



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2019  
DECEMBER

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

*Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről*



# INFLÁCIÓS JELENTÉS

2019  
DECEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

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

Az elemzés 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. december 12-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.*



# Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez .....	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások .....	11
1.1. Inflációs előrejelzésünk .....	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk .....	16
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk .....	21
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	25
3. Makrogazdasági helyzetértékelés .....	28
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése .....	28
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése .....	35
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség .....	42
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója .....	45
3.5. Költségek és infláció .....	46
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	50
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....	50
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói .....	52
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	54
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....	54
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....	56
5.3. Költségvetési folyamatok .....	58
6. Kiemelt témák .....	62
6.1. A beruházási ráták mélyelemzése .....	62
7. A 2019. és 2020. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása .....	66
Ábrák és táblázatok jegyzéke .....	67

## Keretes írárok jegyzéke

1-1. keretes írás: A sertéspestis hatása a hazai fogyasztói árakra .....	12
1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink .....	14
1-3. keretes írás: A MÁP+ megjelenésének hatásai .....	19
3-1. keretes írás: A 2019-es nemzeti számla módszertani revízió változásainak hatásai .....	38
3-2. keretes írás: Változások a munkaerőpiac mélyén .....	43
3-3. keretes írás: A telekommunikációs szolgáltatások szeptemberi inflációjának alakulása .....	48





# A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

*A Magyar Nemzeti Bank (MNB) egyetlen horgonya az infláció, elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A Monetáris Tanács megítélése szerint az inflációs kockázatok ismét szimmetrikussá váltak. A hazai GDP a korábbi előrejelzésnél enyhén magasabb ütemben bővül a következő években, miközben az eurozóna növekedési kilátásai tartósan visszafogottan alakulnak. Ezzel összhangban a laza külső monetáris politikai környezet tartós fennmaradása várható, ugyanakkor a globálisan meghatározó jegybankok előretekintő iránymutatásai már nem jeleznek további lazító lépéseket.*

**Az eurozóna nagy gazdaságai elkerülték a recessziót, ugyanakkor a növekedési kilátások tartósan visszafogottak maradtak. Az Európai Unió növekedési centruma változatlanul a visegrádi régió. A globális infláció enyhén tovább csökkent az elmúlt hónapokban.**

A világgazdaság 2019 harmadik negyedévében visszafogottabb mértékben növekedett. Az Egyesült Államok és az eurozóna gazdasága is a várakozásokat némileg meghaladó, de mérsékelt ütemben bővült, miközben Kína növekedési üteme enyhén lassult. Az eurozónában a recessziós félelmek enyhültek, ugyanakkor a növekedési kilátások tartósan visszafogottak. Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan továbbra is a visegrádi régió az Európai Unió növekedési centruma. A régió GDP-jének növekedése több mint 2,5 százalékponttal haladta meg az eurozóna bővülését.

A globális infláció csökkenése az elmúlt negyedévben is folytatódott. Az euroövezet inflációja elmarad a 2 százalékos jegybanki céltól, miközben a maginfláció tartósan 1 százalék körül alakult. A régiós országok inflációs rátái a jegybanki célok közelében tartózkodtak. A világgazdasági olajárak nem változtak érdemben.

**A külső monetáris politikai környezet lazábbá vált az elmúlt negyedévben. A globálisan meghatározó jegybankok kommunikációja előretekintve már nem jelez további lazító lépéseket, ugyanakkor a laza monetáris politikai környezet tartós fennmaradása várható.**

A Federal Reserve (Fed) decemberben változatlanul tartotta az irányadó rátát, amit idén már összesen 75 bázisponttal mérsékelt. A Fed döntéshozóinak megítélése alapján a monetáris politika jelenlegi irányultsága megfelelő a jegybanki célok eléréséhez. Az Európai Központi Bank (EKB) szeptember óta változatlanul hagyta az irányadó rátáit és az előretekintő iránymutatását. 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 szeptemberi döntésnek megfelelően az EKB novemberben újraindította eszközvásárlási programját, havi 20 milliárd eurós keretösszeggel. Az eszközvásárlások lezárása az irányadó ráták emelése előtt nem sokkal várható. A régiós jegybankok döntéshozói sem változtattak a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedévben, miközben a következő évekre várt kamatpályák ellaposodtak. Összességében a laza külső monetáris politikai környezet tartós fennmaradása várható.

**A kockázatvállalási hajlandóság növekedésével a fejlett országok hosszú kötvényhozamai és tőzsdeindexei emelkedtek.**

A pénzpiacokon 2019 negyedik negyedévében javult a kockázatvállalási hajlandóság, amelynek hátterében főként a nemzetközi kereskedelmi konfliktusokkal kapcsolatos fejlemények, valamint az Egyesült Királyság Európai Unióból történő kilépésének elhalasztása álltak. Ennek eredményeként a fejlett és feltörekvő piaci részvényindexek mellett a fejlett kötvényhozamok is emelkedtek, miközben a feltörekvő piaci kötvényfelárak jelentősen csökkentek.

**Szeptember óta a hazai állampapírpiazi hozamgörbe lejjebb toldott és laposabbá vált.**

Az elmúlt negyedévben az 1 és 3 hónapos BUBOR-kamatok enyhén csökkentek. A hosszabb lejáratú bankközi hozamok nem változtak lényegesen, miközben az állampapír hozamok nagyobb mértékben mérséklődtek. A forint árfolyama az időszak végére – átmeneti volatilitást követően – összességében erősödött.

**A fogyasztóiár-index 2020 januárjáig átmenetileg emelkedik, majd fokozatos mérséklődést követően a 3 százalékos inflációs célon stabilizálódik. Az adószűrt maginfláció 2020 első negyedévéig a jelenlegi szintje közelében alakul, majd csökken.**

Az infláció várható alakulását meghatározó tényezőkben továbbra is kettősség figyelhető meg. Az élénk belső kereslet emeli, míg a tartósan visszafogott külső konjunktúra fékezi az áremelkedés ütemét. Az elmúlt negyedévben az eurozónában a recessziós félelmek enyhültek, így a hazai inflációs kilátásokat övező kockázatok újra kiegyensúlyozottá váltak.

A fogyasztóiár-index főként az üzemanyagárak bázishatásainak és az élelmiszerárak növekedésének következtében 2020 januárjáig átmenetileg tovább emelkedik, majd fokozatos mérséklődést követően az előrejelzési horizont második felében a 3 százalékos inflációs célon stabilizálódik. Az inflációs várakozások továbbra is horgonyoztak. Az adószűrt maginfláció a következő hónapokban még a jelenlegi szintje közelében alakul, majd 2020 első negyedétől mérséklődik.

**A dinamikus hitelbővülés fennmaradása várható az előrejelzési horizonton.**

2019 harmadik negyedévében a vállalati hitelállomány 16 százalékkal, míg a kkv-szektor hitelállománya 15 százalékkal bővült éves összevetésben. A negatív reálkamatok és a kedvező konjunkturális kilátások egyaránt az élénk hitelkereslet fennmaradását támogatják, ugyanakkor az előrejelzési horizonton a bázishatások eredményeként a hiteldinamika lassulhat.

A háztartási hitelállomány 11 százalékkal bővült tranzakciós alapon, míg a lakossági hitelezés alapfolyamatainak részét nem képező lombardhiteleket kiszűrve az éves növekedési ütem 9,8 százalékot tett ki. A harmadik negyedéves dinamikus bővülés elsősorban a Családvédelmi Akcióterv részeként júliusban elindított babaváró hitel népszerűségével magyarázható. A program előtekintve is támogathatja a háztartások hitelkeresletét, amihez hozzájárul, hogy önerőként történő beszámíthatósága révén addicionális keresletet támaszthat a lakáscélú hitelek iránt. A kormányzati programon felül az alacsony kamatkörnyezet és a reálberek növekedése mellett gyorsuló háztartási hiteldinamika várható az előrejelzési horizont első évében.

**A hazai GDP a korábbi előrejelzésnél enyhén magasabb ütemben bővül a következő években. Az eurozónához történő felzárkózás továbbra is a legalább 2 százalékpontos növekedési többlet fennmaradása mellett folytatódik.**

A versenyszférában folytatódik a dinamikus bérnövekedés, ami 2020-ban is kétszámjegyű maradhat. A fogyasztás bővülésének üteme némileg mérséklődik. A lakossági megtakarítási ráta tartósan magasnak alakul, amit az új lakossági állampapír-konstrukció (MÁP+) is támogat. A vállalatok beruházási tevékenysége a kedvező finanszírozási környezettel összhangban élénk marad. Az erős beruházási aktivitás rövid távon növeli az importot, hosszabb távon azonban az új termelési kapacitások kiépülése a hazai exportot és a potenciális kibocsátás emelkedését is támogatja. A vállalati hitelezés dinamikus bővül, a vállalatok forrásbevonásához a Növekedési Hitelprogram Fix mellett a Növekedési Kötvényprogram is hozzájárul. A beérkező adatok, valamint a legutóbbi előrejelzések alapján a külkereskedelmi partnereink recessziós kockázatai csökkentek, ugyanakkor a tartósan visszafogott külső konjunktúra fennmaradása várható. Ennek ellenére a hazai export a következő években dinamikus, 5 százalékot meghaladó mértékben bővíthet, amit már az új kapacitások termelésének beindulása is egyre inkább támogat. A nettó export 2019-ben közel semleges, míg 2020 és 2022 között ismét pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez. A magyar GDP 2020-ban 3,7, míg 2021-ben és 2022-ben egyaránt 3,5 százalékos ütemben bővíthet. Az eurozónához történő felzárkózás továbbra is a legalább 2 százalékpontos növekedési többlet fennmaradása mellett folytatódik.

**A monetáris politika mellett a Magyar Állampapír Plusz (MÁP+) és az anticiklikus fiskális politika is erősíti hazánk makrogazdasági egyensúlyát és csökkenti a külső sérülékenységet.**

A MÁP+ támogatja a magas megtakarítási ráta fennmaradását. A költségvetési politika a következő években is anticiklikus tartalmakat képez. A gazdaság versenyképességének fokozatos javítása hozzájárul ahhoz, hogy a gazdasági növekedés fenntartható pályán maradjon.

**A folyó fizetési mérleg egyenlege 2020-tól ismét javul, miközben az ország külső finanszírozási képessége a GDP 2 százaléka közelében alakul. A külső finanszírozási képességnek köszönhetően a nettó külső adósságállomány az előrejelzési horizonton nulla közelébe mérséklődik.**

A folyó fizetési mérleg egyenlege 2019-ben a külkereskedelmi egyenleg mérséklődésének hatására átmenetileg csökken, amelyhez a külső kereslet lassulása mellett elsősorban az importigényes beruházások dinamikus növekedése járul hozzá. Az EU-transzferek emelkedő felhasználásának hatására a külső finanszírozási képesség a GDP 2 százaléka közelében alakul. 2020-tól a nettó export ismét pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez. Ezzel összhangban a folyó fizetési mérleg egyenlege a következő években emelkedik, míg a külső finanszírozási képesség a GDP 2 százaléka közelében stabilizálódik. A tartósan kedvező külső egyensúlyi pozíciónak köszönhetően folytatódik a külső adósságállomány leépülése, és a nettó külső adósság az előrejelzési horizonton nulla közelébe csökken.

2019-ben a költségvetés hiánya az 1,8 százalékos törvényi előirányzattal 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 az azt követő években is anticiklikus tartalékot képez. A magyar és az európai uniós költségvetési szabályokkal összhangban az adósság az előrejelzési horizont végére 60 százalék alá mérséklődik. Ezzel párhuzamosan az államadósság devizaarányának további csökkenése és a belföldi tulajdonosi részarány emelkedése a gazdaság sérülékenységét is mérsékli.

**A szeptemberben még aszimmetrikus és lefelé mutató inflációs kockázatok ismét szimmetrikussá váltak.**

A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alappályája körül két alternatív forgatókönyvet emelt ki. Az elhúzódó globális bizonytalanságok hatásai az alappályához képest alacsonyabb inflációs és visszafogottabb növekedési pályát eredményezhetnek. A magasabb bérnövekedéssel és dinamikus fogyasztásbővüléssel számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív scenárióként a versenyképességi reformok megvalósulását, valamint a nyersanyagárak (sertéshús, olaj) emelkedését valószínűsítő pályákat tárgyalta.

## AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2018	2019	2020	2021	2022
	Tény		Előrejelzés		
<b>Infláció (éves átlag)<sup>1</sup></b>					
Maginfláció	2,5	3,8	4,0	3,4	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	2,4	3,4	3,6	3,1	3,0
Infláció	2,8	3,3	3,5	3,3	3,0
<b>Gazdasági növekedés</b>					
Háztartások fogyasztási kiadása	4,9	4,9	4,2	3,1	3,0
Közösségi végső fogyasztás <sup>7</sup>	1,1	0,9	1,0	0,3	1,4
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	17,1	17,8	4,6	4,1	3,0
Belföldi felhasználás	7,3	5,2	3,6	2,8	2,7
Export	4,3	5,9	5,6	5,7	6,2
Import	6,8	6,3	5,4	5,0	5,4
GDP	5,1	4,9	3,7	3,5	3,5
Munkatermelékenység <sup>6</sup>	2,7	3,2	3,3	3,2	3,4
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>					
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,5	-0,6	-0,5	-0,3	0,2
Külső finanszírozási képesség	2,0	1,8	2,0	1,8	1,8
<b>Államháztartás<sup>2,5</sup></b>					
ESA-egyenleg	-2,3	(-1,8)–(-1,7)	(-1,2)–(-0,4)	(-1,1)–(-0,3)	(-0,9)–(-0,1)
<b>Munkaerőpiac</b>					
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	11,3	10,7	8,9	8,0	7,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,1	0,9	0,4	0,3	0,1
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	10,9	11,3	10,0	8,9	8,4
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,3	1,2	0,6	0,4	0,1
Munkanélküliségi ráta	3,7	3,5	3,5	3,5	3,5
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	5,1	6,1	4,3	3,8	3,6
Lakossági reáljövedelem <sup>4</sup>	7,9	5,0	4,1	2,9	2,5

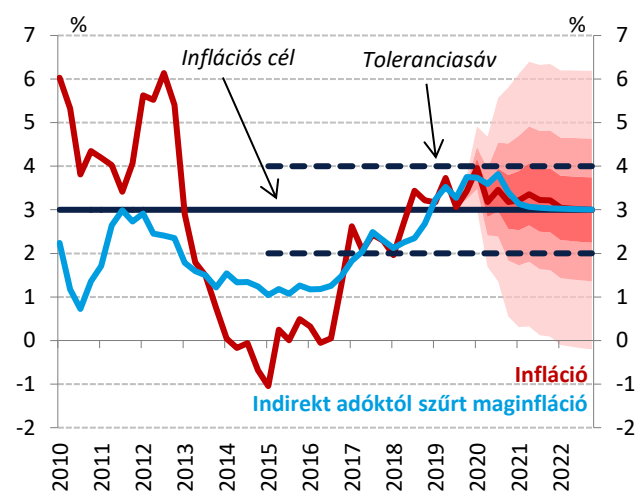
<sup>1</sup> Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.<sup>2</sup> A GDP arányában.<sup>3</sup> Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.<sup>4</sup> MNB-becslés.<sup>5</sup> Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.<sup>6</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.<sup>7</sup> Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az elmúlt hónapokban csökkentek a felfelé mutató inflációs kockázatok. Az eurozónában mérséklődött a recessziós kockázat, ugyanakkor tartósan visszafogott külső keresletre és inflációra számíthatunk. A hazai belső kereslet élénk növekedése azonban növeli a vállalatok árazási mozgásterét. Rövid távon a fogyasztóiár-index főként bázishatások és az élelmiszerárak növekedése következtében 2020 januárjáig átmenetileg tovább emelkedik, majd fokozatos mérséklődést követően a 3 százalékos inflációs célon stabilizálódik. Az adószűrt maginfláció a következő hónapokban a jelenlegi szintje közelében alakul, majd 2020 első negyedétől mérséklődik.

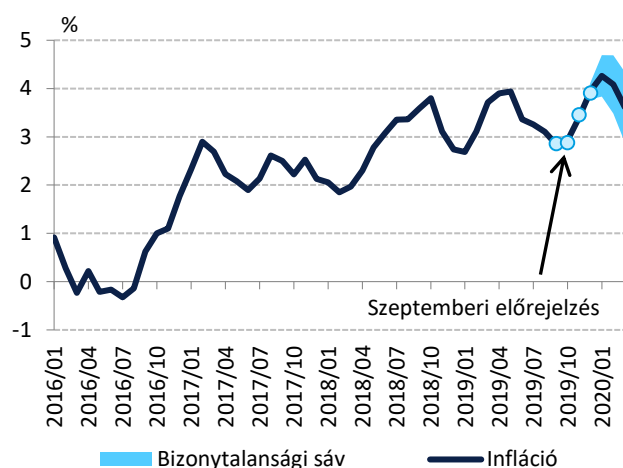
1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



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.

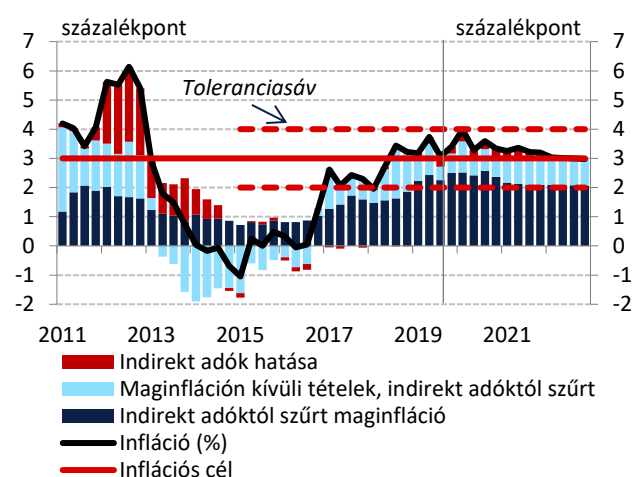
Forrás: KSH, MNB

Az infláció és az indirekt adóktól szűrt maginfláció az őszi hónapokban lényegében megfelelt várakozásainknak. Az infláció várható alakulását meghatározó tényezőkben továbbra is kettősség figyelhető meg. Egyrészt a nyugat-európai országokban mérséklődtek a recessziós kockázatok, ugyanakkor tartósan visszafogott külső keresletre és inflációra számíthatunk. A belső kereslet ezzel szemben továbbra is növeli a vállalatok árazási mozgásterét. Az ár-növekedés irányába hat továbbá, hogy a beérkezett tényadatok hatására várakozásunk szerint a kétszámjegyű bérdinamika 2020-ban is fennmaradhat. Az inflációs várakozások ugyanakkor továbbra is horgonyoztak. **A fogyasztóiár-index** főként az üzemanyagok bázishatásainak és az élelmiszerárak növekedése következtében **2020 januárjáig átmenetileg tovább emelkedik** (1-2. ábra), majd fokozatos mérséklődést követően a 3 százalékos inflációs célon stabilizálódik (1-1. ábra). **Az indirekt adóktól szűrt maginfláció a következő hónapokban a jelenlegi szintje közelében alakul**, így 2019-ben 3,4, 2020-ban 3,6, 2021-ben 3,1, míg 2022-ben 3 százalékon alakul.

**A hazai áremelkedés ütemére a továbbra is visszafogott külső inflációs környezet mérséklő hatással bír. Az EKB legfrissebb előrejelzésében az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton.** Az eurozóna inflációját az EKB 2020-ra 0,1 százalékponttal felfelé, 2021-re vonatkozóan pedig 0,1 százalékponttal lefelé revideálta a világpiaci olajárak rövid távú emelkedése és hosszabb távú mérséklődése következtében. A magyar árdinamika szempontjából meghatározóbb maginflációs előrejelzés 2019-ben 0,1 százalékponttal csökkent, 2020-ban 0,1 százalékponttal emelkedett, míg 2021-ben 0,1 százalékponttal mérséklődött.

**Az indirektadó-változások az előrejelzési horizonton az infláció emelkedésének irányába hatnak** (1-3. ábra). Ennek oka a dohánytermékeket érintő jövedéki adó három lépcsőben történő emelése 2020 januárjától 2021 januárjáig. Ennek hatását csak részben tudja ellensúlyozni a szálláshely szolgáltatások áfájának 18-ról 5 százalékra

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

		2019	2020	2021	2022
Indirekt adóktól szűrt maginfláció		3,4	3,6	3,1	3,0
Maginfláció		3,8	4,0	3,4	3,0
Maginfláción kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	8,8	6,9	4,2	3,6
	Járműüzemanyag és piaci energia	1,2	1,8	3,1	3,8
	Szabályozott árú termékek	0,7	1,3	2,5	2,4
	Összesen	2,4	2,5	3,0	3,0
<b>Infláció</b>		<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>

Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: MNB

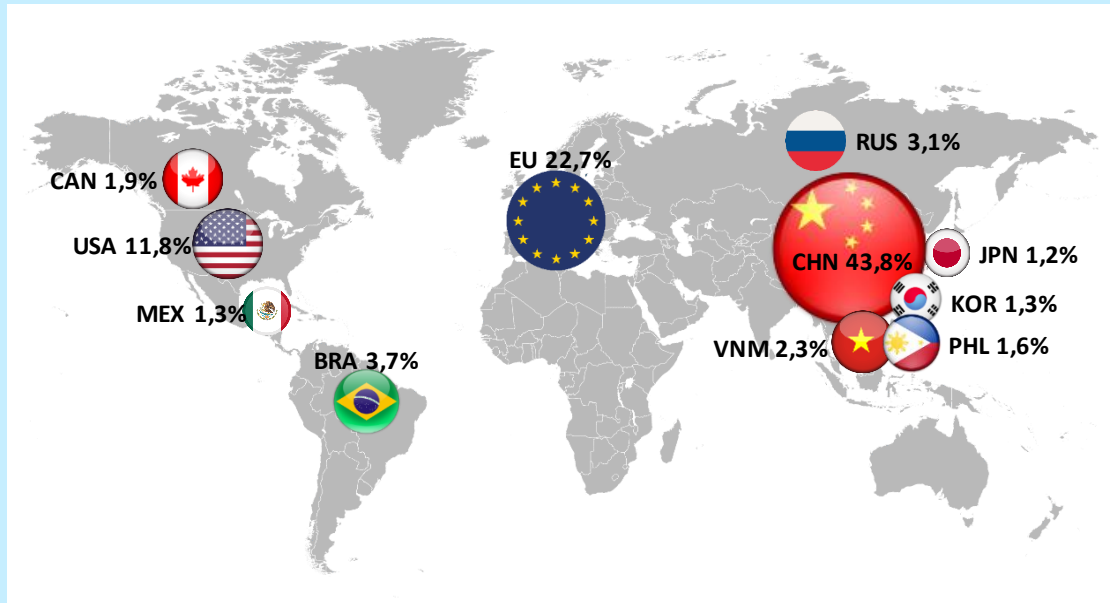
történi csökkentése 2020 január 1-jétől. Összességében az indirektadó-változások 2020-ban 0,3 míg 2021-ben 0,2 százalékponttal járulnak hozzá az inflációhoz.

**A maginfláción kívüli tételek inflációjának emelkedése prognosztizálható** (1-1. táblázat). A feldolgozatlan élelmiszerek esetében az elkövetkező években magasabb, majd az előrejelzési horizont végétől a historikus átlagnak megfelelő árdinamikára számítunk. Várakozásaink szerint a feldolgozatlan élelmiszerek inflációja a következő negyedévekben szeptemberi feltevésünkhöz képest magasabban alakulhat. Az afrikai sertéspestis következtében ahogy a világpiacon, úgy hazánkban is jelentősen megemelkedett a vágósertés termelői ára az elmúlt hónapokban, ami a következő hónapokban az élelmiszerek fogyasztói árának emelkedését okozhatja. Az üzemanyagok esetén a határidős jegyzésárakkal összhangban visszafogott áralakulás prognosztizálható. A szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében pedig a szeptemberi feltevésünknél mérsékeltebb árdinamikára számítunk. Ennek oka, hogy 2019 szeptemberében a tankönyvek árában korábbi várakozásunknál jelentősebb, 16 százalékos csökkenést tapasztaltunk. Az ingyenes tankönyvben részesülő évfolyamok körének bővülése jövőre tovább folytatódik. Összességében a költséghatások kikutásával a maginfláción kívüli tételek árdinamikája 3 százalék körül alakul.

### 1-1. keretes írás: A sertéspestis hatása a hazai fogyasztói árakra

**A globális és regionális húspiacra az elmúlt években megjelent afrikai sertéspestis járvány jelentős hatást gyakorolt. A jelenség súlyos károkat okoz a világ sertésállományában, mivel jelentősen szűkíti a kínálatot.** Jelenleg elsősorban Kínában, a világ legnagyobb sertésfőzést termelő országában kritikus a helyzet, azonban a vírus több távol-keleti és európai országban is felütötte már a fejét (1-4. ábra). Kínában a sertésállomány 2019 eleje óta a sertéspestis következtében több, mint felére esett vissza. **Az amerikai agrárminisztérium (USDA) legfrissebb előrejelzése alapján** a globális sertésfőzést termelés idén 2018-hoz képest 6 százalékkal 106,1 millió tonnára csökkenhet, jövőre pedig további 10,4 százalékkal 95 millió tonnára mérséklődhet. **A globális sertésfőzést termelés közel felét adó kínai kibocsátás az USDA prognózisa szerint idén 14 százalékkal 46,5 millió tonnára, míg 2020-ban további 25 százalékkal 34,75 millió tonnára eshet vissza.**

1-4. ábra: A világ sertéshús-termelésének eloszlása



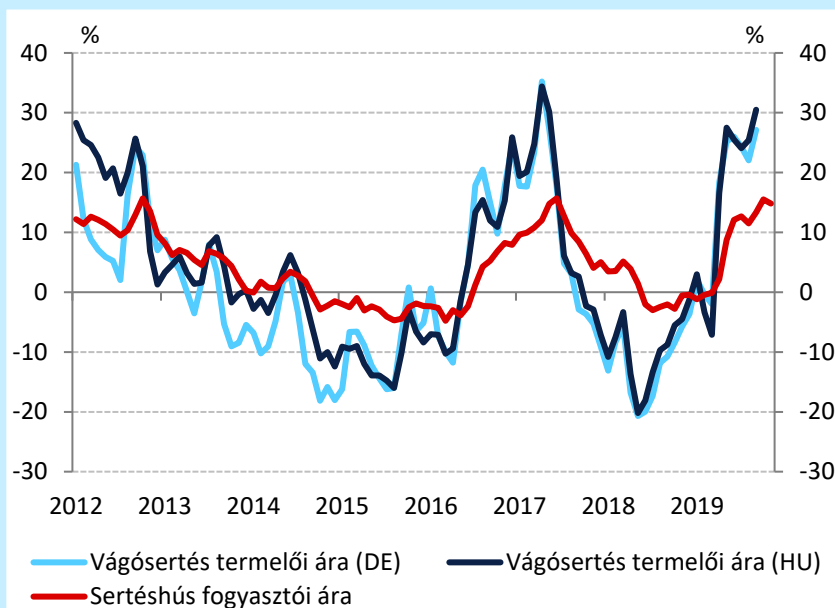
Megjegyzés: A világ sertéshús termelésének arányában.  
 Forrás: USDA, MNB

A globálisan is jelentős állományvesztés miatt a sertéshús iránti kereslet az elmúlt időszakban meghaladta az elérhető kínálatot, melynek hatására jelentős mértékű emelkedést regisztráltunk a vágósertés termelői árban, ami egyre inkább megjelenik a fogyasztói árakban is (1-5. ábra). Az emelkedés idővel nemcsak a feldolgozatlan, hanem a feldolgozott élelmiszerek árát is megemelheti, mivel a sertéshús egyéb húsipari termékek alapanyagaként a feldolgozott élelmiszerek árát is befolyásolja. A feldolgozott élelmiszerek a maginflációs kosár ötödét teszik ki. A vágósertés termelői ára – összhangban a német termelői árakkal – az elmúlt hónapokban jelentősen megemelkedett (30 százalékkal), azonban a fogyasztói árakban ez a hatás (év eleje óta több, mint 15 százalékos növekedés) a termelői árakban megfigyeltnél kisebb mértékben érvényesült. A sertéscomb ára a KSH adatai alapján az év eleje óta közel 20 százalékkal lett drágább, és az árnövekedés a feldolgozott sertéshús-készítmények esetében is megfigyelhető volt: itt elsősorban a kolbász, a szalámi és a sonka ára emelkedett 7–10 százalékos mértékben.

Hazánkban a sertésállomány egyelőre nem, csak a vaddisznó-állomány érintett a betegségben. A sertéspestis magyarországi megjelenésével kapcsolatos hírek hatására több ország (köztük Kína) korlátozó intézkedéseket vezetett be a magyar élő sertéssel és sertéshússal szemben, vagyis a globális keresletélénkület és a nemzetközi kínálat szűkülését a magyar exportőrök egyelőre nem tudják kihasználni. Ugyanakkor mindezt ellensúlyozhatja, hogy a régió több országát (Szlovákia, Románia) hazánknál súlyosabban érinti a járvány, így ezek az országok felvevőpiacot jelenthetnek a hazai termékek számára.



1-5. ábra: A sertés- és vágósertés termelői és fogyasztói árának alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt éves változás.

Forrás: Destatis, KSH, MNB

## 1-2. 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 (1-1. táblázat).

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2019		2020		2021		2022 Aktuális	Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális		2019	2020	2021
EUR/USD	1,12	1,12	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	0,0%	0,0%	0,0%
Olajár (USD/hordó)	64,1	63,8	59,7	60,4	58,7	58,5	58,5	-0,5%	1,2%	-0,3%
Olajár (EUR/hordó)	57,3	57,0	54,1	54,7	53,1	53,0	53,0	-0,5%	1,1%	-0,2%
Eurozóna inflációja (%)	1,2	1,2	1,0	1,1	1,5	1,4	1,6	0 szp.	0,1 szp.	-0,1 szp.
Eurozóna maginflációja (%)	1,1	1,0	1,2	1,3	1,5	1,4	1,6	-0,1 szp.	0,1 szp.	-0,1 szp.
Felvevőpiacaink növekedése*(%)	1,7	1,8	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	0,1 szp.	-0,1 szp.	0 szp.

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

Forrás: Bloomberg, Consensus Economics, MNB, EKB

**A külső keresletre vonatkozó feltevéseink lényegében nem változtak. A recessziós félelmek nem eszkalálódtak tovább, azonban továbbra is gyenge külső konjunktúrával szembesül a hazai kivitel.** A legnagyobb növekedési kockázatnak – a világimporton belüli jelentős súlyuk következtében – az USA és Kína közötti kereskedelmi feszültségeket tekintik a piaci szereplők. A kereskedelmi feszültségek fokozódása a világ ipari termelésének lassulásában, a világkereskedelmi intenzitás csökkenésében és a romló feldolgozóipari kilátásokban már tükröződött. Egyre inkább megfigyelhető jelenség, hogy a növekvő bizonytalanság miatt a vállalatok elhalasztják a beruházásaikat, ami rövid és középtávon is rontja a növekedési kilátásokat. Az európai kilátásokat emellett a Brexitet övező bizonytalanság is rontja. Kedvező fejlemény ugyanakkor, hogy a gazdasági növekedés az idei év harmadik negyedében Európa-szerte meghaladta az elemzői várakozásokat. Németország gazdasági teljesítménye a 2019 harmadik negyedében 0,1 százalékkal emelkedett negyedéves bázison, így hazánk legnagyobb exportpartnere elkerülte a technikai recessziót.

