



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2019
JÚNIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2019
JÚNIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

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

Az elemzés 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, Nemzetközi monetáris politikai és gazdaságtudományi ismeretterjesztési igazgatóság és a Pénzügyi rendszer elemzése igazgatóságainak 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. június 19-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.

Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások	11
1.1. Inflációs előrejelzésünk	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk	15
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	22
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	27
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	30
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	30
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	38
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség	44
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	65
6.1. A lakossági állampapír-piac átalakulása	65
7. A 2019. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	69
Ábrák és táblázatok jegyzéke	70

Keretes írárok jegyzéke

1-1. keretes írás: Az európai inflációs környezet hazai árakra gyakorolt hatása	13
1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	20
1-3. keretes írás: A zombi vállalatoknál „foglalkoztatottak” mint munkaerőpiaci tartalékok	23
3-1. keretes írás: A régiós és a német ipari termelés szétválásának okai	42
3-2. keretes írás: A cafeteria rendszer idei évi átalakításának hatása	49
5-1. keretes írás: A 2020. évi költségvetési törvényjavaslat és a hozzá kapcsolódó intézkedések hatásainak elemzése	62

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) egyetlen horgonya az infláció, elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az inflációt meghatározó tényezők továbbra is változékonyságot mutatnak, ezért a Monetáris Tanács a kilátások megítélésében nagyobb figyelmet fordít a tartós tendenciákat megragadó alapfolyamat-mutatókra. Az infláció várható alakulását meghatározó tényezőkben továbbra is kettősség figyelhető meg. Az élénk belső kereslet emeli, míg a romló külső konjunktúra az év második felétől fékezi az áremelkedés ütemét.

2019 első negyedében a kockázatok erősödése mellett folytatódott a világgazdaság bővülése. A kelet-közép-európai régió változatlanul az Európai Unió növekedési centruma. A globális infláció az elmúlt hónapokban enyhén emelkedett.

Az idei év elején az Egyesült Államok GDP-je a várakozásokat meghaladó ütemben bővült, miközben a kínai gazdaság növekedése érdemben nem változott a megelőző negyedekhez képest. Az európai konjunktúra átmeneti hatások következtében enyhén javult, azonban a havi indikátorok a következő negyedekre ismételt lassulást jeleznek. A várakozásokat több esetben is felülmúló első negyedévi GDP adatok ellenére az elmúlt hónapokban tovább romlottak a világgazdaság növekedési kilátásai. A nemzetközi kereskedelem-politikával kapcsolatos fejlemények, az Egyesült Királyság Európai Unióból történő kilépése és a globálisan magas adósságok visszatérően a kockázatok emelkedése és a konjunkturális kilátások romlása irányába hatnak. Az elmúlt negyedekhez hasonlóan 2019 elején is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának. A régió GDP-jének növekedése több mint 3 százalékponttal haladta meg az eurozóna bővülését.

Az infláció az olajárak emelkedésével párhuzamosan az elmúlt hónapokban általánosan emelkedett. A tartósabb tendenciákat megragadó maginfláció a fejlett gazdaságokban ugyanakkor változatlanul visszafogottan alakul. Az eurozóna inflációja továbbra is elmarad a 2 százalékos jegybanki céltól, miközben a maginfláció májusban újra 1 százalék alá süllyedt. A régiós országok inflációs rátái emelkedtek és Lengyelország kivételével a jegybanki inflációs célértékek fölött alakultak. A világszerte olajárakban a május közepéig tartó emelkedést követően az elmúlt hónapban jelentős csökkenés következett be.

A növekedési kilátások romlása és a lefelé mutató inflációs kockázatok miatt a globálisan meghatározó jegybankok iránymutatásai a monetáris kondíciók várható lazítása irányába mozdultak el.

A Federal Reserve (Fed) változatlanul tartotta az irányadó rátáját az elmúlt negyedévben. A döntéshozók a megnövekedett bizonytalanság miatt a beérkező adatok fontosságát hangsúlyozták júniusban, valamint jelezték, hogy készek cselekedni a jegybanki célok teljesülése érdekében. A döntéshozói kamatelőrejelzések alapján már több tanácsstag is kamatcsökkentést vár az idei évben. Ezzel párhuzamosan a piaci árazások 2019 második felére egyértelműen az irányadó ráta csökkenését valószínűsítik. Az Európai Központi Bank (EKB) március után júniusban ismét módosította az előretekintő iránymutatását. Az EKB kommunikációja szerint az első kamatemelés időpontja még későbbre tolódott, az irányadó ráták legalább 2020 közepéig, illetve azt követően is a mostani szinteken maradnak. Ugyanakkor a jegybankelnök legutóbbi jelzései alapján már egyre több piaci szereplő a monetáris kondíciók lazítását árazza. Csehországban az irányadó ráta májusban 25 bázisponttal emelkedett, míg a lengyel és a román jegybank nem változtatott a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedévben. A régiós országokban a következő évekre várt kamatpályák lefelé tolódtak.

Az első negyedévre jellemző kedvező befektetői hangulatot követően a második negyedévben romlott a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság.

Az elmúlt időszakban a globális növekedési aggodalmak és az amerikai-kínai kereskedelmi feszültségek erősödésével párhuzamosan romlott a pénzpiaci hangulat, ami a részvénytőzsi kockázati mutatók emelkedésében is tükröződött. A fejlett és feltörekvő részvénytőzsi piacok az év első hónapjainak emelkedését követően májusban estek, majd júniusban – a kedvezőbbé váló piaci hangulat és a fejlett gazdaságok jegybankjainak monetáris lazításra utaló üzenetei következtében – ismét emelkedtek. A fejlett hozamok is jelentős mértékben csökkentek, amely mögött a kockázatkerülő hangulat és a mérséklődő kamatvárakozások álltak.

Március óta az éven túli hozamok csökkenésével a hazai bankközi és állampapírpiazi hozamgörbe laposabbá vált.

Az elmúlt negyedévben az 1 és 3 hónapos BUBOR-kamatok részben a bankrendszeri likviditás szűkülése miatt emelkedtek. A közepes-hosszabb lejáratú bankközi és állampapírpiazi hozamok viszont számottevően mérséklődtek. A legnagyobb csökkenés a hozamgörbék középső szakaszán volt megfigyelhető. A forint – a régiós árfolyamoknál nagyobb változékonyság mellett – márciushoz képest gyengült az euróval szemben.

A tartós tendenciákat megragadó alapfolyamat mutatók a márciusi előrejelzéssel összhangban alakultak az előző negyedévben. Az infláció rövid távon fokozatosan mérséklődik, míg az adószűrt maginfláció az idei év végétől csökken.

Az infláció az év eleji 3 százalék körüli értékről májusig 3,9 százalékra emelkedett. A fogyasztóiár-index emelkedését – a magasabb világpiaci olajárakkal összhangban – az üzemanyagárak növekedése okozta. Az infláció várható alakulását meghatározó tényezőkben továbbra is kettősség figyelhető meg. Az élénk belső kereslet emeli, míg a romló külső konjunktúra az év második felétől fékezi az áremelkedés ütemét. Ezzel összhangban az adószűrt maginfláció a következő hónapokban várhatóan még enyhén emelkedik, majd a külső – főként az eurozóna gazdasági lassulásából fakadó – deflációs hatások miatt az idei év végétől fokozatosan 3 százalékra csökken. A monetáris politika hatókörén kívül eső hatásként a dohánytermékek fél évente emelkedő jövedéki adója a teljes erőjelzési horizonton emeli a fogyasztóiár-indexet. Az intézkedés másodkörös inflációs hatást nem okoz, így nem befolyásolja az adószűrt maginfláció alakulását.

A monetáris politika mellett az új lakossági állampapír-stratégia, a 2020-as költségvetési tervezet és a Gazdaságvédelmi Akcióterv versenyképességi intézkedései is a makrogazdasági stabilitás és a fenntartható felzárkózás további erősítése irányába hatnak.

Júniusban nagy érdeklődés mellett elindult az új lakossági állampapír (MÁP Plusz) forgalmazása. A MÁP Plusz a lakosság pénzügyi vagyonának szerkezeti változása mellett várhatóan a háztartások megtakarítási rátájának további emelkedését is eredményezi. Ennek következtében a gyors bérnövekedés egyre nagyobb része fogyasztás helyett felhalmozásban jelenik meg, ami az önfinanszírozás erősítése révén az ország külső sérülékenységének csökkentését is támogatja. A jövő évi törvényjavaslat alapján a költségvetés GDP arányos hiánya – jelentős tartalékok mellett – 1 százalékra mérséklődik. A költségvetési politika 2019 után 2020-ban, és a Kormány tervei szerint 2021-ben is anticiklikus hatású marad. Az elmúlt hetekben bejelentett Gazdaságvédelmi Akcióterv várhatóan fokozatosan javítja a gazdaság versenyképességét. A fenti lépések együttesen erősítik a makrogazdasági egyensúlyt, csökkentik a külső sérülékenységet, és hozzájárulnak a fenntartható felzárkózási pálya megőrzéséhez.

A gazdasági növekedés a következő negyedévektől fokozatosan lassul, ugyanakkor változatlanul élénk marad. Az év második felétől a romló európai konjunktúra a hazai növekedési ütem mérséklődésében is érzékelteti a hatását, ezzel együtt a magyar gazdaság felzárkózása a teljes előrejelzési horizonton folytatódik.

A gazdasági növekedés alakulásában a következő években is markáns szerepe lesz az élénk belső keresletnek. Az elmúlt években megfigyelt kétszámjegyű bérnövekedés 2020-tól kezdve mérséklődik, azonban továbbra is dinamikus marad. A számottevően tovább bővülő jövedelmek mellett a lakossági megtakarítások aránya növekszik, amihez az új lakossági állampapír bevezetése is hozzájárul. A hitelpiacok folytatódó dinamikus bővülésével a beruházási ráta idén tovább emelkedik, és előretekinve 28 százalék körül alakul. A lakáspiaci ciklus 2020-ban érheti el maximumát, majd 2021-től az újonnan átadott lakások száma mérséklődik. A következő évek gyengülő külpiazi növekedése – főként az eurozónát érintő lassulása miatt – a hazai GDP bővülését is mérsékli. Az EU-források effektív felhasználása 2019-ben tetőzik, majd csökken, miközben a 2020-as költségvetés az alacsonyabb hiánycéllal összhangban anticiklikus marad.

A gazdasági bővülés a tavalyi 5 százalék közeli növekedést követően fokozatosan lassul. A hazai gazdaság 2019-ben várhatóan 4,3 százalékkal, 2020-2021-ben pedig 3,3 százalékkal növekszik. A következő években a versenyképességet javító bejelentett kormányzati intézkedések megvalósítása támogathatja a dinamikus GDP növekedés hosszú távú fennmaradását. A hazai növekedési többlet fennmaradásával az eurozónához történő gazdasági felzárkózás folytatódik.

A vállalati és a háztartási hitelpiac további élénk bővülése várható.

2019 első negyedévében éves összevetésben a vállalati hitelezés 13 százalékkal, míg a lakossági hitelállomány 6 százalékat meghaladó mértékben növekedett. A hitelezés bővülése továbbra is egészséges szerkezetű. A kvv-k hitelállománya a teljes

vállalati hiteldinamikával megegyező ütemben bővült. A vállalati szektor historikus és nemzetközi összehasonlításban is alacsony tőkeáttétele a hitelezés további bővülésének irányába mutat a következő negyedévekben. A lakáscélú hitelezés tekintetében az éven belül változó kamatozású lakáshitelek kibocsátása szinte teljes mértékben megszűnt. 2019 első negyedévében az újonnan kibocsátott hitelek mindössze 5 százaléka rendelkezett legfeljebb egy éves kamatfixálással, miközben a kibocsátás kétharmadára már 5 éven túli kamatperiódus volt jellemző. Így az új lakáshitel-kihelyezés fokozatosan a fennálló hitelfortfólió kamatkockázatának csökkenését eredményezi. Az alacsony kamatkörnyezettel, a dinamikus bérnövekedéssel, valamint a támogató kormányzati intézkedésekkel összhangban a háztartási hitelállomány további bővülése várható.

A magas szinten stabilizálódó külső finanszírozási képességgel párhuzamosan a folyó fizetési mérleg egyenlege 2020-tól ismét javul. A tartós külső finanszírozási képesség eredményeként a nettó külső adósságállomány 2021-re nulla közelébe csökken.

A külkereskedelmi egyenleg 2019-es átmeneti mérséklődésének eredményeként a folyó fizetési mérleg pozitív egyenlege csökken. Ennek oka, hogy a lassuló külső kereslet, valamint az emelkedő belföldi beruházás és fogyasztás 2019-ben alacsonyabb nettó export irányába mutatnak. Ugyanakkor az EU-transzferek bővülő felhasználásának köszönhetően a külső finanszírozási képesség 2019-ben is a GDP 2 százaléka felett alakul. 2020-at követően a kiépülő új exportkapacitások következtében a külkereskedelmi többlet ismét emelkedik. Az EU-transzferek felhasználása a költségvetési ciklus végéhez közeledve enyhén mérséklődik. Mindezek eredményeként a külső finanszírozási képesség a következő években a GDP 2-2,5 százaléka körül alakul. A stabilan többletet mutató nettó külső pozíció eredményeként az adósság típusú források kiáramlása folytatódik, így a nettó külső adósságállomány 2021-re nulla közelébe mérséklődhet.

2019-ben a költségvetés hiánya az 1,8 százalékos törvényi előírányzatnál alacsonyabban alakulhat. A 2020-as költségvetési törvényjavaslat alapján a hiánycél jövőre 1 százalékra mérséklődik. A költségvetési politika 2019 után 2020-ban, valamint a Kormány tervei szerint 2021-ben is anticiklikus hatású marad. Ezt tovább erősítheti, ha a költségvetési tartalékok nem kerülnek felhasználásra. A magyar és európai uniós költségvetési szabályokkal összhangban az adósság az előrejelzési horizonton végén 62,9 százalékra mérséklődik. Ezzel párhuzamosan az államadósság devizaarányának további csökkenése a gazdaság sérülékenységét is mérsékli.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája körül két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A magasabb bérnövekedéssel és dinamikus fogyasztásbővüléssel számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. Az eurozónát érintő növekedési kockázatok erősödését bemutató scenárió megvalósulása az alappályához képest alacsonyabb inflációs pályát és visszafogottabb növekedést eredményez. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további kockázatként a fogyasztásbővülés nagyobb inflációs hatását, a lazább külső monetáris politikai környezetet, valamint a versenyképességi reformok megvalósulását bemutató forgatókönyveket tárgyalta.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

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

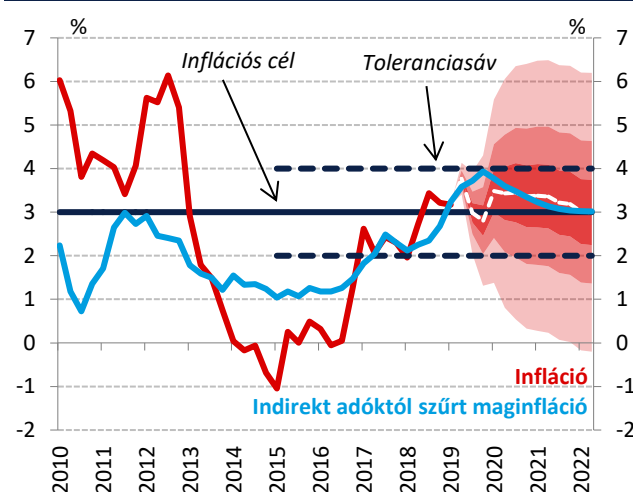
¹ Szezonálisan igazított adatok alapján.² A GDP arányában.³ Teljes munkaidős alkalmazottakra vonatkozóan.⁴ MNB-becslés.⁵ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül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

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

Az infláció az év eleji 3 százalék körüli szintről az elmúlt hónapokban a toleranciasáv felső harmadába emelkedett. Aktuális előrejelzésünk szerint a következő hónapokban a fogyasztóiár-index az üzemanyagárak elmúlt időszaki érdemi csökkenése, illetve bázishatások következtében 3 százalék alá mérséklődik. Az év végétől azonban bázishatások, illetve a bejelentett új kormányzati intézkedések hatására az infláció újból emelkedik, és az előrejelzési horizont végére tér ismét vissza a 3 százalékos szintre. Az adószűrt maginflációt meghatározó tényezők alakulásában továbbra is kettősség figyelhető meg. Rövid távon a mutató az élénk belső kereslet következtében enyhén tovább emelkedik, majd a külső – főként az eurozóna gazdasági lassulásából fakadó – dezinflációs hatások miatt az idei év végétől fokozatosan 3 százalékra csökken. A monetáris politika hatókörén kívül eső hatásként a dohánytermékek félévente, rendszeresen emelkedő jövedéki adója a teljes erőteljesi horizonton emeli a fogyasztóiár-indexet. Az intézkedés másodkörös inflációs hatást nem okoz, így nem befolyásolja az adószűrt maginfláció alakulását.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



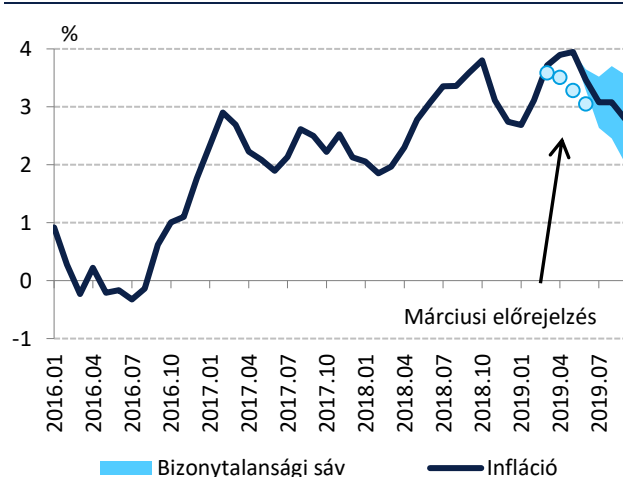
Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

Az infláció az év eleji 3 százalék körüli szintről az elmúlt hónapokban a toleranciasáv felső harmadába emelkedett (1-1. ábra). Az infláció várható alakulását meghatározó tényezőkben továbbra is kettősség figyelhető meg. A változatlanul élénk belső kereslet emeli, míg a romló külső konjunktúra az év második felétől fékezi az áremelkedés ütemét. Aktuális előrejelzésünk szerint a következő hónapokban a fogyasztóiár-index az üzemanyagárak elmúlt időszaki érdemi csökkenése, illetve bázishatások következtében 3 százalék alá mérséklődik (1-2. ábra). Az év végétől azonban bázishatások, illetve a bejelentett új kormányzati intézkedések hatására az infláció ismét emelkedik, és az előrejelzési horizont végére éri el fenntartható módon a 3 százalékos szintet.

