2

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

hónapokban a mindeddig rendkívül gyorsan növekvő áfa bevételek enyhén lassultak, amelyet az okozhat, hogy tavaly júliustól bevezetett online számlázás beépült a bázisba. Ezt azonban ellensúlyozza a konjunktúrából eredő magasabb személyi jövedelemadó és társasági adó bevétel (5-2. táblázat).

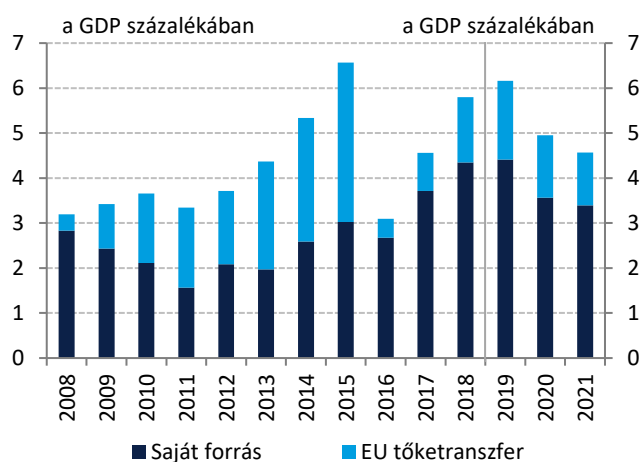
A 2019. évi hiányra vonatkozó előrejelzésünk összhangban van a tárgyévi hiánycéllal (5-3. táblázat). A gazdálkodó szervezetek befizetéseinek és a fogyasztási adóknál továbbra is az előirányzatnál számottevően magasabb bevételre számítunk, ami lehetővé tette egyes kiadások emelését. Az egyszeri juttatások és a júliustól életbe lépett családvédelmi intézkedések a GDP 0,4 százalékával növelik a kiadásokat a költségvetési törvényhez képest. A központi költségvetési szervek kiadásai várakozásunk szerint meghaladják a törvényi előirányzatot, melyet az előirányzatnál alacsonyabb európai uniós támogatásokkal kapcsolatos önrész csak részben ellensúlyoz. A kormányzat által előrejelzettnél magasabb infláció és gazdasági növekedés alapján járó nyugdíjkiegészítés és nyugdíjprémium következtében a nyugdíjkiadásoknál is magasabb teljesülésre számítunk, mint a 2019. évi költségvetési törvény.

5.3.3. A 2020. és 2021. évi egyenleg

A 2019. július 12-én elfogadott költségvetési törvény szerint 2020-ban az ESA-szemléletű költségvetési hiány a GDP 1 százaléka lehet, ami minden korábbi deficitnél alacsonyabb. A kitűzött hiánycél 0,8 százalékponttal kisebb a 2019-es 1,8 százalékpontos előirányzatnál. A júniusi Inflációs jelentésben publikált prognózisunk érdemben nem változott. Előrejelzésünkben a családvédelmi intézkedésekkel kapcsolatos kiadások emelkedését a lakásépítési támogatások mérséklődése ellensúlyozza.

A költségvetési hiány 2019-hez képesti csökkenése elsősorban a kiadások visszafogása révén valósul meg. A hiány csökkenését elsősorban a 2018-2019-ben igen magas szintre emelkedett kormányzati beruházások, valamint a személyi kiadások és a pénzügyi transferek GDP-arányos csökkenése támogatják. Az elfogadott adóintézkedések többek között a munkát terhelő adók további csökkentését, valamint a vállalati beruházások és a lakossági megtakarítások ösztönzését szolgálják. Várakozásunk szerint a reálkereset alakulásának következtében 2020 harmadik negyedévében további 2 százalékponttal mérséklődhet a szociális hozzájárulási adó kulcsa a 6 éves bérmegegyezéssel összhangban. A bejelentett adócsökkentések hatását ugyanakkor ellensúlyozzák a

5-9. ábra: A kormányzati beruházások alakulása



Forrás: KSH, MNB

5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2019. évi költségvetési törvény előirányzataitól

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	0,7
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,6
Munkát terhelő adók	-0,1
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,3
II. Központi kormányzat kiadásai	-0,9
Költségvetési szervek kiadásai és EU támogatás önrész	-0,2
Családvédelmi akcióterv	-0,4
Nyugdíj és egészségügyi kiadások	-0,3
Egyszeri juttatások nyugdíjasoknak és közmunkásoknak	-0,1
III. Egyéb hatások	0,1 – 0,2
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 – 0,1
Egyéb	0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,0 – 0,1

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

bérek és a fogyasztás jelentős emelkedése miatt bővülő adóbevételek.

Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány 2020-ban 0,6 – 1,4 százalék között alakulhat az Országvédelmi Alap felhasználásának mértékétől függően, így a hiánycél a tartalék részleges megtakarítása esetén teljesíthető (5-4. táblázat). Prognózisunkban az előirányzathoz képest mérsékeltebb adóbevételekkel számolunk, mivel a főbb adóalapok esetén a költségvetési törvényről alacsonyabb növekedést várunk. Az előirányzattól elmaradó bevételeket részben ellensúlyozza ugyanakkor, hogy előrejelzésünk szerint az uniós kiadásokhoz kapcsolódó önrész, valamint a lakásépítési támogatással kapcsolatos kiadások alacsonyabbak lehetnek a költségvetési törvényben elfogadottnál. Az Országvédelmi Alap összege az elmúlt éveknél magasabb, a GDP 0,8 százaléka lett, amely a bevételek előirányzattól való elmaradása esetén biztosíthatja a hiánycél teljesíthetőségét. A tartalékok felhasználása mellett így a GDP 1,4 százalékára becsüljük a jövő évi hiányt, amelyet azonban a tartalékok részleges megtakarítása a kitűzött 1,0 százalékos szintre csökkenthet.

Törvényi előirányzat hiányában 2021-re technikai előrejelzést készítünk, amely csökkenő hiánypályát mutat.

A deficit 2020-hoz viszonyított csökkenését főként a gazdaság bővülésének következtében növekvő adóbevételek okozhatják. Júniusi előrejelzésünkhöz hasonlóan 2021-re továbbra is a GDP 0,5-1,3 százalékát kitevő eredményszemléletű hiányt várunk.

5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

Előrejelzésünk alakulását továbbra is jelentősen befolyásolja az európai uniós támogatások felhasználásával, a kifizetések szerkezetével és az uniótól érkező átutalásokkal kapcsolatos bizonytalanság. A transzferek felhasználása az eredményszemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat, míg a támogatások megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását befolyásolja. A következő években várakozásunk szerint csökkenni fog a megelőlegezés mértéke, valamint a korábban kifizetett előlegek ellenértéke is fokozatosan beérkezhet a költségvetésbe, így az uniós transzferek a jövőben segíthetik az adósság gyorsabb leépítését. A kifizetések reálgazdasági hatása, azaz az uniós források effektív felhasználása 2019-et követően mérséklődik.

A Családvédelmi Akcióterv több intézkedése iránt az első hónapokban kiemelkedő érdeklődés jelentkezett. Az egyes évekre becsült költségvetési hatások az alappályában szereplőtől eltérően is alakulhatnak, attól függően, hogy a

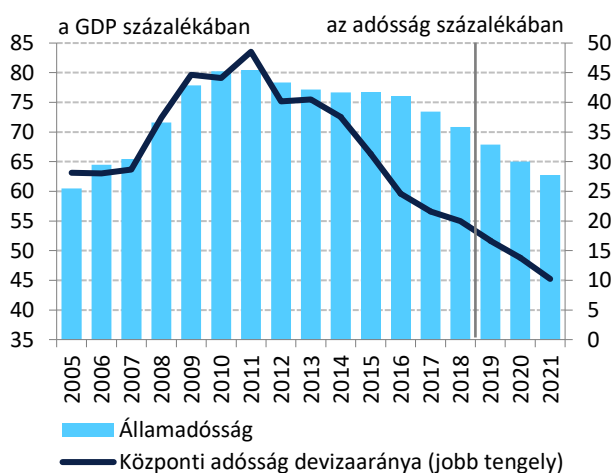
5-4. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2020. évi költségvetési törvény előirányzataitól

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,6
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,4
Munkát terhelő adók	-0,1
Gazdálkodó szervezetek befizetései	-0,1
II. Központi kormányzat kiadásai	0,1
Nyugdíjkiadások	-0,1
Lakásépítési támogatás	0,1
Uniói támogatásokhoz kapcsolódó önrész	0,1
III. Egyéb hatások	0,1 – 0,9
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 – 0,8
Egyéb	0,1
Összesen (I.+II.+III.)	(-0,4) – 0,4

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

5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2018. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

kedvezmények igénybevétele összességében és az évek közötti eloszlás tekintetében az előzetes várakozásoktól mennyire tér el. 2020-ban kockázatot jelent, hogy az alacsonyabb kiadási előirányzatok mellett számos költségvetési intézménynél megjelenhetnek az elmúlt évekről áthúzódó kiadások (maradványok), azonban ezekre a jelentősen megemelt tartalékok fedezetet nyújtanak.

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2019. második negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 68,7 százalék volt (5-10. ábra). Az előző év azonos időszakához képest az adósságráta érdemben, 5,3 százalékponttal mérséklődött. Az előző évekkkel ellentétben 2019-ben az első és második negyedévben is folytatódott az adósságráta csökkenése a 2018. év végi 70,8 százalékról. A mérséklődéshez a jelentős gazdasági növekedés mellett a mérsékelt nettó finanszírozási igény is hozzájárult.