**A tartósan visszafogott európai növekedési kilátásokkal összhangban az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében továbbra is az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton.** Az eurozóna GDP növekedésére vonatkozó prognózis az idei évre vonatkozóan 0,1 százalékponttal emelkedett, míg 2020-ban



0,1 százalékponttal csökkent. **A magyar árdinamika szempontjából meghatározóbb maginflációs előrejelzés 2019-ben 0,1 százalékponttal csökkent, 2020-ban 0,1 százalékponttal emelkedett, míg 2021-ben 0,1 százalékponttal mérséklődött.** Az eurozóna inflációját az EKB 2020-ra 0,1 százalékponttal felfelé, 2021-re vonatkozóan pedig 0,1 százalékponttal lefelé revidálta a világgpiaci olajárak rövid távú emelkedése és hosszabb távú mérséklődése következtében. 2022-ig az eurozóna inflációja fokozatosan 1,6 százalékra emelkedik, amit az erősödő gazdasági növekedés mellett a robusztus bérdinamika is támogat.

**Az elmúlt hónapokban a Brent nyersolaj hordónkénti ára érdemi változékonyságot mutatva 68 dollárról 57 dollárra csökkent, majd fokozatosan a jelenlegi 65 dolláros szint közelébe emelkedett.** Az árak alakulását a vizsgált időszakban több fontos esemény befolyásolta. A Saudi Aramco vállalatot ért szeptember 14-i dróntámadás után – ami a világgpiaci árakat 68 dollárig emelte – a vártnál korábban állt helyre a kieső kitermelés. Ez gátat szabott az árak további növekedésének és a jegyzésárakban korrekció következett be. A közel–keleti geopolitikai feszültségek enyhülése az USA és Kína közötti kereskedelmi feszültségekre irányította a figyelmet, melyben egy esetleges megállapodás irányába mutató tárgyalások támogatták az olajárak mérsékelt emelkedését. Az USA és Kína közötti megállapodás lehetséges időpontja azonban bizonytalanná vált, ugyanis Donald Trump szerint az a 2020-as amerikai elnökválasztás utánra tolódhat. **Az OPEC és az OPEC+ országok december 5–6-án lezajlott bécsi találkozóján megállapodás született a jelenlegi termeléskorlátozás mértékének emeléséről,** melynek értelmében a napi kitermeléscsökkentés 2020. január 1-től a 2018. október óta érvényben lévő napi 1,2 millió hordós szintről 500 000 hordóval 1,7 millió hordóra emelkedik. A termeléskorlátozás egyelőre 2020 márciusáig lesz érvényben, melynek meghosszabbításáról a jövő márciusi találkozón fognak dönteni. A hír hatására az olaj ára 65 dollár/hordó fölé emelkedett.

A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó **euróban kifejezett olajárak a szeptemberi feltevésünkhöz képest enyhén alacsonyabban alakulnak.** Az EUR/USD keresztárfolyamra vonatkozó feltevésünk a szeptemberi prognózishoz képest lényegében nem változott.

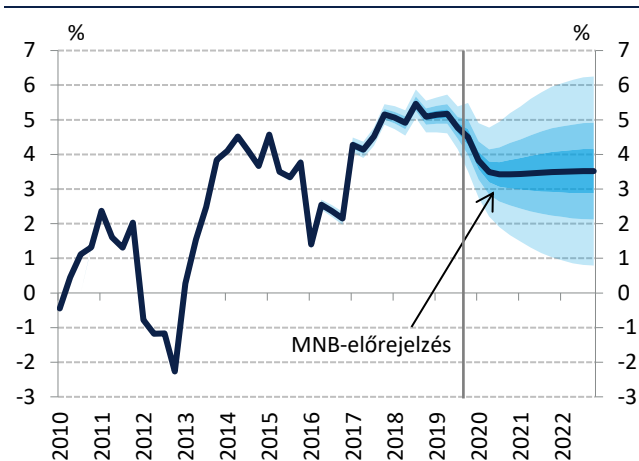
**A Kormány novemberben újabb, versenyképességet javító javaslatcsomagokat nyújtott be az Országgyűlésnek, amelyek éves statikus költségvetési hatása mintegy 30–35 milliárd forint lehet.** Az intézkedések többsége az adózást érinti, elsősorban az adminisztráció csökkentésén, illetve a rejtett gazdaság visszaszorításán keresztül. Az adóadminisztrációs terhek mérséklődését elősegíti, hogy 2020-tól összevonásra kerül a jelenlegi négyféle munkavállalói járuléknem, amelynek közös 18,5 százalékos kulcsával teljes egészében igénybe lehet venni a családi járulékkedvezményt az aktuálisan 17 százalék helyett. A jövő évben életbe lépő új járulékszabályok megteremtik a lehetőségét, hogy minden dolgozó nyugdíjas teljes járulékkentességben részesüljön, valamint az egyéni vállalkozók is valamelyest alacsonyabb járulékkerheket fognak viselni. A rejtett gazdaság visszaszorulásához hozzájárulhat, hogy az online számlázás jelenlegi 100 ezer forintos értékhatára helyett jövőre már gyakorlatilag minden számláról online adatot kell szolgáltatni az adóhatóság felé. Az intézkedések költségvetési hatását ellensúlyozza ugyanakkor, hogy **a beérkező tényadatok alapján** az általános forgalmi adó bevételek, az állami vagyonkezeléshez kapcsolódó ESA bevételek, valamint az önkormányzati alrendszer egyenlege magasabban, míg a lakástámogatási kiadások a korábban vártnál alacsonyabban alakulhatnak.

**A költségvetési politika 2019 után anticiklikus tartalékot képez.** Előrejelzésünk továbbra is azzal számol, hogy a **2019. évi hiány a GDP 1,7 – 1,8 százaléka lehet,** ami összhangban van az 1,8 százalékos törvényi előirányzattal. **A szeptemberi várakozásunkkal megegyezően 2020-ban – az Országvédelmi Alap részleges felhasználásával – 1 százalékra, majd 2022-re 0,4 százalékra csökkenhet a költségvetés hiánya.** **2022-re** az Országvédelmi Alap biztosíthatja az aktuális GDP 0,4 százalékos hiánycél elérését. Korábbi feltevéseinkkel összhangban az **EU-források effektív felhasználása 2019-ben tetőzik,** majd fokozatosan csökken.

## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A hazai gazdaság szeptemberi várakozásunkhoz képest élénkebb ütemben, 4,9 százalékkal bővíülhet az idei év során. Aktuális feltevéseink teljesülése esetén 2020-ban 3,7 százalékos, míg 2021-ben és 2022-ben egyaránt 3,5 százalékos bővülést prognosztizálunk. A növekedés kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódik, amihez a belső tételek mellett a kivitel növekedése is hozzájárul. A fogyasztás bővülésének üteme némileg mérséklődik, ugyanakkor továbbra is a gazdasági növekedésnek egyik legfontosabb tényezője marad. A lakosság megtakarítási rátája tartósan magasnak alakul a következő években, amit a Magyar Állampapír Plusz is támogat. A vállalati beruházások a magas bázisról tovább növekednek a következő években. A folyamatot a kedvező finanszírozási környezet, a tőke-munka helyettesítés, és a nagyberuházások egyaránt támogatják. A vállalati hitelezés dinamikusan bővül, a vállalatok forrásbevonását a Növekedési Hitelprogram Fix mellett a Növekedési Kötvényprogram is segíti. Az uniós források effektív felhasználása az idei évet követően mérséklődik, emellett az állam saját forrásokból finanszírozott beruházásai is mérséklődnek 2020-tól kezdve. A legutóbbi előrejelzések alapján külkereskedelmi partnereinknél csökkentek a recessziós kockázatok, ugyanakkor a tartósan visszafogott külső konjunktúra fennmaradása várható. Ennek ellenére a hazai export a következő években dinamikusan, 5 százalékot meghaladó mértékben bővíülhet, amit már az új kapacitások termelésének beindítása is egyre inkább támogat.

1-6. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



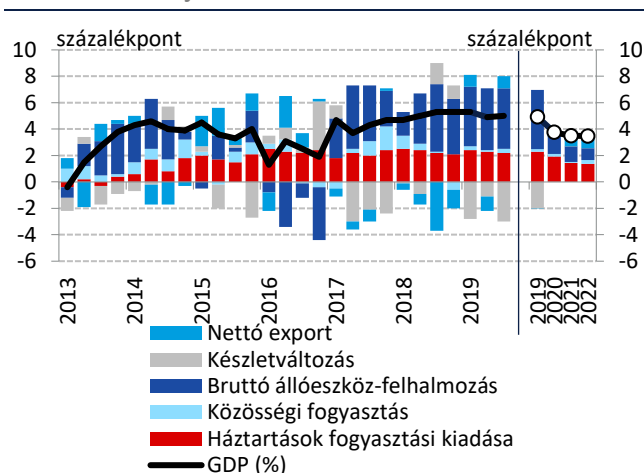
Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

2019 harmadik negyedévében a bruttó hazai termék 5,0 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az előző negyedévhez képest 1,1 százalékkal nőtt a GDP. A bejövő adatok megerősítették, hogy a hazai gazdaság a korábbi várakozásunkhoz képest élénkebb ütemben, 4,9 százalékkal bővíülhet az idei év során (1-6. ábra). Aktuális feltevéseink teljesülése mellett 2020-ban 3,7, míg 2021-ben és 2022-ben egyaránt 3,5 százalékos bővülést prognosztizálunk (1-7. ábra).

A magyar gazdaság eurozónához történő felzárkózása továbbra is legalább 2 százalékpontos növekedési többlet fennmaradása mellett folytatódik. A gazdaság bővülését a belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás, beruházások) és az export növekedése támogatja. A hazai export a következő években dinamikusan, 5 százalékot meghaladó mértékben bővíülhet (1-7. ábra).

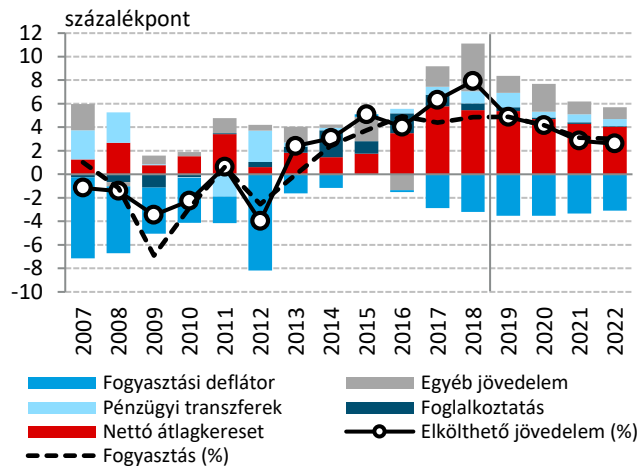
1-7. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához



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

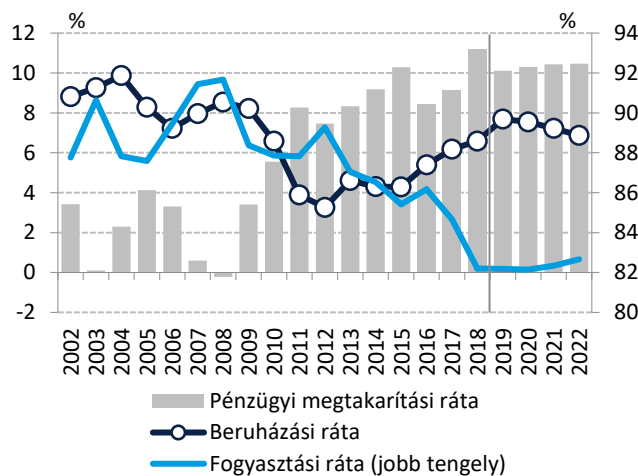
Várakozásaink szerint a lakossági fogyasztás tovább bővül a következő években. A kedvező jövedelmi alapfolyamatok mellett a korábbi várakozásunknál jelentősebben bővülő háztartási hitelezés is támogatja a fogyasztást. A hitelkereslet élénkülését az alacsony kamatkörnyezet és a reálbérek emelkedése mellett 2019 második felétől a kormányzat családvédelmi intézkedései is növelik. Az októberben beérkező adatok alapján a családtámogató programok iránti igény jelentős volt a lakosság körében. A horizont elején a háztartási hitelállomány bővülése szeptemberi várakozásunkhoz képest magasabban, 10-12 százalékos éves dinamikán alakul. Az előrejelzési horizont végére a háztartási hitelezés dinamikája fokozatosan mérséklődik, de még így is élénk dinamikát mutatva 8-9 százalék körül alakul. Szintén kedvező hatást fejt ki a fogyasztásra a felhalmozott magas nettó pénzügyi vagyont, illetve a fogyasztói bizalom magas szintje (1-8. ábra).

1-8. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása



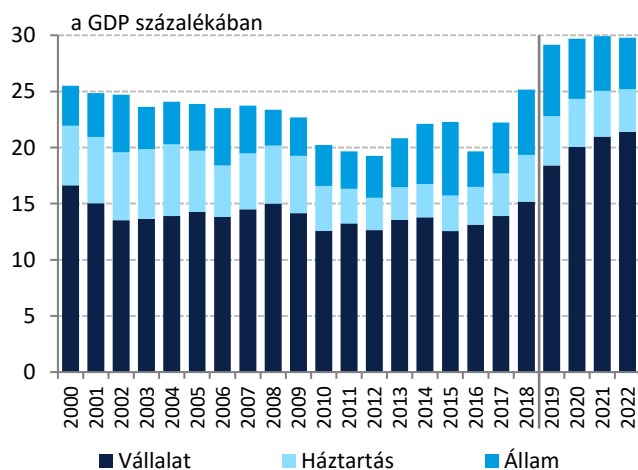
Megjegyzés: Éves változás. Forrás: MNB

1-9. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB

1-10. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

Az előrejelzési horizonton – összhangban a reáljövedelmek lassabb bővülésével – a **lakossági fogyasztás emelkedésének dinamikája némileg lassul, ugyanakkor továbbra is a gazdasági növekedésnek egyik legfontosabb tényezője marad.** A rendelkezésre álló jövedelem folyamatos növekedése mellett az idén júniustól elérhető Magyar Állampapír Plusz konstrukció, valamint az állampapír keresletet ösztönző intézkedések (kincstári számlavezetési díjmentesség, kedvező visszaválthatóság és kamatadó eltörlés) is támogatják a megtakarítási ráta stabilan tartását (lásd 1-3. keretes írás). A **lakosság beruházási rátája – a lakáspiaci ciklus kifutásával összhangban – fokozatosan mérséklődik** (1-9. ábra).

A **nemzetgazdasági beruházások a teljes előrejelzési horizonton emelkednek. A vállalati beruházások a magas bázisról tovább bővülnek.** A folyamatot a kedvező finanszírozási környezet, a beinduló tőke-munka helyettesítés, és a nagyberuházások egyaránt támogatják. A **vállalati hitelezés dinamikusan bővül, a vállalatok forrásbevonását a Növekedési Hitelprogram Fix mellett a Növekedési Kötvényprogram is támogatja.** A vállalati szektor beruházásainak bővüléséhez a Samsung SDI akkumulátorgyártó üzemének 390 milliárd forintos bővítése is hozzájárul. A beruházás erősíti hazánk jövőbeli szerepét az elektromobilitás hatására átalakuló járműipari termelési láncokban.

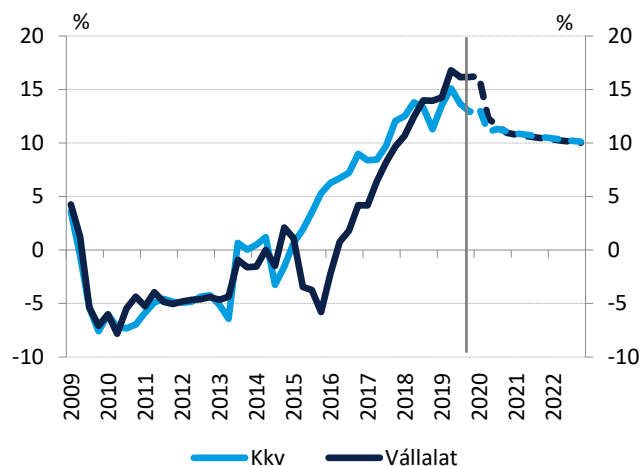
A lakáspiac élénkülésével összhangban a lakossági beruházások tetőzését várjuk az idei évben. **2020-tól azonban a lakáspiaci ciklus kifutása következtében a lakossági beruházások csökkenésére számítunk, így a következő évtől negatívan járulnak hozzá a növekedéshez.**

2020-tól **kezdődően mérséklődhetnek az állami beruházások. Az EU-források effektív felhasználási pályája kismértékben laposabbá vált, azonban továbbra is arra számítunk, hogy 2019-ben tetőzik.** Előretekintve a forrásfelhasználás mérséklődése következtében az állami beruházások csökkenése várható. A 2021-2027-es ciklus forrásainak felhasználása jelenlegi várakozásaink szerint legkorábban 2022-ben kezdődhet meg.

Előretekintve a nemzetgazdasági beruházási ráta a tavalyi 25,2 százalékos értékéről idén **29 százalék közelébe emelkedik, – mellyel hazánk európai összevetésben az élmezőnybe tartozik – és stabilan magas szinten alakul a teljes előrejelzési horizonton** (1-10. ábra).

Szeptemberi előrejelzésünkhöz képest nem változott jelentősen a külső keresletre vonatkozó várakozásunk. Fontos **külkereskedelmi partnereink recessziós kockázatai csökkentek** a beérkező adatok, valamint a legutóbbi

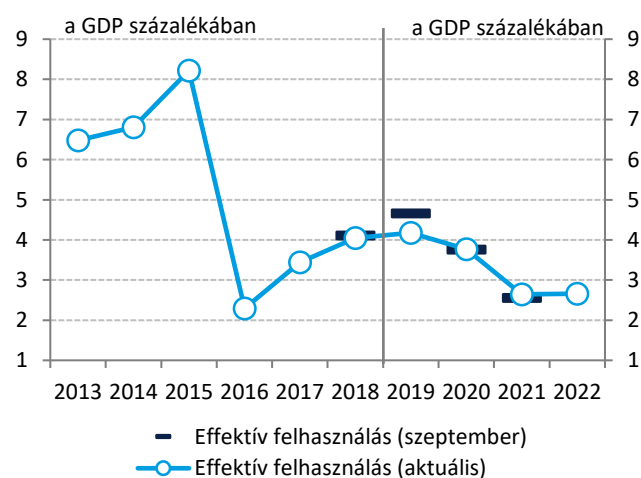
1-11. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves változása



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

1-12. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása



Forrás: Pénzügyminisztérium, MNB

előrejelzések alapján, **ugyanakkor a tartósan visszafogott külső konjunktúra fennmaradása várható.**

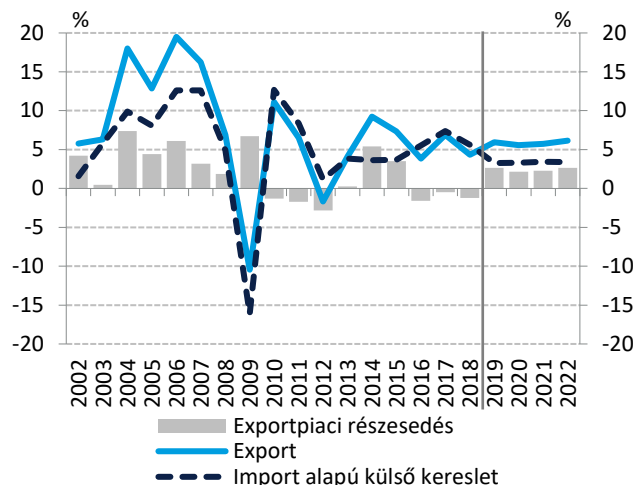
**A hazai export a következő években is dinamikusán, 5 százalékot meghaladó mértékben bővíthet**, amit már az új kapacitások termelésének beindulása is egyre inkább támogat. A német feldolgozóipari megrendelések mérséklődése és a német ipar hónapok óta tartó gyenge teljesítménye ellenére a hazai ipari termelés várakozásaink szerint tovább bővíti a következő negyedévek folyamán, a német és magyar ipari (és ezen belül a járműipari) termelés elmúlt időszakban tapasztalt elválása rövid távon folytatódik. **A globális – és kiemelten a német – konjunktúra romlását a hazai ipari termékszerkezet és a korábbi FDI hatása rövid távon részben ellensúlyozza.** A Mercedes kecskeméti gyárának bővítése következtében 2021-22-re felfutó termelése, valamint a Samsung SDI elektromos akkumulátor gyárának bővítése és várhatóan 2021-től meginduló termelése miatt **az export dinamikája a korábbi várakozásunkhoz képest valamivel kedvezőbben alakulhat a horizont második felében.** A hazai export külső kereslet bővülési ütemét meghaladó növekedéséhez a szolgáltatásexport dinamikus bővülése is hozzájárul. Mindezek eredményeként **exportpiaci részesedésünk érdemben javul az előrejelzési horizonton** (1-13. ábra).

Az export bővülésével párhuzamosan az import is tovább növekszik, amit elsősorban a hazai kivitel magas importigénye, illetve a belső felhasználás élénk növekedése magyaráz.

Az import dinamikáját a teljes előrejelzési horizonton két tényező jelentősen befolyásolja. **Egyrészt 2016 óta csökkent a beruházások importaránya:** míg 2016-ban a nemzetgazdasági beruházások közel 33 százaléka volt importgép-beruházás, addig 2018-ra ez az érték 28 százalékra csökkent. Ez a dinamika a hazai gazdaságban fontos szereppel bíró feldolgozóipari ágazatokban – így többek között például a gumigyártás, a közúti jármű gyártás, a gépgyártás, a villamos berendezések gyártása, a vegyi anyagok gyártása esetén – egyaránt megfigyelhető. **Feltételezésünk szerint a hazai gazdaság importigénye az elmúlt években megvalósult kapacitásbővítések miatt a korábban feltételezettnél alacsonyabb pályán alakulhat.**

**A készletek 2018-as évi magas szintjét követően idén jelentős készlet-leépítésre számítunk, mely szintén az idei év mérsékelt importdinamikájának irányába mutat.** A kedvező hazai konjunktúra és az elbizonytalanodó nemzetközi kilátások együttesen 2018 során magas készletszintet eredményezett az ágazatok széles körében. 2019 folyamán az export erős dinamikája a készletek leépítéséhez vezet a saját termelésű és a vásárolt készletek

1-13. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH, MNB

esetében egyaránt, mely hozzájárul a készlet szint éves alapon mért csökkenéséhez.

Ezek eredőjeként a vállalatok teljesítményében megmutatózó beruházásbővülés elsősorban 2020-ban emeli az import dinamikáját. Várakozásaink szerint **a nettó export 2019-ben közel semleges, míg 2020 és 2022 között ismét pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez.**

A mezőgazdaság növekedési hozzájárulása 2019-ben közel semleges lehet.

### 1-3. keretes írás: A MÁP+ megjelenésének hatásai

A lakossági állampapír-stratégia megújításának célja a háztartások állampapír-állományának 11 ezer milliárd forintra növelése 2023-ig. Ezen célkitűzés összhangban van **az ország külső finanszírozásra való ráutaltságának csökkenésével és így az önfinanszírozás erősítésével.** Emellett a **MÁP+ jelentősége túlmutat önmagán: nem csak egy, az államháztartás stabil finanszírozását biztosító termék, hanem a magas megtakarítási ráta fenntartásának, és ezáltal a makropénzügyi egyensúlynak a záloga.** Bár a MÁP+ kapcsán felmerülhetnek bizonyos költségek és kihívások, azonban ezek mérsékelhetők, illetve fegyelmezett fiskális politika mellett kezelhetők, így összességében kisebb veszélyt jelentenek, mint a külföldi vagy deviza alapú finanszírozás.

**A MÁP+ vonzó hozamainak köszönhetően támogatja a magas megtakarítási ráta fennmaradását.** A háztartások bruttó megtakarítása a tavaly év végi havi 250 milliárd forintos színtről 350 milliárd forintra emelkedett, amelyben számottevő szerepet játszott a MÁP+ megjelenése. Ezzel párhuzamosan az elmúlt hónapokban a háztartási hitelezésben is élénkülés volt tapasztalható, így összességében a nettó megtakarítás nem változott érdemben. Mindezek fényében a MÁP+ kulcsfontosságú a nettó pénzügyi megtakarítás magas szinten történő stabilizálásban. Előretekintve pedig – az újonnan keletkező jövedelmek állampapír-piacra terelésével – támogatja a magas megtakarítási ráta fennmaradását, így meghatározó jelentőségű a folyó fizetési mérleg egyensúlyának biztosításában.

**A MÁP+ a külső finanszírozás mérséklésén és az önfinanszírozás erősítésén keresztül csökkenti az ország külső sérülékenységet és javítja finanszírozási feltételeit.** A MÁP+ vásárlásokon keresztül növekszik a lakosság részaránya az államháztartás finanszírozásában, mérséklődik az államadósságon belül a külföldi és a deviza finanszírozás részaránya, továbbá növekszik a háztartások által finanszírozott államadósság átlagos hátralévő futamideje. Érdemes azt is megemlíteni, hogy az államadósság hazai tulajdonba kerülése támogatja az ország jövedelem-, illetve folyó fizetési mérleg egyenlegét, ami mérsékli a külső adósságot és javítja az egyensúlyi pozíciót. Mindezek által csökken az ország külső kitettsége és erősödik az önfinanszírozás, amely a kedvezőbb befektetői megítélésen és a kockázati prémium mérséklésén keresztül javítja az ország finanszírozási kondíciót.

**A MÁP+ a pénzügyi tudatosság erősítésén keresztül is támogatja a fenntartható felzárkózást és a versenyképességet.** A kezdeti tapasztalatok arra utalnak, hogy a MÁP+ meghatározó szerepet játszik a lakosság pénzügyi tudatosságának fejlesztésében, mivel ösztönzi a pénzügyi tartalékok megképzését és azok készpénznél szofisztikáltabb formában történőallokációját. Ez hosszú távon meghatározó jelentőségű tényező, amit hazánkban múltbeli tapasztalatok is megerősítenek.



**A makro- és pénzügyi egyensúly támogatása mellett a MÁP+ további tényezőkre is pozitív – egyes esetekben jól számszerűsíthető – hatást gyakorol, amelyeket érdemes figyelembe venni a MÁP+ költségeinek megítélése során:**

**nagybani állampapírpiacon tehermentesítése által okozott hozamcsökkenés:** a lakossági állampapírállomány több ezer milliárd forintos növekedése jelentősen mérsékli a nagybani piaci kibocsátási szükségletet, így hozzájárul az alacsony hozamkörnyezet fennmaradásához;

**növekvő adóbevétel:** a magyar lakosságnak kifizetett kamatjövedelemből finanszírozott fogyasztásból keletkező adóbevétel – időben eltolódva – részben ellentételezi a kifizetett magasabb kamatokot;

**kockázati prémium csökkenés:** a MÁP+ támogatja a külső finanszírozás és az államadósság devizaarányának csökkenését, illetve az önfinanszírozás erősítését, ami fontos szempont a hitelminősítói értékelésekben és javítja az ország kockázati megítélését;

**csökkenő készpénzállomány:** a készpénzállomány számottevő társadalmi költséget jelent, amely a készpénz állampapírpiacon terelésével mérsékelhető.

**Mindazonáltal fontos látni, hogy a hazai pénznyomtatásban denominált és belföldi szereplők által finanszírozott államadósság-stratégia a kamatkidadások tekintetében többletköltségeket generál az állam számára.** A MÁP+ értékesítését támogató kedvező lakossági kamat többletköltséget jelent a piaci kötvénykibocsátáshoz és a többi lakossági papírhoz képest, amelyet tovább növelnek a forgalmazói jutalékok. A MÁP+ kamata nemcsak a nagybani piaci hozamokhoz képest tartalmaz felárat, hanem a többi lakossági papír után fizetett kamatnál is magasabb. Mindezek miatt a MÁP+ kibocsátásával többlet kamatkidadás keletkezik, amelyet tovább növel az állam által a forgalmazók számára kifizetett jutalék is. Ugyanakkor, ha a lakosság az ingyenes állami értékesítési csatornák irányába mozdul el, az a forgalmazói jutalékokon az állam számára, a banki költségeken pedig a lakosság számára is érdemi megtakarítást jelentene.

**Összességében az előnyök messze meghaladják az esetleges hátrányokat:** bár a pozitív hatások pontos mértéke – közvetett jellegükből adódóan – bizonytalan, becsléseink szerint már önmagában a nagybani piac tehermentesítése és a többlet adóbevételek figyelembevétele lefedheti a költségek egy jelentős részét.

A lakossági állampapír-stratégia céljainak eléréséhez és az eredmények megőrzéséhez fontos átgondolni a MÁP+ iránt mutatott élénk kereslet kapcsán felmerülő kihívásokat. Ezek közül egyrészt az **egyéb pénzügyi eszközök iránti keresletre gyakorolt hatás**, másrészt az **esetleges tömeges visszaváltások lehetősége** érdemelnek említést.

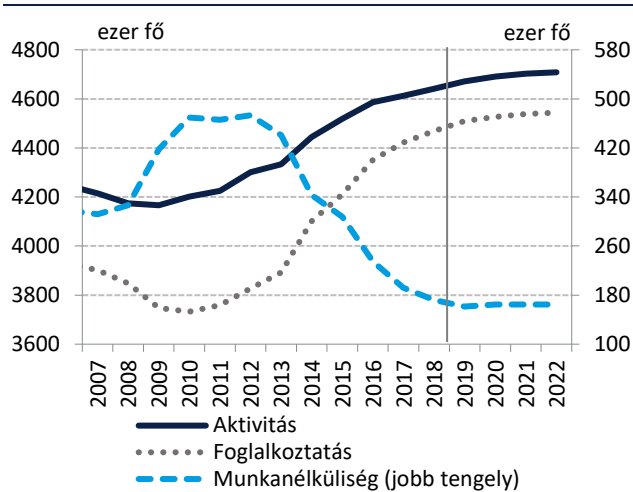
A **kiszorítási hatás** akkor jelentkezhet, ha a MÁP+ bevezetése miatt veszélybe kerül más lakossági befektetési termékek piaca, vagy a bankbetétek kivonása veszélyeztetné a pénzügyi rendszer stabilitását. Ugyanakkor a hazai lakossági megtakarítási folyamatok nagyságrendjét és trendjeit, valamint a bankrendszer helyzetét figyelembe véve könnyen belátható, hogy **a MÁP+ inkább hozzájárul a magas megtakarítási ráta fennmaradásához.** Ennek hátterében az áll, hogy a lakossági állampapír-stratégia céljának megvalósulásához évi kb. 1100 milliárd forint lakossági megtakarítás becsatornázása szükséges – ez a következő években várt évi kb. 3100 milliárd forintos új lakossági megtakarítás harmada. A fennmaradó összeg így magasabb, mint az új lakossági megtakarítások teljes éves összege a 2017 előtti időszakban. Mindezek alapján a lakossági állampapír-stratégia megvalósítása mellett is **lesz tér a következő években nem csak az alternatív befektetési termékek volumenének megtartására, de azok jelentős növekedésére is.**

Fontos szem előtt tartani, hogy a nagybani piactól eltérően a lakossági állampapírok – bizonyos költség mellett – **visszaválthatók**, így hirtelen nagymértékű finanszírozási igényt keletkeztethetnek. Ez kiemelt figyelmet igényel az állam részéről és érdemes felkészülni egy ilyen helyzet kezelésére (például az állam rövid távú likviditási igényeit kiszolgáló eszköztár fejlesztésével), ugyanakkor hiteles fiskális politikával az ilyen helyzetek elkerülhetők.