Az indirekt adóktól szűrt maginfláció a következő hónapokban várhatóan még enyhén emelkedik, majd a külső – főként az eurozóna gazdasági lassulásából fakadó – dezinflációs hatások miatt az idei év végétől fokozatosan 3 százalékra csökken. Az élénk belső kereslet növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ami az árdinamika emelkedését okozhatja. A versenyszférában a gyors – a termelékenységnövekedést meghaladó – bérdinamika inflációs hatását mérsékli a vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó további csökkentése 2019. július 1-től. Az adószűrt maginfláció a teljes előrejelzési horizonton enyhén magasabban alakul a márciusi prognózisunknál. Az eltérést elsősorban a korábbi várakozásunknál erősebb bérdinamika piaci szolgáltatások inflációjában megjelenő hatása magyarázza. Az adószűrt maginfláció emelkedését 2019 második felétől azonban egyre inkább fékezheti a mérsékelt külső infláció (bővebben lásd 1-1. keretes írás). Összességében a monetáris politikai horizont végére az adószűrt maginfláció fokozatosan 3 százalék közelébe mérséklődik.

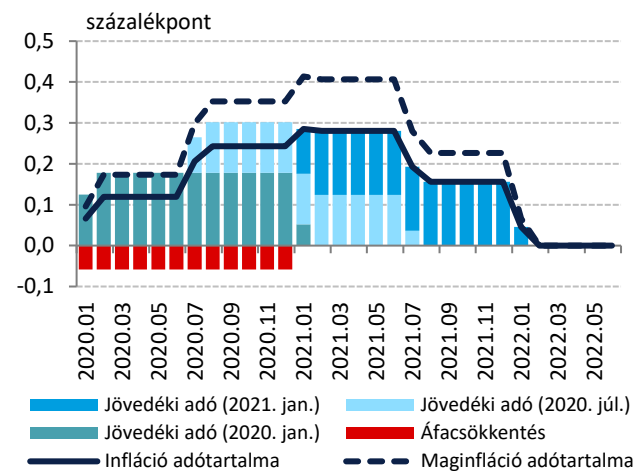
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása



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

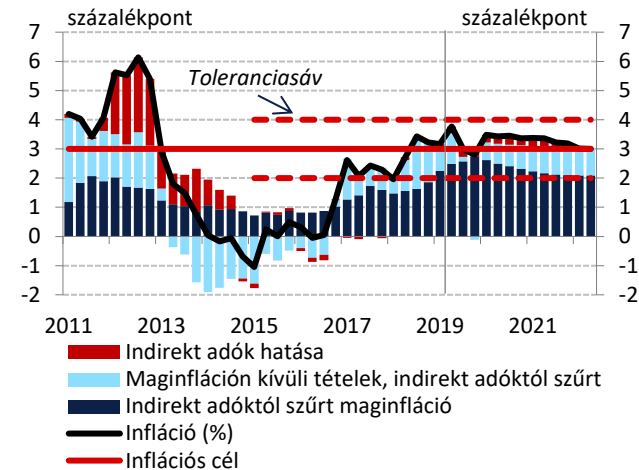
Forrás: KSH, MNB

1-3. ábra: A bejelentett új adóváltozások inflációs hozzájárulása



Forrás: Költségvetési Törvény Tervezet, MNB

1-4. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

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

Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: MNB

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 idén 0,1 százalékponttal felfelé, míg jövőre ugyanilyen mértékben lefelé revideálta a világpiaci olajárak és a hozzá kapcsolódó bázishatások következtében. A magyar árdinamika szempontjából meghatározóbb maginflációs előrejelzés ugyanakkor 2019-ben 0,1 százalékponttal mérséklődött.

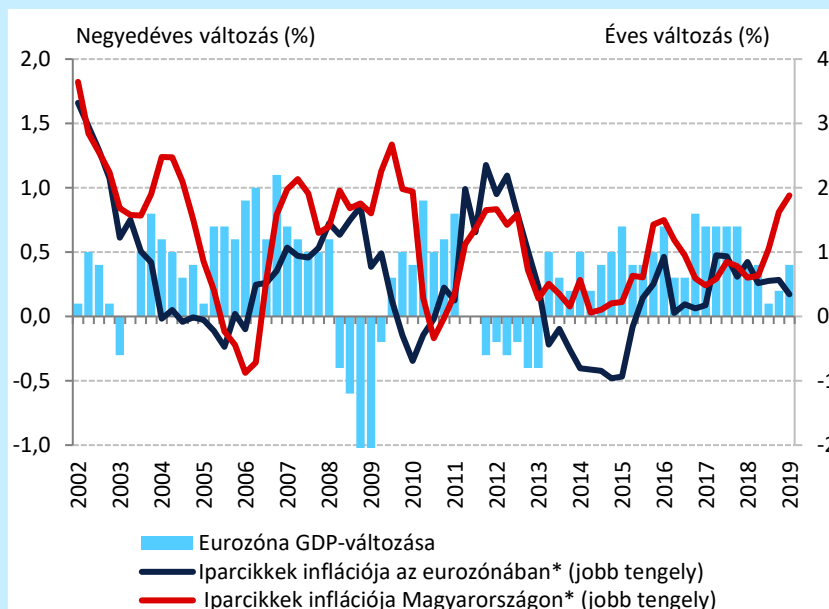
Az indirektadó-változások az előrejelzési horizonton az infláció emelkedése irányába hatnak (1-3. és 1-4. ábra). 2019 júliusában érvénybe lép a dohánytermékeket érintő legújabb jövedékiadó-emelés, melynek keretében az első két lépésben (2018. szeptember, 2019. január) megvalósult adóemeléshez hasonló, korábbi években tapasztaltnál gyorsabb begyűrűzésre számítunk. A kormányzat által benyújtott jövő évi adócsomag alapján a jövedékiadó-emelés 2020 januárjától 2021 januárjáig összesen három lépcsőben tovább folytatódik (átlagosan hozzávetőlegesen 30 forinttal emelve a cigaretta dobozonkénti árát). Ennek hatását csak részben tudja ellensúlyozni a szálláshely szolgáltatások áfájának 18-ról 5 százalékra történő csökkentése 2020. január 1-jétől, illetve a 20 000 Ft alatti csekkes átutalások pénzügyi tranzakciós illetékének eltörlése (bővebben lásd 5-1. keretes írás).

A maginfláción kívüli tételek esetében az idei évben mérsékelte, míg a következő években fokozatosan 3 százalék közelébe emelkedő árdinamikára számítunk (1-1. táblázat). Az üzemanyagok inflációja rövid távon átmenetileg enyhén negatív tartományba süllyed, majd a 2018. végi és az idei év első felében tapasztalt volatilis áralakulás hatásainak kifizetését követően 2021-től 3 százalék körül alakul. A Brent nyersolaj euróban kifejezett határidős jegyzésai a márciusi feltevésünkhöz képest – érdemi volatilitás mellett – összességében változatlanok maradtak. A szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében mérsékelt árdinamikára számítunk. Összességében a költséghatások kifizetésével 2021 közepétől a maginfláción kívüli tételek árdinamikája 3 százalék körül alakul.

1-1. keretes írás: Az európai inflációs környezet hazai árakra gyakorolt hatása

Hazánk kis nyitott gazdaság, így a globális folyamatok jelentős hatást gyakorolhatnak a fogyasztói árak alakulására. A nemzetközi konjunktúra az importáron és a hazai növekedésre gyakorolt hatásán keresztül jelentkezhet a hazai tartós inflációs folyamatokban. **Tekintve, hogy a legfontosabb kereskedelmi partnerünk az eurozóna és ezen belül Németország, így ezen ország(csoport) növekedése és az iparcikkek Németországon belüli árdinamikája a meghatározó hazánk inflációs folyamatai szempontjából.**

1-5. ábra: Az eurozóna GDP-változása és az iparcikkek inflációjának alakulása az eurozónában és hazánkban



Megjegyzés: * Áfaszírt adatok alapján. Az eurozóna esetében HICP adatokból számolva.

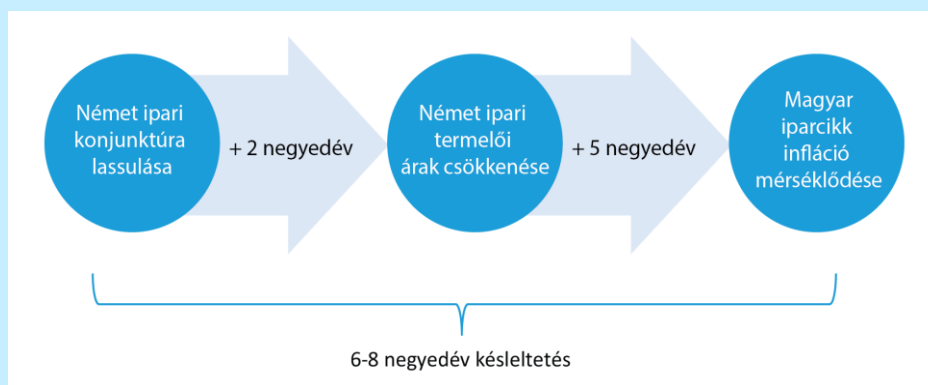
Forrás: Eurostat, KSH, MNB-számítás

Első körben megvizsgáltuk az euroövezet gazdasági lassulásának fogyasztói árakra gyakorolt következményeit. Az ezredfordulót követő időszakban az eurozóna gazdasági teljesítményének bővülése több alkalommal – összesen négyszer – is megtorpant, vagy még vissza is esett, ami az inflációs folyamatokban is tükröződött (1-5. ábra). **Az euroövezeti konjunktúra lassulása eltérő késleltetéssel jelenik meg az euroövezet és hazánk árdinamikájában.**

A 2002 második negyedévétől tapasztalt euroövezeti lassulással párhuzamosan az iparcikkek inflációja mérséklődött, azonban hazánkban ennek deflációs hatásait egyéb hatások fedték el. Az inflációs célkövetés bevezetését követően a hazai infláció általános lassulása volt megfigyelhető. A 2008–2009-es gazdasági válság alatt az euroövezet gazdasági teljesítménye jelentősen visszaesett. A gyenge konjunktúra az euroövezetben az iparcikkek árdinamikáját is visszavetette, **mintegy három negyedévvvel később az infláció lassulása volt megfigyelhető a termékkörben. A hazai iparcikkek esetében a dekonjunktúrát követő 6. negyedévben mérséklődött az árindex. Az eurozóna adósságválsága az országcsoport növekedési dinamikáját 2011 közepétől fogta vissza. A lassulás az iparcikkek inflációjában az övezetben és hazánkban is hasonló időzítéssel, 6 negyedévvvel később jelent meg.**

2018 év elejétől az eurozóna gazdasági teljesítménye fokozatosan lassult. Így eredményeink alapján 2019 második felétől számíthatunk a hazai iparcikkek árain keresztül deflációs hatásokra.

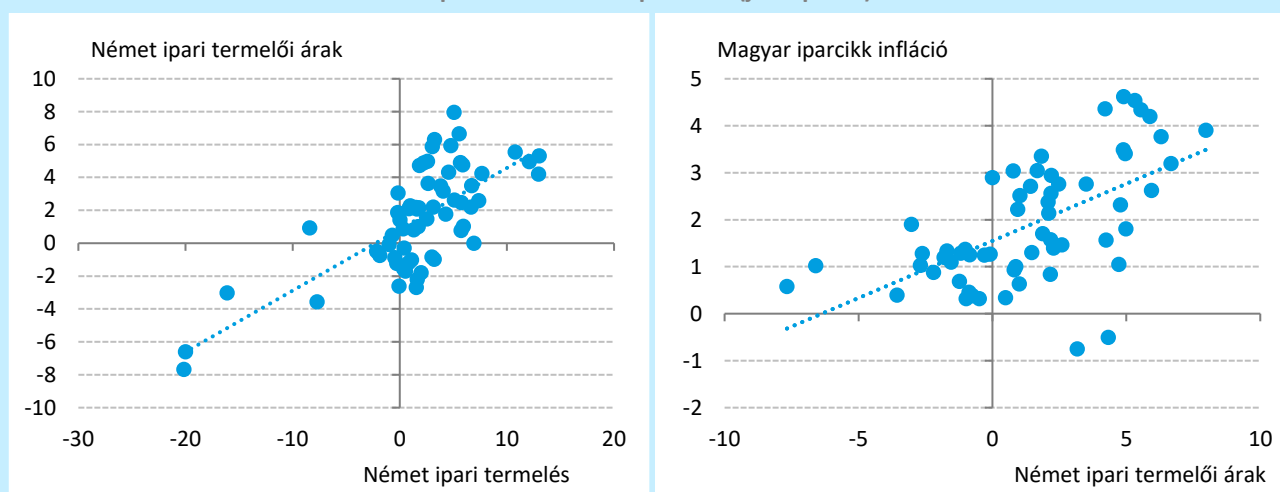
1-6. ábra: A német ipari termelés lassulásának hazai árakra gyakorolt hatásának folyamatábrája



Forrás: MNB

A globális konjunktúra általános lassulása mellett az elmúlt időszakban a kereskedelmi feszültségek fokozódása és a járműipart érintő kihívások (a kínai és amerikai autóeladások visszaesése, a változó globális járműipari trendek) is visszafogták a növekedést. Mindezek következtében **hazánk legfontosabb külkereskedelmi partnerének – Németország ipari folyamatait és azok árazási hatásait is kedvezőtlen folyamatok befolyásolták. A német ipari termelés dinamikája 2018 elejétől mérséklődik** és a WLTP (harmonizált károsanyag-kibocsátási szabvány), valamint az esetleges dízelautó korlátozások következtében **a tavalyi év közepétől negatív tartományba sülyedt. Vizsgáltunk alapján az ipari konjunktúra lassulása hozzávetőlegesen fél év késleltetéssel mérsékli a német termelők árakat, melyek átlagos begyűrűzése – az importált árakon keresztül – 5-6 negyedév a hazai iparcikk inflációjába.**

1-7. ábra: A német ipari termelés és termelők árak kapcsolata (bal panel), illetve a német termelők árak és a magyar iparcikk infláció kapcsolata (jobb panel)



Megjegyzés: Negyedéves adatok. A bal ábrán a német ipari termelők árak 2 negyedéves, míg a jobb oldali ábrán a magyar iparcikk infláció 5 negyedéves késleltetéssel került ábrázolásra.

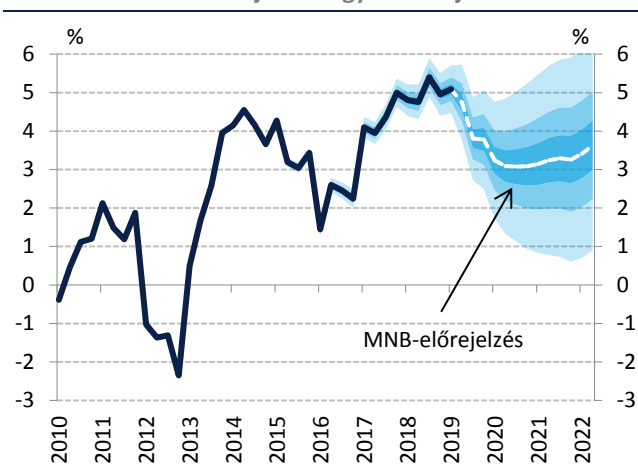
Forrás: Eurostat, KSH, MNB-számítás

Az elmúlt közel két évtized tapasztalatai alapján a hazai iparcikk esetében az eurozóna dekonjunktúráját követő 6. negyedévtől mérséklődött az árindex. Az elmúlt negyedévek lassuló ipari konjunktúrája és a folyamatok mélyebb megértése érdekében áttekintettük a német árazási mechanizmus hazai árakra gyakorolt hatásait is. Eredményeink alapján a lassuló német ipari konjunktúra a német termelők árakban hozzávetőlegesen fél év késleltetéssel jelenik meg. Ezt követően a hatás a hazai iparcikk árindexében átlagosan 5-6 negyedéves késleltetéssel jelentkezik. Így várakozásunk szerint a lassuló külső konjunktúra hatása 2019 második felétől érvényesülhet a hazai iparcikk inflációjában. Mindezek összhangban vannak az eurozónára vonatkozó vizsgálataink eredményeivel is.

1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

A kiugróan erős 2018-as évet követően a gazdasági növekedés az idei évben is élénk marad. Az év eleji erőteljes növekedés után a magas megelőző évi bázisok és a nemzetközi konjunktúra mérséklődésével párhuzamosan a növekedési ütem lassulására számítunk. Feltevéseink alapján a külpiacaink – főként az eurozóna – növekedésére vonatkozó várakozások romlása visszafogja a hazai GDP bővülését. Emellett az elmúlt években megfigyelt kétszámjegyű bérdinamika 2020-tól kezdve némileg mérséklődik, amivel párhuzamosan a lakosság jövedelem-bővülésének lassulására számítunk. A 2020-as költségvetést a benyújtott törvénytervezet alapján a kormányzat jóval alacsonyabb hiánnyal tervezi, így anticiklikus jellege felerősödik. Korábbi feltevéseinkkel összhangban az EU-források effektív felhasználása 2019-ben tetőzik, majd azt követően csökken. Mindemellett a lakáspiaci ciklus 2020-ban érheti el csúcspontját. Összességében az idei évre vonatkozó 4,3 százalékos gazdasági növekedés 2020-2021-ben 3,3 százalékra lassul. Előrejelzésünkben folytatódik a gazdasági felzárkózás a fejlett európai gazdaságokhoz, a növekedési többletünk 2019-ben közel 3 százalék, míg az azt követő években 1,5-2 százalékpont körül alakulhat. A gazdaság hosszú távú, fenntartható növekedése szempontjából egyre nagyobb hangsúlyt kap a versenyképesség strukturális eszközökkel történő célzott javítása.