Előrejelzésünk szerint – 2018. év végi, változatlan forint árfolyamon feltételezve – 2019. év végére 67,9 százaléka csökken a GDP-arányos bruttó államadósság, így az Alaptörvény adósságszabálya várhatóan idén is teljesülni fog. Az előrejelzési horizonton az államadósság a gazdasági növekedés és a mérsékelt hiány eredményeként gyors ütemben csökken. Prognózisunk szerint 2019 és 2021 között évente körülbelül 2,7 százalékponttal csökken az államadósság-ráta értéke, ami így 2021 végére 63 százalék közelébe mérséklődhet. 2019. év végére a központi államadósság devizaaránya mintegy 17 százalék lehet, majd az előrejelzési horizonton 10 százalék közelébe csökken, ami tovább mérsékli hazánk külső pénzügyi sérülékenységét.

6. Kiemelt téma

6.1. A romló globális konjunktúrát meghatározó folyamatok mélyelemzése

Az elmúlt időszakban a világkereskedelem növekedési üteme érdemben lassult, amihez elsősorban **az Egyesült Államok és Kína közötti kereskedelmi feszültségek** fokozódása járult hozzá. A kínai gazdasági teljesítmény növekedési ütemének csökkenése, a **Brexitet övező bizonytalanság** és a **világszerte gyenge feldolgozóipari teljesítmény** is a globális növekedés lassulásának irányába hatott, ami az eurozónán – Németországon – keresztül, a reálgazdasági csatornán a közép-kelet-európai régióra (és hazánkra is) hatással van. **Hazánk kis nyitott gazdaságként erőteljesen kitett a külső konjunktúra alakulásának**, ami közvetlen és közvetett csatornákon keresztül egyaránt visszavetheti a hazai ipari termelés és export növekedési ütemét. A makrogazdasági adatok mellett az áru- és pénzügyi piacok elmúlt időszaki alakulása is a recessziós félelmek erősödését jelezheti, ami fontossá teszi a globális dekonjunktúrát meghatározó folyamatok áttekintését.

6-1. táblázat: Az Egyesült Államok és Kína közötti vámintézkedések alakulása

Intézkedések hatályba lépése	USA	Kína
2018. február	Importvámok bevezetése mosógépekre és napelemekre	
2018. március-április	Acél- (25 százalék) és az alumínium-termékekre (10 százalék) életbe lépő vámok	Kína válasza: 128, az USA-ból importált termékekre (köztük alumíniumra, gyümölcsre, húsrá, borra) vonatkozó vámtarifa bevezetése
2018. július	34 mrd USD értékű kínai árura 25 százalékos vámtarifa bevezetése	Kína válasza: 34 mrd USD értékű amerikai árura (köztük mezőgazdasági termékekre) 25 százalékos vámtarifa bevezetése
2018. augusztus	16 mrd USD értékű kínai árura 25 százalékos vámtarifa bevezetése	16 mrd USD értékű amerikai árura 25 százalékos vámtarifa bevezetése
2018. szeptember	200 mrd USD értékű kínai árura 10 százalékos vámtarifa bevezetése	Kína reakciója 60 mrd USD értékű amerikai árura 5-10 százalékos vámtarifa bevezetése
2019. május-június	Sikertelen tárgyalássorozat után az USA az előző év szeptemberében bevezetett vámok tarifáját 25 százalékra emeli	Válaszul Kína szintén megemeli a szeptemberben bevezetett vámok tarifáit (5-25 százalékra)
2019. szeptember	125 mrd USD értékű kínai árura vetnek ki vámot	Erre reagálva Kína 25 mrd USD értékű termékekre (köztük az amerikai kőolajra) 5-10 százalékos vámot vetett ki
2019. október	Korábbi 250 mrd USD kínai import vámterhének lehetséges emelése 25 százalékról 30 százalékra	
2019. december	További 175 mrd USD értékű kínai árura vethetnek ki vámot december 15-től	További 50 mrd USD értékű amerikai árura vethetnek ki vámot december 15-től
Magasabb vámmal terhelt áruk értéke:	375 mrd USD (kilátásba helyezve +175 mrd USD)	135 mrd USD (kilátásba helyezve +50 mrd USD)