### 1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

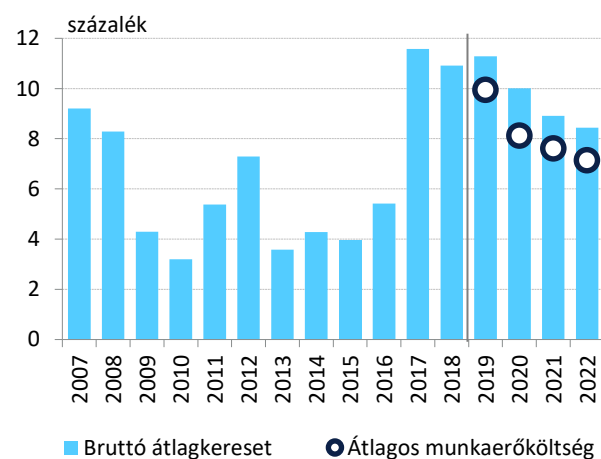
A magyar gazdaság az elmúlt években megközelítette a teljes foglalkoztatás állapotát. Ugyanakkor a foglalkoztatás bővülése fokozatosan lassul, részben a demográfiai korlátok miatt, részben az egyes ágazatokban kimutatható robotizációs fejlesztések következtében. A folyamat eredményeként a munkanélküliségi ráta 3,5 százalék körül alakul előretekintve. Idén és 2020-ban is kétszámjegyű, majd fokozatosan mérséklődő, de továbbra is erőteljes bérdinamika valósulhat meg a versenyszférában. A költségoldalról jelentkező inflációs hatást mérsékli a feldolgozóiparban és piaci szolgáltató szektorban jelentkező gyorsuló termelékenység bővülése, illetve a szociális hozzájárulási adó 2020 harmadik negyedévében és 2021 utolsó negyedévében egy-egy további 2-2 százalékpontos járulékcsökkenése.

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

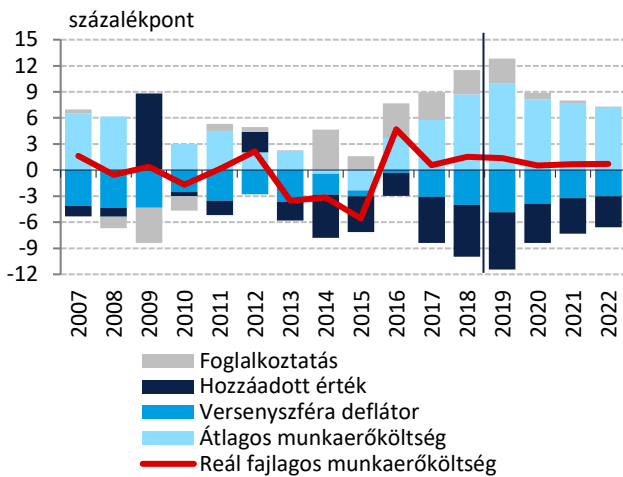
A demográfiai korlátok egyre effektívebbé válásával az **aktivitás és a foglalkoztatás bővülése fokozatosan lassul** a következő években és a munkaerőpiacon a kereslet és a kínálat csúcspontja közelében alakulhat az előrejelzési időszak végére (1-14. ábra). A demográfiai folyamatok mellett az elmúlt évek dinamikus létszámbővülésével összhangban a **potenciálisan bevonható munkaerő-tartalék historikusan alacsony szintre csökken**.

A vállalatok létszámbővítési törekvéseit a munkaerő-tartalék szűkössége és illeszkedési problémái (munkaerő nem megfelelő képzettsége és a munkavállalói mobilitás hiánya) jelentősen megnehezítik. Előretekintve a **versenyszféra foglalkoztatásának növekedési üteme fokozatosan lassul az előrejelzési horizonton**.

Az elmúlt években a **közfoglalkoztatásban** résztvevők száma érdemben csökkent, és feltevéseink szerint számuk még kismértékben tovább mérséklődik az elkövetkezendő időszakban. A feszes munkaerőpiaci környezetben a közfoglalkoztatásból kikerülőket egyre nagyobb része az elsődleges munkaerőpiacon helyezkedik el. A költségvetési törvényjavaslat alapján az állami szféra foglalkoztatottsága nem változik jelentősen a következő években.

Előrejelzésünkben a foglalkoztatottak számának lassuló ütemű emelkedésével párhuzamosan a **munkanélküliségi ráta 3,5 százalék körül alakul az előrejelzési horizonton**. Az üres álláshelyek csökkenésével várakozásaink szerint a munkaerőpiaci feszesség enyhül, de továbbra is magas szinten alakul. Összességében a munkáltatók erőteljes versenyt folytatnak a munkaerő megtartásáért és felvételéért, így az előrejelzési horizont egészen számottevő bérnövekedés valósul meg a versenyszférában (1-15. ábra). **Korábbi előrejelzésünkhöz képest 2019-ben 11 százalékot meghaladó bérdinamikára számítunk a versenyszférában**. A bérek dinamikus növekedése a következő években is folytatódik, aminek eredményeként a versenyszféra bérnövekedése 2020-ban is kétszámjegyű maradhat, majd **fokozatosan mérséklődik**. Előretekintve a minimálbér következő évi emelését övező bizonytalanságot

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



Forrás: KSH, MNB

a 2018-ban két évre megkötött bérmegállapodás újratárgyalásának lehetősége okozza.

**A bérköltség dinamikája idén továbbra is meghaladja a termelékenység növekedését,** és a következő években is enyhén felette alakulhat (1-16. ábra). Azonban **a termelékenység bővülése** gyorsult a feldolgozóiparban (robotizációt elősegítő jelentős beruházási aktivitásnak köszönhetően), illetve a piaci szolgáltató szektorban is, ami **mérsékli a költségoldali inflációs hatást.** A szociális hozzájárulási adó kulcsának 2019. július 1-jei 2 százalékpontos csökkentését a prognózisunk alapján 2020 harmadik negyedében és 2021 utolsó negyedében egy-egy további 2-2 százalékpontos járulékcsoökkentés követhet. Összességében a lakosság számára releváns, inflációval korrigált bérnövekedés az előrejelzési időszak egészében historikusan magas marad.



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

	2018	2019		2020		2021		2022
	Tény	Előrejelzés						
		Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Aktuális
<b>Infláció (éves átlag)<sup>1</sup></b>								
Maginfláció	2,5	3,8	3,8	3,8	4,0	3,4	3,4	3,0
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	2,4	3,4	3,4	3,4	3,6	3,1	3,1	3,0
Infláció	2,8	3,3	3,3	3,4	3,5	3,3	3,3	3,0
<b>Gazdasági növekedés</b>								
Háztartások fogyasztási kiadása	4,9	4,7	4,9	3,9	4,2	3,0	3,1	3,0
Közösségi végső fogyasztás <sup>7</sup>	1,1	1,1	0,9	1,1	1,0	0,3	0,3	1,4
Bruttó állóeszköz-felhalmozás	17,1	15,9	17,8	2,4	4,6	4,0	4,1	3,0
Belföldi felhasználás	7,3	5,4	5,2	2,9	3,6	2,7	2,8	2,7
Export	4,3	5,2	5,9	5,5	5,6	5,5	5,7	6,2
Import	6,8	6,3	6,3	5,0	5,4	5,0	5,0	5,4
GDP	5,1	4,5	4,9	3,3	3,7	3,3	3,5	3,5
Munkatermelékenység <sup>6</sup>	2,7	2,5	3,2	2,7	3,3	3,1	3,2	3,4
<b>Külső egyensúly<sup>2</sup></b>								
Folyó fizetési mérleg egyenlege	-0,5	-0,9	-0,6	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3	0,2
Külső finanszírozási képesség	2,0	1,8	1,8	2,0	2,0	1,7	1,8	1,8
<b>Államháztartás<sup>2,5</sup></b>								
ESA-egyenleg	-2,3	(-1,8)-(-1,7)	(-1,8)-(-1,7)	(-1,4)-(-0,6)	(-1,2)-(-0,4)	(-1,3)-(-0,5)	(-1,1)-(-0,3)	(-0,9)-(-0,1)
<b>Munkaerőpiac</b>								
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	11,3	10,5	10,7	8,5	8,9	7,9	8,0	7,5
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,1	1,1	0,9	0,5	0,4	0,2	0,3	0,1
Versenyszféra bruttó átlagkereset <sup>3</sup>	10,9	10,9	11,3	9,6	10,0	8,9	8,9	8,4
Versenyszféra foglalkoztatottság	1,3	1,5	1,2	0,7	0,6	0,4	0,4	0,1
Munkanélküliségi ráta	3,7	3,4	3,5	3,3	3,5	3,3	3,5	3,5
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	5,1	7,1	6,1	4,7	4,3	4,1	3,8	3,6
Lakossági reáljövedelem <sup>4</sup>	7,9	4,8	5,0	4,1	4,1	2,9	2,9	2,5

<sup>1</sup> Igazítatlan adatok alapján.<sup>2</sup> A GDP arányában.<sup>3</sup> Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.<sup>4</sup> MNB-becslés.<sup>5</sup> 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.<sup>6</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.<sup>7</sup> Tartalmazza a közösségi fogyasztást, valamint a kormányzat és a non-profit intézmények által nyújtott transfereket.

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

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

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

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

<sup>3</sup> A GDP arányában.

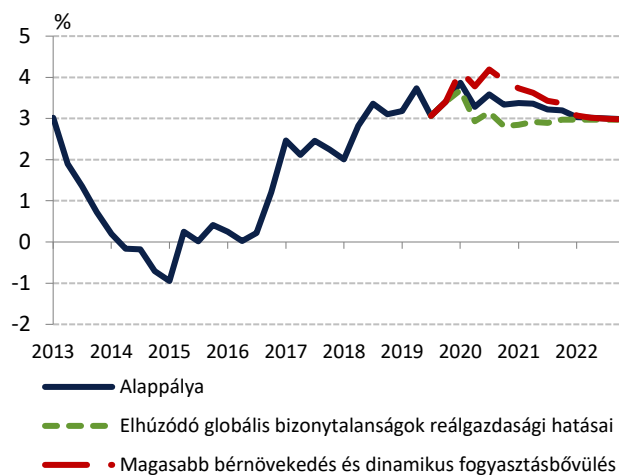
<sup>4</sup> Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.

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

## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A szeptemberben még aszimmetrikus és lefelé mutató inflációs kockázatok ismét szimmetrikussá váltak. A Monetáris Tanács a decemberi Inflációs jelentés alappályája körül két alternatív forgatókönyvet emelt ki. Az elhúzódó globális bizonytalanságok hatásai az alappályához képest alacsonyabb inflációs és visszafogottabb növekedési pályát eredményezhetnek. A magasabb bérnövekedéssel és dinamikus fogyasztásbővüléssel számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további alternatív szenárióként a versenyképességi reformok megvalósulását, valamint a nyersanyagárak (sertéshús, olaj) emelkedését valószínűsítő pályákat tárgyalta.

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



Forrás: MNB

Elhúzódó globális bizonytalanságok reálgazdasági hatásai

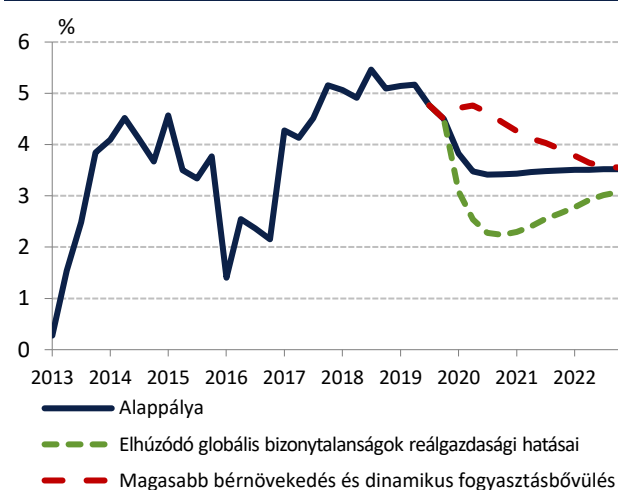
Az Egyesült Államok és Kína között zajló vámháború, a Brexit körüli bizonytalanság, illetve a vártnál erőteljesebb kínai gazdasági lassulás hatására a globális bizonytalanságok jelentősen emelkedtek az elmúlt időszak során. Az elhúzódó kereskedelmi konfliktusok eleinte csak a feldolgozóipari üzleti bizalmat érintették, mostanra azonban az aggodalmak a szolgáltatóipari üzleti hangulatban is megjelentek. A kereskedelmi megállapodás nélküli Brexit súlyos károkat okozna az európai beszállítói hálózatokban, ami a szoros kereskedelmi kapcsolatokon keresztül az eurozóna gazdaságát is visszavetné. Ugyanakkor a külső konjunktúrára vonatkozó negatív képet árnyalhatja, hogy szeptemberben az utóbbi két év legnagyobb mértékével bővült Németország exportja. Emellett a harmadik negyedévben a német gazdaság teljesítménye emelkedett negyedéves bázison, így a német gazdaság elkerülte a technikai recessziót. Összességében az elmúlt hónapok termelési adatai és a romló üzleti bizalom visszafogottabb globális konjunktúrát vetítenek előre.

Az elmúlt időszakban a globális bizonytalanságok és a visszafogott inflációs folyamatok következtében a globálisan meghatározó jegybankok lazították monetáris kondícióikat. A laza külső monetáris politikai környezet a döntéshozók iránymutatásai és a piaci árazások alapján tartósan fennmarad.

Alappályánkban a globális konjunktúra általános lassulásának hatásai a hazai export visszafogott növekedésében és a mérsékelt külső kereslet dezinflációs hatásában nyilvánulnak meg. A globálisan meghatározó jegybankok előzetekintve nem változtatnak a monetáris kondíciókon.

Alternatív pályánk feltevései szerint a világgazdasági bizonytalanságok üzleti hangulatra gyakorolt negatív hatása tartós marad. A globális növekedést övező lefelé mutató kockázatok megjelennek a reálgazdasági

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



Forrás: MNB

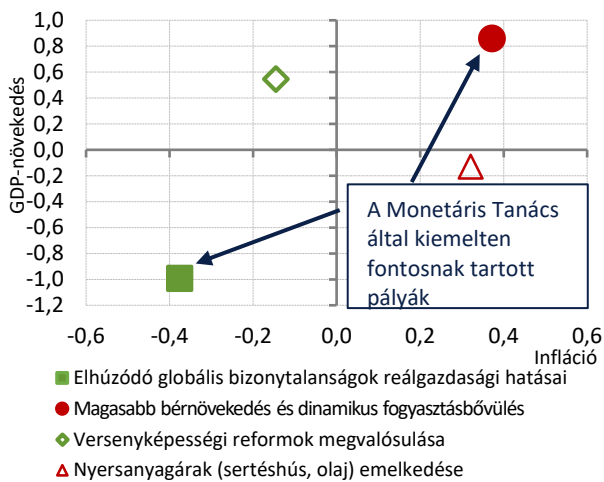
**adatokban.** A dekonjunktúra a vállalati stratégiák átalakításával, beruházások elhalasztásával jár, így a **globális ipari termelés és kereskedelmi intenzitás tartós csökkenése mellett a gépberuházási tényadatokban is érzékelhetővé válik a visszaesés.** Emellett a vállalatok a **létszám csökkentésével alkalmazkodnak** a megnövekedett bizonytalansághoz, ami a szolgáltatószektor kilátásait is rontja a rendelkezésre álló jövedelem csökkenésén keresztül. **Ez az európai konjunktúra további lassulásához vezet,** miközben Németország recesszióba kerül. A kereskedelmi **megállapodás nélküli Brexit súlyos károkat okoz** az európai beszállítói hálózatokban, mindezek az alappályánál **alacsonyabb külső keresletet eredményeznek.** A lefelé mutató növekedési és inflációs kockázatok erősödése következtében a **globálisan meghatározó jegybankok tovább lazítják a monetáris kondíciókat.** Az alappályához képest lazább külső monetáris politikai környezet a **hazai eszközárak emelkedését okozhatja,** emellett a **hazai export vártnál nagyobb ütemű lassulása** és az alappályánál **nagyobb külső dezinflációs hatások valósulnak meg.**

Magasabb bérnövekedés és dinamikus fogyasztásbővülés

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.** Továbbá az előző két évben jellemző **kétszámjegyű bérnövekedéshez** a 2016 novemberében megkötött, **hat évre szóló bérmegállapodás intézkedései is jelentős mértékben hozzájárultak.** A szociális hozzájárulási adó és a társasági adó csökkentése mellett a minimálbér és a garantált bérminimum 2017-ben 15, illetve 25 százalékkal, 2018-ban pedig 8, illetve 12 százalékkal emelkedett. A jelenlegi bérmegállapodás alapján 2019-ben és 2020-ban a minimálbér és a garantált bérminimum emelésének mértéke egyaránt 8 százalék. **Ugyanakkor 2020-ra vonatkozóan felmerülhet egy magasabb emelés lehetősége egy új bérmegállapodás keretében.**

**2019 harmadik negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 11,6 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 jellemezte, kétszámjegyű bérnövekedést regisztráltak mind a nagyvállalatok, mind a kis- és középvállalatok körében.

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



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

Forrás: MNB

**Alappályánk** szerint 2019-ben 11 százalékot meghaladó bérdinamikára számítunk a versenyszférában. A bérek dinamikus növekedése a következő években is folytatódik, aminek eredményeként a **versenyszféra bérnövekedése 2020-ban is kétszámjegyű maradhat, majd fokozatosan mérséklődik. 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, melynek hatására a **kétszámjegyű bérdinamika tovább fennmarad** a versenyszféra egészében. A fogyasztás bővülése **meghaladhatja az alappályáét, ami magasabb inflációs pályát eredményez.**

További kockázatok

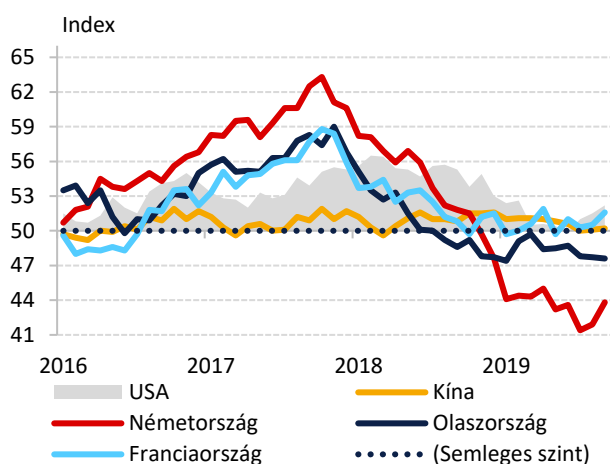
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács két további alternatív pályát mérlegelt. A **versenyképességi reformok megvalósulását** valószínűsítő scenárió az alappályánál alacsonyabb inflációs pályát és magasabb növekedést okoz. Ebben a forgatókönyvben a Magyar Nemzeti Bank által bemutatott, a **versenyképesség javítását célzó 330 pont megvalósulása esetén a magyar gazdaság növekedése az előrejelzési horizonton 4 százalék körül maradhat, erősítve ezzel hazánk fenntartható felzárkózását. A nyersanyagárak (sertéshús, olaj) emelkedését** feltételező alternatív pálya érvényesülése az alappályánál magasabb inflációt eredményez.

## 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

### 3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2019 harmadik negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése. Az eurozóna gazdasága várakozásokat meghaladó mértékben bővült, Németország és az Egyesült Királyság egyaránt elkerülte a technikai recessziót. Az Európai Unió növekedési centruma továbbra is a visegrádi régió volt. Az eurozóna növekedési kilátásai nem romlottak tovább, a konjunktúrahangulat alacsony szinten stabilizálódott. A globális infláció az elmúlt hónapok során nem változott jelentősen. Az Egyesült Államok, Japán és az eurozóna inflációja továbbra is elmarad a jegybanki céltől. A Visegrádi országok esetében jellemzően célt meghaladó infláció volt megfigyelhető az elmúlt időszakban. A globálisan meghatározó jegybankok közül a Fed július óta 75 bázisponttal csökkentette az alapkamatot, míg az EKB szeptemberben a betéti ráta 10 bázispontos mérséklése, valamint a mennyiségi lazítás újraindítása mellett döntött. A régiós jegybankok az irányadó ráta változatlan szinten tartásáról döntöttek az időszak során.

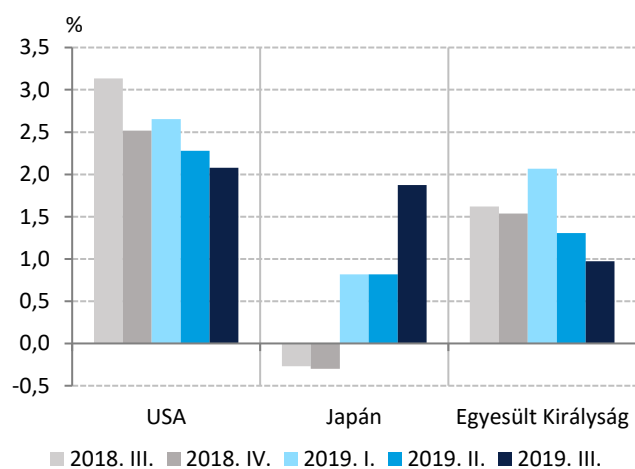
3-1. ábra: A feldolgozóipari PMI alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Bloomberg

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

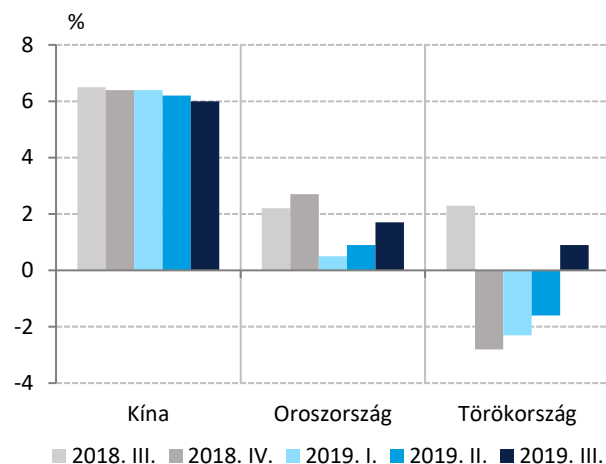
Forrás: OECD

#### 3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

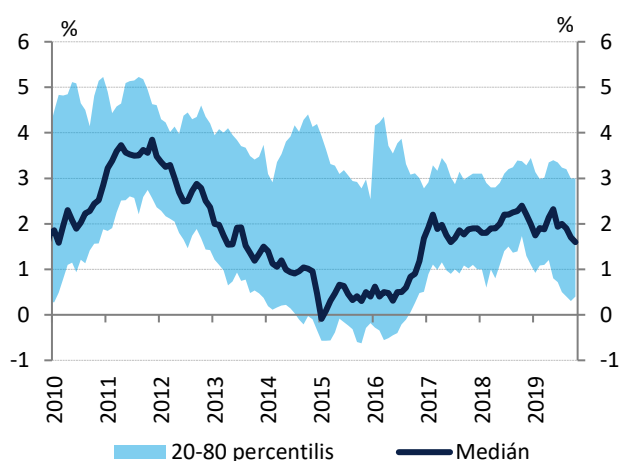
**A globálisan meghatározó gazdaságok visszafogott mértékben, de tovább bővültek 2019 harmadik negyedében.** A feldolgozóipari kilátásokat jelző bizalmi indikátorok esése megállt, és az elmúlt hónapok folyamán stabilizálódtak (3-1. ábra). Az **Egyesült Államok gazdasága** – a várakozásokat meghaladó mértékben – **2,1 százalékkal bővült** az előző év azonos időszakához képest. A bővülést a lakossági- és a kormányzati fogyasztás támogatta, az export is pozitívan járult hozzá a növekedéshez. Kedvezőtlen tendencia, hogy a **vállalati beruházások az utóbbi három év legnagyobb mérséklődését mutatva visszafogták a gazdaság bővülését.**

Az amerikai gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások a fiskális élénkítő programok kifizetésével (adócsökkentések és az infrastrukturális beruházási program) párhuzamosan fokozatos lassulást vetítenek előre. **A legnagyobb növekedési kockázatnak azonban** – a világimporton belüli jelentős súlyok következtében – **az USA és Kína közötti kereskedelmi feszültségeket tekintik a piaci szereplők.** Az elhúzódó bizonytalanságok hatására **fokozatosan mérséklődik a gépberuházások dinamikája** – mely a hosszú távú növekedés egyik legfontosabb tényezőjének tekinthető.

Az **Egyesült Királyság** gazdasági teljesítménye – a várakozásokat meghaladva – negyedéves bázison **0,3 százalékkal bővült** 2019 harmadik negyedében, amit termelési oldalról a szolgáltatóipar és az építőipar dinamikája magyarázott. A kedvező lakossági fogyasztás hatására **a brit gazdaság elkerülte a technikai recessziót** – ám a hosszú távú folyamatok továbbra is kedvezőtlen képet mutatnak. **A Brexittel kapcsolatos kiszámíthatatlanság** és az ezzel járó kereskedelmi fennakadások kockázata, valamint a **tartós bizonytalanságok hatására** az év eleje óta mintegy 14 százalékkal **csökkentek a vállalati gépberuházások,**

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


Forrás: Trading Economics

**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

melyek immár 6 egymást követő negyedéve negatív éves dinamikát mutatnak.

**A japán gazdaság negyedéves összevetésben 0,1 százalékkal – éves alapon 1,3 százalékkal – növekedett** (3-2. ábra). A **kelet-ázsiai ország éves növekedése több negyedéve óta gyorsul**, melyet a belső keresleti tételek továbbra is pozitívan támogatnak. A beruházások bővüléséhez jelentősen hozzájárulnak a 2020-as tokiói olimpia miatt növekvő építőipari beruházások.

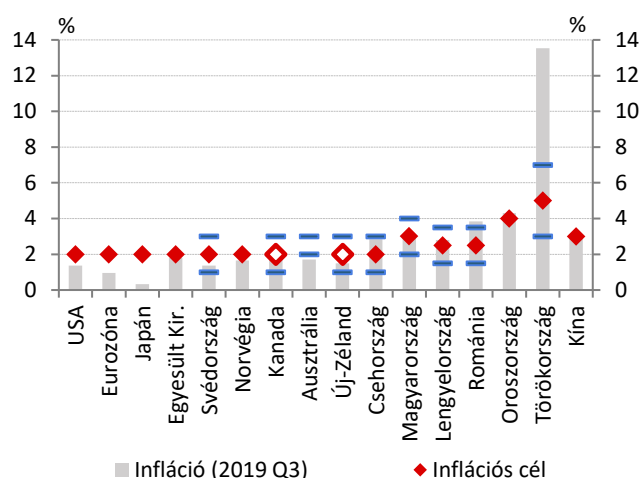
**A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasági teljesítménye – a várakozásokkal összhangban – tovább lassult az idei év harmadik negyedévében** (3-3. ábra). Éves bázison 6,0 százalékkal bővült a GDP a harmadik negyedévben. A gazdaság bővülése elsősorban a háztartások fogyasztásához köthető. Emellett a beruházások is támogatták a növekedést, amiben egyaránt szerepet játszottak a privát, illetve az állami finanszírozású állóeszköz-felhalmozások. A globális konjunktúra lassulása, az Egyesült Államok és Kína közötti külkereskedelmi feszültségek fokozódása és a tartományi szintű eladósodottság is a lassulás irányába hatott, és előretételek a kínai gazdaság további lassulásához vezethet. **Oroszországban éves alapon 1,7 százalékkal bővült a GDP.** Az előző negyedévet meghaladó növekedést elsősorban a kedvező mezőgazdasági és ipari termelés támogatta.

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

**A Fed döntéshozói az idei három kamatcsökkentést követően decemberben nem változtattak az irányadó rátán.** A döntés kapcsán Jerome H. Powell kiemelte, hogy alapvetően kedvezőek a gazdasági kilátások és erős a munkaerőpiac, azonban az export és a vállalati beruházások továbbra is gyengélkednek, ennek eredőjeként előretételek a növekedés enyhe lassulását várják, miközben az infláció továbbra is a 2 százalékos cél alatt maradhat, de közeledhet ahhoz. Az FOMC új előrejelzését tekintve változás a szeptemberihez képest, hogy némileg alacsonyabb munkanélküliségi rátával számolnak a döntéshozók. A gazdasági növekedésre és inflációra vonatkozó előrejelzés nem módosult. A kamatpályát tekintve a döntéshozók jövőre még nem várnak változtatást, majd 2021-től lassan emelkedhet az irányadó ráta (3-7. ábra).



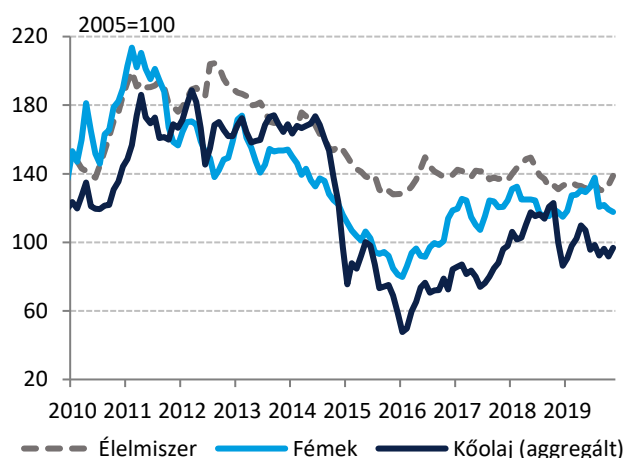
3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



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 árakból számítva.