1-8. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája

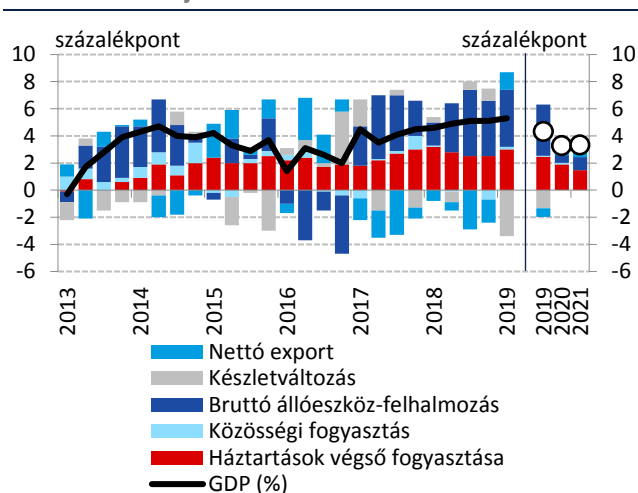


Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

2019 első negyedében a bruttó hazai termék 5,3 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg az előző negyedéssel összevetve 1,5 százalékos növekedést mutatott. Az év eleji erőteljes növekedést követően a magas megelőző évi bázisok és a nemzetközi konjunktúra lassulásával párhuzamosan **2019 hátralevő részében a növekedési ütem lassulására számítunk.** Feltevéseink szerint a gazdasági növekedés idei év elején érte el a csúcspontját és az elkövetkező években a versenyképességet javító, további strukturális intézkedések megvalósítása támogatja a dinamikus GDP növekedés hosszú távú fennmaradását. Aktuális feltevéseink teljesülése mellett 2019-ben 4,3, míg 2020-ban és 2021-ben egyaránt 3,3 százalékos bővülést prognosztizálunk (1-8. ábra). Előrejelzésünkben folytatódik a gazdasági felzárkózás az európai gazdaságokhoz, így a növekedési többletünk 2019-ben közel 3 százalék, míg előretekintve 1,5-2 százalékpont körül alakulhat. A gazdaság növekedésében továbbra is a belső kereslet szerepe lesz a meghatározó. A vállalati hitelpiac bővülésével összhangban a vállalati beruházások élénk ütemben növekednek, továbbá a kedvező jövedelmi alapfolyamatok továbbra is támogatják a fogyasztás emelkedését (1-9. ábra). 2020-tól a gazdasági növekedés üteme a reálbérek lassulásával, valamint a kormányzati beruházások magas bázist követő csökkenésével, illetve a visszafogott külső kereslettel párhuzamosan mérséklődik.

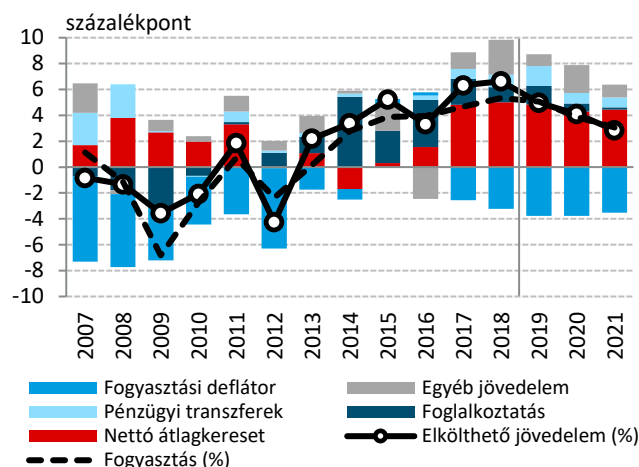
1-9. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához



Forrás: KSH, MNB

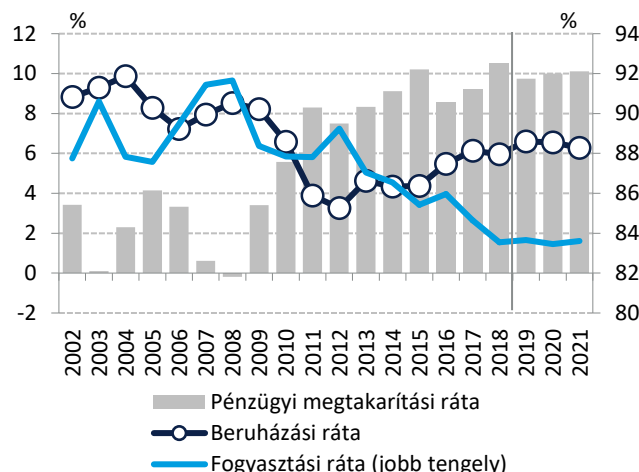
A lakossági fogyasztás bővülésére számítunk, így a fogyasztás szerepe a gazdasági növekedésben továbbra is meghatározó marad. A háztartások fogyasztási kiadásainak növekedését érdemben támogatják a korábbi előrejelzésünkben vártnál magasabb mértékű béremelkedéssel és a foglalkoztatás bővülésével összefüggő kedvező jövedelmi alapfolyamatok (1-10. ábra). Ugyanakkor a demográfiai folyamatok egyre effektívebb korlátot jelentenek a foglalkoztatásbővülés számára. A

1-10. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása



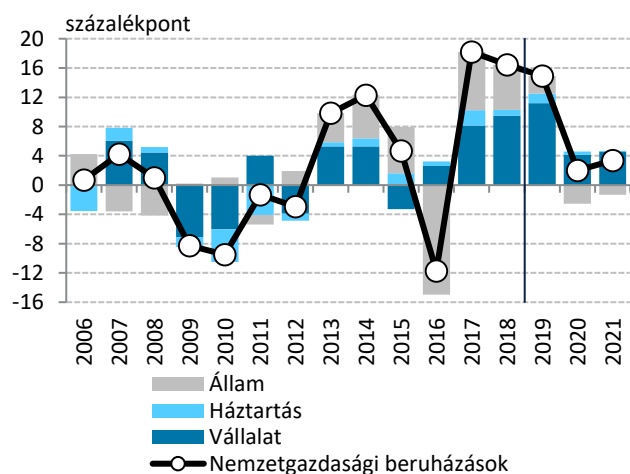
Megjegyzés: Éves változás. Forrás: MNB

1-11. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



Forrás: KSH, MNB

1-12. ábra: A nemzetgazdasági és a szektorális beruházások alakulása



Megjegyzés: Éves változás. Forrás: KSH, MNB-bebecslés

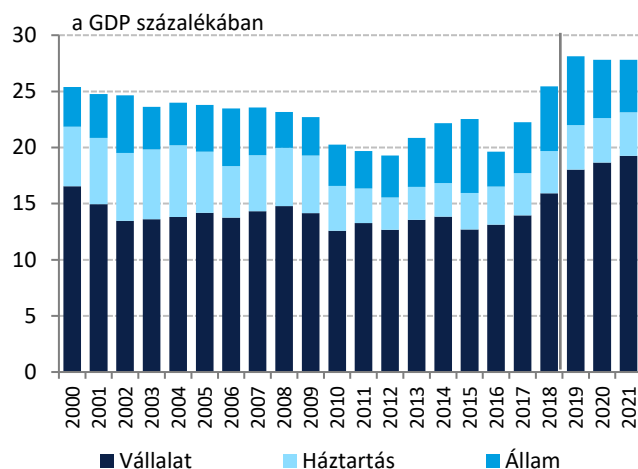
fogyasztás bővüléséhez hozzájárul a korábban felhalmozott magas nettó pénzügyi vagyon, az erős fogyasztói bizalom, az élénk lakossági hitelezés és a lakáspiaci élénkülés másodkörös hatásai is. Az új, állami kibocsátású megtakarítási konstrukció (Magyar Állampapír Plusz; lásd 6.1. Kiemelt témában részletesebben) következtében a lakosság megtakarítási rátája emelkedhet (1-11. ábra), ennek következtében a háztartási szektor nettó pénzügyi megtakarításai meghaladhatják a GDP 5 százalékát a teljes előrejelzési horizontunkon.

A lakossági fogyasztás és beruházás emelkedését továbbra is számottevően támogatja a bővülő háztartási hitelezés. Előretekintve folytatódik az új hitelszerződések bruttó volumenének dinamikus emelkedése. A bankok a hitelkereslet folytatódó bővülésére számítanak mind a fogyasztási, mind pedig a lakáscélú hitelek esetében. A hitelkereslet élénkülését az alacsony kamatkörnyezet mellett a fogyasztói bizalom magas szintje, a reálberek emelkedése és 2019 második felétől a kormányzat családvédelmi csomagja is támogatja. Feltételezéseink alapján a családtámogatási program a babaváró támogatás állomány-növelő és a fennálló jelzáloghitel-tartozás elengedés állománycsökkentő hatásának eredményeként az előrejelzési horizonton nagyságrendileg 1 százalékponttal emelheti a háztartások hiteleinek éves bővülését. Összességében a háztartási hitelezés alapfolyamatairól alkotott képünk az előző előrejelzési fordulóhoz képest lényegesen nem változott. Az előrejelzési horizonton a háztartási hitelezés fokozatos, átlagosan 5-7 százalék körüli emelkedését várjuk az elkövetkező évekre.

A kedvező jövedelmi alapfolyamatokkal összhangban arra számítunk, hogy a háztartások fogyasztási kiadásai tovább nőnek a fogyasztási termékcsoportok széles körében. Az elmúlt időszakban a szolgáltatásokra és tartós termékekre irányuló fogyasztás érdemben növekedett. A tartós termékek fogyasztásának folytatódó bővülését érdemben támogatja a lakáspiaci ciklus is. A szolgáltatások fogyasztásának bővülését a jövedelmi alapfolyamatok emelkedése magyarázza.

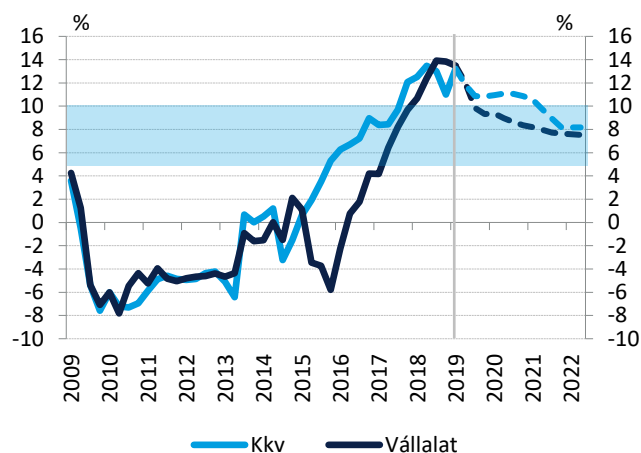
A nemzetgazdasági beruházások élénkülésére számítunk a teljes előrejelzési horizonton. Prognózisunkban az idei évben a beruházások növekedéséhez mindhárom szektor pozitívan járul hozzá, ugyanakkor 2020-tól a kormányzati beruházások – elsősorban bázishatások miatti – mérséklődése visszafogja a nemzetgazdasági beruházások és közvetetten a gazdaság növekedési ütemét is (1-12. ábra). A fiskális és kvázi fiskális kör beruházásainak mérséklődéséhez a 2020-ra tervezett anticiklikus fiskális politika is hozzájárul. Előretekintve a nemzetgazdasági

1-13. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

1-14. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



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

Forrás: MNB

beruházási ráta a tavalyi 25,5 százalékos értékéről idén **28 százalék fölé emelkedik és e körül alakulhat a teljes előrejelzési horizonton.** (1-13. ábra).

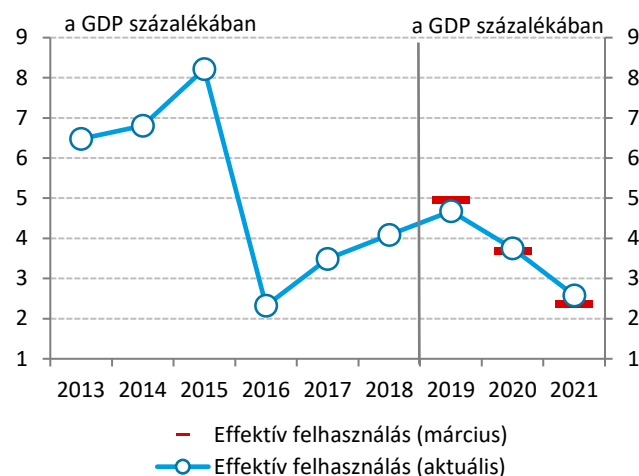
A **vállalati szektor beruházási aktivitása kedvezően alakul.** A vállalati hitelpiac a **kkv hitelállomány folytatódó kétszámjegyű bővülésével** a következő években is a növekedés egyik legfontosabb forrása marad. **Az előrejelzési horizonton a jelenlegi szinthez képest lassuló, de továbbra is közel kétszámjegyű teljes vállalati hitelbővülést prognosztizálunk** (1-14 ábra). A hitelbővülésnek továbbra is jelentős teret biztosít a vállalati szektor historikus és nemzetközi összehasonlításban is alacsony tőkeáttétele. A vállalati hitelpiac egészséges szerkezetben megvalósuló bővülését támogatja továbbá a 2019 elején elindult Növekedési Hitelprogram Fix konstrukció, amit a jegybank idén július 1-jétől 300 milliárd forintos induló keretösszeggel kiegészít egy új monetáris politikai eszközzel, a Növekedési Kötvényprogrammal (NKP).

A vállalati beruházások bővülését a kedvező finanszírozási környezet mellett támogathatja a belső kereslet emelkedése, a magas kapacitáskihasználtság, illetve a feszes munkaerőpiac is. A vállalati szektor beruházási alapfolyamatai kedvezően alakulnak, amit az első negyedévre vonatkozó beérkező adatok is alátámasztottak. A korábban bejelentett **nagyberuházások és kapacitásbővítések** a teljes időhorizonton **hozzájárulnak a vállalati beruházások élénküléséhez.** Az uniós források effektív felhasználása – melyek jelentős hányada gazdaságfejlesztési célokra irányul – is támogatja a vállalati beruházások növekedését (legjelentősebben 2019-ben, ezt követően viszont csökkenő mértékben).

A lakásépítések bővülésével összhangban a **lakossági beruházások emelkedését várjuk** a teljes előrejelzési horizonton, amelyet a februárban bejelentett kormányzati intézkedéscsomag (CSOK kibővítése, babaváró támogatás), illetve az időszak során megvalósuló lakásfelújítások is támogatnak. Az intézkedések keresletélénkítő hatása elsősorban a későbbi években jelentkezhet, így a **lakossági beruházás dinamikáját főként 2020-2021-ben emelhetik.** Előrejelzésünkben azzal a feltevéssel élünk, hogy a lakásépítések 2020-ban tetőznek, amit az induló lakásépítési projektek csökkenő száma is alátámaszt. Ugyanakkor a lakásépítési engedélyek állománya továbbra is magas és az újlakás-építések fokozatos felfutása szintén támogatja a lakossági beruházások további bővülését.

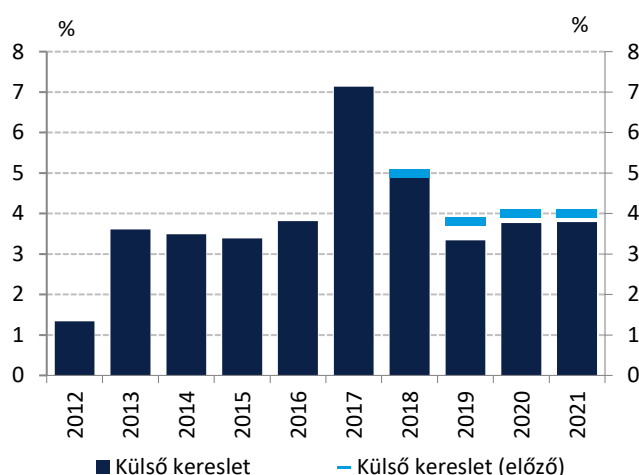
Előrejelzésünkben az állami beruházások bővülését várjuk idén, amit az uniós források effektív felhasználásának felfutása is támogat. 2020-tól azonban az effektív

1-15. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása



Forrás: Pénzügyminisztérium, MNB

1-16. ábra: Import alapú külső keresletünk alakulása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

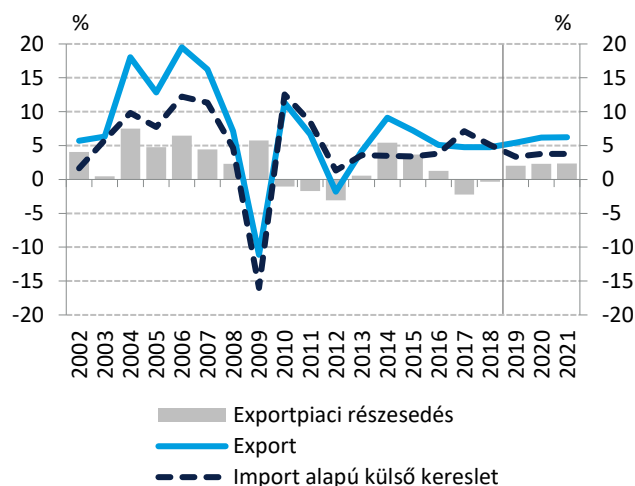
felhasználás fokozatosan csökken (1-15. ábra), így ezzel összhangban az állami beruházások mérséklődésére számítottunk 2020-2021-ben.

A márciusi Inflációs jelentéshez képest a **külső kereslet visszafogottabb bővülésével** számolunk (1-16. ábra). A globális konjunktúra általános lassulása mellett az eurozóna ideai gazdasági teljesítményére vonatkozó várakozások is fokozatosan mérséklődtek az elmúlt időszakban, ami elsősorban a német és az olasz kilátások romlásához köthető. **A nemzetközi intézmények a lassulást egyelőre átmeneti folyamatnak gondolják, ezért a 2020. évre vonatkozó növekedési várakozásokat csak kisebb mértékben módosították. Az euroövezet növekedési kilátásait illetően továbbra is a lefelé mutató kockázatok dominálnak.** Ilyen kockázatként azonosítható elsősorban a kereskedelmi feszültségek következtében az elmúlt időszak romló ipari termelése, Olaszország magas államadósságából fakadó sérülékenysége, a kínai gazdaság lassulásából eredő közvetett hatások, valamint a feltörekvő piacokon tapasztalható törékeny pénzügyi környezet miatti bizonytalanság. Emellett az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése körüli bizonytalanság továbbra is kockázatként azonosítható.