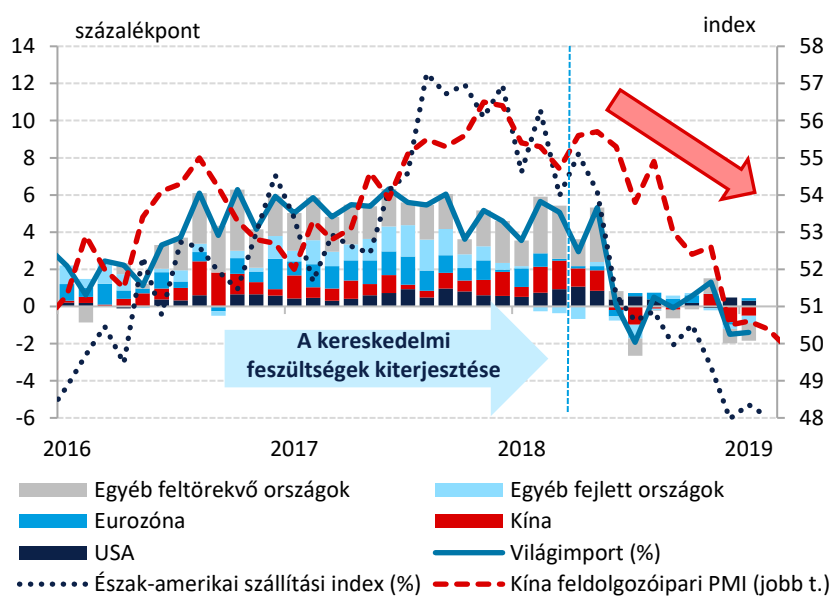
Forrás: Sajtóinformációk alapján MNB

A piaci szereplők a **legnagyobb növekedési kockázatnak** – a világimporton belüli jelentős súlyuk következtében – **az USA és Kína közötti kereskedelmi feszültségeket** tekintik. A bevezetett, illetve a kilátásba helyezett vámemelések következménye szerteágazó lehet, ami a **globális gazdasági növekedést több csatornán keresztül lassíthatja**. A

legfontosabb csatorna a közvetlen és közvetett külkereskedelmi kapcsolatokon keresztül jelentkeznek, de az FDI-áramlás irányára és mértékére, a konjunktúrakilátásokra és az áru piacokra is negatív hatást gyakorolhat a kereskedelmi vámok növekedése. Az Egyesült Államokba irányuló importot terhelő vámok emelése 2018 februárjában kezdődött. **Az elmúlt több, mint másfél év során az USA 375 milliárd dollárt meghaladó kínai importra rótt ki magasabb vámot**, amire a kínai fél válaszlépései sem maradtak el (6-1. táblázat). **Jelenleg 135 milliárd dollár értékű amerikai importterméket – köztük a nyersolajat – terhel magasabb vám Kínában.** Előretekintve az amerikai vezetés újabb 175 milliárd dollár értékű importot terhelő vámot, illetve a jelenlegi vámtételek további emelését helyezte kilátásba, amit Kína további amerikai termékeket érintő magasabb vámmal és esetlegesen az amerikai mezőgazdasági termékek importjának tiltásával szankcionálna.

A magasabb vámok hatása a világkereskedelem elmúlt időszaki gyengülésében már megjelent (6-1. ábra), amit az amerikai és a kínai makrogazdasági adatok is alátámasztanak. 2018 szeptemberétől az Egyesült Államokból származó kínai import közel felét terhelte magasabb vám. Ezzel összefüggésben **az áruimport csökkenése mellett, az észak-amerikai teljes földi, légi és hajózási szállítást mérő index is érdemi esésbe kezdett.** Az amerikai piacon az agrárszektort és a feldolgozóipart érintheti a leghátrányosabban a kereskedelmi feszültségek mélyülése. A kölcsönös vámemelések következtében az amerikai bor- és szójaexport érdemben visszaesett az elmúlt év során – Kína az amerikai farmerek által termelt szója legnagyobb felvevőpiaca. Emellett **kilenc év után először az amerikai feldolgozóipari beszerzési-menedzser-index – a várakozásoktól érdemben elmaradva – augusztusban már az ágazat lassulását vetítette előre.** Kínában a GDP-bővülés lassulása mellett a feldolgozóipari kilátások is jelentősen romlottak, továbbá **2019 júliusában a kínai ipari termelés növekedésének üteme tizenhét éves mélypontra esett**, ami a kínai gazdaság várakozásoknál gyorsabb lassulását is előrevetítheti.

6-1. ábra: Az áruimport, az észak-amerikai szállítási index éves változása és a kínai feldolgozóipari beszerzési-menedzserindex alakulása



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













Forrás: CPB, Bloomberg, Cassinfo, MNB

Az USA és Kína között zajló tárgyalások mellett a Távol-Keleten a kereskedelmi feszültségek újabb gócpontja van kialakulóban. **Japán** 2019. július elején bejelentette, hogy korlátozza a **Dél-Korea** számára kulcsfontosságú félvezető-, képernyő- és memóriachip-gyártás három fontos alapanyagának exportját. A japán exportkorlátozás – az amerikai és globális vállalatok közötti szoros beszállítói láncok miatt – a globális félvezetőpiacon máris érezheti hatását.