Forrás: Világbank

**A japán jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott monetáris kondícióin,** azonban módosította előretekintő iránymutatását, amelyben megjelent a kamatsökkentés lehetősége: eszerint a rövid- és hosszú kamatlábak a jelenlegi vagy annál alacsonyabb szinten maradnak mindaddig, amíg fennáll az inflációs cél elvételének lehetősége. A külső környezettel kapcsolatban a jegybank megjegyezte, hogy a globális növekedés lassulása továbbra is fennáll és az ebből fakadó lefelé mutató kockázatok erősödtek az elmúlt időszakban. Haruhiko Kuroda jegybankelnök azonban a korábbi iránymutatással ellentétes tartalmú beszédet tartott, amelyben úgy fogalmazott, hogy jelenleg nincs szükség további monetáris stimulusra. Ennek háttérében vélhetőleg Shinzo Abe, japán miniszterelnök által bejelentett fiskális lazító csomag állhat.

**A Bank of England döntéshozói az elmúlt időszakban nem változtattak az alapkamaton, valamint az eszközátlási programon.** A jegybank várakozása szerint az infláció rövid távon enyhülni fog. Míg 2019 április óta az infláció több alkalommal a 2 százalékos inflációs cél fölé emelkedett, addig októberre 1,5 százalékra mérséklődött. A GDP-növekedés jelentős lassulást mutatott az elmúlt negyedévekben, amit nagy mértékben befolyásolt a gyengébb globális növekedés, a kereskedelmi feszültségek, illetve a Brexit okozta bizonytalanság.

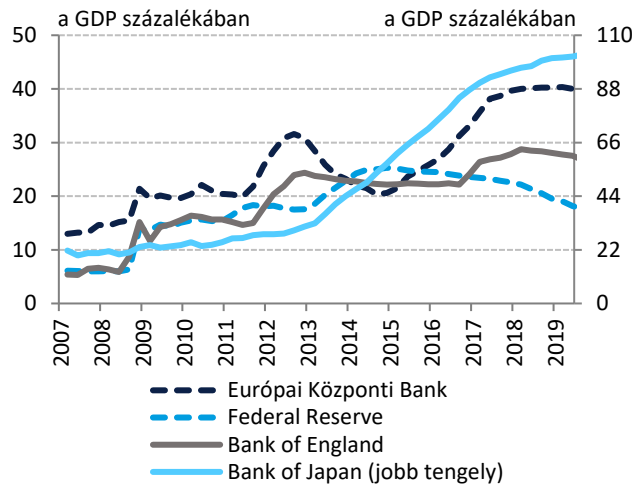
**Az orosz jegybank októberben 50 bázisponttal 6,5 százalékra csökkentette irányadó rátáját.** A döntés háttérében a 4 százalékos célnak megfelelő szintre mérséklődő infláció áll. Az orosz jegybank kommunikációja szerint, amennyiben a gazdasági folyamatok a jegybank előrejelzésével összhangban alakulnak, akkor további kamatsökkentésre kerülhet sor a következő ülések alkalmával. Az orosz gazdaság továbbra is mérsékelt ütemben bővül, az idei évben a növekedés 0,8-1,3 százalék között alakulhat, majd 2022-re 2-3 százalék közelébe gyorsulhat a gazdasági bővülés.

**Kínában a gazdasági növekedés fokozatos lassulása miatt a PBoC lazított monetáris politikáján.** Ez érintette az egyéves benchmark hitelkamatlábát, a középtávú jegybanki hitelkamatrátát, valamint a hét napos fordított repó műveletek rátáját is. A jegybank laza irányultságát az is jelzi, hogy november 14-én 200 milliárd jüan (28,6 milliárd) összegű likviditásbővítő intézkedést jelentett be. Kínában az infláció októberi értéke 3,8 százalék volt, mely 2012 január óta a legmagasabb adat. 2019 február és szeptember között az infláció fokozatosan emelkedett a 3 százalékos cél közelébe, majd októberben a cél fölé.

**Az elmúlt negyedévben javult a piaci hangulat, így a részvényindexek és a fejlett piaci kötvényhozamok is**

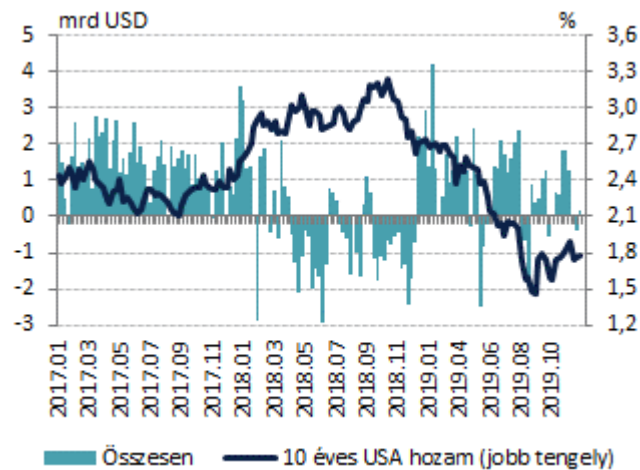


3-7. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



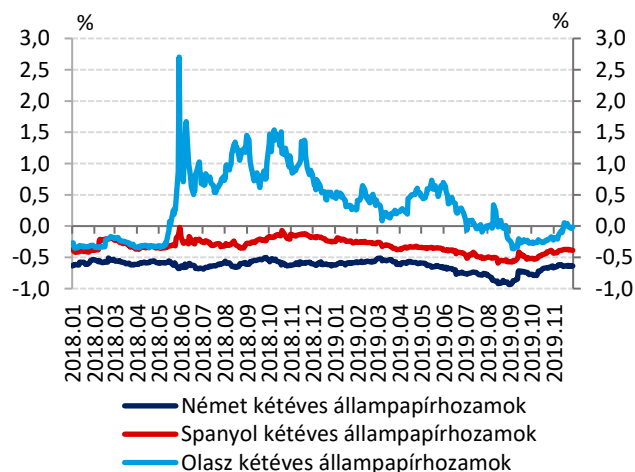
Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

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



Forrás: EPFR, Bloomberg

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



Forrás: Bloomberg

**jellemzően emelkedtek.** A negyedik negyedévben enyhült a befektetői kockázatkerülés, mely elsősorban a kereskedelmi háborúval kapcsolatos pozitív fejleményekhez, illetve a Brexit tárgyalások folytatásához volt köthető. Hosszas tárgyalások eredményeként piaci várakozások szerint az USA és Kína között hamarosan megszülethet a kereskedelmi megállapodás, melyre a felek az időszak során több alkalommal ígéretet tettek: az egyezmény elejét veheti az importvámok további kétoldali emelésének, ezzel a kereskedelmi háború további eszkalálódásának. A kedvező hangulatban az amerikai, nyugat-európai és feltörekvő piaci tőzseindexek jellemzően emelkedtek, ugyanakkor a kínai Shanghai Composite – a hongkongi konfliktus hatására - nem változott számottevően. A fejlett devizák árfolyamaiban nem voltak jelentős mozgások, kivéve a fontot, mely csaknem 4 százalékkal erősödött az időszak során. Az erősödő kockázatvállalás eredményeképpen a fejlett piaci kötvényhozamok emelkedtek, míg a feltörekvő piaci kötvények felára jelentősen csökkent, mely utóbbit az augusztusi tőkeáramlást követő, negyedik negyedévre jellemző tőkebeáramlás is támogatta.

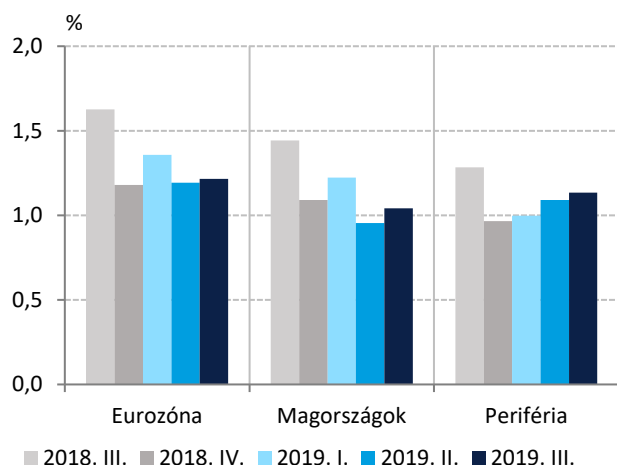
**Míg a harmadik negyedévben a romló makrogazdasági kilátások határozták meg a monetáris politikai várakozásokat, negyedik negyedévben mérséklődtek a monetáris lazítással kapcsolatos várakozások a fejlett országokban.** A Fed döntéshozói szeptemberi és októberi ülésükön is csökkentették az irányadó rátát, az EKB pedig szeptemberi ülésén több intézkedéssel lazított a monetáris kondíciókon. Decemberi ülésükön viszont már egyik nagy jegybank sem változtatott a monetáris kondíciókon. A piaci várakozások a Fed esetében jövő év második felében áraznak további kamatcsökkentést, ezzel szemben az Eurozónában már nem árazzák az irányadó ráta további mérséklését. A monetáris kondíciók lazítására vonatkozó várakozások mérséklődése is támogatta a fejlett piaci hosszúhozamok emelkedését: az amerikai 10 éves hozam így 11 bázisponttal emelkedett.

### 3.1.2. Az eurozóna folyamatai

A bizonytalan külső konjunktúra ellenére **a gazdasági növekedés Európa-szerte meghaladta az elemzői várakozásokat 2019 harmadik negyedévében.** Az eurozóna gazdasága várakozásokat meghaladó mértékben nőtt: éves összevetésben a valutaunió növekedése 1,2 százalékkal, negyedéves bázison pedig 0,2 százalékkal bővült (3-10. ábra).

Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, **Németország gazdasági teljesítménye 0,1 százalékkal nőtt negyedéves bázison 2019 harmadik negyedévében, így elkerülte a technikai recessziót.** Az elemzői várakozásokat meghaladó

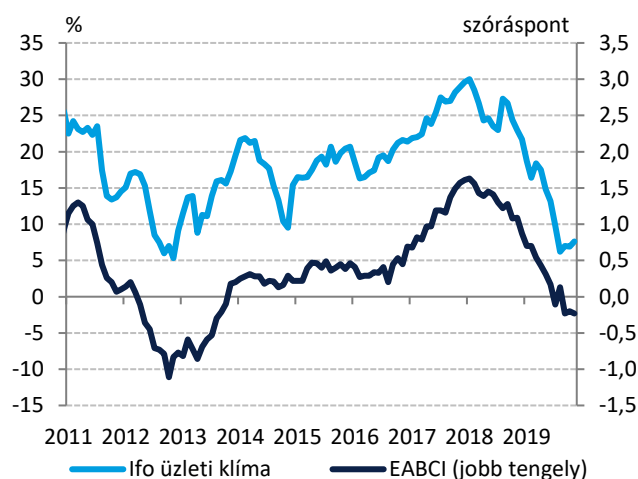
3-10. ábra: A GDP éves változása az eurozónában



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

Forrás: Eurostat

3-11. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása



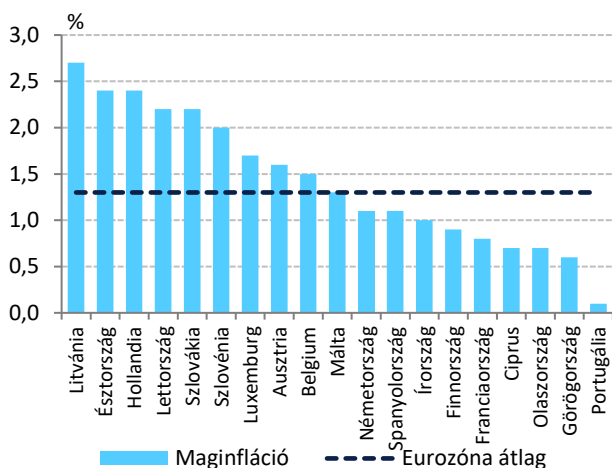
Forrás: Európai Bizottság, Ifo

bővülést a lakossági fogyasztás és a kormányzati kiadások vezették, míg a **kivitel ismét pozitívan járult hozzá a növekedéshez**. Az Európai Unió 2018 második felében bevezetett károsanyag-kibocsátás korlátozásával, az alternatív (elektromos) hatástechnológia elterjedésével, és a globális kereslet szűkülésével párhuzamosan a német járműipari termelés lejtmenete továbbra is érzékelhető. Az élénkülés irányába mutat ugyanakkor, hogy a **német feldolgozóipari, valamint a szűken vett járműipari megrendelések havi összevetésben októberben emelkedtek**, ám a szektor rendelései továbbra is a tavalyi szintek alatt tartózkodnak. Az elmúlt időszakban a **német üzleti hangulat kis mértékben javult**, az Ifo-index esése megállt és novemberben kis mértékben emelkedett, a feldolgozóipari PMI októberben pozitív irányba korrigált, míg a ZEW-index augusztusi mélypontjáról 3 hónapja emelkedik. A német gazdaság teljesítményére vonatkozó elemzői várakozások nem romlottak tovább.

**Az elmúlt években a magországok és a periféria országainak növekedése azonos ütemű volt és lassuló mintázatot mutatott. Kedvező harmadik negyedéves növekedési adatok érkeztek a többi nagy európai gazdaságból is. Franciaország növekedése a kisebb exportorientáció miatt a háztartások fogyasztására támaszkodva látszólag kisebb károkkal átvészeli a globális dekonjunktúrát, éves alapon 1,3 százalékos növekedést regisztráltak a harmadik negyedévben. Az eurozóna perifériáján Spanyolország ismét jelentősen nőtt (éves bázison 2,0 százalékkal), valamint Olaszország gazdasága is enyhén bővült (0,3 százalék év/év). Ausztria – az ágazatok széles körén nyugvó – gazdasági növekedése tovább folytatódott, és az eurozóna GDP bővülésénél élénkebben, 1,5 százalékon alakult. Az euroövezet növekedési kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABC), illetve a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) esése egyaránt megállt és stabilizálódott az elmúlt időszakban (3-11. ábra).**

**Továbbra is mérsékelt maradt az infláció az euroövezet egészét tekintve.** A fogyasztóiár-index a tagállamok többségében a 2 százalékos jegybanki cél alatt alakult, mindössze öt tagállamban (Litvániában, Észtországban, Hollandiában, Lettországon és Szlovákiában) volt ennél magasabb infláció. A maginfláció az augusztusi 0,9 százalékról októberre 1,3 százalékra nőtt (3-12. ábra). Tagállami szinten vizsgálva az októberi maginfláció alakulását hét tagállam esetében volt tapasztalható csökkenés az előző hónaphoz képest, míg öt esetben stagnálás és hét esetben pedig emelkedés volt megfigyelhető.

3-12. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2019. október)



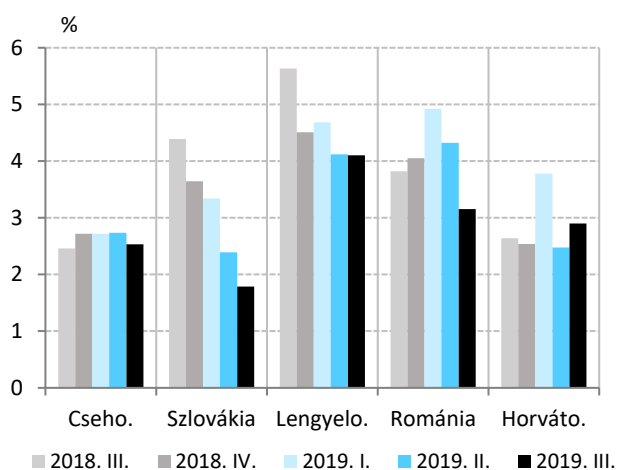
Forrás: Eurostat

**Az EKB Kormányzótanácsa decemberi kamatdöntő ülésén változatlanul hagyta az irányadó rátákat.** Az előretekintő iránymutatás szerint az irányadó ráták a jelenlegi vagy annál alacsonyabb szinteken maradnak, ameddig az infláció nem mutat érdemi közeledést a 2 százalék alatti, de ahhoz közeli szinthez. A szeptemberi döntésnek megfelelően a nettó eszközvásárlások november elejétől újraindultak, havi 20 milliárd eurós keretösszeggel. Az eszközvásárlások lezárása az irányadó ráták emelése előtt nem sokkal várható. Az EKB szeptemberi ülésén több intézkedéssel lazított a monetáris kondíciókon. A piaci várakozások az eurozónában nem áraznak kamatcsökkentést. A monetáris kondíciók lazítására vonatkozó várakozások mérséklődése támogatta a piaci hosszú hozamok emelkedését. A német hosszú hozam 22 bázisponttal emelkedett, míg az eurozóna perifériaországaiban a német kétéves hozam 15 bázispontos emelkedésével párhuzamosan növekedtek a kétéves hozamok: a portugál kétéves hozam 6, a spanyol 10, míg az olasz 21 bázispontos növekedést mutatott (3-9. ábra).

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

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

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



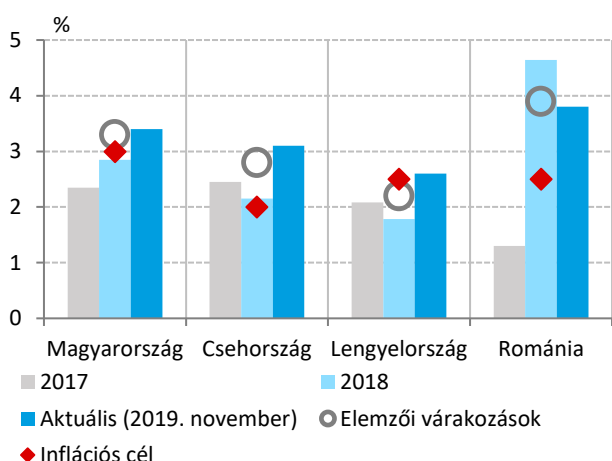
Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással igazított adatok. Szlovákia esetében csak szezonális igazítás.

Forrás: Eurostat

**Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2019 harmadik negyedévében is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának** (3-13. ábra). A kelet-közép-európai régió európai összevetésben magas GDP-bővülését elsősorban a belső keresleti tételek támogatták, míg a gyenge külső konjunktúra mellett a nettó export több országban is lassította a növekedést 2019 harmadik negyedévében. Szezonálisan igazított adatok alapján Lengyelországban 4,0, Romániában 3,2, Csehországban 2,5, míg Szlovákiában 1,8 százalékos GDP-növekedést regisztráltak.

**A régió országait tekintve a fogyasztói árak emelkedésének üteme a jegybanki célok közelében alakult az elmúlt időszakban.** Lengyelországban az infláció az elmúlt negyedév során fokozatosan a 2,5 százalékos jegybanki cél közelében alakult. Csehországban a fogyasztói árak emelkedésének üteme változatlanul a 2 százalékos jegybanki cél felett alakult, novemberi értéke 3,1 százalék volt. Romániában az infláció jelentősen csökkent a nyár közepén tapasztalt négy százalék feletti szintekhez képest, azonban novemberben ismét a toleranciasáv felett alakult.

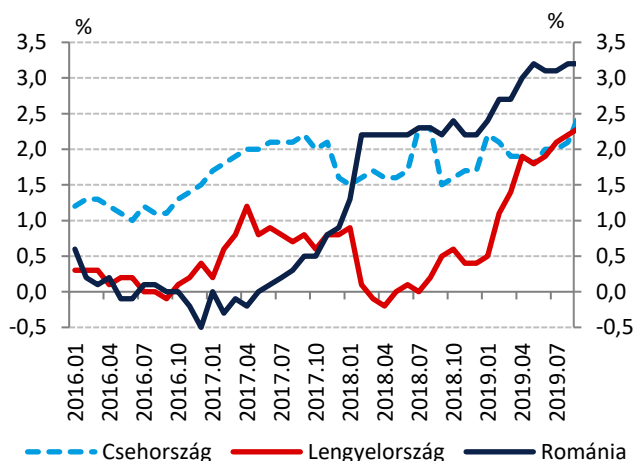
3-14. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások



Megjegyzés: Az elemzői várakozások 2019 éves átlagára vonatkoznak.

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

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



Forrás: Eurostat

A novemberi elemzői konszenzus alapján az idei évben az átlagos infláció Romániában 1,4, Csehországban pedig 0,8 százalékponttal a jegybanki célok felett alakulhat, míg Lengyelország esetében az áremelkedés üteme enyhén elmaradhat a 2,5 százalékos céltól (3-14. ábra). A régió országait tekintve a maginfláció Románia esetében mérséklődött, míg Magyarországon, Lengyelországban és Csehországban emelkedett az elmúlt időszak során (3-15. ábra).

**A cseh jegybank döntéshozói az elmúlt időszakban nem változtattak az irányadó rátán.** A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint a következő negyedévekben az infláció a 2 százalékos inflációs cél felett, de a toleranciasávon belül fog alakulni. Az infláció várhatóan jövő év elején kezd mérséklődni, ezt követően pedig a jövő év végére várhatóan a cél közelébe csökken. A jegybank által a kamatpályára vonatkozó előrejelzés alapján összességében 50 bázispontos kamatemelés várható a következő negyedévekben, majd 2020 második felében újból csökkenés rajzolódik ki. A jegybankelnök ugyanakkor úgy fogalmazott, hogy a kamatpálya simítását preferálja.

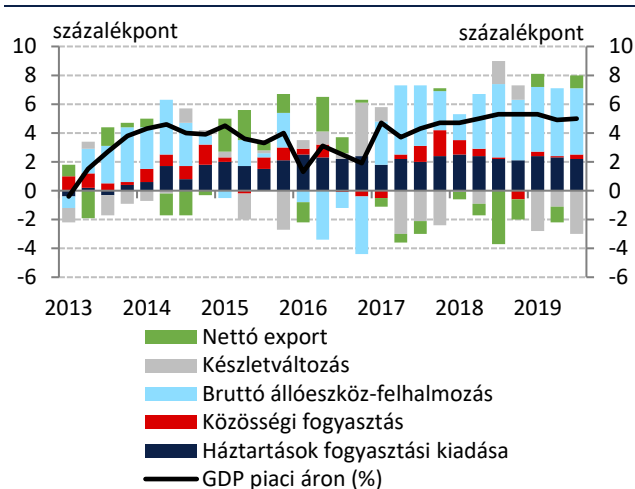
**A lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak az irányadó rátán az elmúlt negyedévben.** A döntéshozók nyilatkozata alapján a lengyel gazdaság kilátásai továbbra is kedvezően alakulnak annak ellenére, hogy a globális növekedési várakozások romlottak az elmúlt időszakban. A jegybank legfrissebb előrejelzése a júliusi jelentéshez képest enyhén magasabb inflációval és alacsonyabb növekedési pályával számol. Adam Glapinski jegybankelnök véleménye szerint mandátumának 2022-es lejártáig nem várható változás a kamatokban.

**A román jegybank döntéshozói az elmúlt negyedévben változatlan szinten tartották az irányadó rátát.** Az infláció az elmúlt hónapokban a toleranciasáv felső szélé körül alakult. A 2019 novemberi inflációs jelentés alapján az infláció az év hátralévő részében várhatóan a toleranciasáv fölött marad, majd a teljes előrejelzési horizonton a toleranciasávon belülre csökken.

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

A hazai GDP 2019 harmadik negyedében 5,0 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 harmadik negyedévben pozitívan 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.

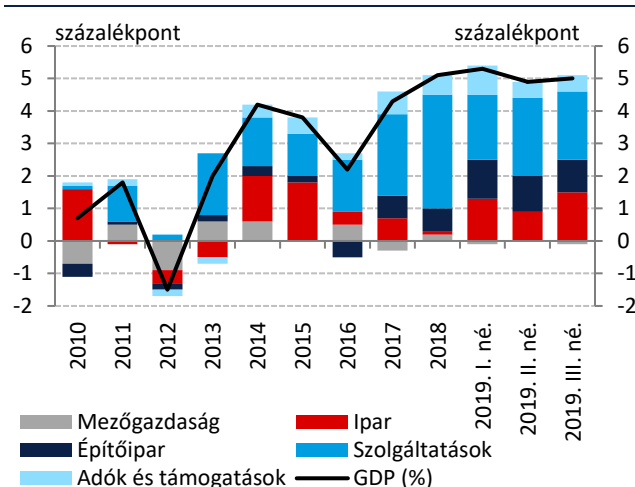
3-16. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



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

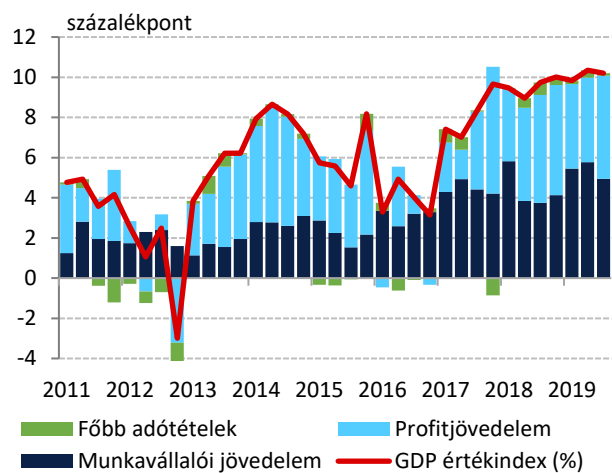
2019 harmadik negyedében a **bruttó hazai termék (GDP) 5,0 százalékkal emelkedett** az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves viszonylatban 1,1 százalékos volt a bővülés. Magyarország a második helyet foglalja el éves összehasonlításban az Európai Unió növekedési rangsorában. A **gazdasági növekedést** felhasználási oldalon elsősorban a **beruházások és a fogyasztás**, termelési oldalon a **piaci szolgáltatások, valamint az ipari és építőipari ágazatok támogatták**. A belső keresleti tételek növekedése ellenére, az áruxport bővülési üteme enyhén meghaladta a behozatal növekedését, valamint a szolgáltatás export bővülése számottevően a szolgáltatás import felett alakult, ezzel a **nettó export növekedési hozzájárulása pozitív volt** a harmadik negyedévben (3-16. ábra). Jövedelmi oldalon a **munkavállalói jövedelmek** – profitjövedelmeket meghaladó – növekedési **hozzájárulásának emelkedését figyelhettük meg** az év első három negyedében. A bővülés elsősorban a piaci szolgáltatások körében, azon belül is a kereskedelmi szektorban megfigyelt bérhányad emelkedésének volt köszönhető (3-18. ábra).

Termelési oldalon a **piaci szolgáltatások bővülése folytatódott** (3-17. ábra), a legnagyobb mértékben a kereskedelem és szálláshely-szolgáltatás, szállítás és raktározás, illetve az információ, kommunikáció ágazatok hozzáadott értéke növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az **építőipari** termelés továbbra is magas ütemben emelkedett a harmadik negyedévben. A német ipar elmúlt időszakban tapasztalt gyengélkedése ellenére a hazai **ipar továbbra is érdemben hozzájárult a GDP bővüléséhez**, amit a **járműgyártás kedvező teljesítménye** is támogatott. A **mezőgazdaság termelése enyhén csökkent** (-1,6 százalék) az előző év azonos időszakához képest, amit a kedvezőtlen év eleji időjárás és a tavalyi évhez képest kisebb vetésterület is magyarázhat.

A **háztartások fogyasztási kiadása** az előző negyedévhez képest gyorsabban emelkedett **2019 harmadik negyedében**. A fogyasztás bővülését a **kedvező jövedelmi folyamatok, az élénk háztartási hitelpiac, a magas nettó pénzügyi vagyon és fogyasztói bizalom is támogatta** (3-19. ábra és 3-20. ábra). A tartós és félíg tartós termékek

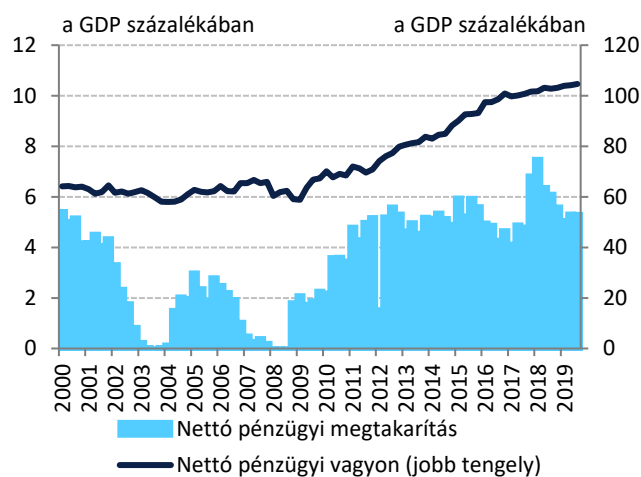


3-18. ábra: A GDP jövedelem oldali felbontása



Forrás: KSH, MNB

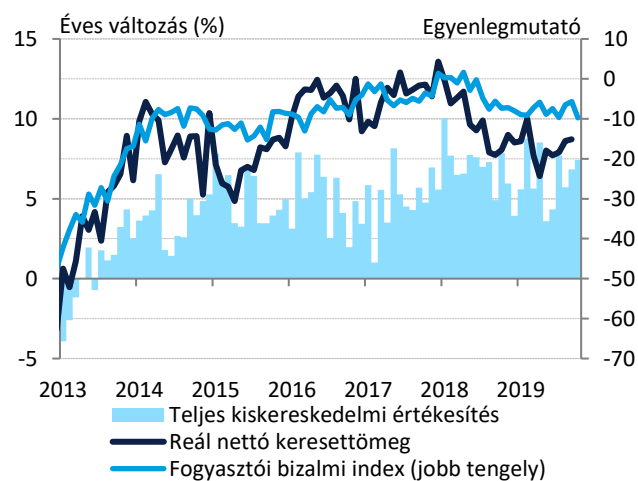
3-19. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított kiskereskedelmi adat.

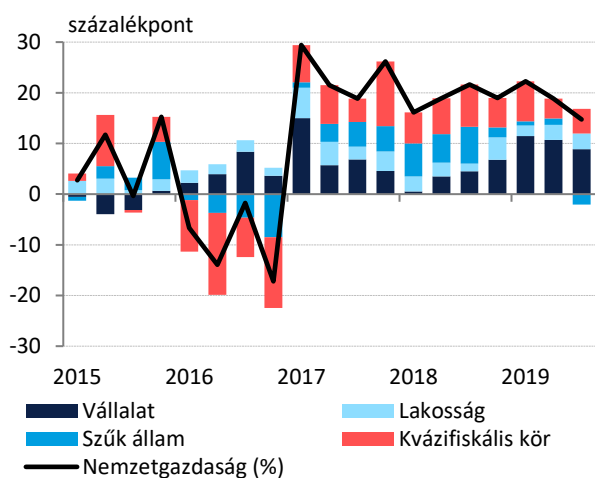
Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, KSH

vásárlására fordított kiadások növekedése (17,5 százalék, illetve 5,9 százalék) jelentősen meghaladta a fogyasztás aggregált bővülését, miközben a szolgáltatásokra fordított kiadások esetében enyhén átlag alatti volt a fogyasztás bővülési üteme. Októberben a kiskereskedelmi forgalom 6,2 százalékkal emelkedett, ami kedvező fogyasztási folyamatokra utal.