Az elmúlt negyedévek során a hazai ipar és ezzel párhuzamosan az áruexport is érdemi élénkülést mutatott, miközben a német ipar teljesítménye és a feldolgozóipari megrendelések is jelentős visszaesést mutattak. A hazai ipar termelése, az év eleji német konjunktúráról történő leválást követően, az európai ipari konjunktúra lassulásával az év közepétől várhatóan csak mérsékeltebb ütemben bővíthet. Fő külkereskedelmi partnereink mérsékeltebb növekedése és a német járműipar visszafogott teljesítménye következtében **a hazai export dinamikája 2019-ben elmaradhat a korábban feltételezett pályától.** Az ipari alágazatok széles körét érintő új exportkapacitások kiépülésével az ipar alapfolyamatai az előrejelzési horizonton újból erősödhetnek. A feldolgozóipar mellett a szolgáltatásexport dinamikus bővülése is egyre jelentősebben hozzájárul a hazai export teljesítményéhez. Az ipari export és a stabil szolgáltatáskivitel nyomán **a hazai kivitel stabilan növekszik az előrejelzési horizonton, ami exportpiaci részesedésünk további javulását okozza** (1-17. ábra).

Az export, valamint a belső keresleti tényezők (fogyasztás, beruházás) élénk bővülésével párhuzamosan az import is tovább növekszik, ennek következtében várakozásaink szerint **a nettó export növekedési hozzájárulása 2019-ben is negatív.** Noha az import bővülése rövid távon a nettó export mérséklődésén keresztül visszafogja a gazdasági

1-17. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH, MNB

növekedést, hosszú távon a beruházási célú importbővülés a tőkeállomány emelkedésén keresztül támogatja a potenciális GDP növekedését. Emellett az előrejelzési horizont második felében a lakossági fogyasztás és a beruházások növekedési ütemének lassulása nyomán a gazdaság importszükséglete mérséklődik. **2020-2021-ben a nettó export várhatóan ismét pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez.**

Az idei év első negyedévében tapasztalt csapadékhiányos időjárás következtében a **mezőgazdaság negatívan járult hozzá a növekedéséhez.** Bár a termelékenység javulása következtében az ágazat ellenállóbb lett az időjárási viszontagságokkal szemben, a strukturálisan magasabb termelékenység nem tudja teljes mértékben ellensúlyozni az év eleji rossz időjárási feltételeket. Ennek következtében **az ágazat termelése enyhén negatívan járulhat hozzá az idei GDP növekedéséhez.**

Aktuális becslésünk szerint a hazai kibocsátási rés enyhén pozitív tartományban alakul, így a kibocsátás némileg meghaladja a potenciális szintjét. **Előretekintve a gazdaság kínálati oldalának bővülése válik meghatározóvá a növekedés fenntarthatósága szempontjából.** **Előrejelzésünkben a munkatermelékenység javulására számítunk,** azonban ez a folyamat inkább ciklikus tényezőkkel magyarázható. Általánosan megfigyelhető jelenség, hogy a gazdasági konjunktúra felívelő szakaszában a munkatermelékenység emelkedése jellemző (Kaldor-Verdoorn-szabály). A magas beruházási ráta, a bejelentett nagyberuházások és a beszállítói hálózat kapacitásbővítései középtávon pozitív visszacsatolást indítanak el a magasabb hozzáadott értékű piaci szolgáltatások (info-kommunikáció, pénzügy, logisztika, marketing) körében is. **Előretekintve a termelékenység alakulása határozza meg a GDP hosszú távú, fenntartható bővülését. A potenciális növekedés ütemét a gazdaságpolitika a stabilitás fenntartása mellett a versenyképesség strukturális javítását célzó lépésekkel emelheti.** Az előrejelzési horizonton összességében a kibocsátási rés bezáródására számítunk, melyet az anticiklikus jellegű fiskális politika, az EU-források kifutása, a versenyképesség javulása, valamint a háztartások megtakarításait ösztönző MÁP+ konstrukció magyaráz.

1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2019		2020		2021		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2019	2020	2021
EUR/USD	1,14	1,12	1,13	1,12	1,13	1,12	-1,1%	-1,4%	-1,4%
Olajár (USD/hordó)	65,0	65,5	65,1	63,6	65,1	63,3	0,8%	-2,4%	-2,8%
Olajár (EUR/hordó)	57,3	58,3	57,4	56,8	57,4	56,6	1,9%	-1,0%	-1,4%
Élelmiszerárak									
Búza (USD/véka)	5,11	5,06	5,44	5,58	5,67	5,77	-0,9%	2,5%	1,7%
Kukorica (USD/véka)	3,87	4,14	4,12	4,48	4,22	4,24	6,8%	8,7%	0,4%
Eurozóna inflációja (%)	1,2	1,3	1,5	1,4	1,6	1,6	0,1 szp.	-0,1 szp.	0 szp.
Eurozóna maginflációja (%)	1,2	1,1	1,4	1,4	1,6	1,6	-0,1 szp.	0 szp.	0 szp.
Felvetőpiacaink növekedése*(%)	2,1	1,8	2,2	2,1	2,2	2,1	-0,3 szp.	-0,1 szp.	-0,1 szp.

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

Forrás: CBT, Bloomberg, OECD, Consensus Economics, MNB, EKB

Az elmúlt hónapokban a Brent nyersolaj hordónkénti ára jelentős változékonyságot mutatva előbb 70 dollár közelébe emelkedett, míg június közepén 62 dollár körül alakult. A közel-keleti geopolitikai kockázatok – a líbiai polgárháborús helyzet, a szaúdi tankhajók megtámadása és a fúrótoronyok ellen intézett dróntámadások – kiéleződése szintén az árnyelkedés irányába hatott. Ezzel szemben az árak elmúlt hetekben tapasztalt csökkenését a globális növekedési kockázatok, továbbá az amerikai olajkészletek kétéves csúcsra történő emelkedése okozta. A Consensus Economics júniusi felmérése alapján a szakértői előrejelzések az idei évre vonatkozóan 58,5 és 76 dollár – euróban kifejezve 51,9 és 67,4 – között mozognak.

A piaci elemzők véleménye alapján az olajárak alakulása előretekintve a szokásosnál is bizonytalanabb. Elemzéseikben ugyanis kiemelték, hogy **a Brent nyersolaj azonnali hordónkénti ára nem tükrözi jól a háttérben zajló folyamatokat.** A globális olajpiac feszességét jelzi, hogy a következő hónapokra szóló jegyzések magasabb felárakat tartalmaznak, mint azok a kötések, amik az év végére szólnak. Ennek oka feltehetően az, hogy **felerősödtek a geopolitikai kockázatok következtében az olaj-ellátás folytonosságával kapcsolatos félelmek is.** Ez előretekintve az árak korrekcióját, illetve akár további emelkedését okozhatja. **Az amerikai kitermelés további bővülése miatt ugyanakkor a globális olajpiac könnyen túlkínálatossá válhat, ami árcsökkenő hatású, azonban figyelembe kell venni a palaolaj minőségével kapcsolatos kérdéseket.**

Az amerikai palaolaj-kitermelés felfutása előtt az amerikai finomítókat főként a nehezebb (sűrűbb) és savanyúbb (magasabb kéntartalmú) olaj feldolgozására alakították ki. Az árak alakulása szempontjából meghatározó, hogy milyen terméket lehet előállítani a különféle típusú olajokból: a könnyű olajból elsősorban benzint, míg a nehezebb típusokból gázolajat és kerozint. Az amerikai palaolaj-forradalom előtt az volt az általános nézet, hogy az olajkitermelést a nehéz és az extranehez típusok fogják dominálni, amit döntően az OPEC-országok és Oroszország állít elő. A palaolaj-kitermelés térnyerése azonban ezt a képet annyiban alakította át, hogy a kitermelésben megemelkedett az elérhető könnyűolaj aránya, ami az USA-n belül főként a Perm-medencében összpontosul.

Az amerikai palaolaj-kitermelés első hullámában (2010–2015) – Kanada kivételével – export tilalom volt érvényben, így a kitermelt mennyiséget egyedül az USA-beli finomítók tudták felhasználni. Ezek az olcsóbb belföldi olaj elérhetősége miatt eltekintettek attól, hogy (bár alapvetően nehezebb olaj feldolgozására épültek) a könnyű olaj finomítása közben alacsonyabb kapacitás-kihasználtsággal üzemelnek. A tilalom feloldása utáni második hullámra már kiépülőben van az infrastruktúra, ami a tengerentúli palaolaj-szállítást is lehetővé teszi. A legfontosabb kérdés jelenleg tehát az, hogy a globális kereslet várhatóan hogyan oszlik meg a benzín, a gázolaj, illetve a kerozin között, továbbá a 2020. január 1-jétől életbe lépő kéntartalomra vonatkozó szabályozás milyen változásokat okoz az üzemanyag-felhasználásban. Ez fogja ugyanis eldönteni, hogy mi történik a piacon megjelenő nagy mennyiségű palaolajjal. **Az OPEC-országok július eleji találkozásánál is sok múlhat,**

hiszen amennyiben fenntartják a kitermelés-korlátozás mértékét, úgy a globális készletek érdemben csökkenhetnek, ami az olajárak újbóli emelkedését okozhatja.

A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó euróban kifejezett olajárak a márciusi feltevésünkhöz képest összességében változatlanok maradtak. Az EUR/USD keresztárfolyamra vonatkozóan az előző feltevésünkhöz képest enyhén gyengébb euróra számítunk az előrejelzési horizonton.

Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében továbbra is az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton. Az eurozóna inflációja a 2019-ben 1,3 százalékról 2020-ban enyhén, 1,4 százalékra, 2021-ben pedig 1,6 százalékra emelkedik, és a teljes időszakon elmarad az EKB inflációs céljától. Az eurozónára vonatkozó maginflációs pálya 2019-ra enyhén, 1 tized százalékkal mérséklődött az előző előrejelzéshez képest.

Márciusi feltevéseinkhez képest a külső kereslet visszafogottabb bővülésére számítunk. A globális konjunktúra általános lassulása mellett az eurozóna ideai gazdasági teljesítményére vonatkozó várakozások fokozatosan mérséklődtek az elmúlt időszakban, ami elsősorban a német és az olasz kilátások romlásához köthető.

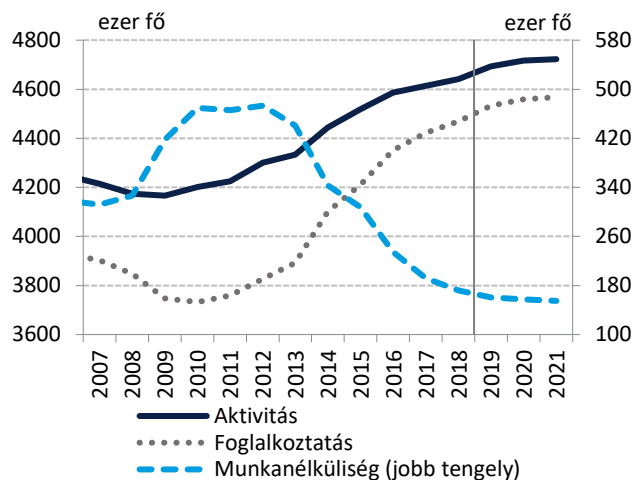
A határidős jegyzések alapján a búza esetében a márciusi Inflációs jelentés feltevésénél enyhén, míg a kukorica tekintetében érdemben magasabb áremelkedés várható. Utóbbi esetében az áremelkedés fő oka az amerikai kukoricavetés számottevő időbeli csúszása.

A babaváró támogatás statisztikai elszámolása a teljes előrejelzési horizonton növeli az eredményszemléletű hiányt, amit ellensúlyoz az adóbevételek vártnál magasabb teljesülése. Ennek megfelelően a 2019-es hiányprognózisunk szerint továbbra is kismértékben az 1,8 százalékos hiánycél alatt alakulhat. A Kormány 13+1 pontos Gazdaságvédelmi Akcióterve keretében csökkenni fog a szociális hozzájárulási adó, a KIVA és a reklámadó, valamint a szálláshely szolgáltatás áfája. Az adócsökkentések hatását 2020-ban elsősorban a kiadások GDP-arányos csökkenése, valamint az adóalapok emelkedése ellensúlyozzák, így a márciusi várakozásunkhoz képest érdemben alacsonyabb hiánnyal számolunk a következő évre. A június 4-én benyújtott 2020. évi költségvetési törvényjavaslatban 1 százalékos hiánycél szerepel, amely prognózisunk szerint a GDP 0,8 százalékát kitevő Országvédelmi Alap részleges elköltése esetén teljesülhet.

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

A foglalkoztatottak számának további emelkedésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta historikusan alacsony szintre csökken (3,3 százalék) az előrejelzési horizont végére. Idén az előző évhez hasonlóan 11 százalék körüli, míg a következő években mérséklődő, de továbbra is erőteljes – 9 százalék körüli – bérdinamika valósulhat meg a versenyszférában. A költségoldalról jelentkező inflációs hatást a bérmegállapodásban rögzített járulékcsoökkentések mérséklík.

1-18. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban

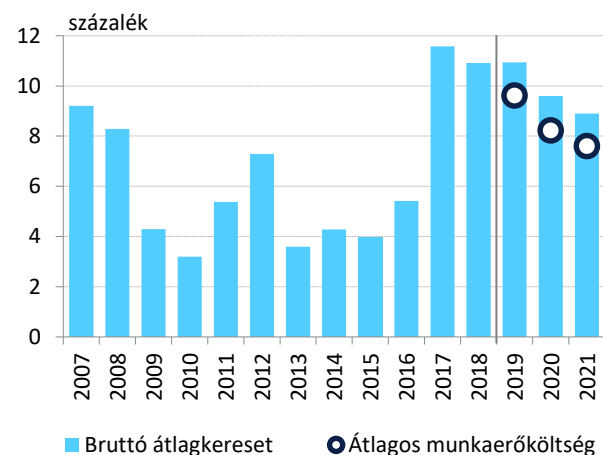


Forrás: KSH, MNB

Várakozásunk szerint a demográfiai korlátok egyre effektívebbé válásával az aktivitás emelkedése egyre inkább lassul az előrejelzési horizonton (1-18. ábra). A demográfiai folyamatok mellett az elmúlt évek dinamikus létszámbővülésével összhangban a potenciálisan bevonható munkaerő-tartalék historikusan alacsony szintre csökkent, így a történelmi csúcson lévő foglalkoztatási ráta mellett megállhat a foglalkoztatás emelkedése.

A gazdasági növekedéssel párhuzamosan a versenyszféra magas munkaerő-kereslete támogatja a foglalkoztatás további bővülését. A vállalatok létszámbővítési törekvéseit azonban a munkaerő-tartalék szűkössége és illeszkedési problémái (munkaerő nem megfelelő képzettsége és a munkavállalási mobilitás hiánya) jelentősen megnehezítik. A versenyszféra foglalkoztatás növekedésének üteme fokozatosan lassul az előrejelzési horizonton.

1-19. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása

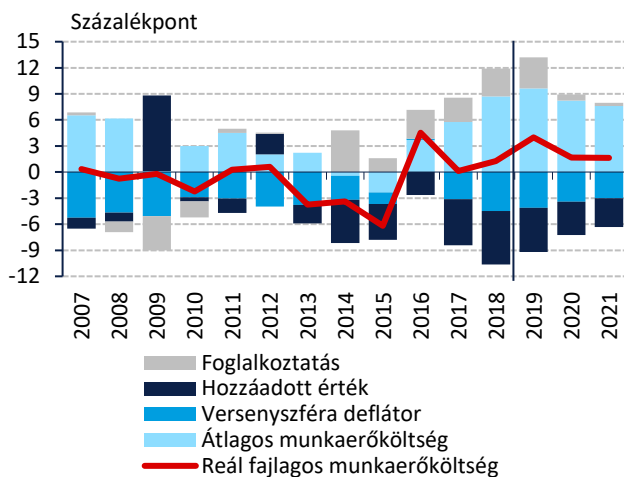


Forrás: KSH, MNB

Az elmúlt években a közfoglalkoztatottak száma érdemben csökkent, és feltevésünk szerint még közel 20 ezer fővel mérséklődik az előrejelzési horizont végére. A feszes munkaerőpiaci környezetben a közfoglalkoztatásból kikerülő egy része várhatóan azonnal megjelenik az elsődleges munkaerőpiacon. A költségvetési törvényjavaslat alapján az állami szféra foglalkoztatottsága érdemben nem változik a következő években.

A foglalkoztatottak számának további emelkedésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta 3,3 százalékra csökken az előrejelzési horizont végére. A historikusan feszes munkaerőpiaci környezetben a vállalatok erőteljes versenyt folytatnak a munkaerő megtartásáért és felvételéért, ami dinamikus bérnövekedéshez vezet (1-19. ábra). Az idei évi, várakozásunknál erőteljesebb év eleji bérezési döntések következtében a márciusi prognózisunknál élénkebb versenyszféra bérdinamikára számítunk az előrejelzési horizonton. Idén az előző évhez hasonlóan 11 százalék körüli, míg a következő években mérséklődő, de továbbra is erőteljes – 9 százalék körüli – bérdinamika valósulhat meg a versenyszférában. Feltevésünk szerint az idei évben a cafeteria rendszer átalakítása technikailag 1 százalékponttal járul hozzá a statisztikailag kimutatott versenyszféra bérdinamikához (lásd 3-2. keretes írás). Az évek óta tartó erőteljes bérdinamika következtében megindulhat az alacsony termelékenységű, zombi vállalatok kilépése a piacról. Ezen

1-20. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása



Forrás: KSH, MNB

cégek megszűnése általi piactisztulás az üres álláshelyek csökkenésén keresztül oldhatja a munkaerőpiaci feszességet és hozzájárulhat a versenyszféra bérdinamika mérséklődéséhez az előrejelzési horizonton (lásd bővebben 1-3. keretes írás).

A kétszámjegyű bérdinamika folytatódásával idén a bérhányad a historikus átlaga fölé emelkedik, így előretekintve a bérek – feszes munkaerőpiaci környezetben elvárt – dinamikus emelkedésének a termelékenység és a versenyképesség adhat teret. A bérköltség dinamikája idén továbbra is meghaladja a termelékenység növekedését, a következő években pedig enyhén felette alakulhat (1-20. ábra). A költségoldalról jelentkező inflációs hatást a bérmegállapodásban rögzített járulékcsoökkentések mérséklék. A szociális hozzájárulási adó következő, 2 százalékpontos csökkenése 2019. július 1-jén lép érvénybe, ezt követően a következő járulékcsoökkentés 2020 utolsó negyedében valósulhat meg.