A világgazdaság lassulása az áru piacokon is érezheti hatását. Historikus összevetésben megfigyelhető jelenség, hogy **a globális GDP lassulása, vagy szűkülése a főbb nyersanyagok (kőolaj, ipari fémek) keresletének és így az árának mérséklődésében is tetten érhető** (6-2. ábra). **2018 második felétől az ipari fémek ára érdemben csökkent.** Az ipari fémek közül az alumínium és az ólom ára megközelítőleg 20 százalékkal mérséklődött, míg a réz jegyzése 2007-es szintjén alakult

augusztusban. **Az olaj világszertei árát az elmúlt időszakban érdemi volatilitás jellemezte.** Az árak alakulását egymással ellentétes hatások alakították: a Közel-Keleten tapasztalható geopolitikai feszültségek az árak növekedésének irányába hatottak, míg az árak csökkenésében nagy szerepet játszott a Kína és USA közötti kereskedelmi feszültség és a **lassuló globális kereslet** hatása. A Nemzetközi Energiaügynökség legfrissebb előrejelzésében a globális olajkeresletre vonatkozó növekedési várakozását érdemben mérsékelte.

6-2. ábra: A nyersanyagok és nemesfémek árának éves átlagos változása

	 Olaj	 Szén	 Földgáz	 Alu.	 Réz	 Ólom	 Nikkel	 Cink	 Arany	 Platina	 Ezüst	 Pallád.
2006	21%	4%	35%	36%	83%	32%	70%	137%	36%	27%	58%	65%
2007	12%	35%	1%	3%	7%	103%	79%	6%	16%	15%	17%	10%
2008	41%	101%	57%	-3%	-1%	-8%	-44%	-43%	26%	23%	13%	-2%
2009	-26%	-39%	-32%	-30%	-11%	0%	-14%	2%	13%	-11%	6%	-2%
2010	34%	38%	-1%	33%	54%	34%	57%	38%	26%	35%	37%	102%
2011	40%	24%	27%	11%	19%	14%	7%	3%	28%	7%	81%	43%
2012	1%	-21%	10%	-15%	-9%	-12%	-22%	-10%	7%	-9%	-10%	-11%
2013	-2%	-12%	3%	-9%	-8%	4%	-14%	-2%	-15%	-4%	-23%	12%
2014	-9%	-17%	-15%	2%	-6%	-2%	14%	13%	-10%	-7%	-19%	11%
2015	-47%	-16%	-32%	-10%	-20%	-15%	-29%	-10%	-8%	-24%	-17%	-14%
2016	-13%	15%	-30%	-3%	-11%	5%	-15%	12%	8%	-5%	10%	-6%
2017	26%	40%	26%	23%	27%	25%	9%	41%	1%	-3%	1%	43%
2018	32%	22%	36%	8%	7%	-3%	28%	3%	1%	-7%	-8%	18%
2019	-9%	-21%	-32%	-16%	-9%	-16%	-6%	-14%	4%	-7%	-4%	48%

Megjegyzés: 2019 az év első nyolc hónapja alapján.

Forrás: Bloomberg, Világbank, MNB

Általánosan megfigyelhető jelenség, hogy a recesszió közeli szituációkban erősödik a **befektetők biztonságkereső magatartása**. Ezekben az időszakokban hagyományosan népszerű befektetési eszköz a nemesfém, különösképpen az **arany**. Azonban érdemes figyelembe venni, hogy nem csak bizonytalan piaci körülmények között fordulnak a befektetők az arany felé egyéb – akár alacsony kockázatú – eszközökkel szemben. Ha az egyéb befektetésektől (kötvény, részvény) várható hozam alacsony, az szintén az arany felé irányíthatja a piac figyelmét. **Az arany árának utóbbi időben megfigyelt emelkedését** magyarázhatja a jelenlegi **laza kamatkörnyezet** – a Fed és az EKB is lazította a kamatkondíciókat –, a **negatív hozamú kötvények**, illetve a **jegybankok aranytartalékának elmúlt időszakai bővítése** is. Egyes befektetők szerint **az arany árának növekedése a globális konjunktúra jövőbeli romlására és a recessziós kockázatok megemelkedésére is utalhat**.