**A háztartások negyedéves hiteltranzakciói 11 százalékos állománybővülést eredményeztek.** A teljes pénzügyi közvetítőrendszer által a háztartásoknak folyósított hitelek volumene 2019 harmadik negyedévében 470 milliárd forinttal haladta meg a törlesztéseket, mellyel gyorsuló ütemben, 11 százalékkal bővült a háztartási hitelállomány. A lakossági hitelezés alapfolyamatainak részét nem képező lombardhiteleket kiszűrve azonban 9,8 százalékot tett ki az éves növekedési ütem. **A növekedés elsősorban a Családvédelmi Akcióterv részeként júliusban elindított babaváró hitel népszerűségével magyarázható,** melynek keretében közel 280 milliárd forintot helyeztek ki a bankok, ezzel meghaladva a negyedév lakáshitel-kibocsátását. A program előretételeként is támogathatja a háztartások hitelkeresletét, amihez hozzájárul, hogy önerőként történő beszámíthatósága révén pótlólagos keresletet támaszthat a lakáshitelek iránt. Az additionalitás azonban hosszú távon megszűnhet, és a termék a kisösszegű lakáshitelek és a személyi kölcsönök kiszorítását eredményezheti. A Hitelezési felmérés keretében a harmadik negyedévben a kereslet átmeneti visszaeséséről számoltak be a válaszadó bankok a lakáshitelek esetében, ugyanakkor a következő fél évre ismét élénkülő hitelkereslettel számolnak mind a lakáshitelek, mind a fogyasztási hitelek tekintetében. **A háztartások bővülő hitelkereslete, a kétszámjegyű bérdinamika és az alacsony kamatkörnyezet a lakossági fogyasztás folytatódó bővülése irányába mutat.**

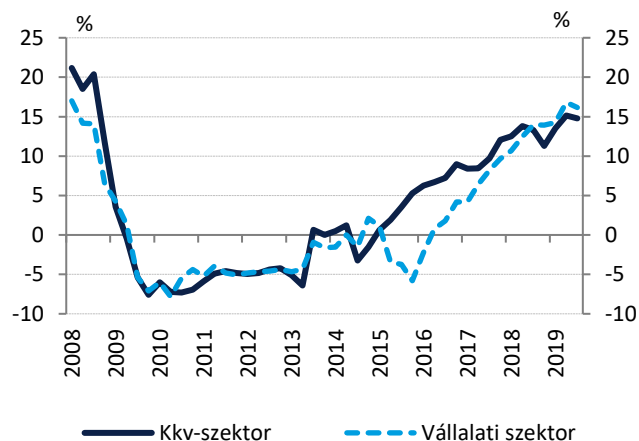
**A nemzetgazdasági beruházások volumene 14,8 százalékkal nőtt** 2019 harmadik negyedévében az előző év azonos időszakához képest (3-21. ábra). A gépjellegű (13,6 százalék) és az épületjellegű (15,8 százalék) beruházások egyaránt emelkedtek éves összevetésben. A **belföldre termelő és szolgáltató** vállalatok beruházásaival párhuzamosan a **külföldre termelő** ágazatok beruházásai emelkedtek, amit elsősorban a vegyipar és a gépipar beruházásai támogattak. A vállalati szektor beruházásainak bővüléséhez **a kedvező kamatkörnyezet, a magas kapacitáskihasználtság, a kedvező hitelezési folyamatok,** valamint **a már bejelentett nagyberuházások** is hozzájárultak. **A saját és uniós forrásból finanszírozott állami beruházások bővülése az elmúlt évekhez képest mérsékeltebb ütemben folytatódott,** az államhoz szorosan

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

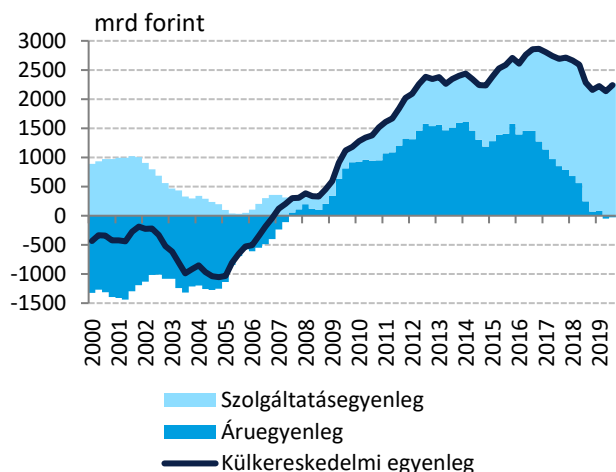
kapcsolódó vállalatok beruházásai növekedést (14,6 százalék) mutattak, míg a szűk állami szektor (közigazgatás, egészségügy, honvédelem) beruházásai csökkentek, az előző év azonos időszakához viszonyítva.

**A vállalati hitelállomány továbbra is dinamikusan bővült a negyedév során** (3-22. ábra). 2019 harmadik negyedévében a vállalatok teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szemben fennálló hitelállománya 335 milliárd forinttal bővült a tranzakciók eredőjeként, így az éves hiteldinamika a vállalati szektorban 16 százalékot, míg a kkv-szektorban 15 százalékot ért el szeptemberben. A hitelbővülés az ágazatok széles körét érintette. A Hitelezési felmérés keretében adott válaszok alapján a bankok erősödő keresletet tapasztaltak a vállalati forint hitelek, valamint a hosszú lejáratú hitelek iránt, mely az NHP fix népszerűségéhez is köthető. A jegybank 2019 januárjától elindult Növekedési Hitelprogram fix konstrukciója hatékonyan tereli a vállalkozásokat a hosszabb kamatfixálás felé, így a konstrukciónak köszönhetően a fixált kamatozású hitelek aránya a kisösszegű, 3 éven túli futamidejű vállalati hitelek esetében 50 százalék közelében tartózkodott a negyedév végén. **Az élénkülő keresletet a vállalkozások készletfinanszírozása és tárgyi eszközökbe történő beruházása hajtja**, mely finanszírozási igények a következő fél évben is hozzájárulhatnak a hitelkereslet élénküléséhez, elsősorban a feldolgozóipari ágazatok emelkedő termeléséből kiindulva. Az üzleti célú ingatlanhitelek tekintetében az irodaházak és a bevásárló központok finanszírozását jellemezte a legerőteljesebb hitelkeresletbővülés, melyet az ingatlanpiac kedvező alakulása támogatott. A legkisebb arányban a lakásprojektek kereslete kapcsán tapasztaltak élénkülést a bankok, melyet a lakóingatlanokat érintő áfa korábbi szintjére történő visszaállítása magyarázhat.

2019 harmadik negyedévében **tovább emelkedett a lakosság beruházási aktivitása**. A harmadik negyedévében 3830 új lakás került átadásra, ami enyhén meghaladja az előző év azonos időszakának értékét. Az újonnan kiadott lakásépítési engedélyek száma éves összehasonlításban 6,7 százalékkal növekedett a harmadik negyedévben, így továbbra is magas szinten alakul. 2019 második negyedévében **tovább folytatódott a lakásárak emelkedése** az MNB összetett lakásárindexe alapján. A KSH adatai szerint az új lakások piacán tovább emelkedtek az árak, míg a használt lakások árainak növekedése lassult a második negyedévben.

**Az export gyorsuló ütemben emelkedett az előző év azonos időszakához viszonyítva**, amihez az áru- és a szolgáltatásexport egyaránt hozzájárult. Bár tovább

3-23. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



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

Forrás: KSH

folytatódott az importigényes belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás, beruházások) bővülése, az export importot meghaladó emelkedése következtében a **nettó export +0,9 százalékponttal támogatta a növekedést**. A szolgáltatásexport esetében az egyenlegjavulást a turizmus és a szállítási szolgáltatások kivitele magyarázta. **Ennek eredményeként a külkereskedelmi egyenleg javult a harmadik negyedévben.** (3-23. ábra).

### 3-1. keretes írás: A 2019-es nemzeti számla módszertani revízió változásainak hatásai

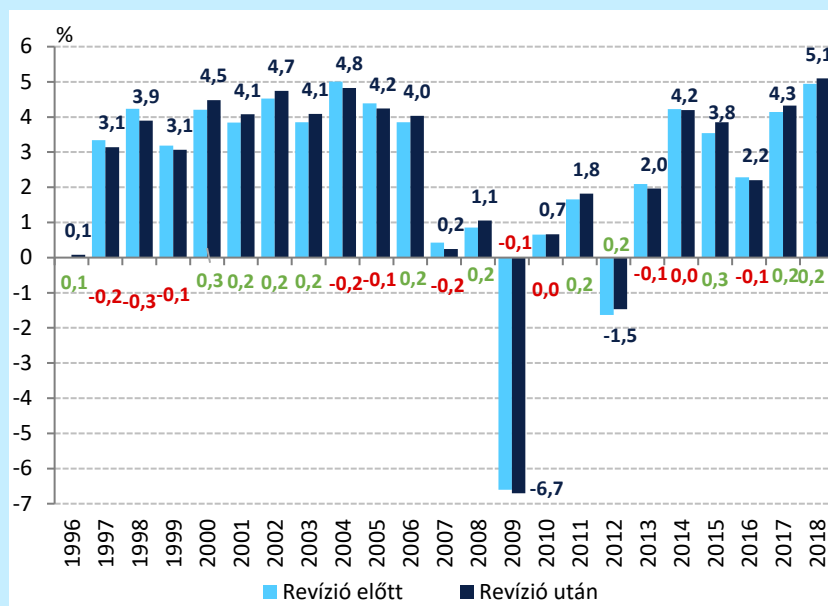
A Központi Statisztikai Hivatal – az éves szintű rutinrevízió mellett – **öt évente nagy módszertani revíziót hajt végre a nemzeti számlás adatokon**. A módszertani változások fő célja minden esetben az, hogy a statisztikák megbízhatóbb képet adjanak a gazdasági folyamatokról. A módszertani revízió során beépítésre kerülnek a számításokba az újonnan felhasznált adatforrások, az esetleges nemzetközi módszertan változások, illetve módszertani fejlesztések, így az ún. *benchmark revízió* esetében a lehető leghosszabb időszakon változnak a rendelkezésre álló adatok.

A revideált adatok alapján a magyar gazdaság elmúlt években mért teljesítménye **kedvezőbb volt korábbi ismereteinknél**. Az idősor felfelé revideálásához járult hozzá a kutatás-fejlesztés export-import adatainak és tudásfelhalmozás szintjének felülvizsgálata, az adóelkerülés miatt nem megfigyelt gazdaság becslésének pontosítása, valamint a saját termelésű készletek előállítási költség helyetti piaci áron történő értékelése is.

A KSH a gazdaság teljesítményét a megelőző években összességében mintegy 400-600 milliárd forinttal **felfelé revideálta**. Az előzetes éves nemzeti számlás adatok alapján **2018-ban a hazai GDP 5,1 százalékkal bővült, amely 0,2 százalékponttal haladja meg a korábbi adatközlést** (3-24. ábra). **Historikus összevetésben az adatrevízió által a 2018. évi gazdasági növekedés bizonyult a legmagasabbnak a rendszerváltás óta**. A nemzetgazdasági ágazatokat tekintve a revízió a mezőgazdaság, az ipar és az építőipar teljesítményét lefelé, míg a szolgáltató szektor teljesítményét összességében felfelé módosította a tavalyi évben. **A megváltozott bázisévi szintek következtében a revízió befolyásolhatja az ágazatok és a gazdaság idei évi növekedését is**.



3-24. ábra: A GDP éves változása

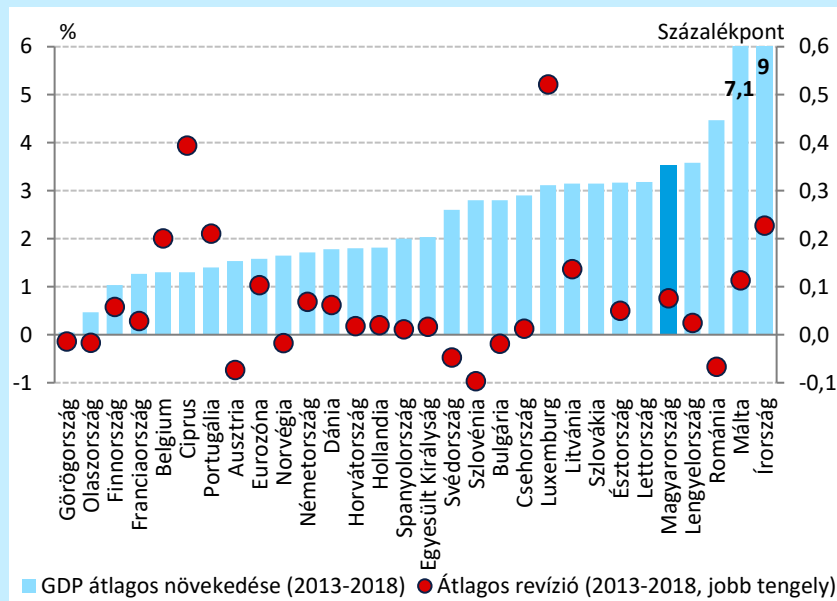


Megjegyzés: A piros szám a lefelé, a zöld a felfelé revízió mérték jelöli a korábbi adatközléshez képest. A sötétkék szám a revideált növekedési dinamikát mutatja. Forrás: KSH

2017-ben a korábban közölt 4,1 százalékos GDP-növekedés helyett 4,3 százalékkal, míg 2016-ban a korábban közölt 2,3 százalékos GDP-növekedés helyett 2,2 százalékkal bővült a magyar gazdaság. 2010 óta a legnagyobb revízió a 2015-ös gazdasági teljesítményt érintette, a korábbi 3,5 százalékos GDP-emelkedés helyett 3,8 százalékos bővülést regisztrált a KSH. **Kumulálva 2013 és 2018 között a korábbi adatközlésnél 0,6 százalékponttal gyorsabban, 21,2 százalékkal emelkedett a GDP volumene (3-25. ábra).**

**Jelentősen módosult a teljes horizonton a felhasználási tételek lefutása is.** A felhasználásban legnagyobb súlyt képviselő háztartások fogyasztási kiadása 2017-ben 0,3, míg 2018-ban 0,5 százalékponttal módosult lefelé, de ezen tétel esetében az egész idősort lefelé revideálta a KSH. Hasonlóan lefelé változott a transzferek idősora is, azonban a **közösségi fogyasztás volumene a teljes idősorton feljebb került.** A beruházások érdemben csak a közelmúltban változtak: **a beruházások éves növekedése az elmúlt három évben rendre 1,2, 0,5 és 0,7 százalékponttal lett magasabb a korábban közölt adatnál.** A külkereskedelmi tételek jellemzően együtt változtak a teljes időtávon. 2017-re mind az exportot, mind az importot felfelé, 2018-ra vonatkozóan pedig lefelé módosította a KSH. Az export revíziója nagyobb mértékű volt, mint az importé, így a **nettó export növekedési hozzájárulása 2017-ben -2,0 százalékról -1,3 százalékra, míg 2018-ban -2,4 százalékról -2,5 százalékra változott.**

3-25. ábra: A bruttó hazai termék változása az új módszertanra történő átállás után az Európai Unió országaiban



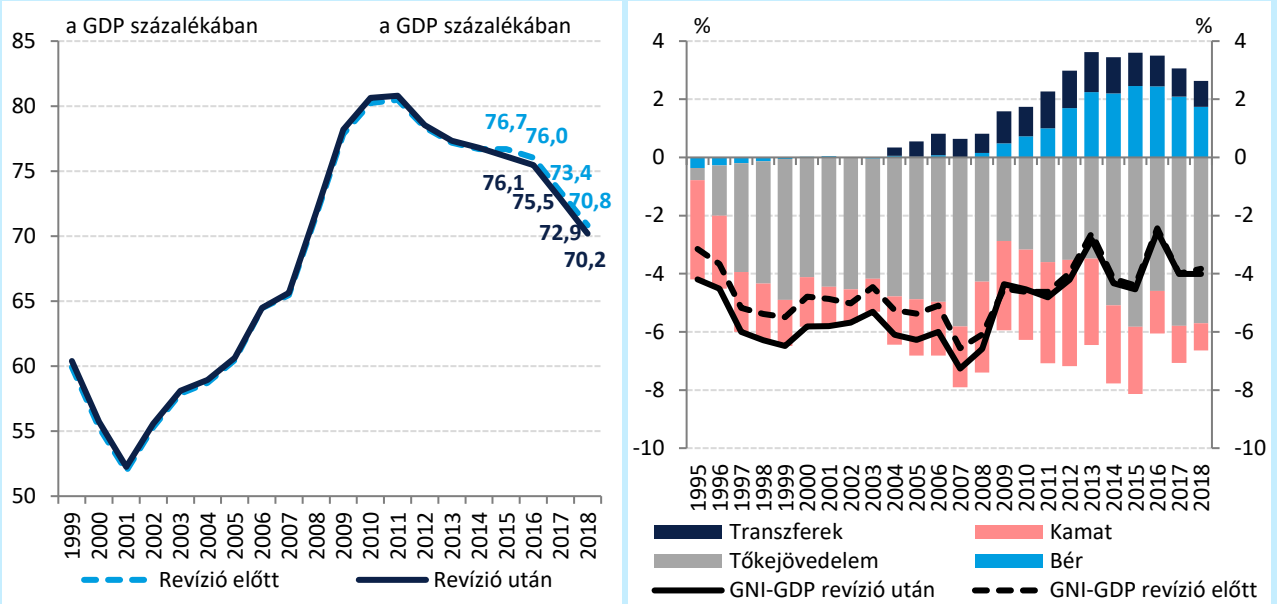
Forrás: Eurostat

A folyóáras adatok alapján a hazai GDP szintje a **2018. évben a korábbi adatközlésben szereplő 42 073 milliárd Ft helyett 42 662 milliárd Ft-on alakult**. Az elmúlt négy év mindegyikében a revízió meghaladta a nominális GDP szintjének 1 százalékát. Az adatrevízió legnagyobb mértékben a 2018. évet érintette.

**A nominális GDP szintjének emelkedésével a GDP-arányos államadósság szintje is mérséklődött.** Ennek eredményeként az államadósság-ráta a 2015 óta eltelt 4 évben rendre 0,5-0,6 százalékponttal került alacsonyabb szintre (3-26. ábra, bal panel). A friss adatok szerint az adósságráta 2011 és 2018 között a GDP 10,6 százalékával csökkent, míg a korábbi adatok 9,7 százalékpontos csökkenést mutattak. A korábbi időszakot tekintve a 2000 és 2018 közötti években kissé emelte a felülvizsgálat az adósságrátát a Magyar Szénhidrogén Készletező Szövetség kormányzati szektorba került besorolása miatt – melyet azonban 2014 és 2018 között ellensúlyozott a magasabb GDP szint. A költségvetési hiány revíziója következtében a deficit az elmúlt években a GDP 0,1-0,2 százalékpontjával emelkedett.

A KSH az uniós ajánlásoknak megfelelően revideálta a GNI jövedelemmel kapcsolatos adatokat is. Kiemelt jelentőségű a **külföldről kapott munkavállalói jövedelem** becslésénél az osztrák és német bérek felülreprezentáltságának megszüntetése. A revízió hatására **elsősorban a régmúlt GNI időszora változott meg, az elmúlt 10 évben nem történt számottevő változás** (3-26. ábra, jobb panel).

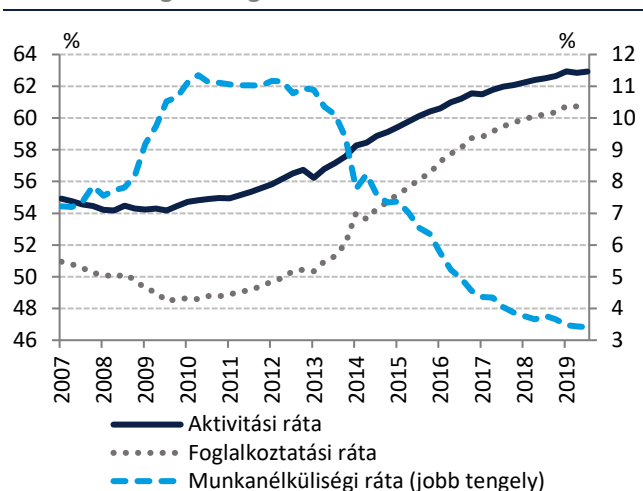
3-26. ábra: A GDP arányos államadósság (bal panel) és a bruttó nemzeti jövedelem (jobb panel) alakulása



### 3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2019 harmadik negyedévében – bár lassuló dinamika mellett – tovább emelkedett a versenyszféra foglalkoztatottsága az előző év azonos időszakához képest. A versenyszférán belül a feldolgozóipar foglalkoztatása mérséklődött, míg a piaci szolgáltató szektorban foglalkoztatottak száma számottevően emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A közmunkaprogramban résztvevők száma 108 ezer főre csökkent. Az üres álláshelyek száma alapján az ágazatok széles körében folytatódott a vállalatok munkaerő-keresletének mérséklődése. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta továbbra is 3,4 százalékon alakult. Mindezek következtében a munkaerőpiaci feszesség enyhült, de továbbra is magas szinten tartózkodik.

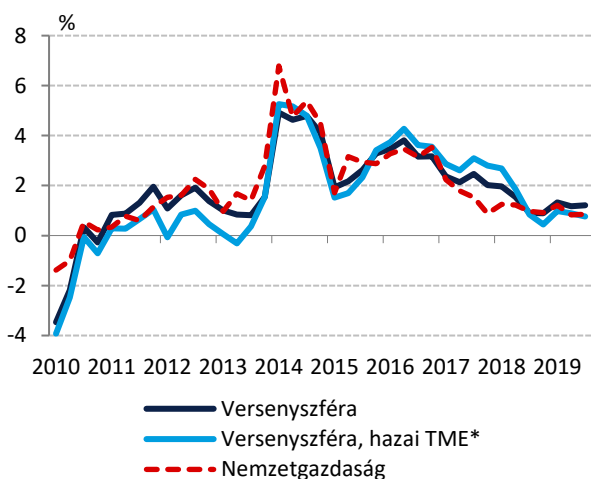
3-27. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

3-28. 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 harmadik negyedévében a 15–74 éves korosztály aktivitási rátája 63,1 százalékot tett ki, míg a 15–64 éves népességben belül az aktívak aránya 72,8 százalékon alakult. A szezonálisan igazított adatok alapján a gazdaságilag aktívok száma lényegében változatlan maradt az előző negyedévhez képest (3-27. ábra).

A nemzetgazdasági foglalkoztatottság emelkedéséhez a versenyszféra járult hozzá, az állami szféra foglalkoztatottsága enyhén csökkent az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az államon belül a közmunkaprogramban résztvevők száma 108 ezer főre csökkent, míg a közfoglalkoztatáson kívüli létszám érdemben nem változott.

A versenyszférán belül a feldolgozóipar foglalkoztatása mérséklődött, míg a piaci szolgáltató szektorban foglalkoztatottak száma számottevően emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma 118 ezer főre nőtt. A ledolgozott munkaerőarányával korrigált, hazai teljes munkaidő egyenértékes létszám a foglalkoztatottságnál visszafogottabb ütemben emelkedett (3-28. ábra).

A munkanélküliek száma csökkent, a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta továbbra is 3,4 százalékon alakult. Az üres álláshelyek és a munkanélküliek arányából számolt, munkaerőpiaci feszességet mérő mutató az előző negyedévhez hasonlóan enyhült, de továbbra is magas szinten tartózkodik.

### 3-2. keretes írás: Változások a munkaerőpiac mélyén

A makrogazdasági rendszer egyik legfontosabb része a munkaerőpiac. A munkaerőpiacon egyrészt tükröződik a gazdasági teljesítmény alakulása, másrészt a munkaerőpiaci reformok, politikák szintén visszahatnak a gazdaság teljesítményére. **A 2010-ben bekövetkezett munkaerőpiaci fordulat óta Magyarországot a foglalkoztatás növekedése jellemzi.** Ehhez mind a gazdasági növekedés munkakeresleti, mind a szabályozás változásának munkakínálati hatásai is hozzájárultak. Ennek az egyedülálló munkaerőpiaci fordulatnak köszönhetően a hazai munkaerőpiac megközelítette a teljes foglalkoztatást.

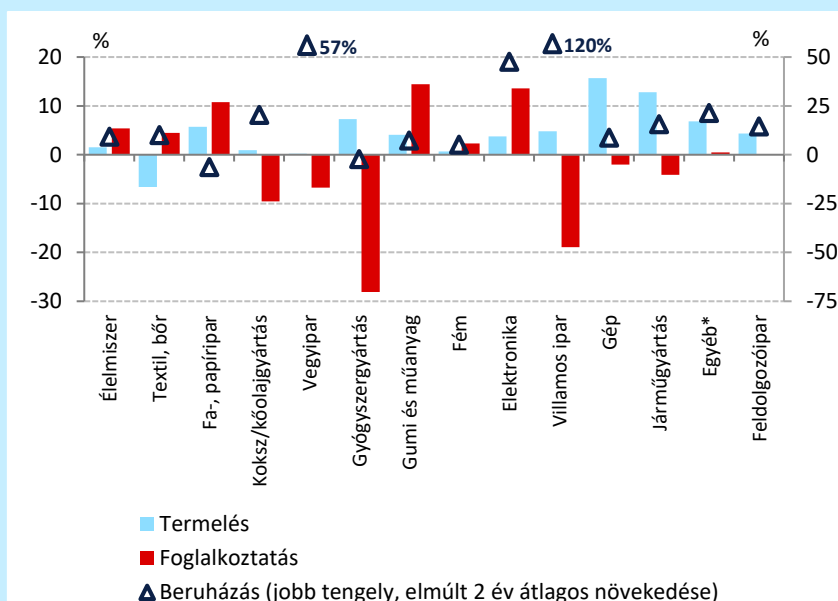
A kedvező munkaerőpiaci helyzetet fenn kell tartani a következő években, évtizedekben is. Az elmúlt időszakban azonban a globális konjunktúra visszafogott maradt, amelyektől hazánk kis nyitott gazdaság révén hosszabb távon nem tudja magát függetleníteni. **A gyenge külső konjunktúra intézkedések nélkül a reálgazdasági csatornán előbb-utóbb megjelenik a hazai adatokban is.** Éppen ezért kiemelt fontosságú a munkaerőpiaci folyamatok figyelemmel kísérése. A munkaerőpiaci fordulat hatására hazánk a teljes foglalkoztatás közelébe került, a munkanélküliségi ráta historikusan alacsony. Ennek megőrzése kiemelt jelentőségű, ezért fontos a munkaerőpiac különböző szegmenseiből érkező jelzések részletes és naprakész vizsgálata.

A 2008-as gazdasági válság munkaerőpiacra gyakorolt hatásai és következményei rávilágítottak arra, hogy **szükség van egy olyan korai figyelmeztető rendszer (early warning system) kifejlesztésére, amely képes azonosítani és előrejelezni a munkaerőpiaci kockázatokat.** Ennek kialakítása során két módszertant alkalmaztunk. Az elsőben a tartósan alacsony munkanélküliségi rátát tekintettük teljes foglalkoztatásnak, állandó, vagy emelkedő aktivitási ráta mellett. A korreláció alapuló elemzésben a munkanélküliségi ráta éves, százalékpontos változását vetettük össze mindig egy-egy munkaerőpiaci változóval. A korrelációs vizsgálathoz felhasználtuk az intézményi-munkaügyi statisztika, a Munkaerő-felmérés, az NFSZ nyilvános adminisztratív adatait, az Európai Bizottság által publikált, és a munkaerőpiachoz kapcsolódó ESI mutatóit. Ennek köszönhetően több, mint 1000 munkaerőpiaci változó közötti kapcsolat szorosságát vizsgáltuk meg. Ezek közül is kiemelt figyelmet fordítottunk az előidejű (lead) indikátorokra. Az eredmények értékelésénél további alapos szakértői vizsgálat szükséges, hogy ezzel is csökkentsük a téves riasztások esélyét. A második módszerben a **2008-as válság esettanulmányán, mint múltbéli tapasztalatokon keresztül közelítettük meg a munkaerőpiaci hatásokat és határoztunk meg újabb mutatókat.**

A 2008-as válság esettanulmányát és a korrelációs vizsgálat eredményeit felhasználva összesen **20 változót találtunk alkalmasnak a munkaerőpiaci helyzet előrejelzésére.** A legtöbb munkaerőpiaci mutató értéke kedvező munkaerőpiaci helyzetről árulkodik, megfelelően a közel teljes foglalkoztatás állapotának. Összeségében elmondható, hogy 2019 második és harmadik negyedében mind a feldolgozóipari, mind az építőipari foglalkoztatottsági várakozás (ESI) adataiban csökkenés mutatkozik. Továbbá a feldolgozóiparban látható a fővárosban dolgozók számának további visszaesése.

A visszaeső foglalkoztatási adatok azonban nem csak a konjunkturális helyzet változását, hanem strukturális változásokat is jelenthetnek. A rendelkezésre álló adatok alapján ugyanis az látszik, hogy **a historikusan magas – bár enyhülő – munkaerőpiaci feszesség következtében a vállalatok a tőkeállományok növelésén keresztül igyekeznek helyettesíteni a szűkös munkaerő-kapacitásokat.** A tőke-munka helyettesítést azoknál az ágazatoknál látjuk igazolhatónak, ahol a kibocsátás nem csökken, a foglalkoztatás viszont mérséklődik, miközben az elmúlt években jelentős beruházási aktivitást regisztráltunk. Mindezen folyamatok leginkább a vegyipar, villamosipar, gép- és járműgyártás ágazatokban figyelhetők meg. Mivel az ágazatok termelése nem csökkent, a foglalkoztatás pedig mérséklődött, ezért a termelékenység növekedése ment végbe (3-29 ábra).

3-29. ábra: Termelési tényezők éves változása a feldolgozóiparban (2019 I. félév)



Megjegyzés: Egyéb: Bútorgyártás, gépjavítás, egyéb feldolgozóipar.

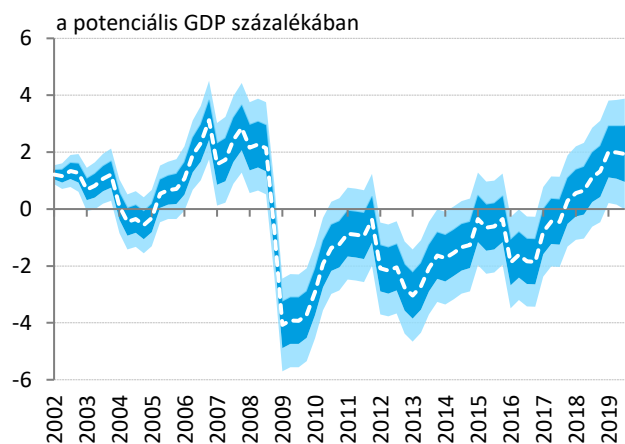
Forrás: Eurostat, illetve KSH alapján MNB-számítások

**Vizsgálatunk eredményei összhangban vannak az általunk ismert kockázatokkal.** A feldolgozóiparban a foglalkoztatottsági várakozásokat a visszafogott globális konjunktúra mérsékli, ezért az üres álláshelyek és a fővárosban dolgozók számának csökkenése összefügg a világszerte gyenge feldolgozóipari teljesítménnyel. Emellett az építőipar növekedési dinamikája várhatóan az idei évben tetőzik, a lakáspiaci ciklus, illetve a kormányzati beruházások erős ciklikussága csökkenti az ágazat termelését, és ezen keresztül a munkafelhasználását is.