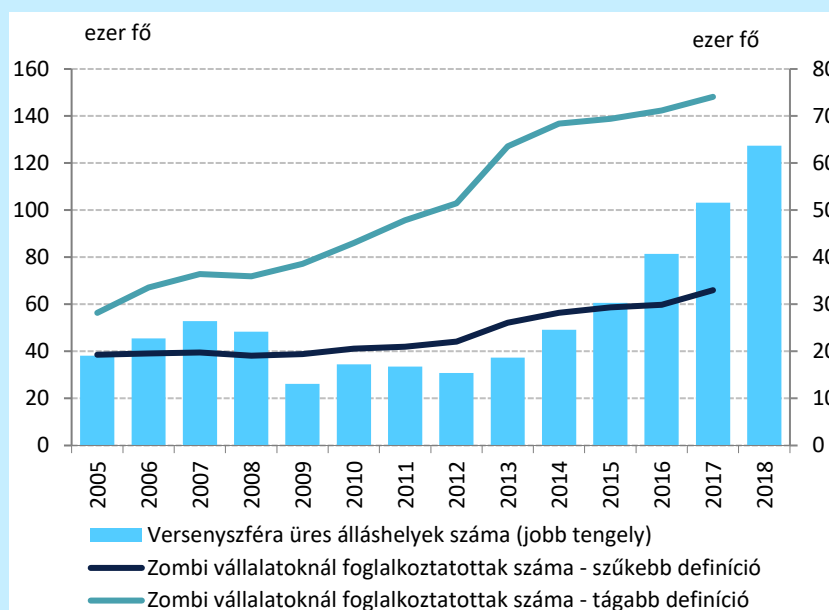
1-3. keretes írás: A zombi vállalatoknál „foglalkoztatottak” mint munkaerőpiaci tartalékok

A 2013 óta tartó gazdasági növekedés a szabad munkaerőpiaci kapacitások bevonásával valósult meg. A foglalkoztatás dinamikus bővülésével és a munkanélküliség csökkenésével párhuzamosan a munkaerőpiaci kondíciók egyre feszesebbé váltak. Az elmúlt években az elsődleges munkaerőpiacot az erős munkakereslet mellett már szűkösebbé váló munkakínálat jellemzi, amely környezetben kiemelkedően fontos a munkaerőpiaci tartalékok vizsgálata. A hagyományos csoportok (lásd Inflációs jelentés 2017 március 3-3. keretes írás) mellett a zombi vállalatoknál foglalkoztatottak is munkaerőpiaci tartaléknak tekinthetők.

A zombi vállalatok értékes erőforrásokat – tőke, munkaerő – kötnek le a gazdaságban, ezáltal csökkentve a termelékenységet. A zombi vállalat definíció szerint olyan vállalkozás, amely nem tudja törleszteni adósságait és/vagy hosszabb időtávon képtelen a gazdaságos működésre, ennek ellenére nem szűnik meg. Elemzésünkben eltekintünk a fizetőképességi kritériumtól és csak az eredményes működésre fókuszálunk. Azokat a vállalatokat tekinthetjük zombi cégeknek, amelyek legalább 10 évesek és legalább három éven keresztül nem realizáltak árbevételt (szűkebb definíció), illetve még azokat a vállalatokat is ide sorolhatjuk, amelyeknek a saját tőkéje három éven keresztül kisebb vagy egyenlő, mint nulla (tágabb definíció).

2017-ben NAV adatok alapján a szűkebb definíciót használva 31,4 ezer, a tágabb definíció szerint 56,2 ezer zombi vállalat létezett, akiknél a foglalkoztatottak létszáma összességében 66 ezer, illetve 148,2 ezer főt tett ki. Viszonyításként, 2017-ben KSH adatok alapján 51,6 ezer volt a versenyszféra üres álláshelyek száma (1-21. ábra). A szűkebb definíció szerinti zombi vállalatoknál foglalkoztatottak 41 százaléka a piaci szolgáltató szektorban, 5 százaléka a feldolgozóiparban, míg 54 százaléka egyéb szektorokban található, míg a tágabb definíció szerinti zombi vállalatoknál foglalkoztatottak 54 százaléka a piaci szolgáltató szektorban, 12 százaléka a feldolgozóiparban, míg 34 százaléka egyéb szektorokban volt alkalmazva.

1-21. ábra: A zombi vállalatoknál foglalkoztatottak és a versenyszféra üres álláshelyek alakulása



Forrás: NAV, KSH

Az idei évben a **bérhányad a historikus átlaga fölé emelkedett, így a feszes munkaerőpiaci környezetben elvárt dinamikus béremeléseknek már kizárólag a termelékenység és a versenyképesség emelkedése adhat teret.** Ez a költségkörnyezet **ahhoz vezethet, hogy megindul az alacsony termelékenységű, zombi vállalatok kilépése a piacról.** A jelenlegi feszes munkaerőpiaci környezetben **a termelékenyebb vállalatok könnyen felszívhatják az így felszabaduló munkaerőt, ami a versenyszféra üres álláshelyek csökkenéséhez vezethet.** A folyamatot a következő években is fennmaradó erőteljes bérdinamika tovább erősítheti.

Ennek kapcsán a jegybank új makro-ökonometria modelijével (Polaris) **megvizsgáltuk hogyan hatna a versenyszféra üres álláshelyeinek csökkenése a versenyszféra bérdinamikára.** Ha azt feltételezzük, hogy **egy év alatt 10 ezerrel csökkenne az üres álláshelyek száma** az év egészében egyenletesen eloszlata (negyedévente 2,5 ezerrel), annak hatására minden más tényező változatlansága mellett **az adott évben közel 0,3 százalékkal, a következő évben 1-1,5 százalékkal, mérséklődik a versenyszféra éves átlagos bérdinamikája.** Fontos, hogy ez a hatás egy maximumnak tekinthető, mivel nem tartalmazza azt az összetétel-hatást, hogy a zombi vállalatoktól a termelékenyebb vállalatokhoz kerülő foglalkoztatottakat magasabb bérért fogják alkalmazni.

Összességében tehát elmondható, hogy **a zombi vállalatok megszűnése általi piactisztulás az üres álláshelyek csökkenésén keresztül** oldhatja a munkaerőpiaci feszesség emelkedését és **hozzájárulhat a versenyszféra bérdinamika mérséklődéséhez az előrejelzési horizonton.** Mindemellett a vizsgált vállalatok esetleges (részleges) megszűnése az aggregált termelékenységet is emelheti, ami elősegítheti azt, hogy a bérek növekedése előretételekbe összhangba kerüljön a produktivitás alakulásával. Ezekon kívül további piactisztító intézkedésekre van szükség, lásd Versenyképességi program 330 pontban című kiadvány 3.2 fejezete.

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

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

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

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

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

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

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

³ A GDP arányában.

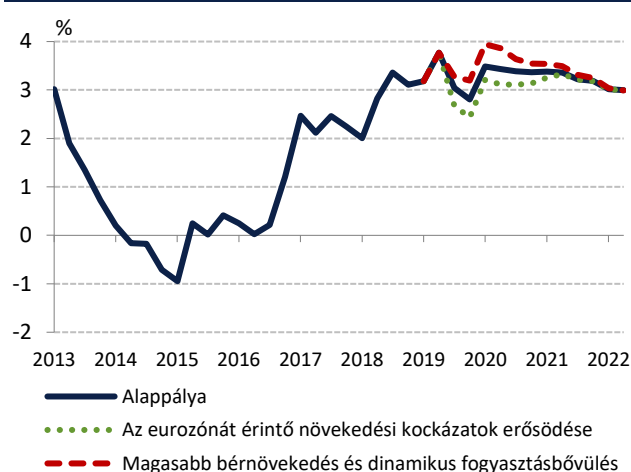
⁴ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

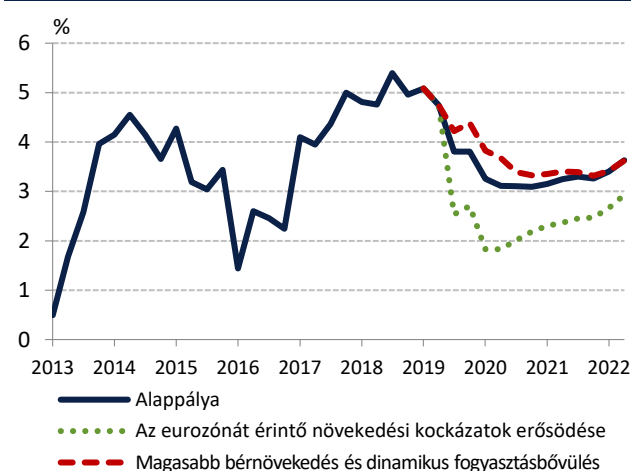
A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik. A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája körül két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A magasabb bérnövekedéssel és dinamikus fogyasztásbővüléssel számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. Az eurozónát érintő növekedési kockázatok erősödését bemutató szcenárió megvalósulása az alappályához képest alacsonyabb inflációs pályát és visszafogottabb növekedést eredményez. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további kockázatként a fogyasztásbővülés nagyobb inflációs hatását, a lazább külső monetáris politikai környezetet, valamint a versenyképességi reformok megvalósulását bemutató forgatókönyveket tárgyalta.

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



Forrás: MNB

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



Forrás: MNB

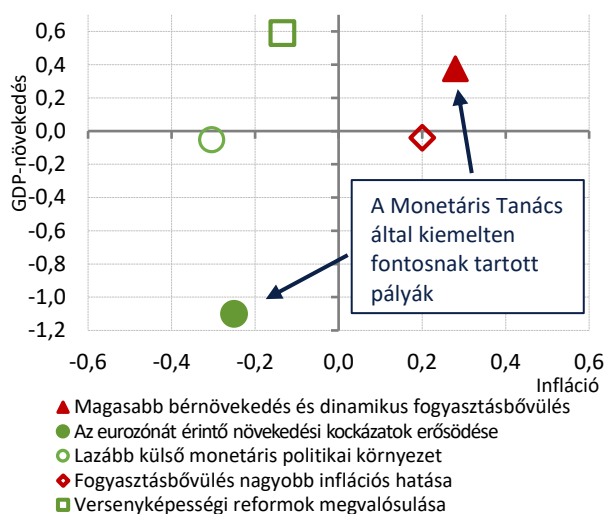
Magasabb bérnövekedés és dinamikus fogyasztásbővülés

Az elmúlt időszakban a foglalkoztatás dinamikus bővülésével és a munkanélküliség csökkenésével párhuzamosan a **munkaerőpiaci kondíciók egyre feszesebbé váltak**. Az utóbbi két évben a minimálbér és a garantált bérminimum összesen 24 és 40 százalékkal emelkedett. A munkáltatói és munkavállalói érdekképviseletek 2018 végén két évre kötöttek megállapodást, ennek alapján a **minimálbér és a garantált bérminimum 2019-ben és 2020-ban is további 8 százalékkal emelkedik**, miközben a bérajánlás mértéke is 8 százalékos.

A beérkezett év eleji adatok alapján az idei évben is folytatódik a kétszámjegyű bérdinamika. **2019 első negyedévében a bruttó átlagkereset a versenyszférában 11,8 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához képest**. Januárban a rendszeres átlagkereset a szokásos januári szezonálisnál erőteljesebb mértékben, több mint 4 százalékkal emelkedett havi alapon, ami arra utal, hogy a vállalatok az év elején jelentősebb béremeléseket hajtottak végre. A beérkezett adatok alapján nemcsak a nagyvállalatok, hanem a kis- és középvállalatok körében is tovább erősödött a bérdinamika, így a **versenyszféra egészében általánossá vált a kétszámjegyű béremelkedés**.

Alappályánkban az idei évet tekintve a versenyszféra egészében általánossá válik a kétszámjegyű bérdinamika, főként a feszes munkaerőpiaci kondíciókból fakadóan. **A következő években a GDP-növekedés lassulásával mérséklődő bérdinamikára számítunk**. A rendelkezésre álló jövedelem emelkedésének hatására a **fogyasztás és a belső kereslet növekedési üteme az előrejelzési horizonton magasabb lesz**. A jövedelmek emelkedése, valamint az új állami megtakarítási konstrukciók (MÁP+) emellett támogatják a **megtakarítási ráta magas szinten**

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

való stabilizálódását. Mindemellett a megtakarítások szerkezete is egészségesebbé válhat azáltal, hogy a megtakarításokon belüli devizaarány tovább csökken.

Alternatív pályánk feltevései szerint a tovább feszesedő munkaerőpiaci környezetben **a következő években is fennmarad a kétszámjegyű bérdinamika a versenyszféra egészében**, amivel a fogyasztás és a belső kereslet bővülése is az alappályánál erőteljesebb lehet. Ezen scenárió mentén gyorsabb gazdasági növekedés és az alappályánál magasabb infláció következhet be.

Az eurozónát érintő növekedési kockázatok erősödése

Az eurozóna növekedése 2018 folyamán fokozatosan lassult, a nemzetközi intézmények érdemben csökkentették az övezet gazdaságainak növekedési előrejelzéseit. Az európai konjunktúra gyengébb növekedéséhez **globális és egyedi tényezők egyaránt hozzájárultak.**

Az eurozónát közvetlenül nem, de közvetve több csatornán keresztül is érinthetik az USA és Kína közötti kereskedelmi feszültségek. A vámok bevezetésének és a bizonytalanság növekedésének negatív hatásai könnyen tovább terjedhetnek, hozzájárulva egy általános gazdasági lassuláshoz. Az autógyártást jellemző szétaprózott termelési struktúra, valamint a „just in time” típusú termelés miatt a járműipar kitettsége igen magas, így érdemi kockázatot jelent, **ha Nagy-Britannia megállapodás nélkül lép ki az EU-ból.** A Brexit pedig nemcsak a járműipart érinti negatívan, hanem az ahhoz kapcsolódó ágazatokat is.

A nemzetközi konjunktúra hatása az importárakon és a kibocsátási rés fokozatos záródásán keresztül jelentkezhet a hazai tartós inflációs folyamatokban. Tekintve, hogy a legfontosabb kereskedelmi partnerünk az eurozóna, így ezen országcsoporthoz növekedése és az iparcikkek eurozónán belüli árdinamikája a meghatározó hazánk inflációs folyamatai szempontjából.

Az **alappályára mentén** a globális konjunktúra lassulása, a kereskedelmi feszültségek fokozódása és az eurozóna növekedését lassító egyedi és strukturális tényezők következtében, főbb külkereskedelmi partnereink gazdasági teljesítménye visszafogottan alakul. Ez korábbi várakozásainkkal összhangban **lassabb európai növekedést vetít előre.** Ennek hatása az **importárakon keresztül megjelenik a hazai tartós inflációs folyamatokban**, így 2019 második felétől számíthatunk az iparcikkek árának mérséklődésére.

Az **alternatív pályában** azt feltételezzük, hogy a fennálló strukturális problémák, a kereskedelmi feszültségek, a

járműipart övező kihívások és a Brexitből fakadó bizonytalanság az európai konjunktúra további lassulásához vezet, ami **tartósan alacsonyabb külső keresletet** eredményez. A növekedés lassulásának mértékétől függően középtávon is az alappályánál nagyobb külső deflációs hatásokra számíthatunk. Az alacsony importált infláció következtében **az inflációs cél elérése lazább monetáris kondíciókkal konzisztens.**

További kockázatok

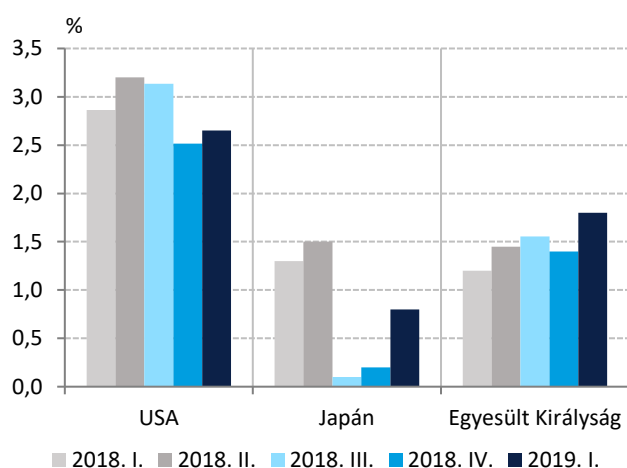
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács három további alternatív pályát mérlegelt. A **fogyasztásbővülés nagyobb inflációs hatását** valószínűsítő szcenárió az alappályánál magasabb inflációs pályát eredményez. A **lazább külső monetáris politikai környezetet** feltételező forgatókönyv az alappályához képest mérsékeltebb inflációs és némileg alacsonyabb növekedési pálya felé mutat. A **versenyképességi reformok megvalósulását** feltételező alternatív pálya érvényesülése az alappályánál alacsonyabb inflációt és magasabb növekedést okoz.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2019 első negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése a kockázatok erősödése mellett. A visegrádi régió továbbra is az Európai Unió növekedési centruma. A globális növekedési kilátások tartós romlása és a lefelé mutató inflációs kockázatok miatt a globálisan meghatározó jegybankok várt kamatpályája még lejjebb tolódott az utóbbi negyedévben. Ezzel összhangban az EKB júniusban fél évvel kitolta az irányadó kamatok változatlan szinten tartására vonatkozó előretekintő iránymutatását. A Federal Reserve döntéshozói júniusban nem változtattak a monetáris kondíciókon, azonban hangsúlyozták a lefelé mutató kockázatokat és az FOMC tagok előrejelzése alapján előretekintve az irányadó ráta csökkentésére kerülhet sor. A régiót tekintve a cseh jegybank 25 bázisponttal emelte irányadó rátáját, míg a többi jegybank nem változtatott a monetáris kondíciókon.