A makrogazdasági és áru piacokat érintő hatások mellett a befektetők tartanak a kereskedelmi ellentétek **pénzügyi hatásaitól** is. A **gyengülő részvényi piaci hangulat és a csökkenő profitvárakozások következményeként a vállalatok mérlegalkalmazkodásra kényszerülhetnek**, ami – a megemelkedő bizonytalansággal párhuzamosan – a **beruházások visszaesését is eredményezheti**. Az elmúlt időszakban kockázatkerülő magatartás jellemezte a piacokat, aminek következtében **augusztus közepén az amerikai tízéves kötvényhozam a kétéves hozam alá csökkent**, amire historikus tapasztalatok alapján a pénzügyi elemzők a **recesszió előjeleként tekintenek**. Az 1950-es évek óta az USA-ban mind a kilenc gazdasági recesszió előtt bekövetkezett az ún. **fordított hozamgörbe** jelensége. Annak ellenére, hogy a jelenségből nem szükségszerűen következik válság kialakulása, az USA és a globális gazdasági teljesítmény romlásának valószínűsége érdemben megemelkedett az elmúlt időszakban. A New York Fed hozamok alapján becsült recessziós valószínűség indexe is meredeken emelkedett az elmúlt hónapokban.

A gyengülő és egyre bizonytalanabbá váló külső konjunktúrával összhangban a **gazdasági növekedés Európa-szerte tovább lassult 2019 második negyedévében**. Az eurozóna növekedésére az **Egyesült Királyság EU-ból való kilépése** – illetve a kilépési tárgyalásokból eredő bizonytalanság is érdemi negatív hatást gyakorol, ami a brit gazdaságra már rányomta bélyegét. Az Egyesült Királyság gazdasági teljesítménye – a várakozásoktól érdemben elmaradva – 0,1 százalékkal visszaesett 2019 második negyedévében, amit elsősorban a vállalati beruházások mérséklődése eredményezett. Előretekintve a **bizalmi indikátorok a feldolgozóipar és építőipar mérséklődését vetítik előre, ami alapján a harmadik**

negyedévben akár technikai recesszióba is kerülhet a brit gazdaság. Az ír és északír határellenőrzés kérdéskörében továbbra sem alakultak ki közeledő álláspontok, így a megállapodás nélküli Brexit mellett a kilépés további halasztása is lehetséges alternatívaként jelenik meg. **A kereskedelmi megállapodás nélküli Brexit** a közvetlen kereskedelmi csatornák mellett jelentős negatív tovagűrűző hatásokon keresztül is rontaná az európai országok gazdasági teljesítményét. A közvetlen hatások elsősorban az elektronikai eszközök és járműipar, valamint a mezőgazdasági termékek körében jelentkeznének, azonban **az alacsony készletekkel működő termelési eljárások következtében súlyos károk keletkeznének a beszállítói hálózatokban** is. A kilépést övező bizonytalanság a vállalatok beruházási döntéseit is befolyásolja, így azok elhalasztása szintén lassabb európai gazdasági növekedés irányába mutat.

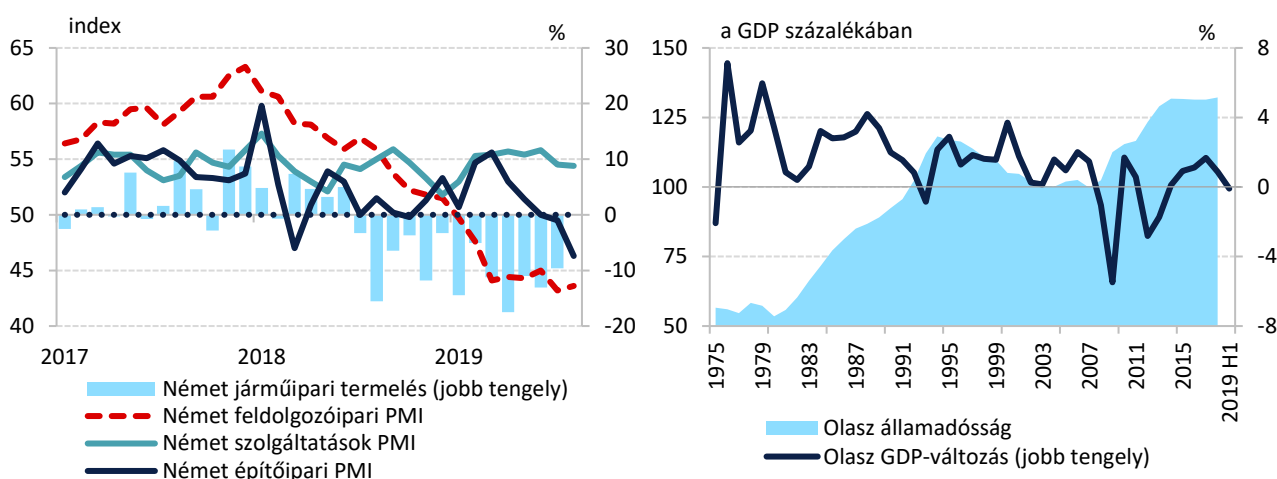
6-2. táblázat: A GDP-növekedési előrejelzések változása