### 3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

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

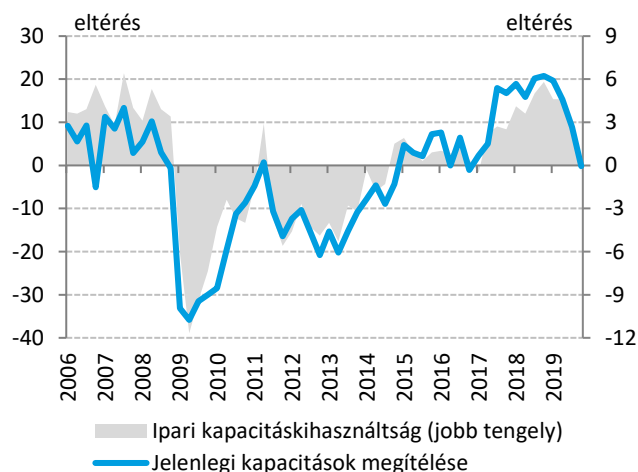
3-30. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv



Megjegyzés: A kék területek a becslési bizonytalansági sávot mutatják.

Forrás: MNB

3-31. 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 (3-30. ábra). A felzárkózás fenntarthatósága szempontjából ezért kiemelt jelentősége van a következő időszakban a kínálatot, azaz a potenciális kibocsátást bővítő, strukturális, versenyképességi intézkedéseknek. A hazai gazdaság ciklikus pozíciójáról alkotott képünk nem változott a szeptemberi Inflációs jelentésben szereplő becslésünkhöz képest.

Kérdőíves felmérések alapján a vállalatok kapacitáskihasználtsága az elmúlt negyedévekben a historikus átlagára csökkent, és az ipari kapacitáskihasználtság és a munkaerőpiaci feszesség 2018 vége óta összességében mérséklődik (3-31. ábra). Az elmúlt évek dinamikus foglalkoztatásbővülése mellett már enyhül a munkaerőpiaci feszesség, de továbbra is magas szinten alakul.

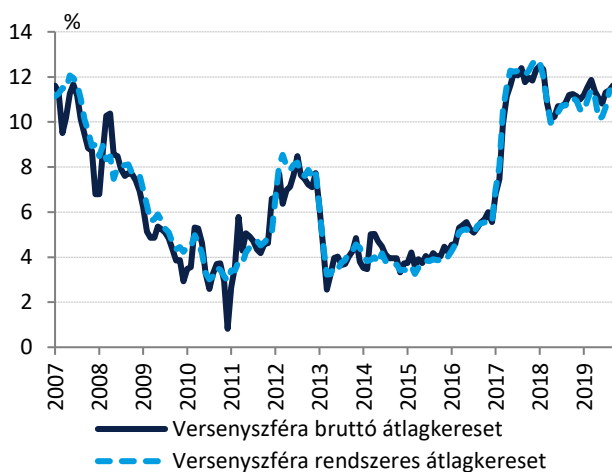
Az elmúlt időszakban a termelékenység bővült, amit azonban elsősorban kínálati tényezők magyaráztak. A historikusan magas beruházási ráta, a bejelentett nagyberuházások és a beszállítói hálózat kapacitásbővítései középtávon pozitív visszacsatolást indíthatnak el a magasabb hozzáadott értékű piaci szolgáltatások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



### 3.5. Költségek és infláció

2019 harmadik negyedévében a versenyszféra bruttó átlagkereset 11,6 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 őszi hónapokban az infláció a 3 százalékos jegybanki cél körül alakult. Az adószűrt maginfláció az elmúlt időszakban 3,6 százalékra emelkedett a dohánytermékek és piaci szolgáltatások árainak emelkedése következtében. Az elmúlt hónapokban a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink (a keresletérzékeny termékek és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja) lényegében nem változtak.

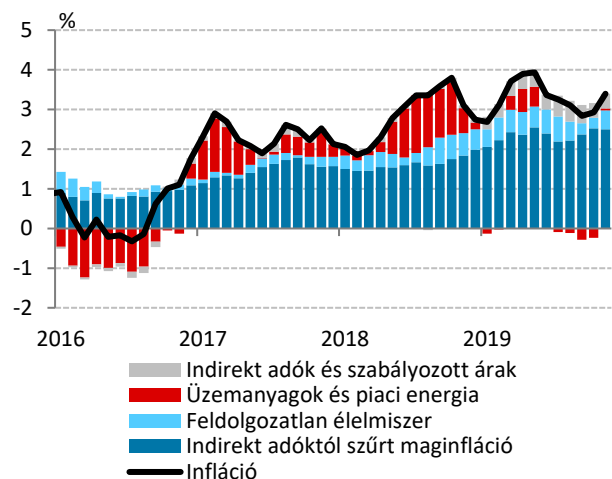
3-32. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-33. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

#### 3.5.1. Bérek

**2019 harmadik negyedévében a versenyszféra bruttó átlagkereset 11,6 százalékkal növekedett** az előző év azonos időszakához képest (3-32. ábra). A harmadik negyedévben a rendszeres átlagkereset a szokásos szezonalitáshoz képest gyorsabban emelkedett. A folytatódó erőteljes bérdinamikához a bérezési alapfolyamatot meghatározó feszes munkaerőpiaci környezet mellett a minimálbér és a garantált bérminimum idei 8 százalékos emelése járult hozzá. **A bérköltségek emelkedését ugyanakkor mérsékelte a szociális hozzájárulási adó július elsejei 2 százalékpontos csökkentése.**

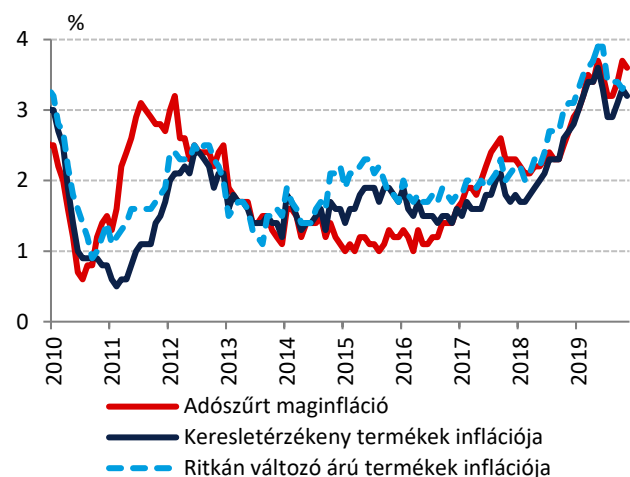
**A versenyszférán belül** mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltató szektorban **gyorsult a bérek növekedési üteme.** A bériáramlás az átlagbér alatt fizető ágazatokban továbbra is magasabb volt, mint az átlagbér felettiekben. A létszám-kategóriák szerinti adatok alapján **mind a nagyvállalatok,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

#### 3.5.2. Termelői árak

**A mezőgazdasági termelői árak éves összehasonlításban – az előző negyedévhez képest visszafogottabb ütemben – emelkedtek 2019 harmadik negyedévében.** Az áremelkedés elsősorban az állati eredetű termékek áralakulásához köthető. A termékkörön belül a sertéshús hazai termelői ára az elmúlt hónapokban – feltehetően a sertéspestis hatására – számottevő mértékben emelkedett (lásd 1.1 keretes írás). Az állati eredetű termékek mellett a gabonaárak és a szezonális termékek árai is emelkedtek éves összevetésben, ugyanakkor az árak növekedési üteme ezekben a csoportokban 2019 második negyedévéhez képest mérsékeltebb volt.

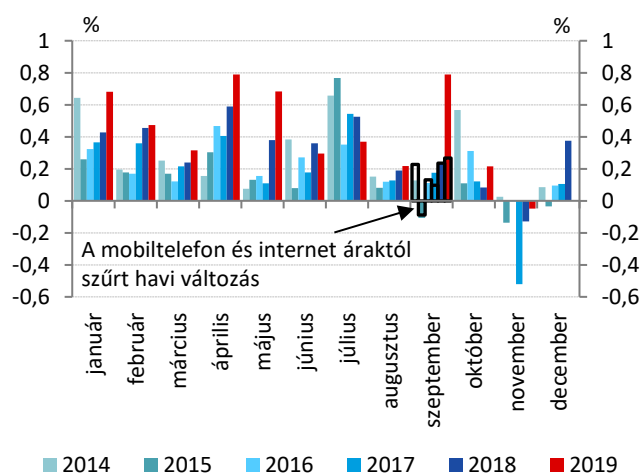
A fogyasztási cikkek esetében a termelő árak a historikus átlagnál magasabb mértékben emelkedtek októberig az előző év azonos időszakához képest. A teljes ipar belföldi értékesítési árai éves összehasonlításban az elmúlt hónapokban a historikus átlagnál alacsonyabb mértékben emelkedtek, amihez főként az energiatermelő ágazatok termelői árainak folytatódó csökkenése járult hozzá.

3-34. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

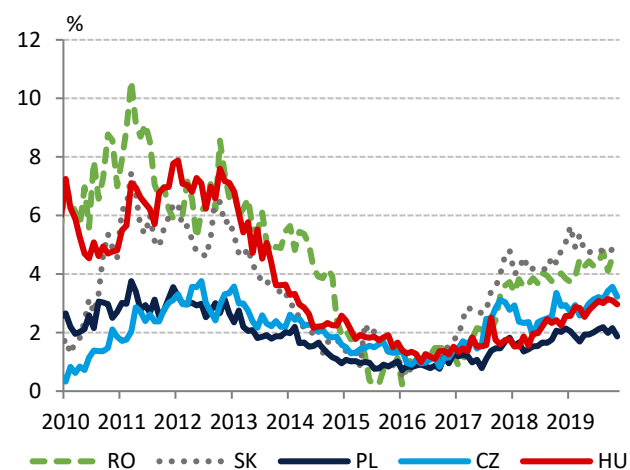
3-35. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása



Megjegyzés: Szezonálisan nem igazított, adószűrt, egyhavi változás.

Forrás: KSH, MNB

3-36. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

## 3.5.3. Fogyasztói árak

**Az őszi hónapokban az infláció a 3 százalékos jegybanki cél körül alakult.** Novemberben az infláció a tavaly év végi jelentős üzemanyagár-csökkenés bázishatásának következtében 3,4 százalékra emelkedett (3-33. ábra).

Az adószűrt maginfláció az elmúlt időszakban 3,6 százalékra nőtt. Ennek hátterében a dohánytermékek és piaci szolgáltatások árának – a mobiltelefon és internet szolgáltatások szeptemberi kiugró árnövekedése miatti – emelkedése áll. Az elmúlt hónapokban **a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatóink** (a keresletérzékeny termékek és a ritkán változó árú termékek és szolgáltatások inflációja) **lényegében nem változtak** (3-34. ábra).

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

**A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban emelkedett.** A mobiltelefon és internet szolgáltatásokhoz kapcsolódó árak a korábbi években megfigyelnél számottevően gyorsabban emelkedtek (3-35. ábra). A munkaintenzív és a kevésbé munkaintenzív szolgáltatások inflációja egyaránt enyhén nőtt.

**Az alkohol- és a dohánytermékek ára emelkedett,** amit a dohánytermékeket érintő júliusi jövedékiadó-emelés árnövelő hatása mellett egyéb piaci áremelések okoztak.

**Az élelmiszereket összességében 5 százalék körüli árdinamika jellemezte az elmúlt hónapokban.** A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja novemberre 8 százalék közelébe emelkedett, melyhez a szezonális zöldségek és gyümölcsök mellett a sertéshús árának emelkedése járult hozzá. A feldolgozott élelmiszerek ára emelkedett, amit elsősorban a tej és a tejtermékek árnövekedése okozott.

**Az üzemanyagárak az elmúlt hónapokban összességében csökkentek.** A termékkör éves indexének mérséklődéséhez a tavalyi üzemanyagár-emelkedés bázishatása is hozzájárult. Novemberben ugyanakkor a 2018 végi számottevő üzemanyagár-csökkenés bázishatása következtében 0 százalék közelében alakult az üzemanyagok inflációja.

**Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció lényegében megfelelt a szeptemberi Inflációs jelentés prognózisának, míg a maginfláció és az adószűrt maginfláció enyhén magasabban alakult.** Az eltérést elsősorban a dohánytermékek és a piaci szolgáltatások vártnál magasabb árdinamikája okozta.

## 3.5.4. Inflációs várakozások

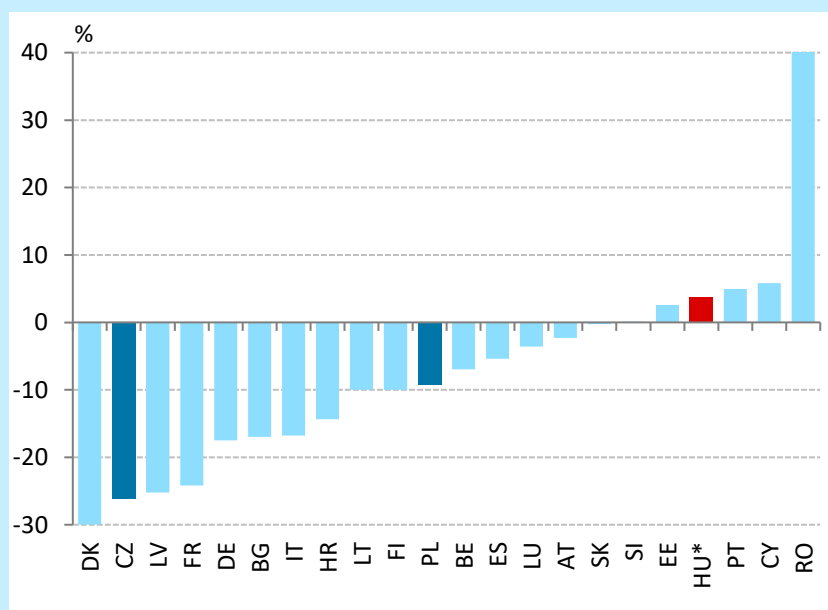
Az elmúlt hónapokban a lakosság inflációs várakozásai érdemben nem változtak és a 3 százalékos inflációs céllal konzisztens szinten alakulnak. A hazai várakozások összhangban alakultak a régió korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető országaiban tapasztalható várakozásokkal (3-36. ábra).

## 3-3. keretes írás: A telekommunikációs szolgáltatások szeptemberi inflációjának alakulása

A piaci szolgáltatások árának változása meghatározó mind az infláció, mind pedig az alapfolyamatokat jobban megragadó adószűrt maginfláció alakulása szempontjából. A termékcsoport árai leginkább az év eleji hónapokban változnak, így az év második felében, különösen az őszi-téli hónapokban érdemi árváltozás már nem várható. 2019 szeptemberében azonban a szolgáltatások adószűrt havi változása 0,8 százalék volt, ami a korábbi évek mintázatától eltérő, váratlan áremelkedésnek tekinthető. A kiugró áremelkedést a telekommunikációs – mobiltelefon és internet – szolgáltatások árának jelentős, 3,0 százalékos havi növekedése okozta. Ezt leszámítva a szolgáltatások széles körét a korábbi éveknek megfelelő, 0,3 százalékos havi átárazás jellemezte.

A telekommunikációs szolgáltatások árának alakulása közvetítheti leginkább a digitalizáció inflációs hatásait, amik általánosságban az árak csökkenése irányába hatnak. Ennek ellenére a 2007 óta eltelt több, mint egy évtizedben hazai telekommunikációs és internet árak többnyire emelkedtek. Hazánk így azon kevés ország egyike, ahol a fogyasztói árak – az adóváltozások hatásait is kiszűrve – jelenleg magasabbak 2007-es értékénél. Amennyiben ugyanezen szolgáltatáscsoport árát összehasonlítjuk a környező országokkal vagy akár az eurozónával, azt találjuk, hogy az árak – a digitalizáció inflációs hatásaival összhangban – számottevően a 2007-es szint alá csökkentek (3-37. ábra).

3-37. ábra: A mobiltelefon és internet szolgáltatások árváltozása 2019 októberéig (2007=100)



Megjegyzés: \*Magyarország esetében adószűrt adatok. A többi ország esetében nem állnak rendelkezésre adószűrt adatok.

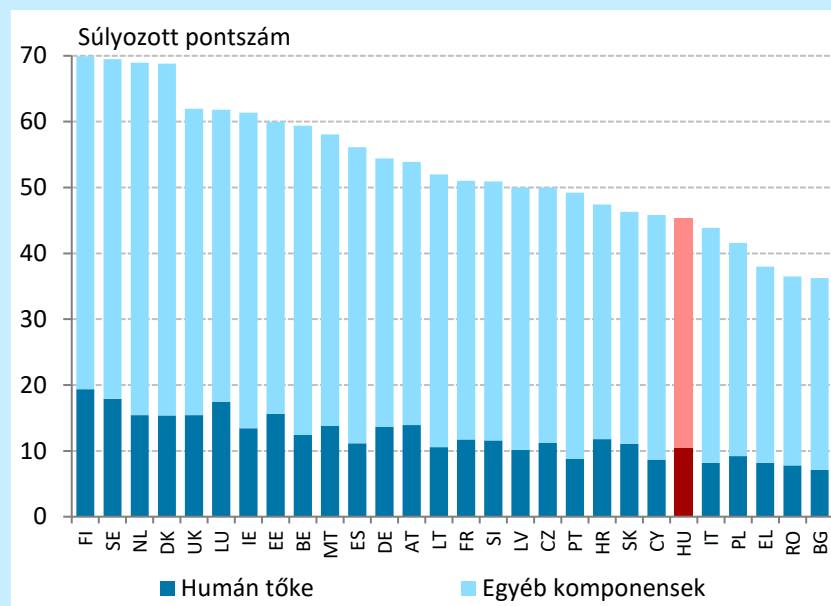
Forrás: Eurostat, MNB

Az egyes országokban azonban fejlettségi szinttől függően eltérő árszintek jellemzők, így összehasonlító árakon is érdemes elvégezni az elemzést. Az Európai Bizottság legutolsó elérhető összehasonlító árszintjei alapján 2015-ben az internet, televízió és telefon szolgáltatást is tartalmazó csomag havi díja átlagosan 35 euro volt hazánkban, ami magasabb a régiós országok többségében – Szlovákia nélkül – tapasztalható átlagosan 26 eurós díjszabásnál. Az Európai Unió országainak körében ugyanakkor a vásárlóerő-paritást is figyelembe vevő hazai díjszabás összességében a középmezőnyben alakul.

Ez az érték magasabb, mint a digitálisan gyorsan fejlődő Balti-országokban, illetve néhány nyugat-európai országban, például Németországban vagy Ausztriában felmért havidíj.

A mobiltelefon és internet szolgáltatások európai összehasonlításban elemzett árváltozását érdemes az adott gazdaságok digitális fejlettsége mentén is értékelni. **Az Európai Bizottság által publikált digitális gazdaság és társadalom index (angolul DESI: Digital Economy and Society Index) segítségével összehasonlíthatóvá válik az Európai Unió tagállamainak informatikai, illetve kommunikációs fejlettsége.** A DESI öt dimenzió mentén értékeli a tagállamokat, melyek súlyozott átlagaként minden országra kialakul egy 0 és 100 közé eső pontszám. Ezek a dimenziók a hálózati összekapcsoltság, a humán tőke (az internethasználók digitális kompetenciái és tudatossága), az internetes szolgáltatások használata, a digitális technológiák integráltsága és a digitális közszolgáltatások. A legfrissebb, 2019-es rangsor alapján Magyarország digitális fejlettsége a 23. helyen áll európai összehasonlításban és a humán tőke dimenzió is a mezőny második felébe esik (3-38. ábra). Ez arra utal, hogy **a hazai telekommunikációs szolgáltatások árai azért lehetnek drágábbak a digitálisan fejlett, illetve a nyugat-európai országokhoz képest, mert a teljes DESI-ben, illetve ezen belül kiemelten az internethasználók digitális képességeiben és tudatosságában is van még tér a felzárkózásra.** Utóbbi azért is fontos, mert számos előfizető nem követi nyomon az aktuális díjcsomagjának alakulását, és éveken keresztül fizet többet ugyanazért a szolgáltatásért, amit megújított feltételekkel olcsóbban is megkaphatna. Mindezek következtében előretétekintve is érdemes lesz figyelemmel kísérni a szolgáltatáscsoport árváltozásait.

3-38. ábra: A digitális gazdaság és társadalom index (DESI) 2019-es rangsora



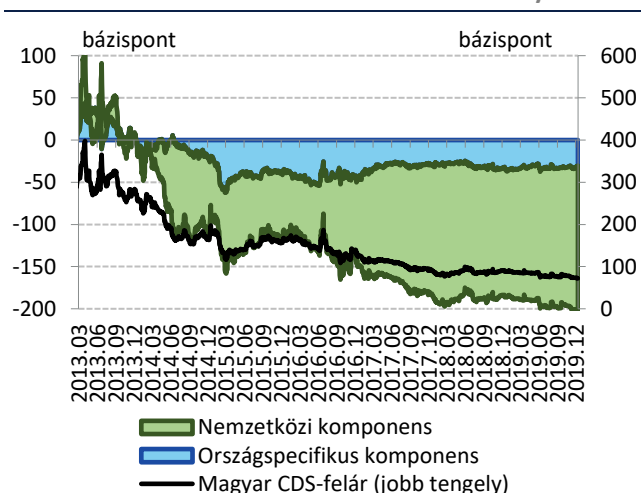
Forrás: Európai Bizottság

## 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

### 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben javult a globális piaci hangulat, a brit kilépéssel és a kereskedelmi háborús félelmek mérséklődésének hatására. A tőzsdei volatilitást mérő VIX index időszak eleji 16 százalékos szintjéről december elejére 11 százalékra mérséklődött, majd kissé ismét emelkedett. A hosszú futamidejű fejlett állampapírhozamok nőttek szeptember vége óta, míg a feltörekvő piaci kötvények felára jelentősen csökkent. A fejlett devizák árfolyamaiban nem voltak jelentős mozgások, kivéve a fontot mely csaknem 4 százalékkal erősödött az euróhoz képest az időszak során. A hazai piacon az állampapírhozamok a régiós emelkedéssel szemben minden lejáraton csökkentek. A magyar hitelkockázati mutató enyhén tovább mérséklődött. A monetáris politika szempontjából meghatározó 3 hónapos BUBOR 5 bázisponttal mérséklődött, ugyanakkor a hosszabb futamidőkön nem volt jelentősebb változás. A forint a régiós devizákkal együtt felértékelődött az euróhoz képest.

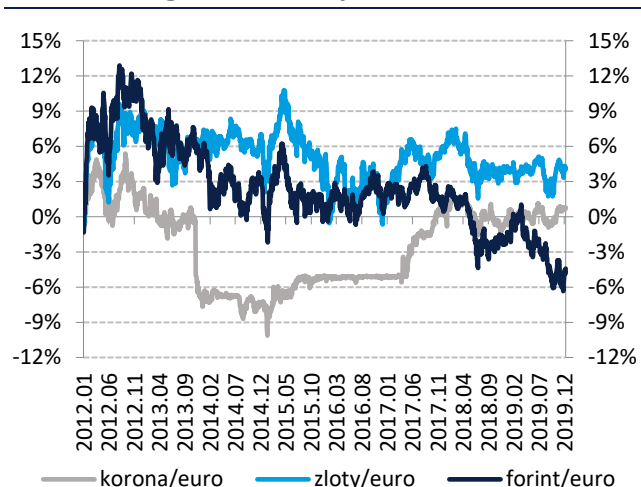
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

Forrás: Bloomberg

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

#### 4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

**Hazánk hitelkockázati felára a harmadik negyedévben enyhén tovább mérséklődött** (4-1. ábra). A 8 bázispontos felármérséklődéshez leginkább a nemzetközi tényező csökkenése járult hozzá. A nemzetközi komponens csökkenését elsősorban a pozitív befektetői hangulatban javuló kockázatvállalási kedv támogatta.

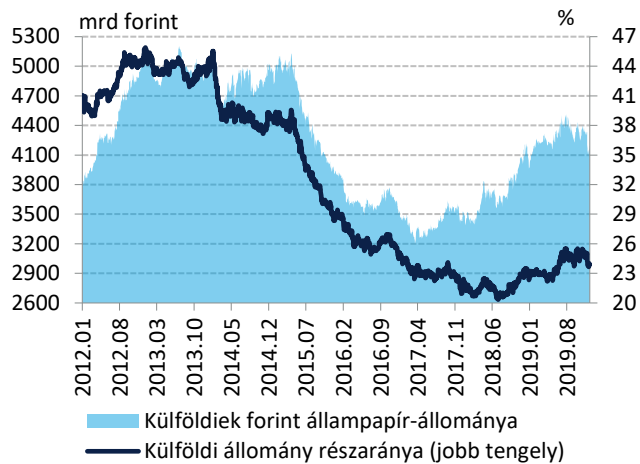
#### 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

**A forint mintegy másfél százalékos felértékelődést mutatott az euróval szemben, amely erősödés nagyjából beleillett a régiós folyamatokba.** A régiós devizák közül a lengyel zloty 2, a cseh korona 1 százalékkal erősödött, míg a román lej árfolyama enyhén gyengült (4-2. ábra). Az időszak nagy részében 328-336 között ingadozott a forint árfolyama, mely az időszak elején és végén erősödött, és összességében másfél százalékkal erősebben a 330-as szint közelében zárt. A forint a dollárral szemben 3,5 százalékkal értékelődött fel, míg a régiós devizák 3-4 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. Míg a külföldiek forint állampapír-állománya 2019. szeptember közepén 4300 milliárd forint körül mozgott, december közepére állományuk 4200 milliárdra csökkent. A vizsgált időszak elején a külföldiek állománya csökkent, majd az időszak közepéig emelkedett, végül november utolsó napjaiban erőteljesen mérséklődött, és összességében mintegy 179 milliárd forinttal csökkent. A külföldiek piaci értékesítésű forint állampapírokon belüli tulajdoni

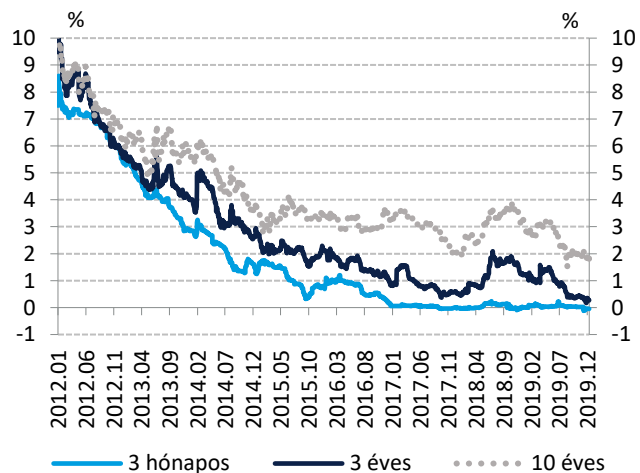
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

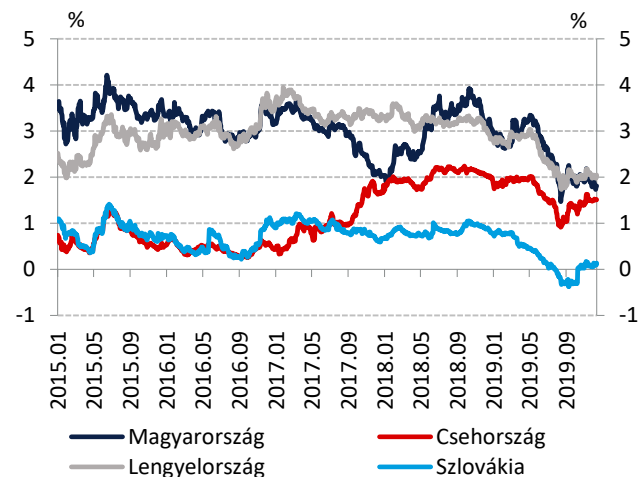
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

részaránya az előző negyedévnél alacsonyabban, 24 százalék alatt alakult.

**Az állampapírok elsődleges piacán jellemzően erős volt a kereslet, ugyanakkor általában a meghirdetett mennyiséget fogadta el az ÁKK.** A legtöbb lejáraton csökkentek a negyedik negyedévben az aukciós átlaghozamok, így az időszak végén a háromhónapos aukcióé -6 bázisponton, míg az öt éves hozam 1,09 százalékon alakult. A júniusban bevezetett az új, 5 éves lakossági állampapírja (Magyar Állampapír Plusz) iránt továbbra is kiemelkedő lakossági érdeklődés mutatkozott.

**Az állampapír-piaci hozamgörbe egészen nagyjából hasonló mértékben, 10-12 bázisponttal csökkentek a hozamok.** (4-4. ábra). A hozamcsökkenés az időszak második felében erőteljesebben mutatkozott, míg az időszak elején csak kisebb mértékben csökkentek a hozamok. A hazai hozamgörbe lejjebb tolódása mögött a kedvezőbb kockázati megítélés, és a nemzetközi környezet javulása állhatott. A 10 éves benchmark hozam összességében 8 bázisponttal csökkent. Az időszak végére a monetáris politika szempontjából meghatározó 3 hónapos BUBOR-kamat 5 bázisponttal mérséklődött. A hosszabb bankközi ügyletek esetében lényegében nem változtak a hozamok: az öt éves bankközi hozam 0,7 százalék körül, míg a tízéves 1,3 százalék körül mozog.

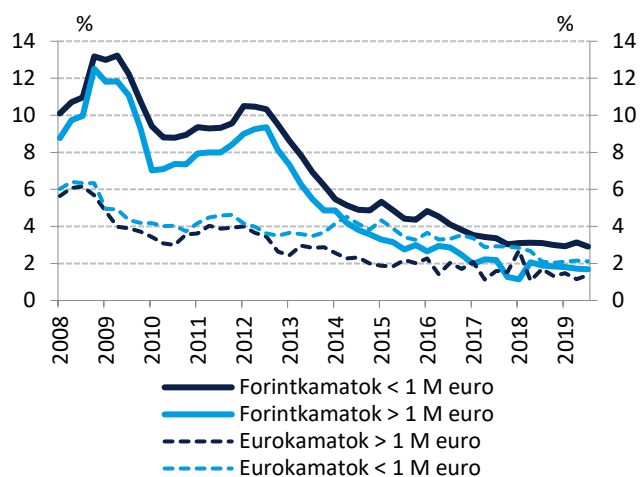
**A hazai kivételével régiós hosszú referenciahozamok stagnáltak vagy emelkedtek az időszak során** (4-5. ábra). A tízéves forinthezám a szeptember végi, 1,96 százalékról kezdetben emelkedett, majd december közepéig 1,8 százalékos szintig csökkent. Ezzel szemben a cseh 14, a lengyel hozamok 4 bázisponttal emelkedett, míg a szlovák hosszú hozam 44 bázisponttal nőtt.



## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2019 harmadik negyedévében a bankok nem változtattak érdemben a vállalati hitelfeltételeken, míg az üzleti célú ingatlanhitelek sztenderdjain tovább szigorítottak, tartva egy esetleges ingatlanpiaci árbuborék kialakulásától. A vállalati forintbitelek finanszírozási költsége mérséklődött a vizsgált időszakban, a nagyszegű euróbitelek átlagos kamatszintjében azonban emelkedés volt megfigyelhető. A háztartási bitelek kondíciói sem a lakáscélú-, sem a fogyasztási bitelek esetében nem változtak a Hitelezési felmérésre adott banki válaszok alapján, ugyanakkor az árjellegű feltételek enyhítéséről több bank is említést tett, mely tetten érhető volt a hosszabb futamidőre kamatfixált lakáshitelek THM-szintjében is. Előretekintve azonban egyik termék kategóriában sem terveznek a hitelintézetek lazítani, bár a felárak csökkentésének a személyi kölcsönök finanszírozási költségének negyedéves emelkedése teret enged. Az inflációs várakozások csökkenése a reálkamatok emelkedésének irányába hatott.

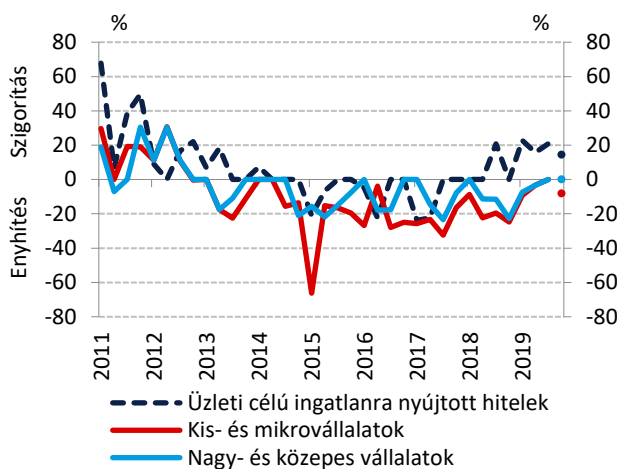
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába



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

Forrás: MNB

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



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

### 4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

**Enyhén csökkentek a vállalati forintbitelek átlagos finanszírozási költségei.** A pénzpiaci ügyletektől szűrt új vállalati forintbitel-szerződések simított átlagos kamatlába a kisösszegű bitelek esetében 0,2 százalékponttal, míg a nagyszegű forintbitelek esetében kisebb mértékben, 0,1 százalékponttal csökkent a negyedév során. Ezzel az átlagos forintbitel-kamat 2,1 százalékra mérséklődött szeptemberre. Az euróbitelek esetében a kisösszegű bitelek átlagkamata enyhén mérséklődött, míg az 1 millió eurót meghaladó hitelösszeg esetében 0,2 százalékpontos emelkedés volt megfigyelhető, így 1,4 százalékra nőtt az euróbitelek átlagos finanszírozási költsége (4-6. ábra). A forint- és az eurókamatok negyedéves alakulása egyaránt a kamatfelárak változásával magyarázható.

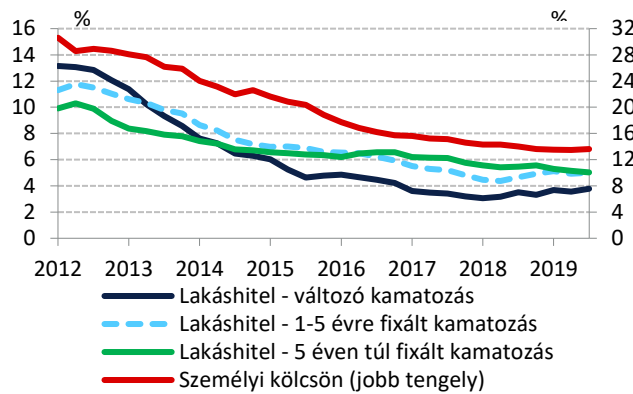
**A vállalatok hitelkondíciói nem változtak a negyedév során.** A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok változatlanul hagyták 2019 harmadik negyedévében a vállalati bitelek feltételeit (4-7. ábra), de a következő fél évben enyhíteni terveznek a kis- és mikro-vállalatok hitelkondícióin. Az erőteljes piaci verseny ellenére az üzletiingatlan-bitelek tekintetében további szigorításról számoltak be a bankok, ami elsősorban a lakásprojektek és bevásárlóközpontok finanszírozását érintette. A következő fél évre előretekintve pedig további szigorítást terveznek a bevásárlóközpont és irodaház szegmensekben. A bankok tőkehelyzete és egy esetleges ingatlanár-buborék kialakulásának veszélye állt a szigorítás háttérében a banki válaszok alapján.

### 4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

**Tovább mérséklődtek a lakáshitelek kamatai a negyedév során.** 2019 harmadik negyedévében az 1–5 évre fixált kamatozású lakáshitelek átlagos hitelköltsége 0,1 százalékponttal emelkedett, míg az 5 évnél hosszabb időre fixált bitelek esetében hasonló mértékű csökkenés volt megfigyelhető, így mindkét kategóriában 5 százalékos szinten állt az átlagos THM (4-8. ábra). A negyedév során megkötött új lakáshitel-volumen fele 10 évre, mintegy



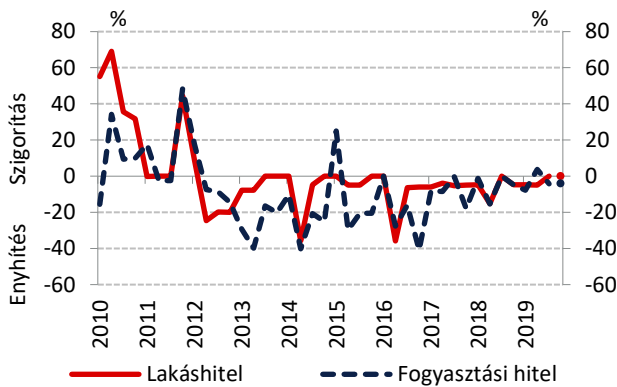
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

Forrás: MNB

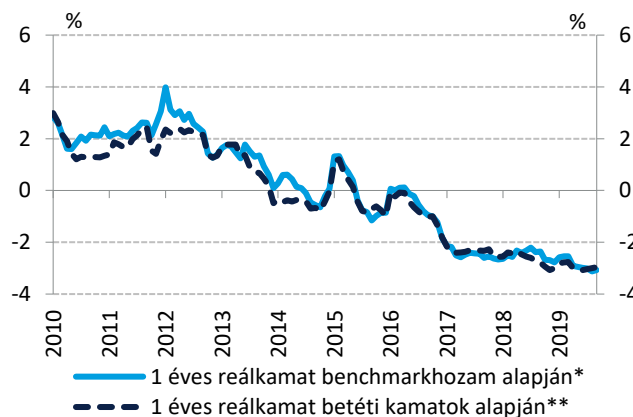
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben



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

negyede 5 évre kamatfixált konstrukcióként jött létre, a fennmaradó hitelkihelyezés pedig futamidő végéig fixált kamatozású. A hosszabb távú forrásköltségek (releváns IRS-ek) csökkenését nem követte le hasonló mértékben a kamatok mérséklődése, így a lakáshitelek felára emelkedett a negyedév során. A személyi kölcsönök átlagos THM-szintje 0,1 százalékpontos emelkedést követően 13,6 százalékon állt a vizsgált időszak végén. A negyedéves kibocsátás egyharmadát a babaváró hitelek tették ki, melyek közel 30 százaléka már a szerződéskötés időpontjában kamatmentes konstrukcióvá vált.

**Változatlan hitelfeltételek jellemezték a lakás- és a fogyasztási hiteleket is a negyedévben.** 2019 harmadik negyedévében nem változtak a lakáshitelek feltételei a Hitelezési felmérésre adott banki válaszok alapján (4-9. ábra). A hitelkondíciók változatlanok maradtak a bankok szerint a következő fél évben, ugyanakkor a megkérdezett intézmények nettó értelemben vett 50 százaléka a kamatfelár mérséklését jelezte, amit a versenyhelyzet megváltozásával indokoltak. A fogyasztási hitelek kondíciói sem enyhültek a negyedév során, és előretekintve is mindössze a bankok nettó értelemben vett 11 százaléka jelezte a felárak csökkentését a piaci részesedési célok elérése érdekében.

#### 4.2.3. Reálkamatok alakulása

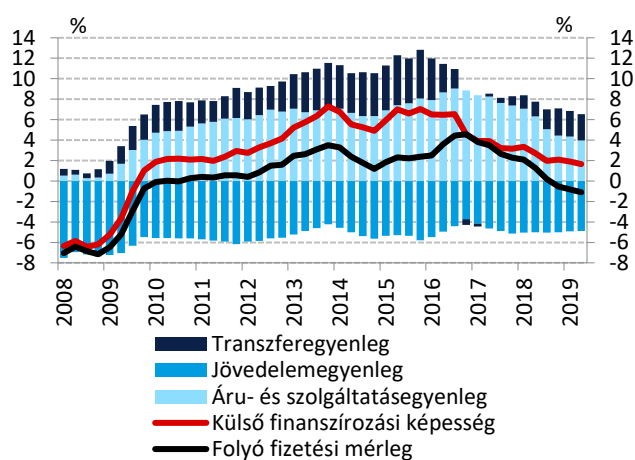
**Az inflációs várakozások csökkenése a reálkamatok emelkedésének irányába hatott.** Az állampapírpiazi hozamok alapján számított reálkamat szint 0,1 százalékponttal -3,1 százalékra csökkent előző negyedévhez képest, a betéti kamatok alapján becsült reálkamat azonban 0,1 százalékpontos emelkedést követően -3 százalékon állt szeptemberben (4-10. ábra). Az állampapírpiazi hozamok és az inflációs várakozások csökkenése ellentétes irányba hatottak a reálkamatokra, ennek eredőjeként alakult ki a negyedévben megfigyelt kis mértékű elmozdulás.

## 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

### 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

2019 második negyedében a gazdaság külső finanszírozási képessége a GDP 1,6 százaléka volt: a folyó fizetési mérleg 1,1 százalékos hiánya mellett a tőkemérleg 2,7 százalékos többletet mutatott. A külső egyensúlyi mutatók elmúlt fél évben tapasztalt mérséklődése mögött döntő részben a külkereskedelmi egyenleg csökkenése áll. Az áruegyenleg alakulásában továbbra is meghatározó az erős beruházási dinamika, azonban az elmúlt félévben a korábban felhalmozott készletek felhasználása lassította a külkereskedelmi egyenleg mérséklődését. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben a folyó fizetési mérleg egyenlege és a gazdaság külső finanszírozási képessége is bővült. A finanszírozási képesség emelkedése elsősorban az adósság jellegű források nagyobb kiáramlásához kötődött.

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



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

#### 5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

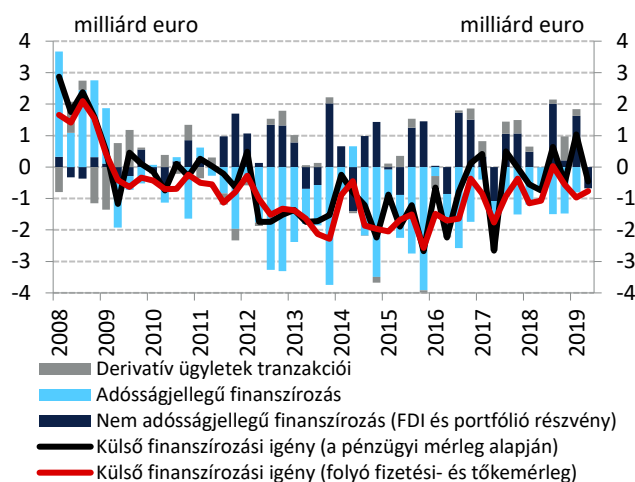
**A magyar gazdaság négy negyedéves külső finanszírozási képessége 2019 második negyedében a GDP 1,6 százalékát, a folyó fizetési mérleg hiánya a GDP 1,1 százalékát tette ki (5-1. ábra).** Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben a külkereskedelmi egyenleg emelkedett, ami a dinamikus bővülő ipari termeléshez, és a készletek mérséklődéséhez is kötődött. Érdemes kiemelni, hogy a külkereskedelmi többlet jelentős mértékben meghaladja az egy évvel korábbi értéket, ami elsősorban a tavalyi – vélhetően az új szabályozás miatt visszaeső export, illetve a magasabb energiaimport által kialakult – alacsony bázisra vezethető vissza. A jövedelemegyenleg nem változott érdemben a negyedév során. Az EU források továbbra is jelentős felhasználásával összhangban a transzferegyenleg magas szinten stabilizálódott.

#### 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

**2019 első félévében számottevő FDI-beáramlás valósult meg, az adósságjellegű források kiáramlása pedig – a szezonitásnak megfelelően – lassabb ütemben folytatódott (5-2. ábra).** Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben mérséklődött a gazdaság nettó külső adóssága, ami döntően a devizatartalék emelkedéséhez kötődött, de a bankrendszer külföldi eszközeinek bővülése is hozzájárult a folyamathoz.

**A külső finanszírozási képesség második negyedévi csökkenése a szektorok megtakarítása szerint a vállalatok nettó pozíciójának mérséklődéséhez volt köthető (5-3. ábra).** Az államháztartás négy negyedéves egyenlege a harmadik negyedéves, előzetes pénzügyi számlás adatok alapján enyhén emelkedett, azonban továbbra is alacsony. A finanszírozási igény emelkedése részben a negyedév során elindított családvédelmi intézkedésekhez köthető, míg az emelkedő fogyasztáshoz és munkabérekhez kapcsolódó adóbevételek bővülése mérsékelte ennek

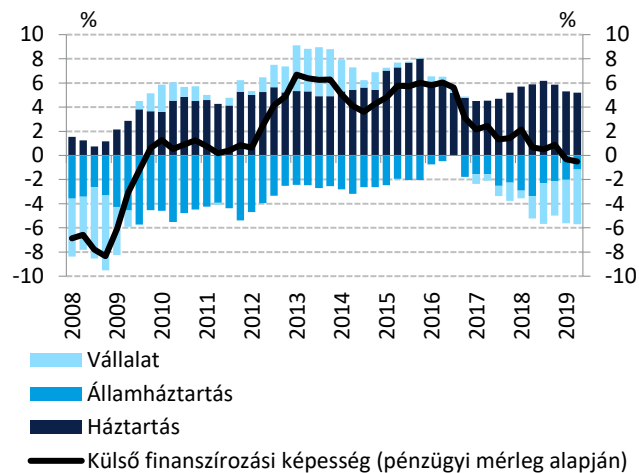
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

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



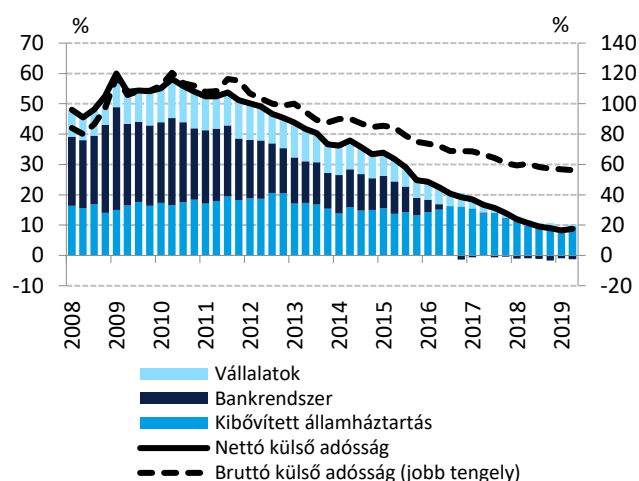
Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

hatását. A harmadik negyedéves adatok alapján enyhén mérséklődött a háztartások pénzügyi megtakarítása, azonban továbbra is magas szinten áll, amit a MÁP+ is támogatott. A magas beruházási aktivitással és az erős bérfiáramlással 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 adósságeneráló forráskiáramlás mellett a nominális GDP bővülése is hozzájárult, míg az ártértékelődési hatások a nettó külső adósság emelkedésének irányába hatottak. Az ország GDP-arányos bruttó külső adóssága 1 százalékponttal csökkent, a második negyedév végére a GDP 56,2 százalékát tette ki. Az előzetes havi adatok alapján a harmadik negyedévben — az adósság jellegű források csökkenésével összhangban elsősorban az államhoz kapcsolódóan — tovább mérséklődhetett a gazdaság nettó külső adóssága.

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában.

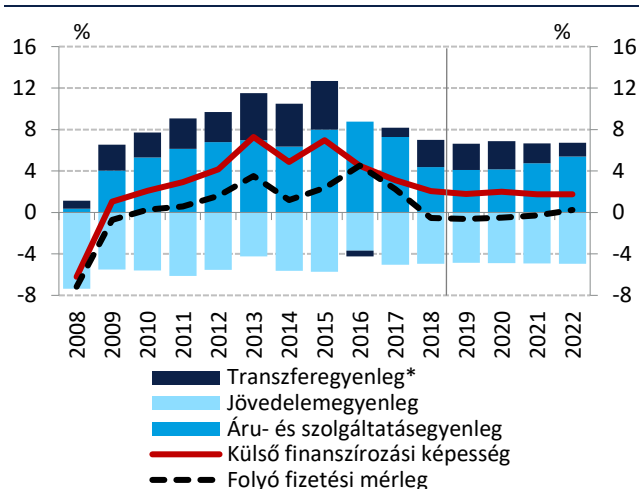
Forrás: MNB

## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

Előretekintve a GDP 2 százaléka közelében stabilizálódhat a gazdaság külső finanszírozási képessége, aminek hatására tovább csökken a gazdaság nettó külső adóssága. A folyó fizetési mérleg stabilizálódásában a külkereskedelmi egyenleg alakulása játszik meghatározó szerepet, amelynek többsége a lassuló világpiaci kereslet és a dinamikus bővülő beruházások következtében már csak kismértékben és átmenetileg mérséklődik. A 2020-tól — az EU-s költségvetési ciklussal összhangban — mérséklődő EU-források miatt visszafogottabb lesz a beruházások dinamikája. Emellett a múltbéli beruházások termelővé válásával növekedő exportpiaci részesedésünk is a külkereskedelmi egyenleg növekedésének irányába hat, ami a folyó fizetési mérleg javulását eredményezi. Ennek ellenére a gazdaság külső finanszírozási képessége stabilan alakul az előrejelzési horizonton, mivel a külkereskedelmi egyenleg változását nagyjából ellensúlyozza az EU-források transzferegyenlegben tükröződő alakulása. A stabil finanszírozási képesség úgy valósul meg, hogy a háztartások tartósan magas nettó pénzügyi megtakarítása és az államháztartás visszafogott, fokozatosan mérséklődő hiánya ellensúlyozzák a vállalatok — jelentős beruházási aktivitáshoz kötődően — emelkedő finanszírozási igényét. A gazdaság külső finanszírozási képességének és a várhatóan továbbra is erős FDI-beáramlásnak köszönhetően az ország nettó külső adóssága az előrejelzési horizonton nulla közelébe csökken.

**A gazdaság továbbra is stabil külső finanszírozási képessége biztosítja a külső adósságmutatók további csökkenését** (5-5. ábra). A folyó fizetési mérleg nagyjából változatlan hiánya a külkereskedelmi többlet enyhe mérséklődésének, illetve a jövedelem- és transzferegyenleg kismértékű emelkedésének eredőjeként adódik. Az áru- és szolgáltatás egyenleg többsége a külső kereslet romlása mellett főként az erős beruházási dinamika hatására mérséklődik. 2020-tól a várhatóan mérséklődő EU-transzferrel összhangban visszafogottabb beruházás hatására az importbővülés üteme csökken, és az emelkedő exportpiaci részesedéssel élénkül a kivitel növekedése, így a folyó fizetési mérleg emelkedik. Az alacsonyabb kamatkörnyezet és mérséklődő adósságállomány mellett javuló kamategyenleget ellensúlyozza az export bővülésével összhangban emelkedő vállalati jövedelmek hatása, így a jövedelem egyenleg hiánya hosszabb távon nem változik érdemben. Az EU források érdemi beáramlásának köszönhetően a transzferegyenleg 2019-ben magas szinten alakul, majd ezt követően a költségvetési ciklus végéhez közeledve fokozatosan mérséklődik. A fenti folyamatok eredőjeként a külső finanszírozási képesség a GDP 2 százaléka közelében stabilizálódik, a folyó fizetési mérleg egyenlege pedig 2022-re ismét többletbe fordul.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása

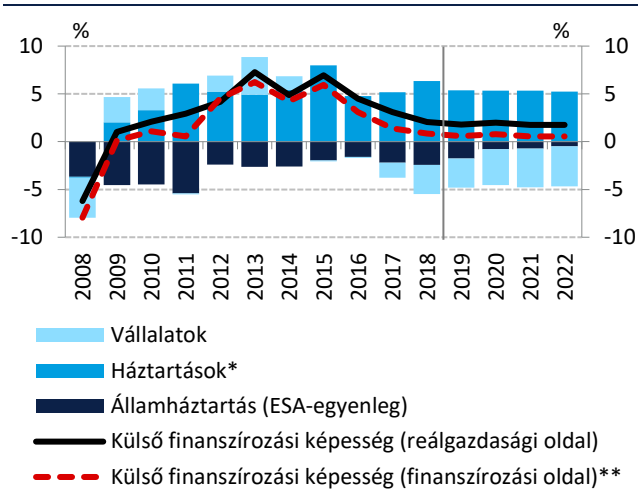


Megjegyzés: A GDP százalékában. \* A viszonzatlan folyó átutalások és a tőkémérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

**Az előrejelzési horizonton fokozatosan mérséklődik az államháztartás hiánya, míg a háztartások pénzügyi megtakarítása stabilan magas marad** (5-6. ábra). Az államháztartási hiány mérséklődését a kedvező makrogazdasági folyamatok következtében növekvő adóbevételek, valamint a kormányzati kiadások (beruházások, dologi kiadások és pénzügyi transzferek) visszafogása is támogatja. 2019-ben a lakáspiaci ciklussal összhangban élénkülő beruházási aktivitással a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása enyhén mérséklődik, de továbbra is jelentős marad. 2020-tól a szektor finanszírozási

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

képessége ezen a magas szinten, a GDP 5 százaléka felett stabilizálódik, amit a tartósan erős bérdinamika és az állampapírpiazi keresletet ösztönző intézkedések is támogatnak. A vállalatok finanszírozási igénye a GDP arányában kiemelkedően magas beruházásokkal összhangban az előrejelzési horizonton a GDP 4 százaléka közelébe emelkedik.

**A stabilan pozitív külső finanszírozási képesség hatására az ország külső sérülékenysége tovább csökken.** A kedvező külső egyensúlyi pozíciónak — és a bejelentett beruházásokkal, valamint megtermelt jövedelmek újrabefektetésével összhangban folytatódó FDI beáramlásnak — köszönhetően tovább folytatódik az ország külső adósságmutatóinak mérséklődése, így 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 eredményszemléletű hiánya az 1,8 százalékos hiánycéllal összhangban alakulhat. A 2020-2022. közötti években a megemelt Országvédelmi Alap részleges felhasználása esetén teljesülhetnek a historikusan alacsony hiánycélok. Az alacsony GDP-arányos költségvetési hiányt egyrészt az adóalapok gyors bővülése, másrészt a kiadások feletti erős központi kontroll eredményezheti. A prognosztizált makrogazdasági és költségvetési pályán a fiskális politika a költségvetési hiány mérséklésén keresztül anticiklikus tartalékot képez, így az előrejelzési horizonton szűkítheti az aggregált keresletet. Előrejelzésünk szerint a változatlan tavaly év végi árfolyamon számított GDP-arányos maastrichti államadósság-mutató 2019. év végére a GDP 66,3 százalékára csökken, majd 2022 végére fokozatosan 60 százalék alá mérséklődhet. Az államadósság devizaaránya a teljes előrejelzési horizonton dinamikusan csökken, ami tovább mérsékli hazánk külső pénzügyi sérülékenységét.

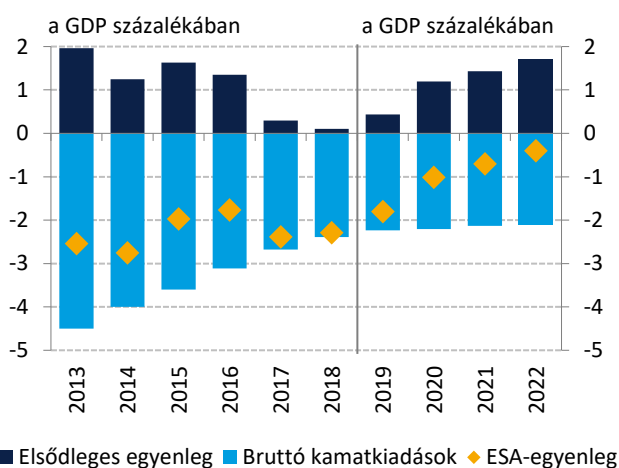
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2019	2020	2021	2022
ESA-egyenleg	(-1,8)–(-1,7)	(-1,2)–(-0,4)	(-1,1)–(-0,3)	(-0,9)–(-0,1)
Elsődleges ESA-egyenleg	0,4–0,5	0,6–1,4	1,0–1,8	1,2–2,0
Fiskális keresleti hatás (pontbecslés)*	-0,5	-1,0	-0,2	-0,2

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 törlését vagy felhasználását annak függvényében tételezi fel, hogy melyik esik közelebb a kormányzati hiánycélhoz.

Forrás: KSH, MNB

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



Megjegyzés: Az ábrán látható pontbecslés az Országvédelmi Alap törlését vagy felhasználását annak függvényében tételezi fel, hogy melyik esik közelebb a kormányzati hiánycélhoz.

Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

Előrejelzésünk szerint 2019-ben a GDP 1,7-1,8 százaléka között alakul a kormányzati szektor GDP-arányos eredményszemléletű hiánya. 2020-ban a törvényi előírányattal összhangban – az Országvédelmi Alap részleges felhasználásával – 1 százalék lehet a deficit (5-1. táblázat). Előrejelzésünk azzal számol, hogy 2020-2022-ben szintén az Országvédelmi Alap részleges törlése biztosíthatja a hiánycélok (a GDP 0,7 és 0,4 százaléka) elérését. A hiány csökkenő tendenciáját részben a kedvező makrogazdasági folyamatok következtében növekvő adóbevételek, részben a kormányzati kiadások (beruházások, dologi kiadások és pénzügyi transferek) GDP-arányosan csökkenő mértéke eredményezi. A bevételek emelkedése és a kiadások feletti kontroll fedezetet nyújt a szociális hozzájárulási adó további fokozatos csökkentéséhez, valamint a Gazdaságvédelmi Akcióterv és a Családvédelmi Akcióterv intézkedéseire. A költségvetési politika az államháztartási hiány érdemi csökkentésével anticiklikus tartalékot képez 2019-ben és a következő években is (5-8. ábra).

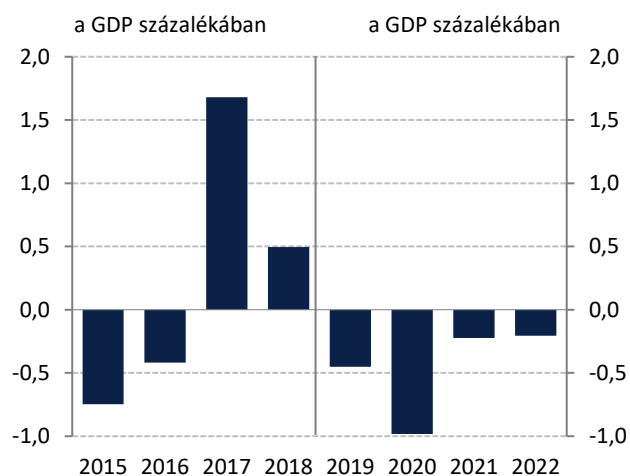
5.3.2. A 2019. évi egyenleg

2019-ben előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány a GDP 1,7-1,8 százaléka lehet, azaz az 1,8 százalékos törvényi előírányattal összhangban alakulhat. A szeptemberi prognózisunkhoz képest a hiány összetevőinek kismértékben megváltozott a szerkezete. A gazdasági alapfolyamatokhoz kötődően magasabbak lehetnek a fogyasztási adóbevételek és az önkormányzatok egyenlege a szeptemberi Inflációs jelentésben vártnál. A tényadatok alapján ugyanakkor a költségvetési szervek dologi és beruházási kiadásai is magasabban alakulhatnak, ami ellensúlyozza az adóbevételek és az önkormányzatok egyenlegjavító hatását (5-2. táblázat).

A 2019. évi hiányra vonatkozó előrejelzésünk összhangban van a hiánycéllal (5-3. táblázat). A fogyasztási adóknál és a



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	0,1	
II. Központi kiadások	0,0	-0,3
Költségvetési szervek kiadásai és EU támogatás önrész		-0,3
III. Egyéb hatások	0,0	0,2
Önkormányzatok		0,1
Egyéb		0,1
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>

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

gazdálkodó szervezetek befizetéseinél továbbra is a törvényi előirányzatnál számottevően magasabb bevétel realizálására számítunk. Az egyszeri juttatások (nyugdíjprémium, közfoglalkoztatottak prémiuma) 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, ugyanis a második félévben a kiadások gyorsulása tapasztalható. A nyugdíjkiegészítés, a nyugdíjprémium és az egészségügyre fordított kiadások növelése következtében a társadalombiztosítás finanszírozásának költségei a GDP 0,3 százalékával haladhatják meg a költségvetési törvény előirányzatait.

### 5.3.3. A 2020. évi egyenleg

**A költségvetési törvény szerint 2020-ban az ESA-szemléletű költségvetési hiány a GDP 1 százaléka lehet, ami historikusan alacsony hiánycélt jelent.** A kitűzött hiánycél 0,8 százalékponttal kisebb a 2019. évi 1,8 százalékpontos előirányzatnál. A szeptemberi Inflációs jelentéshez képest magasabban alakulhatnak a fogyasztást és munkát terhelő adókból származó bevételek a kedvezőbb makrogazdasági feltételek miatt.

**A Kormány novemberben újabb, versenyképességet javító javaslatcsomagokat nyújtott be az Országgyűlésnek, amelyek éves statikus költségvetési hatása mintegy 30-35 milliárd forint lehet.** Az intézkedések többsége az adózást érinti, elsősorban az adminisztráció csökkentésén, illetve a rejtett gazdaság visszaszorításán keresztül. 2020-tól összevonásra kerül a jelenlegi négyféle munkavállalói járuléknem, amelynek közös 18,5 százalékos kulcsával teljes egészében igénybe lehet venni a családi járulékkedvezményt a jelenlegi 17 százalék helyett. A jövő évben életbe lépő új járulékszabályok megteremtik a lehetőségét, hogy minden dolgozó nyugdíjas teljes járulékkedvezményben részesüljön, valamint az egyéni vállalkozók is alacsonyabb járulékkerhek foghatnak viselni.