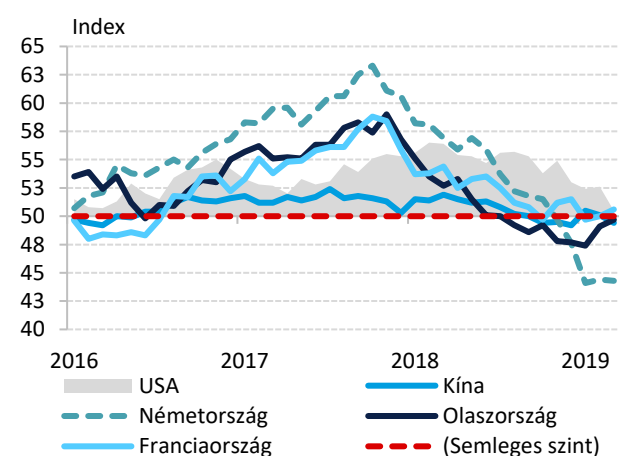
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

3-2. ábra: A feldolgozóipari PMI alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: Bloomberg

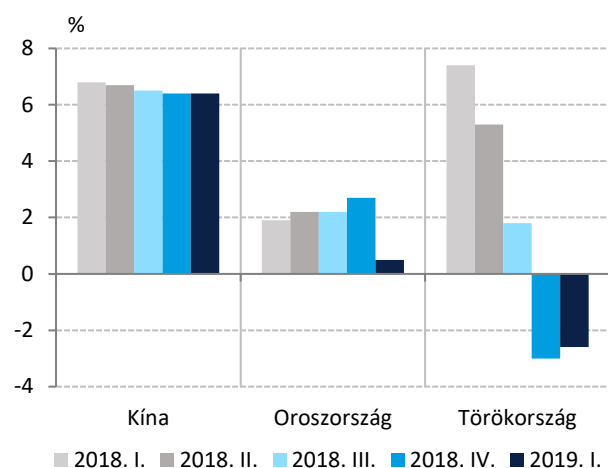
3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

A világgazdaság növekedése élénkült 2019 első három hónapjában. A globálisan meghatározó gazdaságokban a növekedési számok döntően meghaladták az előzetes elemzői várakozásokat. Ezzel szemben a feldolgozóipari kilátásokat jelző bizalmi indikátorok a világ legfontosabb gazdasági központjaiban tartósan lefelé mozdultak el az első negyedév folyamán (3-2. ábra). **A következő hónapokat illetően ellentmondásos képet mutat a globális konjunktúra.**

Az Egyesült Államok gazdasága éves alapon 3,1 százalékkal bővült 2019 első negyedében. A negyedéves növekedés 0,8 százalékon alakult, ami gyorsulást jelent az előző negyedévhez képest. Az élénkülés legfontosabb hajtóereje helyi kormányzatok fogyasztásának felfutása, valamint a beruházások voltak. A lakossági fogyasztás lassult, csakúgy, mint a szövetségi kormányzat fogyasztása. A nettó export pozitívan járult hozzá a gazdaság teljesítményéhez, amit a vámintézkedések életbelépését követő lassuló import is erősített. Emellett a készletek növekedési hozzájárulása is jelentős volt. Az amerikai gazdaság bővülésére vonatkozó kilátások a növekedéstámogató intézkedések (adócsökkentések és az infrastrukturális beruházási program) kifizetésével párhuzamosan fokozatos lassulást vetítenek előre. **A lassulási félelmek mögött egyre nagyobb súllyal szerepelnek a külkereskedelmi feszültségek miatti aggodalmak.** Az Egyesült Államok világimporton belüli jelentős súlya miatt az esetleges vámintézkedések fokozódása érdemi hatást gyakorolhat a világgazdaság növekedésére is. Az USA-Kína között zajló kereskedelmi feszültségek újabb szakaszába léptek, melynek következtében az eddig 10 százalékos vámtarifa 25 százalékra emelkedett május közepén.

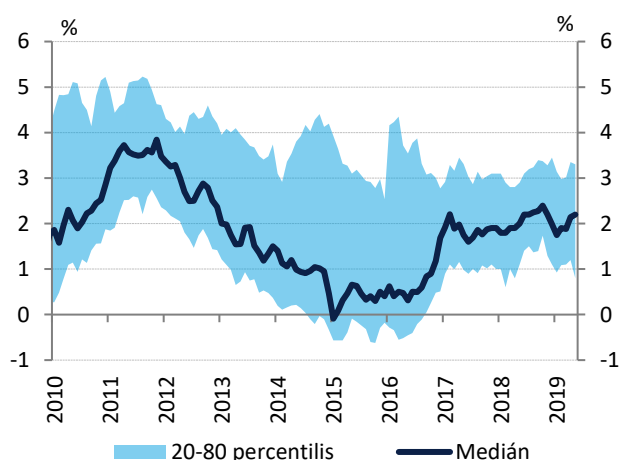
Az **Egyesült Királyság** gazdasági teljesítménye a tavalyi évben tovább gyorsult, ezzel az utolsó 5 negyedév legjobb éves növekedését regisztrálták. A gazdaság bővülését a

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



Forrás: Macrobond, 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

belső tételek támogatták, míg a nettó export hozzájárulása negatív volt az első negyedévben.

A japán gazdaság negyedéves összevetésben 0,5 százalékkal növekedett (éves alapon 0,8 százalékkal), ami jelentősen meghaladta a várakozásokat (3-1. ábra). A növekedéshez a külkereskedelmi többlet járult a legjobban hozzá, ugyanakkor **éves alapon mind az export-, mind az importforgalom csökkent.** A háztartások fogyasztása visszafogott maradt, ami lefelé mutató kockázat a következő hónapok növekedésére vonatkozóan, mivel a közelmúltban bejelentett áfaemelések tovább lassíthatják a kiskereskedelmi szektor bővülését.

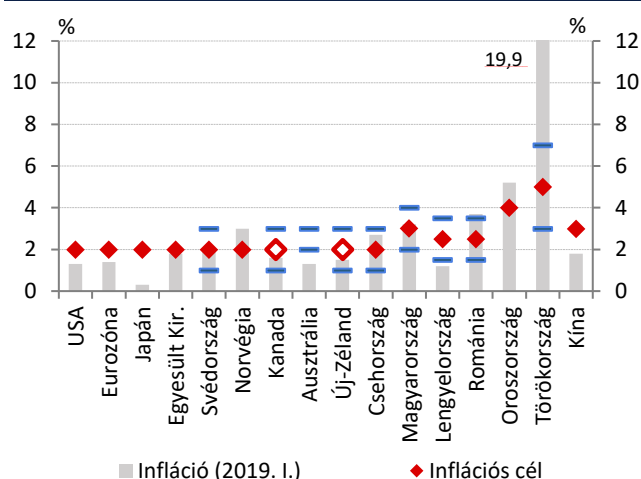
A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasága 6,4 százalékkal növekedett az idei év első negyedévében, ezzel 2016 óta a leggyengébb negyedévévé zárta (3-3. ábra).

A növekedési adat ugyanakkor felfelé lepte meg az elemzőket. A gazdaság bővülése elsősorban a háztartások fogyasztásához köthető. Emellett a beruházások is támogatták a növekedést, melyben egyaránt szerepet játszottak a privát, illetve az állami finanszírozású állóeszköz-felhalmozások. A nettó export ismét pozitívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez, ugyanakkor az április havi külkereskedelmi többlet alulmúlta az elemzői várakozásokat. A többlet csökkenése ellenére az Egyesült Államokkal szembeni külkereskedelmi többlet nem változott jelentősen áprilisban. **A külkereskedelmi feszültségek esetleges fokozódása lefelé mutató kockázatot jelent a kínai gazdaság növekedési kilátásaira.** További kockázatot jelent a tartományi szintű kormányok eladósodottsága is. **Oroszországban éves alapon 0,5 százalékkal bővült a GDP, ami érdemi visszaesést jelent a korábbi negyedévekhez képest.** A szerényebb növekedéshez termelési oldalon valamennyi ágazat hozzájárult, a legnagyobb visszaesés az építőiparban mutatkozott meg.

A **globális infláció** az elmúlt hónapokban enyhén emelkedett (3-4. ábra), az olajárak növekedéséhez köthetően. Így az infláció ismételten a jegybanki célértékek közelébe emelkedett az első negyedévben, egyes esetekben meg is haladta azt (3-5. ábra). A vizsgált időszakban a nyersanyagárak – a kőolajat leszámítva – nem változtak összességében (3-6. ábra), érdemi volatilitás mellett.

A Fed döntéshozói nem változtattak az irányadó rátán az elmúlt időszak során. A Federal Reserve júniusi kamatdöntő ülése után jelezte, hogy bár a növekedési kilátások továbbra is kedvezőek, növekedtek a lefelé mutató kockázatok és az infláció célra emelkedése körüli bizonytalanság is emelkedett. A döntéshozók új előrejelzésükben a márciusi előrejelzéshez képest 2019-re 1,8 helyett 1,5 százalékos, míg 2020-ra 2,0 helyett 1,9 százalékos inflációt várnak. Emellett

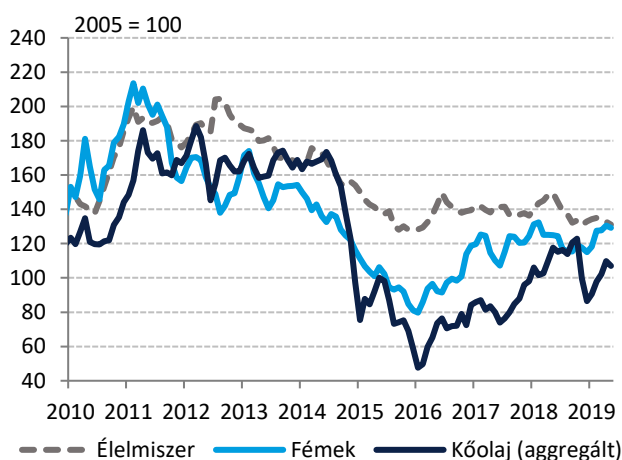
3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



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

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árból számítva.

Forrás: Világbank

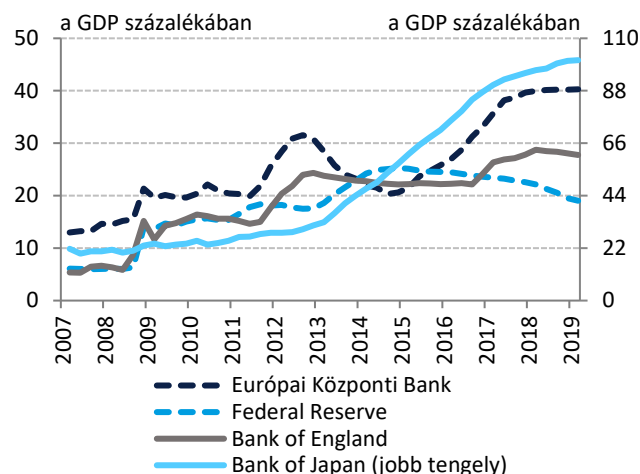
az FOMC tagok kamatpályára vonatkozó előrejelzése is lejjebb tolódott. A döntéshozókat kamatvárakozásaik alapján megosztottság jellemzi, egy részük már idén kamatot csökkentene, míg a többi döntéshozó egyelőre kívánná a monetáris kondíciók változtatásával. Jövőre ugyanakkor a medián várakozások alapján az irányadó ráta csökkentésére számítanak a döntéshozók. Az FOMC közleményében jelezte, hogy szorosan nyomon követi az eseményeket és megfelelően fog cselekedni céljai elérésének érdekében.

A japán jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott a monetáris kondíciókon, a Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programját továbbra is a 0 százalékos hosszú hozamokhoz igazítja, **ugyanakkor áprilisban változott a rövid- és hosszú kamatokra vonatkozó előretekintő iránymutatás.** A módosított előretekintő iránymutatás szerint a jegybank a rövid- és hosszú kamatlábak jelenlegi extrém alacsony szintjét tartósan, legalább 2020 tavaszáig fenn kívánja tartani. Emellett a jegybank a hitelnyújtó eszközeinek fedezeti feltételein is lazított, a jövőben már BBB minősítésű vállalati kötvényeket is elfogad majd fedezetként. A hozamgörbe-célzás bejelentése óta, amelynek keretében a jegybank elköteleződött a 10 éves japán államkötvényhozam 0 százalékos szinten tartása mellett, tovább csökkent a havi eszközvásárlások üteme (3-7. ábra). Májusi kamatdöntő ülésén a monetáris kondíciók változatlanul tartása mellett a jegybank jelezte, hogy a globális növekedési kilátásokkal kapcsolatos lefelé mutató kockázatok jelentősen növekedtek az elmúlt időszakban, amelyeket szoros figyelemmel követ a jegybank.

A Bank of England döntéshozói az elmúlt időszakban nem változtattak az alapkamaton, valamint az eszközvásárlási programokon. A jegybank ugyanakkor a májusi Inflációs jelentésében a februári előrejelzéshez képest alacsonyabb kamatpályával számolt. Előretekintve a gazdasági kilátások nagymértékben a Brexittel kapcsolatos fejlemények függvényeként alakulhatnak. A döntéshozók kommunikációja szerint, ha az inflációs folyamatok szükségessé teszik, akkor a jegybank kész a monetáris kondíciók további szigorítására.

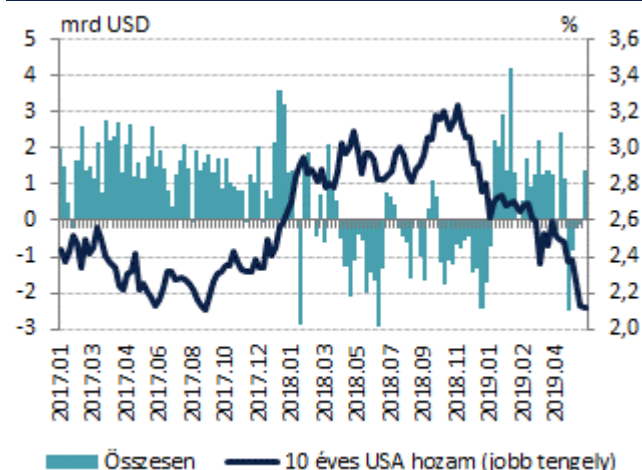
Az orosz központi bank döntéshozói júniusi kamatdöntő ülésükön az irányadó ráta 25 bázispontos csökkentéséről döntöttek. A jegybank megítélése szerint az infláció tovább lassult, májusban 5,1 százalékra csökkent a fogyasztói árak növekedési üteme, amellyel összhangban a jegybank az idei évre a korábbi 4,7-5,2 százalékról 4,2-4,7 százalékra módosította inflációs előrejelzését. Az infláció mellett az első negyedéves gazdasági növekedés is elmaradt az orosz jegybank várakozásaitól. A kilátások érdemi javulásának

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

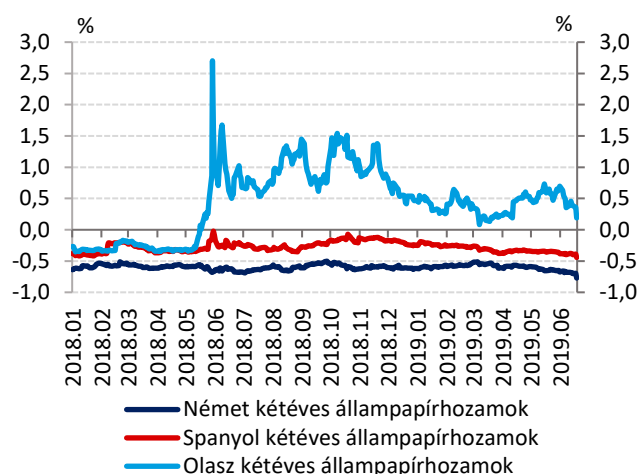
hiányában a jegybank újabb kamatcsökkentésekről dönthet a következő hónapokban.

A kínai jegybank a **kkv-szektor finanszírozási költségeinek mérséklése céljából** május 15-i hatállyal – a korábbi 11,5 százalékról – **8 százalékra csökkentette a megyei szintű kis és közepes méretű bankok kötelező tartalékrátáját**. A nagybankok kötelező tartalékrátája nem változott, 13,5 százalék maradt. A jegybank becslése szerint a döntéssel mintegy 280 milliárd jüan értékű hosszú távú forrás szabadul fel, amelyet a magánkézben lévő vállalkozások, valamint a kis- és középvállalkozások finanszírozására használhatnak fel a bankok.

Az elmúlt negyedév közepső részében romlott a piaci hangulat, majd korrekció következett, így a fejlett részvénypiacok összességében enyhén emelkedtek, míg a feltörekvő részvénypiacok csökkentek, a kockázati mutatók pedig emelkedtek. A második negyedévben erősödött a kockázatkörülés, elsősorban a kiújuló globális növekedési aggodalmak, illetve a kínai-amerikai kereskedelmi konfliktus következtében, amely a fejlett és feltörekvő részvény-, valamint a feltörekvő kötvénypiacokra is kedvezőtlen hatással volt. A kínai-amerikai vámtarifa-emelések hatása a kínai renminbi gyengülésében, illetve a kínai tőzsde jelentős – a feltörekvő átlagot meghaladó – gyengülésében is tükröződött. Az időszak legvégén ugyanakkor a tőzsdék az emelkedés irányába korrigáltak, amelynek révén a fejlett tőzsdék többsége a teljes időszak alatt enyhe emelkedést mutatott, a feltörekvő tőzsdeindexek azonban ezzel együtt is mérséklődtek.

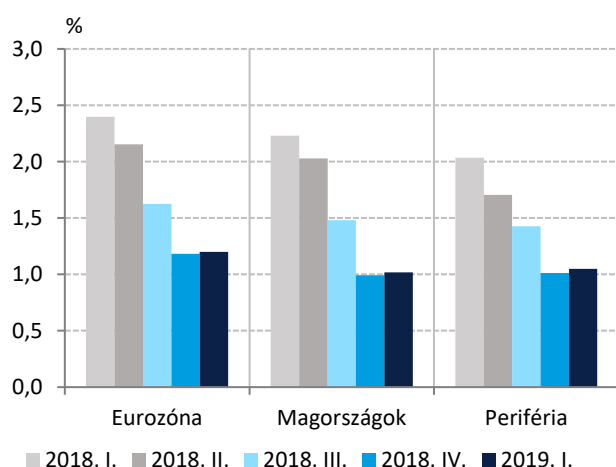
Az elmúlt időszakban felerősödtek a fejlett piaci kamatcsökkentési várakozások. A Fed esetében a piaci árazás alapján idén már nem egy, hanem nagy eséllyel két-három 25 bázispontos kamatcsökkentés is bekövetkezhet. Az első csökkentés időpontját a korábbiaknál is hamarabb várja a piac, így érdemben nőtt az esélye egy már 2019 nyarán elinduló amerikai kamatcsökkentési sorozatnak. Az EKB egynapos betéti rátájának első emelésére vonatkozó piaci várakozás ezzel összhangban még távolabbra, 2022 első felére tolódott, sőt, az EKB időszak végi jelzései alapján 2019 őszére már kamatcsökkentést, a betéti ráta további mérséklését áraz a piac. A fejlett jegybankok monetáris lazítására vonatkozó várakozások, valamint a növekedési aggodalmak hatására a 10 éves hozamok csökkenése folytatódott. Az amerikai 10 éves hozam 55, a német hosszú hozam 35 bázisponttal süllyedt. Az Eurozóna perifériaországai a kétéves hozamok hasonló dinamikát mutattak: a német kétéves hozam 20, a spanyol és portugál hozam nagyságrendileg 10-10 bázispontos mérséklődést mutatott. Az olasz kötvényhozam az időszak nagyobb

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



Forrás: Bloomberg

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



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

Forrás: Eurostat

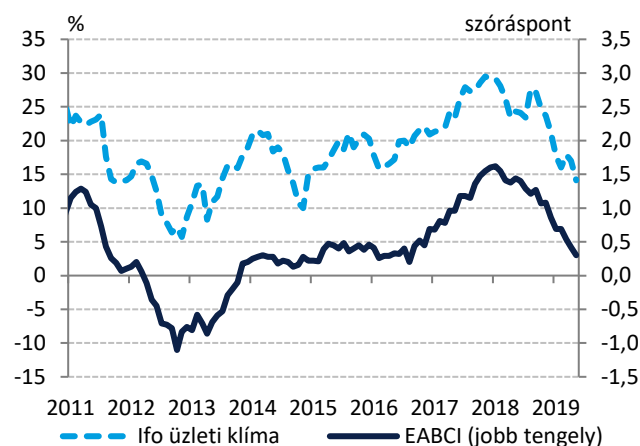
részében emelkedett az olasz államadósság fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak hatására, majd az időszak végi folyamatok hatására időszak eleji szintjére csökkent. A fejlett kötvényhozamok mérséklődéséhez hozzájárult a kockázatkerülő hangulat is, mivel az elmúlt időszakban jelentős, mintegy 110 milliárd dollárnyi tőke áramlott a menedékeszköznek tekintett fejlett kötvényekbe. Ezzel szemben a feltörekvő kötvénypiacok májusban tőkekivonást szenvedtek el, habár az időszak első felében beáramló tőkének köszönhetően a negyedév egészében 7 milliárd dollárnyi volt a beáramlás mértéke.