	2019			2020		
	Conensus Economics (2019. június)	Consensus Economics (2019. szeptember)	Változás	Conensus Economics (2019. június)	Consensus Economics (2019. szeptember)	Változás
Egyesült Államok	2,5	2,3	-0,2	1,8	1,8	0,0
Kína	6,3	6,2	-0,1	6,0	5,9	-0,1
Egyesült Királyság	1,4	1,2	-0,2	1,4	1,1	-0,3
Németország	0,8	0,5	-0,3	1,4	1,0	-0,4
Olaszország	0,1	0,0	-0,1	0,5	0,4	-0,1

Forrás: Consensus Economics, MNB

Az eurozóna ideai gazdasági teljesítményére vonatkozó várakozások tovább mérséklődtek az elmúlt időszakban, ami elsősorban a német és olasz kilátások romlásához köthető (6-2. táblázat). Az **olasz növekedési kilátásokat** a következő években a **magas államadóssággal**, a költségvetéssel és a jelentős olasz állampapírpiazi kitettséggel rendelkező **bankrendszerrel kapcsolatos aggodalmak** mérséklik. Az **olasz államadósság jelenlegi szintje historikus összevetésben is kifejezetten magas**, illetve érdemben meghaladja a maastrichti kritériumokban megjelölt 60 százalékos GDP-arányos szint kétszeresét (6-3. ábra, jobb panel).

6-3. ábra: A német járműipari termelés és üzleti bizalom alakulása (bal panel) illetve az olasz GDP és államadósság alakulása (jobb panel)



Forrás: Bloomberg, Destatis, Eurostat, IMF

A viláгимport lassulása és a romló feldolgozóipari kilátások a német járműipar és a gazdaság visszafogott teljesítményében is tükröződik. Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, **Németország gazdasági teljesítménye 0,1 százalékkal visszaesett negyedéves bázison** 2019 második negyedévében, amit a mérséklődő ipari teljesítménnyel összhangban az export csökkenése okozott. Németország GDP-je idén mindössze 0,5, jövőre 1,0 százalékkal növekedhet, ugyanakkor **ciklikus és strukturális hatások** egyaránt a kedvezőtlen gazdasági teljesítmény irányába hatnak. A lakossági fogyasztás ugyan még erős, ugyanakkor a feldolgozóipar mellett a munkaerőpiacon, a szolgáltató szektorban és az építőipar esetében már jelentkeztek a lassulás jelei. Az Európai Unió 2018 második felében bevezetett károsanyag-kibocsátás korlátozásával, az

alternatív (elektromos) hatástechnológia elterjedésével, valamint a globális kereslet szűkülésével párhuzamosan a **német járműipari termelés lejtmenete továbbra is érzékelhető** (6-3. ábra, bal panel). Az ágazat rendelései továbbra is a tavalyi szintek alatt tartózkodnak, ami a német autógyártók számára jelentős alkalmazkodási kényszert jelent, ez pedig a korábbi stratégiák újragondolását, fejlesztési tervek átalakítását, a költségek csökkentését és optimalizálását, továbbá a termelés lehetséges átcsoportosítását eredményezheti. Ennek következtében **az elmúlt hónapokban a régiós és német ipari termelési folyamatok elszakadása volt megfigyelhető**. A globális – és kiemelten a német – konjunktúra romlását a hazai ipari termékszerkezet és a korábbi FDI hatása rövid távon részben ellensúlyozhatja. A nagy német járműgyártók esetén az elmúlt években megfigyelt **költségoptimalizáció** folytatódhat: a magasabb költségű **nyugat-európai gyárak kapacitása leépül**, míg a jellemzően **alacsonyabb költséggel működő feltörekvő országok (így Magyarország) termelése emelkedik**. Ugyanakkor a **hazai ipar mélyen integrálódott az európai értékláncokba**, így a német járműipar gyenge teljesítménye a **reálgazdasági csatornán keresztül középtávon a hazai gazdasági teljesítménybe is begyűrűzik**.