**A költségvetési hiány 2019-hez viszonyított csökkenése elsősorban a kiadások visszafogása révén valósul meg.** A hiány csökkenését elsősorban a 2018-2019-ben magas szintre emelkedett kormányzati beruházási kiadások, a dologi kiadások, valamint a pénzügyi transferek GDP-arányos csökkenése támogatják. Az adóintézkedések elsősorban a munkát terhelő adók további csökkentését, valamint a vállalati beruházások és a lakossági megtakarítások ösztönzését szolgálják. Várakozásunk szerint a reálkereset alakulásának következtében 2020 harmadik negyedétől 2 százalékponttal mérséklődhet a szociális hozzájárulási adó kulcsa a 6 éves



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

	Eltérés az előirányzattól
<b>I. Központi kormányzat bevételei</b>	<b>0,8</b>
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,7
Munkát terhelő adók	-0,1
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,2
<b>II. Központi kormányzat kiadásai</b>	<b>-1,0</b>
Költségvetési szervek kiadásai és EU támogatás önrész	-0,4
Családvédelmi akcióterv	-0,3
Nyugdíj és egészségügyi kiadások	-0,3
Egyszeri pénzbeli juttatások	-0,1
Lakásépítési támogatás	0,1
<b>III. Egyéb hatások</b>	<b>0,1 - 0,2</b>
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 - 0,1
Egyéb	0,1
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,0 - 0,1</b>

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

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

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

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

bérmegállapodással összhangban, majd 2021. negyedik negyedétől további 2 százalékpontos kulcs csökkentéssel számolunk. Az adócsökkentések hatását nagy részben ellensúlyozzák a bérek és a fogyasztás jelentős emelkedése miatt bővülő adóbevételek.

**Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány 2020-ban 0,4-1,2 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 törvénynél alacsonyabb növekedést várunk. Az előirányzattól elmaradó bevételeket részben ellensúlyozza ugyanakkor, hogy előrejelzésünk szerint az uniós kiadásokhoz kapcsolódó önrész, valamint a lakásépítési támogatás kiadásai alacsonyabbak lehetnek a törvényi előirányzatoknál. Ugyanakkor magasabb nyugdíjkiadással számolunk, mivel a törvényi előirányzat 2,8-os százalékos inflációs várakozásra épült, míg aktuális prognózisunk 3,5 százalékos inflációs várakozást tartalmaz. Az Országvédelmi Alap összege az elmúlt években magasabb, a GDP 0,8 százaléka lett, amely a bevételek előirányzattól való elmaradása esetén biztosíthatja a hiánycél teljesíthetőségét. A tartalékok teljes felhasználásával a GDP 1,2 százalékára becsüljük a jövő évi hiányt, amelyet a tartalékok részleges zárolása a kitűzött 1,0 százalékos szintre csökkenhet.

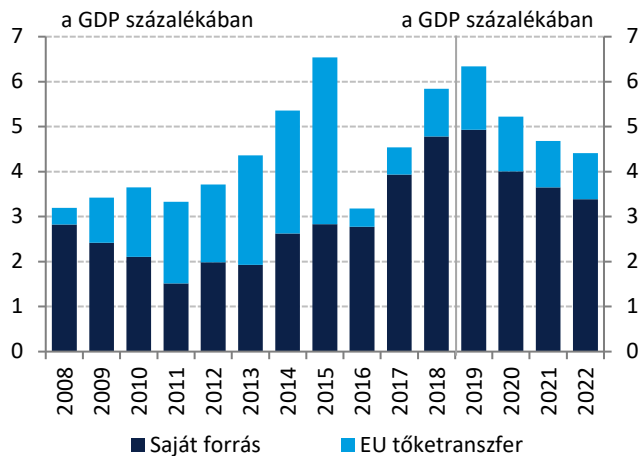
#### 5.3.4. A 2021. és 2022. évi egyenlegek

**Törvényi előirányzatok hiányában 2021-2022-évekre technikai előrejelzést készítettünk, amely tovább csökkenő hiánypályát jelez.** Az államháztartás hiányának mérséklődését a kedvező makrogazdasági folyamatok következtében növekvő adóbevételek, valamint a kormányzati kiadások (beruházások, dologi kiadások és pénzügyi transzferek) GDP-arányos mérséklődése támogatja.

#### 5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

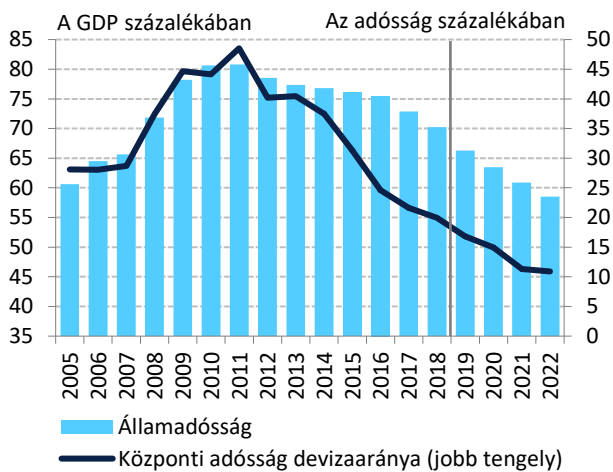
Előrejelzésünk alakulását továbbra is jelentősen befolyásolja az európai uniós támogatások felhasználásával, a kifizetések szerkezetével és az uniótól érkező átutalásokkal kapcsolatos bizonytalanság. A transzferek felhasználása az eredményszemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat, míg a támogatások megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását befolyásolja. A kifizetések reálgazdasági hatása, azaz az uniós források effektív felhasználása 2019-et követően mérséklődik, ami hozzájárul az állami beruházások mérséklődéséhez.

5-9. ábra: A kormányzati beruházások alakulása



Forrás: KSH, MNB

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



Forrás: MNB

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 kedvezmények igénybevétele összességében és az évek közötti eloszlás tekintetében az előzetes várakozásoktól mennyire tér el.

### 5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

**Az előzetes adatok alapján 2019. harmadik negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 68,1 százalék volt,** ami 2,1 százalékponttal alacsonyabb a 2018. év végi értéknél. Az előző év azonos időszakához képest az adósságráta 3,9 százalékponttal mérséklődött. A mérséklődéshez a jelentős gazdasági növekedés mellett a mérsékelt nettó finanszírozási igény is hozzájárult.

**Előrejelzésünk szerint – 2018. év végi, változatlan forint árfolyamot feltételezve – 2019. év végére 66,3 százalékra csökken a GDP-arányos bruttó államadósság, így az Alaptörvény adósságszabálya várhatóan idén is teljesülhet** (5-10. ábra). Az előrejelzési horizonton az államadósság a gazdasági növekedés és a mérsékelt hiány eredményeként gyors ütemben csökken. Prognózisunk szerint az idei dinamikus mérséklődést követően 2020 és 2022 között évente körülbelül 2,6 százalékponttal csökken az államadósság-ráta értéke, ami így 2022 végére 60 százalék alá 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.

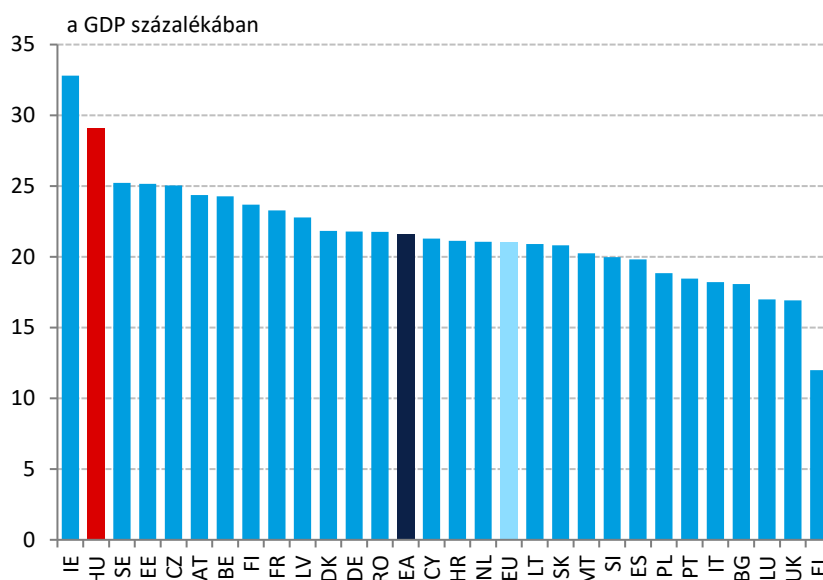
## 6. Kiemelt téma

### 6.1. A beruházási ráták mélyelemzése

Az elmúlt években **számos nagyberuházást és kapacitásbővítést jelentettek be hazánkban**, ami jelentős mértékben támogatta a nemzetgazdasági beruházások növekedését. **A magas beruházási ráta a fenntartható növekedés egyik alappillére**, ugyanis **a sikeresen felzárkózó országokat magas, 25 százalékos vagy afeletti beruházási ráta jellemezte a felzárkózás időszakában**. Azokban **az európai országokban**, amelyek képesek voltak kikerülni a közepes jövedelem csapdájából, **25 százalék körül alakult a beruházási ráta**. Ugyanakkor, **a sikeresen felzárkózó ázsiai gazdaságokban a beruházási ráta jellemzően meghaladta a 30 százalékot** a konvergencia periódusokban. Hazánkban a 2013 és 2019 közötti időszakban a beruházási ráta átlagos értéke 23 százalék lehet (a 2019-es érték MNB-előrejelzés), míg az idei évben 29,1 százalékon alakulhat.

**A hazai beruházási ráta** dinamikusan emelkedett az elmúlt években, melynek eredményeként **2019-ben** az eurozóna és az Európai Unió átlagát jelentősen meghaladhatja 29,1 százalékos értékével, ami **európai összehasonlításban is kiugróan magas** (6-1. ábra). A beruházási ráta növekedéséhez mindhárom szektor (vállalatok, állam, lakosság) pozitívan járult hozzá.

6-1. ábra: Beruházási ráták alakulása az Európai Unióban 2019-ben



Megjegyzés: Ameco és MNB előrejelzés alapján.

Forrás: Európai Bizottság, MNB

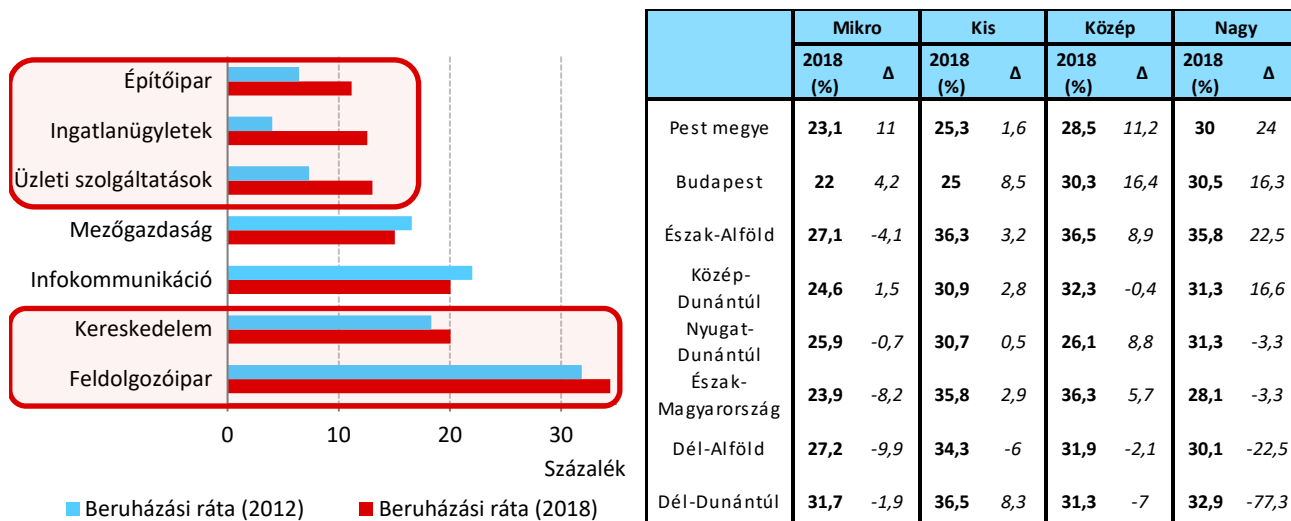
**A vállalati beruházások emelkedését az elmúlt időszakban a kedvező kamatkörnyezet, a magas kapacitáskihasználtság, a feszes munkaerőpiac, az élénk hitelezés, a Növekedési Hitelprogram és a Növekedési Kötvényprogram**, valamint a tőke (munkához viszonyított) relatív árának mérséklődése **támogatta**. 2012 és 2018 között **a piaci szolgáltatások, az építőipar és a feldolgozóipar járult hozzá leginkább a vállalati beruházási ráta emelkedéséhez** (6-2. ábra, bal panel). Az építőipar, valamint más ágazatok építmény jellegű beruházásai a növekedés fontos forrását jelentették az elmúlt időszakban. Ugyanakkor a feldolgozóipari nagyberuházásoknak és kapacitás bővítéseknek köszönhetően a gépberuházások is élénk ütemben bővültek.

**Vállalatméret és régió szerinti bontásban a vállalati beruházási ráta meglehetősen eltérő képet mutat** (6-2. jobb panel). A mikrovállalatok beruházási rátája 2018-ban átlagosan 25 százalék körül alakult, míg a kis-, közép-, és nagyvállalatok esetében ez az érték meghaladta a 31 százalékot. **A szétaprózott vállalati struktúra ennek megfelelően alacsonyabb beruházást eredményez** a hozzáadott érték arányában. A vállalatméretnél is nagyobb **változékonyság tapasztalható, ha regionális bontásban vizsgáljuk a vállalati beruházási rátát**. A mikrovállalatok beruházási rátája csak Budapesten, Pest

megyében és a Közép-Dunántúlon növekedett 2012 és 2018 között, míg a kisvállalatok esetében általános emelkedés volt megfigyelhető. Egyedül a dél-alföldi régióban csökkent a kisvállalatok beruházási rátája a vizsgált időszakban.

**A területi divergencia megfigyelhető a bejelentett feldolgozóipari nagyberuházások esetében is, melyek jellemzően a nagy járműgyárak közelében:** Győr, Kecskemét és Miskolc környékén **koncentrálódnak**, a nagy járműgyártók és beszállítók fejlesztései, kapacitásbővítései révén. Ugyanakkor **Budapesten** a lakáspiaci ciklus felfutásával, valamint az élénk kereskedelmi ingatlanpiaci kereslettel összhangban elsősorban **az ingatlanberuházások bővültek** az elmúlt években.

6-2. ábra: A hazai vállalati beruházási ráta ágazati bontásban (bal panel) és a 2018-as beruházási ráta vállalatméretenként, régió szerint és a ráta változása 2012-höz képest (jobb panel)



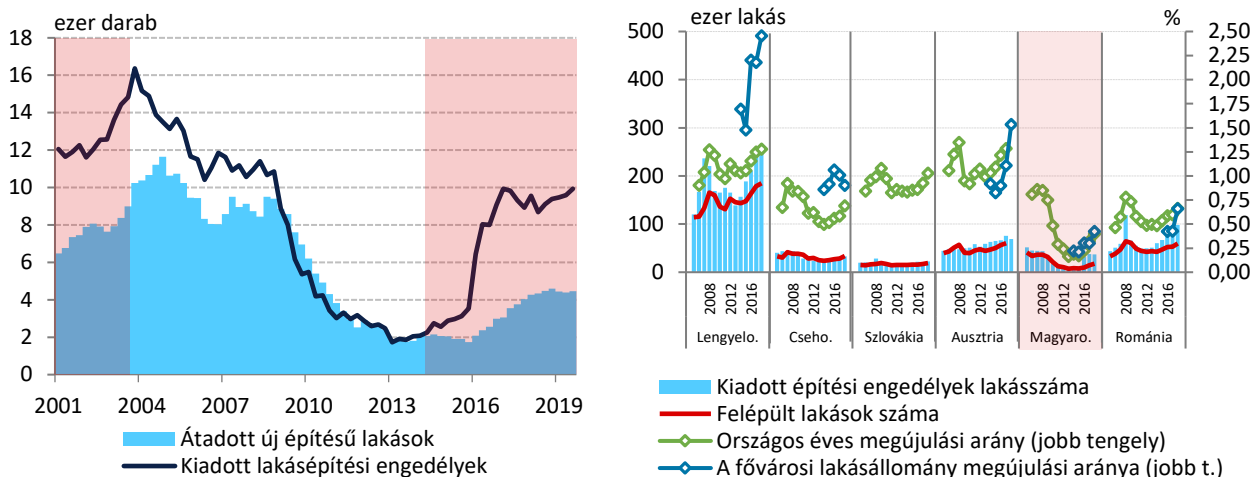
Megjegyzés: A kereskedelem ágazat tartalmazza a szállítás és vendéglátás ágazatokat is (bal panel). A hozzáadott érték arányában, 5 fő feletti vállalatok esetén (jobb panel).

Forrás: KSH, Eurostat, NAV adatok alapján MNB-számítások

**A lakossági beruházások elmúlt időszakban regisztrált emelkedését támogatták a kedvező jövedelmi és hitelezési alapfolyamatok, valamint a kormányzati intézkedések** (CSOK, kedvezményes újlakás áfa). A kiadott építési engedélyek és az átadott új építésű lakások száma 2014 óta dinamikus bővülést mutatott, azonban nem közelítette meg az előző lakáspiaci ciklus (2001-2004) idején kiadott engedélyek és átadott újlakások számát (6-3. ábra, bal panel). **A jelenlegi, 2014 óta tartó lakáspiaci ciklus az idei évben tetőzhet**, várakozásaink szerint 19 – 22 ezer újlakást adhatnak át 2019-ben, ami érdemben elmarad az előző ciklus tetőpontján, 2004-ben, átadott közel 44 ezer lakástól.

**Kiugróan alacsony a hazai lakásállomány megújulási aránya régiós összehasonlításban** (6-3. ábra jobb panel) és az elmúlt években tapasztalt növekedés ellenére továbbra is elmarad a korábbi ciklusban jellemző értékétől. Tavaly a megújulási ráta 0,4 százalék volt, tehát a 2017 végén meglévő lakásállomány 0,4 százalékának megfelelő számú új lakás épült 2018-ban, ami a legalacsonyabb érték a régióban (a régiós átlag 1 százalék volt 2018-ban). **A fővárosok helyzetét vizsgálva még jelentősebb leszakadás figyelhető meg: a budapesti lakásállomány 0,42 százalékos megújulási aránya a tavalyi évben érdemben alacsonyabb, mint a régiós fővárosok átlagos lakásállomány megújulása** (1,39 százalék).

6-3. ábra: Az újlakás-építések és építési engedélyek alakulása (bal panel) és a régiós országokban kiadott lakásépítési engedélyek, a felépült lakások száma és a lakásállomány megújulási aránya (jobb panel)

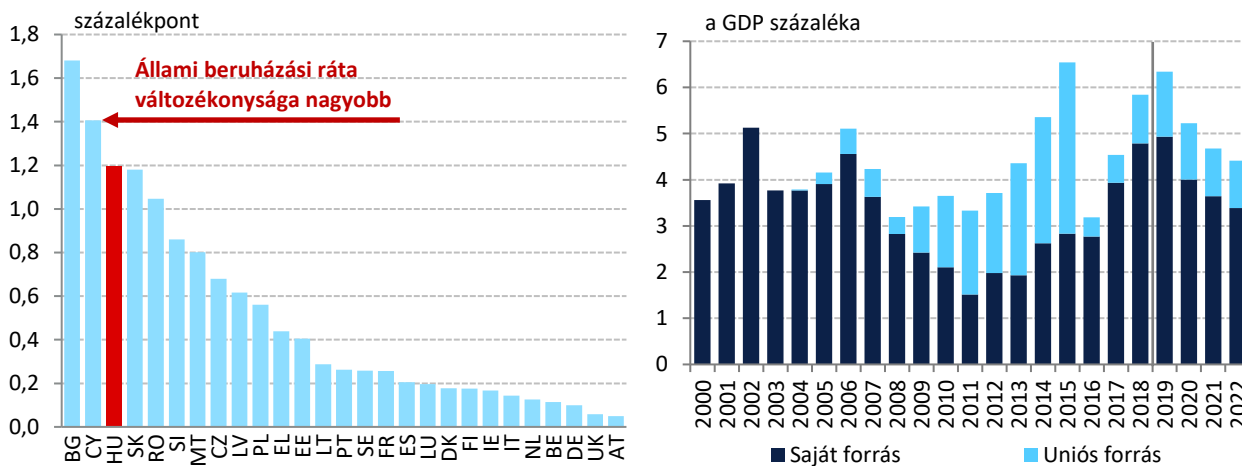


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok (bal panel). A lakásépítési engedélyekre vonatkozó adatok a kiadott építési engedélyekben szereplő, összesített lakásszámot mutatják (jobb panel). Ausztria vonatkozásában a 2018-ban felépült lakások száma nem áll rendelkezésre. Az éves megújulási arányok számítása több ország esetében becsült meglévő lakásállomány adaton alapulnak.

Forrás: KSH, EKB, nemzeti statisztikai hivatalok, MNB

**Az elmúlt években a kormányzat jellemzően pozitívan járult hozzá a beruházások bővüléséhez, azonban az állami beruházási ráta nemzetközi összehasonlításban is nagy változékonyságot mutat (6-4. ábra, bal panel), amit részben az uniós források alakulása magyarázhat. Az állami beruházási ráta emelkedését a saját és uniós források egyaránt támogatták. Az uniós forrásfelhasználás az idei évben tetőzhet, a következő évtől pedig mind az uniós, mind a saját források mérséklődnek, ami a GDP arányos állami beruházási ráta csökkenését eredményezi (6-4. ábra, jobb panel).**

6-4. ábra: Az állami beruházási ráta szórása 2013 és 2018 között (bal panel) és az állami beruházás forrásai (jobb panel)

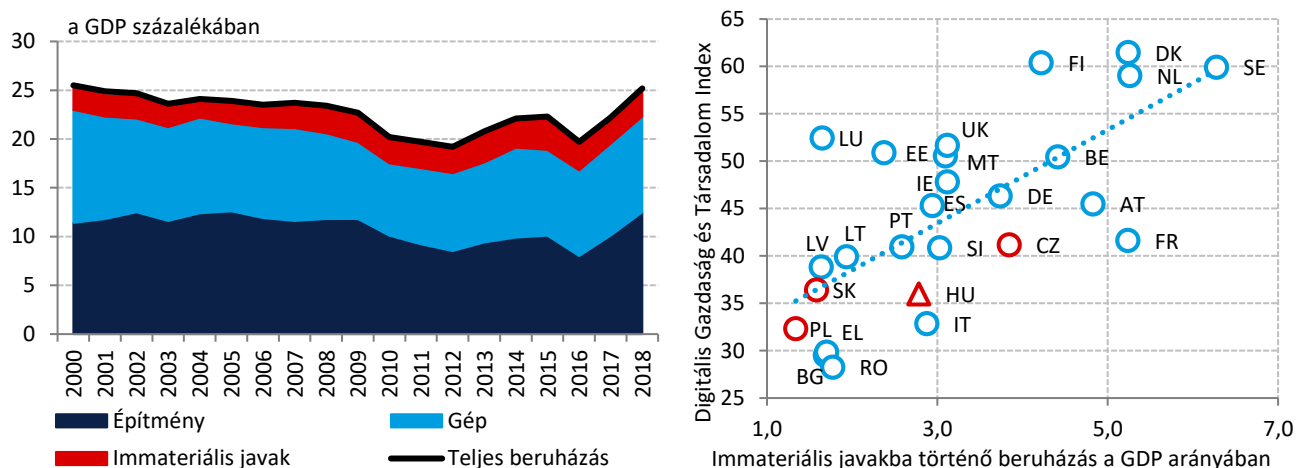


Megjegyzés: 2019 és 2022 között MNB előrejelzés.

Forrás: Eurostat, KSH, MNB.

Az állam és magánszektor fejlesztései egyaránt nagymértékben támogatták az épületjellegű beruházások növekedését. **2018-ban a nemzetgazdasági beruházások felét az építmények tették ki.** A kedvező építőipari teljesítmény, melyet az élénk lakáspiaci és kereskedelmi ingatlanpiaci kereslet is támogat, hozzájárult az épületjellegű beruházások emelkedéséhez. **A beruházási ráta növekedése elsősorban az épületjellegű beruházások bővülésére vezethető vissza (6-5. ábra, bal panel).**

6-5. ábra: A hazai beruházási ráta eszköztípus szerinti bontása (bal panel) és az immateriális javakba történő beruházás és a digitális fejlettség kapcsolata az Európai Unióban (jobb panel)



Megjegyzés: a Digitális Gazdaság és Társadalom Index (DESI) és az immateriális javakba történő beruházás 2014 és 2017 közötti átlag.  
 Forrás: KSH, Európai Bizottság, Eurostat

Az elmúlt években bejelentett **nagyberuházások és kapacitásbővítések** a gyárépítések révén **az épületjellegű**, míg a gépek, gyártósorok telepítése révén a **gépjellegű beruházások növekedéséhez járultak hozzá**. Az élénk beruházási dinamika támogatja a GDP bővülését, azonban a beruházások szerkezete nem tekinthető optimálisnak. A gazdaság versenyképességének növelését előmozdító immateriális javakba történő beruházások a fejlesztések 11 százalékát adták 2018-ban, míg az EU-ban ez az arány 20 százalék volt. Az immateriális javakba történő beruházás szorosan együtt mozog a digitális fejlettséggel (6-5. ábra, jobb panel). Azok az országok, ahol a DESI magasabb értéket vesz fel, jellemzően többet fektetnek immateriális javakba. Az index öt dimenzióban méri a digitális fejlettséget: hazánk a tavalyi évben jól teljesített a hálózati összekapcsoltság és az internetes szolgáltatások használatának vonatkozásában, azonban jelentős a lemaradásunk az EU-hoz képest a humán tőke, a digitális technológiák integráltsága és a digitális közszolgáltatások terén.

Előretekintve emelkednie kellene az immateriális javakba történő beruházásoknak, a fejlesztéseket elsősorban azokra a területekre kellene allokálni, amelyek hosszú távon is hozzá tudnak járulni a gazdaság versenyképességének javításához és a fenntartható gazdasági növekedéshez.

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

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

	Inflációs hatás 2019-re			Inflációs hatás 2020-ra		
	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2
Piaci	0,6	2,4	3,0	1,2	1,8	3,0
Indirekt adók és intézkedések	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3
<b>Infláció</b>	<b>0,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>1,3</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>

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

Forrás: MNB

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

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

Megjegyzés: A táblázatok a fogyasztóiár-index éves átlagos változásának felbontását mutatják. Az éves változás az úgynevezett áthúzódo hatás és bejövő hatás összegeként áll elő. Az áthúzódo hatás az éves indexnek az a része, amely az előző évi árváltozásokból adódik, míg a bejövő hatás az aktuális év új árváltozásainak hozzájárulása az éves változáshoz. Az áthúzódo és bejövő hatásokat megbontottuk a fogyasztóiár-index egyes csoportjai szerint is, továbbá kiszámítottuk az indirektadó-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: A világ sertéshús-termelésének eloszlása .....	13
1-5. ábra: A sertéshús termelői és fogyasztói árának alakulása .....	14
1-6. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája .....	16
1-7. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához .....	16
1-8. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása .....	17
1-9. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában .....	17
1-10. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként .....	17
1-11. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves változása .....	18
1-12. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása .....	18
1-13. ábra: Az exportpiaci részesedés változása .....	19
1-14. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban .....	21
1-15. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása .....	21
1-16. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása .....	22
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre .....	25
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre .....	26
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	27
3-1. ábra: A feldolgozóipari PMI alakulása .....	28
3-2. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban .....	28
3-3. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban .....	29
3-4. ábra: Globális inflációs folyamatok .....	29
3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása .....	30
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása .....	30
3-7. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban .....	31
3-8. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása .....	31
3-9. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok .....	31
3-10. ábra: A GDP éves változása az eurozónában .....	32
3-11. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása .....	32
3-12. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2019. október) .....	33
3-13. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában .....	33
3-14. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások .....	34
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 kvv-szektor hitelállományának éves változása .....	37
3-23. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása .....	38
3-24. ábra: A GDP éves változása .....	39

3-25. ábra: A bruttó hazai termék változása az új módszertanra történő átállás után az Európai Unió országaiban.....	40
3-26. ábra: A GDP arányos államadósság (bal panel) és a bruttó nemzeti jövedelem (jobb panel) alakulása.....	41
3-27. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban.....	42
3-28. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása.....	42
3-29. ábra: Termelési tényezők éves változása a feldolgozóiparban (2019 I. félév).....	44
3-30. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv.....	45
3-31. ábra: Kapacitáskihasználtság és a kapacitások jelenlegi megítélése.....	45
3-32. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása.....	46
3-33. ábra: Az infláció dekompozíciója.....	46
3-34. ábra: Az inflációs alapmutatók.....	47
3-35. ábra: A piaci szolgáltatások havi árváltozása.....	47
3-36. ábra: Inflációs várakozások a régióban.....	47
3-37. ábra: A mobiltelefon és internet szolgáltatások árváltozása 2019 októberéig (2007=100).....	48
3-38. ábra: A digitális gazdaság és társadalom index (DESI) 2019-es rangsora.....	49
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői.....	50
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása.....	50
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	51
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása.....	51
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása.....	51
4-6. ábra: A vállalati új kihelyezések kamatlába.....	52
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati részeségben.....	52
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje.....	53
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a lakossági szegmensben.....	53
4-10. ábra: Az előretékintő reálkamatlábak alakulása.....	53
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei.....	54
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása.....	54
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	55
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	55
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása.....	56
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása.....	57
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása.....	58
5-8. ábra: A fiskális keresleti hatás.....	59
5-9. ábra: A kormányzati beruházások alakulása.....	61
5-10. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretékintve változatlan, 2018. végi árfolyamon számítva.....	61
6-1. ábra: Beruházási ráták alakulása az Európai Unióban 2019-ben.....	62
6-2. ábra: A hazai vállalati beruházási ráta ágazati bontásban (bal panel) és a 2018-as beruházási ráta vállalatméretenként, régió szerint és a ráta változása 2012-höz képest (jobb panel).....	63
6-3. ábra: Az újlakás-építések és építési engedélyek alakulása (bal panel) és a régiós országokban kiadott lakásépítési engedélyek, a felépült lakások száma és a lakásállomány éves megújulási aránya (jobb panel).....	64
6-4. ábra: Az állami beruházási ráta szórása 2013 és 2018 között (bal panel) és az állami beruházás forrásai (jobb panel).....	64
6-5. ábra: A hazai beruházási ráta eszköztípus szerinti bontása (bal panel) és az immateriális javakba történő beruházás és a digitális fejlettség kapcsolata az Európai Unióban (jobb panel).....	65

## Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei.....	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása.....	14
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest.....	23
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	24
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	58

---

5-2. táblázat: A 2019. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest) .....	59
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2019. évi költségvetési törvény előirányzataitól .....	60
5-4. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2020. évi költségvetési törvény előirányzataitól .....	60
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódo hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	66
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódo és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	66

---

# Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

## **INFLÁCIÓS JELENTÉS**

**2019. december**

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

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.