Az olaj árára is lefelé ható nyomást fejtettek ki a növekedési aggodalmak és a kereskedelmi háborúról szóló hírek. A május közepéig még emelkedő olajárak az időszak utolsó részében számottevő csökkenést mutattak. Az árakat az év első felében a kínálat feszességével kapcsolatos aggodalmak (az OPEC termelés-visszafofása, az iráni szankciók, Venezuela meredeken csökkenő kitermelése) még emelték. Az időszak végén viszont a kínai növekedés lassulásával, és az USA által Kínával szemben hatályba léptetett vámtarifákkal kapcsolatos aggodalmak kerültek előtérbe. Utóbbi tényezők a keresleti oldali hatások nyomán az olajárakat is csökkentették, így azok az időszak egészében 9-10 százalékkal mérséklődtek. A Brent olaj ára az időszak végére 62, míg az amerikai WTI 54 dollár közelébe csökkent.

3.1.2. Az eurozóna folyamatai

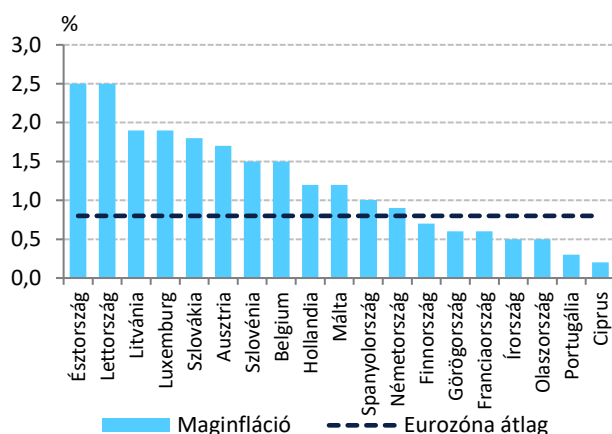
Az **eurozóna** gazdasági növekedése enyhén gyorsult az első negyedévben. **Az előző év azonos időszakához viszonyított növekedés 1,2, az előző negyedévhez mért növekedés 0,4 százalékon alakult** (3-10. ábra). Legfőbb külkereskedelmi partnerünk, **Németország gazdasági teljesítménye az elmúlt 2 negyedévben látott negyedéves alapú lassulás után 0,4 százalékkal emelkedett.** A növekedést elsősorban az építőipari és gépipari beruházások, valamint a háztartások fogyasztása támogatták. Németország ipari termelése az előző hónapokhoz hasonlóan éves alapon áprilisban is tovább csökkent, amihez az alágazatok széles köre hozzájárult. A német ipari új rendelések is érdemben csökkentek az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az élénkülés irányába mutat ugyanakkor, hogy rövid bázison mindkét mutató tekintetében gyorsulást láthattunk. Az enyhén javuló ipari teljesítménnyel összhangban az export növekedett. **A kedvező első negyedévi adat ellenére a német gazdaság idei évi teljesítményére vonatkozó várakozások továbbra is kedvezőtlen képet mutatnak. A német ipari folyamatok hazai kilátásokra gyakorolt hatását árnyalja, hogy az utóbbi**

3-11. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása



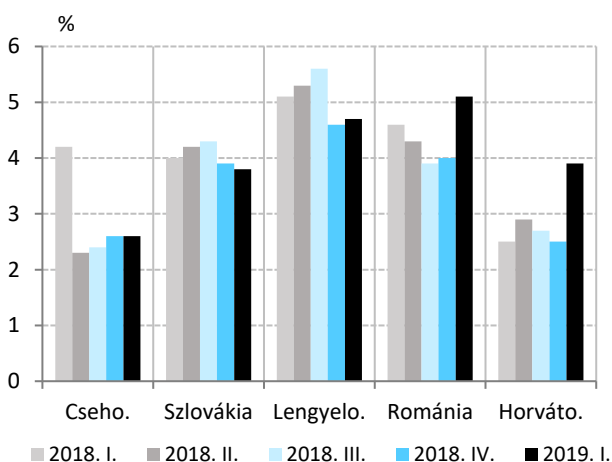
Forrás: Európai Bizottság, Ifo

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



Forrás: Eurostat

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



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

Forrás: Eurostat

hónapokban a közép-európai és a német ipari termelés elszakadását láthattuk.

A francia gazdaság 1,1 százalékkal bővült az első negyedévben, amihez felhasználási oldalon a fogyasztás járult hozzá. Az olasz gazdaság teljesítménye továbbra is stagnáló, habár az idei első negyedév enyhe növekedést mutatott. Ausztria gazdasági növekedése tovább folytatódott és az eurozóna GDP bővülésénél némileg magasabban, 1,4 százalékon alakult.

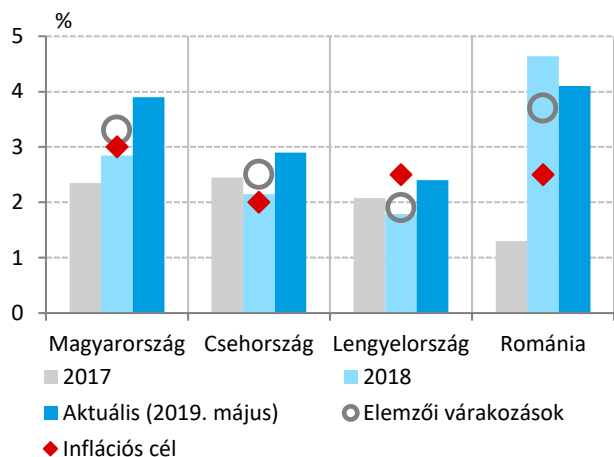
Az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABCI), illetve a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) egyaránt mérséklődtek az elmúlt időszakban (3-11. ábra). A csökkenés elsősorban a megkérdezett vállalatok üzleti kilátásainak gyengülésével magyarázható.

Az euroövezet növekedési kilátásait illetően továbbra is a lefelé mutató kockázatok dominálnak. Kockázatként azonosítható elsősorban a kereskedelmi feszültségek következtében az elmúlt időszakban csökkenő ipari termelés, Olaszország magas államadósságból fakadó sérülékenysége, a kínai gazdaság lassulásából eredő közvetett hatások, valamint a feltörekvő piacokon tapasztalható törékeny pénzügyi környezet miatti bizonytalanság. Emellett az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése körüli bizonytalanság továbbra is kockázatként azonosítható. A kilátások romlását némiképp enyhíti, hogy az eurozóna növekedését tekintve legrosszabbnak megítélt megállapodás nélküli Brexit esélye csökkent, de Theresa May miniszterelnök lemondásával továbbra is reális forgatókönyvként kell számolni az Egyesült Királyság „kiesésével” az EU-ból. A Brexit iránya a július végén megválasztandó utód személyétől függhet. A globális konjunktúrát tekintve az elmúlt hónapokban a kereskedelmi feszültségek fokozódása maradt a legjelentősebb pénzügyi és növekedési kockázat.

A romló euroövezeti konjunktúrával összhangban az infláció továbbra is mérsékelt maradt az övezetben, január óta 1,5 százalék körül ingadozott. A fogyasztóiár-index mellett az inflációs alapfolyamatokat jobban megragadó maginfláció nőtt, de továbbra is mérsékelt maradt az elmúlt időszakban, a márciusi 0,8 százalékról áprilisban 1,3 százalékra emelkedett, majd májusban ismét 0,8 százalékra csökkent. Az egyes tagállamok szintjén azonban jelentős eltéréseket tapasztalhatunk a maginflációs rátákban (3-12. ábra), ami az eltérő ciklikus pozícióval magyarázható. Az 5 év múlva kezdődő 5 éves inflációs várakozások továbbra is elmaradnak az EKB inflációs céljától.

Az Európai Központi Bank kormányzótanácsa júniusi ülésén változatlanul hagyta az irányadó kamatokat. A

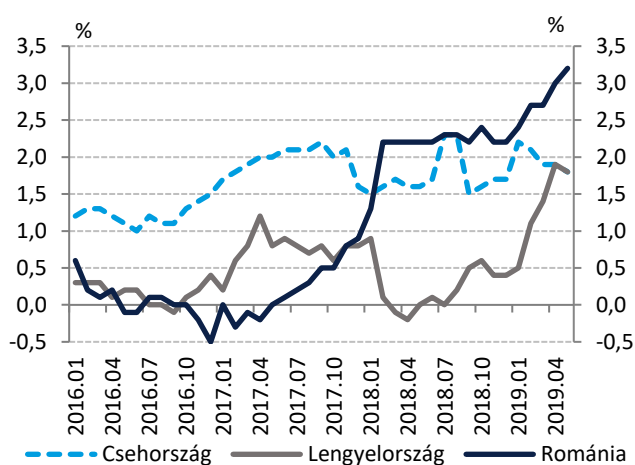
3-14. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások



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 országában



Forrás: Eurostat

döntéshozók ugyanakkor fél évvel kitolták előretekintő iránymutatásukat, így várakozásuk szerint a kamatok a jelenlegi szinteken maradnak legalább 2020 első feléig.

A Kormányzótanács a negyedéves célzott, hosszabb lejáratú refinanszírozási művelet (TLTRO III) kondícióiról is döntött. A TLTRO III keretében nyújtott hitelek kamatát az adott hitel teljes futamideje alatt érvényes fő refinanszírozási kamat (MRO) átlagának tíz bázisponttal megnövelt értékében határozta meg a jegybank. A kamat mértéke azonban csökkenhet azon bankok esetében, amelyek hitelezési tevékenysége egy küszöbértéket meghalad. Eszerint a legalacsonyabb kamat a hitel futamideje alatt fennálló jegybanki betéti kamat átlagos mértékének 10 bázisponttal növelt értéke lehet.

A 2018. decemberében lezárt eszközvásárlási programok keretében vásárolt, lejáró értékpapírokból származó tőketörlesztés újrabefektetésre kerül az irányadó ráták emelésének megkezdését követően hosszabb időszakon keresztül, illetve ameddig azt a Kormányzótanács szükségesnek ítéli. A piaci árazások ugyanakkor 2019 második felére már az irányadó ráta csökkenését valószínűsítik.

3.1.3. A kelet-közép-európai régió folyamatai

Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2019 elején is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának (3-13. ábra). Szezonálisan igazított adatok alapján Lengyelországban 4,6, Romániában 5,1, Szlovákiában 3,8, míg Csehországban 2,5 százalékos GDP-növekedést regisztráltak az első negyedévben. A régió egészét vizsgálva a növekedés fő hajtóerejét a belső kereslet jelenti, illetve – Csehországot leszámítva – a német konjunktúra folyamatoktól való elszakadás jellemzi a régiót (lásd 3-1. keretes írás).

Az infláció a régió országában változékonyságban alakult az elmúlt hónapokban. Csehországban az infláció újra az inflációs cél fölé emelkedett az időszak során, májusban 2,9 százalékon alakult. Lengyelországban január óta fokozatosan emelkednek a fogyasztói árak, májusra 2,4 százalékra gyorsult az áremelkedés mértéke. Romániában az év eleji átmeneti csökkenést követően ismét gyorsuló ütemben emelkednek a fogyasztói árak, márciusban az árindex meghaladta a toleranciasáv felső szélét jelentő 3,5 százalékot, majd májusra 4,1 százalékra emelkedett. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint az infláció idén várhatóan a toleranciasáv felett marad, majd a teljes előrejelzési horizonton a sáv felső részében alakul.

A májusi elemzői konszenzus alapján az idei évben az átlagos infláció enyhén a jegybanki célok felett alakulhat

Csehországában és Romániában, míg Lengyelország esetében az áremelkedés üteme továbbra is elmarad a 2,5 százalékos céltól (3-14. ábra). A régió országait tekintve a maginfláció változóan alakult az időszak során, Lengyelországban és Romániában emelkedett, míg Csehországban kismértékben csökkent.

A régiós jegybankok közül a cseh jegybank döntéshozói májusban az irányadó ráta 25 bázispontos emelése mellett döntöttek. A jegybank legfrissebb előrejelzése alapján az inflációs nyomás nem erősödik tovább, az infláció idén még a toleranciasáv felső részében maradhat, majd jövőre fokozatosan a 2 százalékos célra csökken. A kamatpálya-előrejelzés a vártnál gyengébb árfolyam következtében felfelé tolódott. **A lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak az irányadó rátán az elmúlt negyedévben.**

Döntéshozói nyilatkozatok alapján a jegybank lépései az inflációs céltól való eltérés függvényében alakulnak. A legfrissebb előrejelzés szerint az árak várhatóan mérsékelt ütemben fognak emelkedni és a monetáris politika transzmissziós horizontján az infláció a cél közelében marad. A döntéshozók értékelése alapján a kamatok jelenlegi szintje támogatja az inflációs cél elérését, valamint a lengyel gazdaság fenntartható növekedését és a makrogazdasági egyensúly fennmaradását.

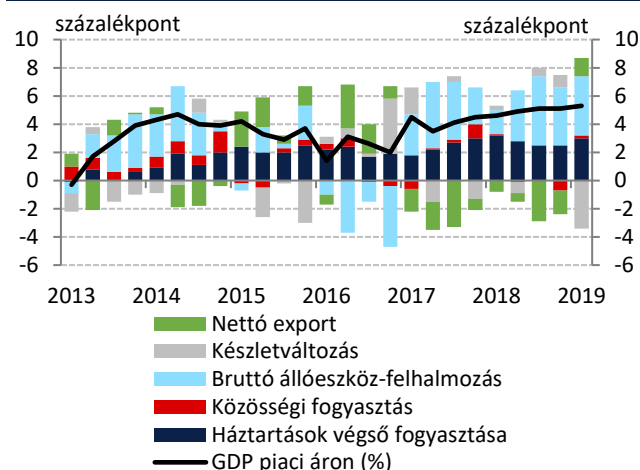
A román jegybank döntéshozói sem változtattak a monetáris politikai kondíciókon az elmúlt időszakban. A tavaly év végi átmeneti csökkenés után februárban az infláció ismét kilépett a toleranciasávból és májusra 4,1 százalékra emelkedett. A jegybank legfrissebb előrejelzése szerint az infláció év végéig várhatóan a cél körüli toleranciasáv felett maradhat, majd a teljes előrejelzési horizonton a sáv felső részében alakul.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

A hazai gazdaság növekedése tovább gyorsult 2019 első negyedében. A bruttó hazai termék 5,3 százalékos növekedését az ágazatok széles köre támogatta. Felhasználási oldalról továbbra is a belső keresleti tételek – fogyasztás és beruházás – járultak hozzá a legnagyobb mértékben a gazdaság bővüléséhez, emellett a nettó export növekedési hozzájárulása is pozitív volt. A háztartások fogyasztásának bővülését a kedvező jövedelmi folyamatok mellett az élénkülő háztartási hitelpiac és a magas szinten tartózkodó fogyasztói bizalom is támogatta. A beruházások jelentős mértékű növekedéséhez hozzájárult a kedvező finanszírozási környezet: a vállalati hitelpiac kétszámjegyű bővülése, illetve az uniós forrásfelhasználás emelkedése. A teljes export éves dinamikája a kedvező ipari folyamatok révén meghaladta az import növekedési ütemét, így összességében a nettó export pozitívan befolyásolta a gazdasági növekedést az első negyedévben. Termelési oldalon a piaci szolgáltatások folytatódó bővülése mellett az építőipar, valamint az ipari ágazatok is támogatták a GDP növekedését.

2019 első negyedében 5,3 százalékkal növekedett a bruttó hazai termék az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 1,5 százalékkal bővült a GDP. Továbbra is a belső kereslet támogatta a gazdaság növekedését, érdemben bővültek a beruházások és a háztartások fogyasztása is élénkült. A belső keresleti tételek emelkedésével párhuzamosan bővült az import, azonban az export növekedési üteme gyorsult az első negyedévben, így a nettó export pozitívan járult hozzá a növekedéshez (3-16. ábra).