7. A 2019. és 2020. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

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

	Inflációs hatás 2019-re			Inflációs hatás 2020-ra		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3
Piaci	0,6	2,4	3,0	1,2	1,7	2,9
Indirekt adók és intézkedések	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,2
Infláció	0,7	2,6	3,3	1,3	2,1	3,4

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)

	2019					2020				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	1,5	0,0	4,2	-0,3	5,4	1,6	0,0	4,0	0,0	5,6
nem feldolgozott	1,6	0,0	7,3	0,0	8,9	0,4	0,0	5,9	0,0	6,3
feldolgozott	1,4	0,0	2,9	-0,5	3,8	2,2	0,0	3,1	0,0	5,3
Ipari termékek	0,9	0,0	0,6	0,1	1,6	1,0	0,0	0,6	0,0	1,6
tartós	0,5	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,8	0,0	0,2	0,0	1,0
nem tartós	1,1	0,0	0,9	0,2	2,2	0,9	0,0	1,0	0,0	1,9
Piaci szolgáltatások	1,3	0,0	3,1	-0,2	4,2	1,5	0,0	3,0	0,0	4,5
Piaci energia	5,3	0,0	1,8	0,0	7,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Alkohol, Dohány	1,6	0,9	3,1	2,3	7,9	1,4	0,8	1,1	1,8	5,1
Üzemanyag	-5,1	0,0	5,6	0,0	0,5	2,0	0,0	-0,1	0,0	1,9
Szabályozott árak	0,2	0,0	0,6	0,0	0,8	0,3	0,0	1,4	0,0	1,7
Infláció	0,6	0,1	2,5	0,1	3,3	1,2	0,1	2,0	0,1	3,4
Maginfláció	1,3	0,1	2,2	0,2	3,8	1,4	0,1	2,0	0,3	3,8

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: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója	12
1-4. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása	14
1-5. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	15
1-6. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához	15
1-7. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása	16
1-8. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	16
1-9. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként.....	16
1-10. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	17
1-11. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	17
1-12. ábra: A felhasználási tételek hozzájárulása az import éves változásához	17
1-13. ábra: A lakosság nettó pénzügyi megtakarítási rátájának alakulása (a rendelkezésre álló jövedelem százalékában) ..	18
1-14. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	19
1-15. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	19
1-16. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása	20
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	23
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	24
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	25
3-1. ábra: A feldolgozóipari PMI alakulása	27
3-2. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban	27
3-3. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban	28
3-4. ábra: Globális inflációs folyamatok	28
3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	29
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása	29
3-7. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	30
3-8. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása	30
3-9. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok.....	31
3-10. ábra: A GDP éves változása az eurozónában	31
3-11. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	32
3-12. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2019. augusztus).....	32
3-13. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában	33
3-14. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások.....	33
3-15. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban	34
3-16. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	35
3-17. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása	35
3-18. ábra: A GDP jövedelem oldali felbontása	36
3-19. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai.....	36
3-20. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása	36
3-21. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	37
3-22. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	37
3-23. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása	37
3-24. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	38

3-25. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása.....	38
3-26. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv.....	39
3-27. ábra: Kapacitáskihasználtság és a kapacitások jelenlegi megítélése.....	39
3-28. ábra: Hozzájárulás a régiós országok munkatermelékenységének alakulásához.....	40
3-29. ábra: Hazai munkatermelékenység vállalatméret szerinti alakulása (bal panel) és éves átlagos változása ágazatonként (jobb tengely)	41
3-30. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása	42
3-31. ábra: Az infláció dekompozíciója.....	42
3-32. ábra: Az inflációs alapmutatók.....	43
3-33. ábra: Az iparcikkek inflációja.....	43
3-34. ábra: Inflációs várakozások a régióban	44
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	45
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	45
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	46
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása	46
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	46
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába.....	47
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részszegmensben	47
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	48
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben.....	48
4-10. ábra: Az előretétekintő reálkamatlábak alakulása	48
4-11. ábra: Vállalati hitelek éves növekedési üteme nemzetközi összehasonlításban.....	49
4-12. ábra: A háztartási hiteltranzakciók és a hitelállomány éves növekedési ütemének alakulása	50
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	51
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	51
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	52
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	52
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	53
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása.....	54
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása.....	55
5-8. ábra: A fiskális keresleti hatás	56
5-9. ábra: A kormányzati beruházások alakulása	57
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretétekintve változatlan, 2018. végi árfolyamon számítva	58
6-1. ábra: Az áruimport, az észak-amerikai szállítási index éves változása és a kínai feldolgozóipari beszerzési-menedzserindex alakulása.....	60
6-2. ábra: A nyersanyagok és nemesfémek árának éves átlagos változása	61
6-3. ábra: A német járműipari termelés és üzleti bizalom alakulása (bal panel) illetve az olasz GDP és államadósság alakulása (jobb panel)	62

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	13
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	21
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal	22
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók	55
5-2. táblázat: A 2019. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest)	56
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2019. évi költségvetési törvény előirányzataitól	57
5-4. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2020. évi költségvetési törvény előirányzataitól	58
6-1. táblázat: Az Egyesült Államok és Kína közötti vámintézkedések alakulása	59
6-2. táblázat: A GDP-növekedési előrejelzések változása	62
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék)	64
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)	64

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 korábnak 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

2019. szeptember

Nyomda: Prospektus Kft.

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.