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



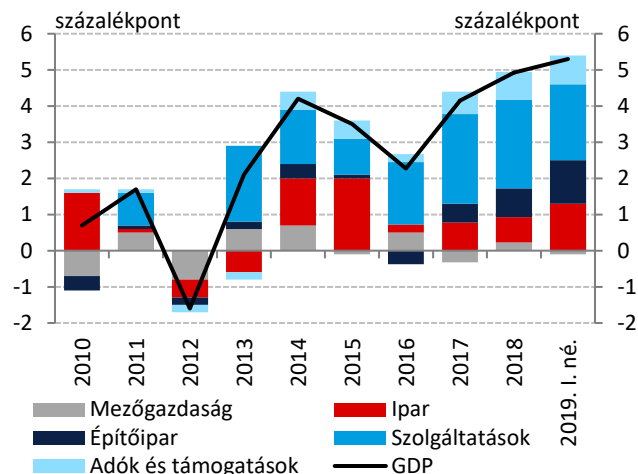
Forrás: KSH

Termelési oldalról nézve a mezőgazdaság kivételével az ágazatok mindegyikében emelkedett a hozzáadott érték. A belső kereslet érdemi növekedésével összhangban a termelési oldalon a piaci szolgáltatások támogatták leginkább a gazdasági növekedést (3-17. ábra). A legnagyobb mértékben a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, valamint a szakmai, tudományos és adminisztratív szolgáltatások alágazatok bővültek. Továbbá emelkedett a hozzáadott érték az információ és kommunikáció, valamint az ingatlanügyletek ágazatokban is (3-18. ábra). A közösségi szolgáltatások dinamikája nem változott az előző év azonos időszakához képest.

2019 első negyedében folytatódott a háztartások fogyasztásának bővülése. A szolgáltatásokra irányuló fogyasztás, illetve a tartós termékek vásárlásának éves bővülése – a lakáspiaci ciklus alakulásával összhangban – jelentősen meghaladta a fogyasztás aggregált bővülését. A tartós termékek fogyasztása kétszámjegyű bővülést mutat, míg a szolgáltatások fogyasztása továbbra is pozitívan járul hozzá a fogyasztás növekedéséhez (3-19. ábra). A növekedést a dinamikus béremelkedés és a tovább bővülő foglalkoztatottság mellett a magas fogyasztói bizalom és hitelfelvételi hajlandóság, valamint a **nettó pénzügyi vagyon is támogatta** (3-20. ábra). A fogyasztás bővülésének dinamikáját a kiskereskedelmi forgalmi adat is alátámasztja, mely áprilisban tovább emelkedett (3-21. ábra).

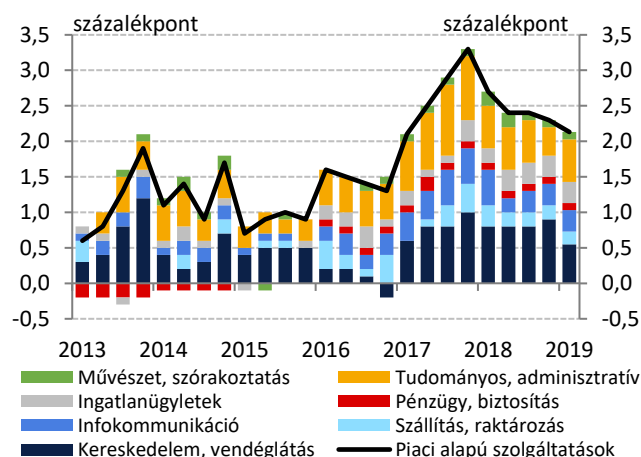
A negyedév során tovább gyorsult a hiteldinamika a háztartási szegmensben. A háztartási hitelállomány a

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



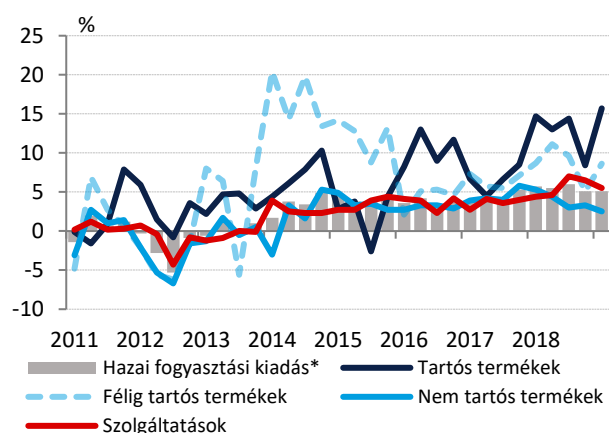
Forrás: KSH

3-18. ábra: A piaci alapú szolgáltatások ágazatainak GDP-hez való növekedési hozzájárulása



Forrás: KSH

3-19. ábra: A lakossági fogyasztási kiadás és altételeinek éves változása



Megjegyzés: *A hazai fogyasztási kiadás nem tartalmazza a turisztikai egyenleg korrekcióját, emiatt eltér a nemzeti számlákban szereplő háztartások fogyasztási kiadása tételtől.

Forrás: KSH

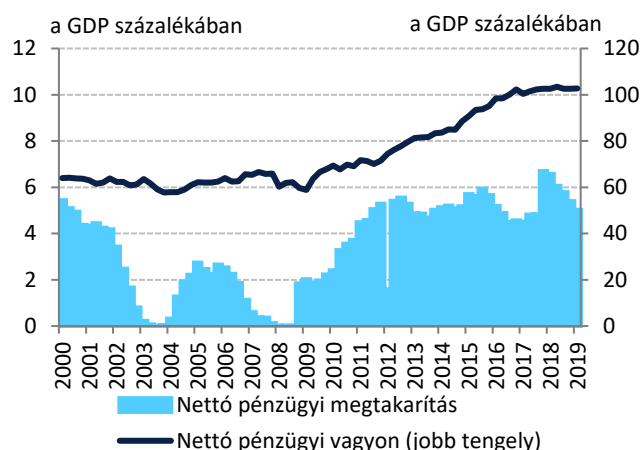
negyedév során tovább bővült a tranzakciók eredőjeként, így az éves hiteldinamika közel 6 százalékos szintet ért el a negyedév végére. A növekedést továbbra is elsősorban a lakáshitelek és a személyi kölcsönök hajtják. A lakáshitelek kibocsátása az elmúlt 12 hónapban nominálisan meghaladta a 2008. évi volument, ugyanakkor reálértékben és a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének arányában lényegesen elmarad a válság előtti szinttől. A felépülő állományban a kamatkockázat csökkenését támogatja, hogy gyakorlatilag megszűnt az éven belül változó kamatozású lakáshitel-kibocsátás, valamint szigorodott a jövedelemarányos törlesztőrészlet mutatóra vonatkozó adósságfék-szabályozás. A negyedév során megkötött, legalább 5 évre fixált lakáshitelek több mint fele Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel termék volt, amely alacsony felár mellett hosszú távon kiszámítható hiteltörlesztést biztosít a háztartásoknak. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok túlnyomó része a korábbi negyedévekhez hasonlóan élénk keresletről számolt be a lakáshitelek esetében, és a következő fél évben is hasonló intenzitásra számít. A folytatódó kétszámjegyű bérnövekedés a versenyszférában, valamint a kedvező hitelkondíciók továbbra is a dinamikus hitelkibocsátás irányába mutatnak. A Családvédelmi Akcióterv keretében 2019. július 1-től igényelhető babaváró támogatás várhatóan csak kismértékben növeli a teljes hitelkibocsátás volumenét, statisztikai okokból a lakáshitel-kibocsátásra csökkentő, míg a fogyasztási hitelezés volumenére bővítő hatással lesz.

2019 első negyedévében a közösségi fogyasztás szintje a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatásokkal együtt emelkedett a tavalyi év azonos időszakához képest (2,2 százalék).

2019 első negyedévében 23,4 százalékkal emelkedtek a nemzetgazdasági beruházások az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-22. ábra). Az épületjellegű beruházások az építőipar első negyedévében tapasztalt kiemelkedő teljesítményével összhangban 32,4 százalékkal növekedtek, míg a gépjellegű beruházások 20,5 százalékkal bővültek. A belföldre termelő és szolgáltató vállalatok beruházásai élénkültek az előző negyedévhez képest, amit szinte minden ágazat támogatott. Érdemben emelkedtek a pénzügyi, biztosítási, valamint az építőipari beruházások, míg a kereskedelem és vendéglátás ágazatokban mérsékelt növekedés volt megfigyelhető.

Az elsősorban külföldre termelő ágazatok beruházásai jelentős mértékben bővültek, amit egyrészt a nagyszűlű **járműipar beruházásai**, másrészt további feldolgozóipari alágazatok (villamos berendezések gyártása, vegyipar, fémipar, élelmiszeripar) bővülése támogatott. Az állami

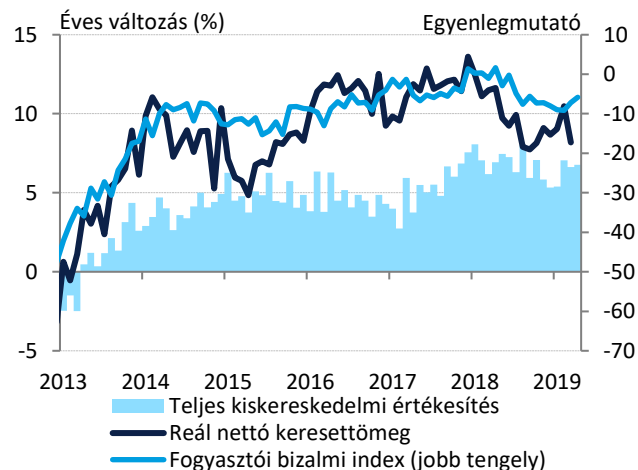
3-20. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH

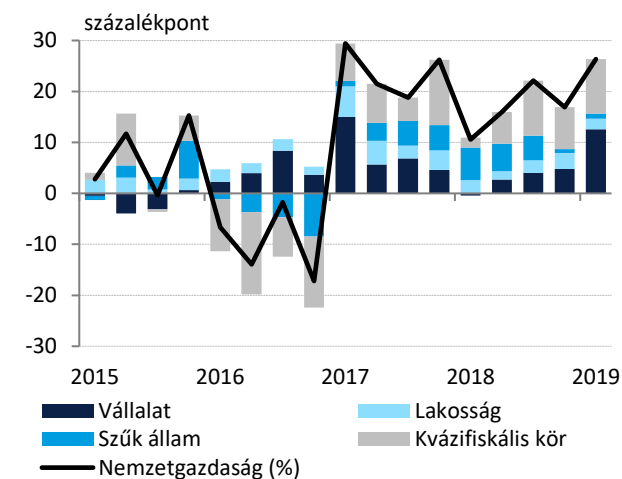
3-21. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított kiskereskedelmi adat.

Forrás: Európai Bizottság, Eurostat, KSH

3-22. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



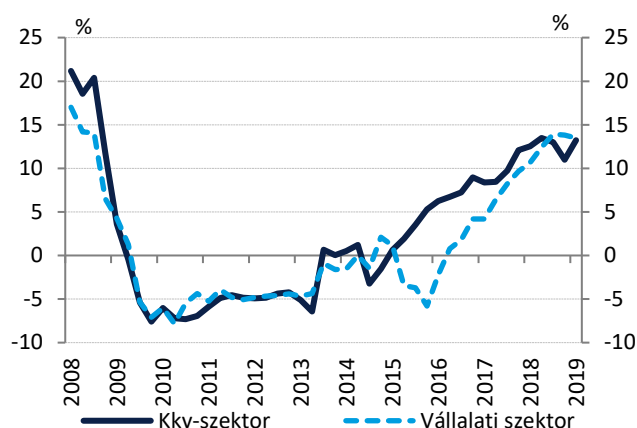
Forrás: KSH

(egészségügy, közigazgatás) szektorban a beruházások mérsékelten emelkedtek, míg az államhoz szorosan kötődő ágazatok (szállítás, energetika) beruházásai jelentős mértékben bővültek, elsősorban az uniós és saját forrásokból megvalósított fejlesztéseknek köszönhetően. **Az élénk beruházási aktivitással összhangban az első negyedévben folytatódott az építőipar kibocsátásának dinamikus emelkedése.**

Nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő vállalati hiteldinamika jellemezte a negyedévet. 2019 első negyedévében a nem-pénzügyi vállalatoknak folyósított hazai hitelek jelentősen meghaladták a törlesztéseket, így a vállalati hitelállomány 14 százalékkal, míg a kkv-szektor hitelállománya 13 százalékkal bővült éves összevetésben (3-23. ábra). A válság óta nem látott mértékű növekedés ágazati szempontból széles bázison valósult meg, legnagyobb mértékben a feldolgozóipar hitelállománya bővült. Az év elejével a jegybank elindította 1000 milliárd forintos keretösszeggel a Növekedési Hitelprogram fix konstrukciót, melynek kihasználtsága 2019. május végén 131 milliárd forintot ért el, támogatva a vállalati hitelek egészségesebb szerkezetbe, fix kamatozású forinthitelekbe terelését. A Hitelezési felmérés keretében adott banki válaszok is megerősítik, hogy a vállalatok kereslete erőteljesen eltolódott a hosszú lejáratú, valamint a forintban denominált hitelek irányába, melynek fennmaradására a következő fél évre előre előretekintve is számítanak a bankok. Az üzleti célú ingatlanhitelezésben a növekvő kockázatokra reflektálva egyes bankok - elsősorban az ingatlanárak túlértékeltségének megnövekedett kockázata miatt – szigorítottak a hitelkondíciókon, ennek ellenére nem számítanak a kereslet visszaesésére egyik ingatlanfejlesztési cél esetében sem.

A lakosság beruházási aktivitása tovább emelkedett az első negyedévben. A kedvező keresleti feltételekkel párhuzamosan folytatódott a lakásépítések bővülése (3-24. ábra), amit a lakosság magas hitelfelvételi hajlandósága és a kedvező hitelkondíciót biztosító otthonteremtési programok is érdemben támogatnak. A korábban kiadott építési engedélyekkel összhangban 2019 első negyedévében 3661 új lakás került átadásra, ami 7,9 százalékos bővülést jelent éves összevetésben. Bár az újonnan kiadott lakásépítési engedélyek száma enyhén csökkent az előző év azonos időszakához képest, a kiadott építési engedélyek száma továbbra is magas szinten alakul, így a következő negyedévekben a lakásépítések további bővülésére számítunk. **Az élénk kereslet hatására folytatódott a lakásárak emelkedése, amihez a használt és az új lakások árváltozása egyaránt hozzájárult.** Folytatódott a lakásárak emelkedésének elmúlt negyedévekben

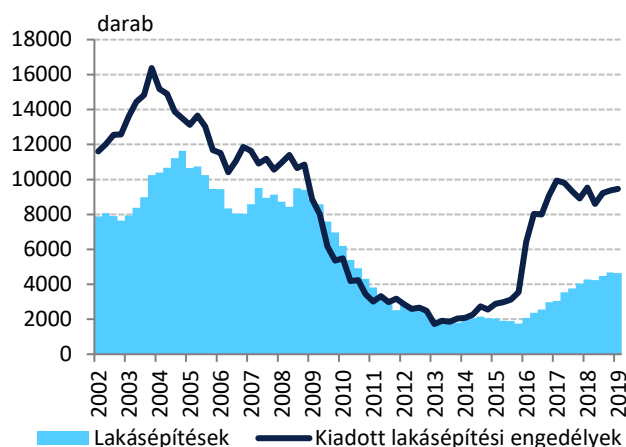
3-23. ábra: A teljes vállalati és a kvv-szektor hitelállományának éves változása



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

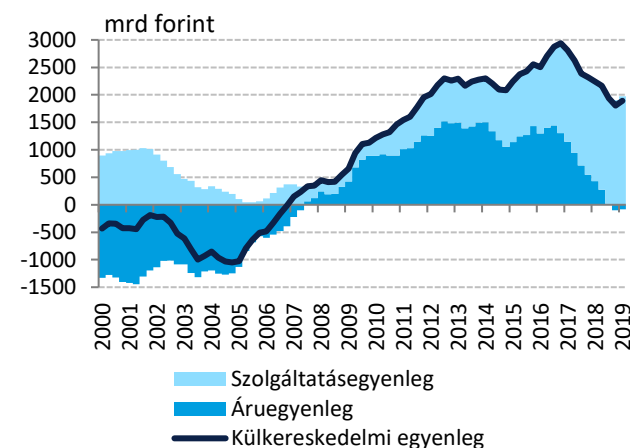
Forrás: MNB

3-24. ábra: Az újlakásépítések és építési engedélyek alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adat. Forrás: KSH

3-25. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



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

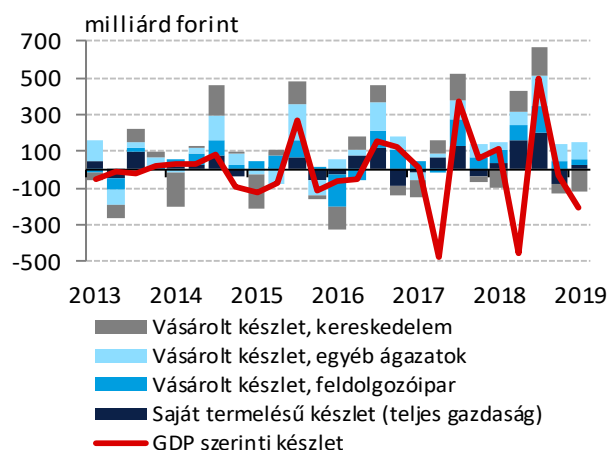
tapasztalt lassulása, ami azzal magyarázható, hogy a jellemzően alacsonyabb árszinttel rendelkező, nem fővárosi lakások súlya emelkedett a lakáspiaci forgalomban.

A nettó export az első negyedévben pozitívan járult hozzá a hazai gazdaság növekedéséhez. A kedvező exportfolyamatok alapját az adja, hogy a hazai ipar az elmúlt hónapokban dinamikus növekedésnek indult, annak ellenére, hogy a német ipar teljesítménye és a feldolgozóipari megrendelések is jelentős visszaesést mutattak. Míg a német ipar éves alapon számított növekedése az elmúlt félévben átlagosan 2,2 százalékos csökkenést mutatott, addig a hazai ipari teljesítménye ezen időszak alatt 5,3 százalékkal növekedett (a német és régiós ipari folyamatokkal a 3.1. keretes írásban bővebben is foglalkozunk). 2019 első negyedévében a hazai ipar hozzáadott értéke, éves alapon számítva 5,9 százalékos bővülést mutatott, ezen időszak alatt a hazai export pedig ezt meghaladó ütemben, 7,7 százalékkal emelkedett. A kivitel erőteljes növekedési üteméhez az elmúlt évben felhalmozott készletek leépítése is hozzájárulhatott. A belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás, beruházások) emelkedésével párhuzamosan az áruimport növekedése tovább folytatódott, az áruegyenleg azonban pozitívan alakult, köszönhetően az export erőteljes bővülésének. A hazai szolgáltatás-export tovább bővült, ami elsősorban a turisztikai és a szállítási szolgáltatások mellett a pénzügyi és egyéb üzleti szolgáltatások exportjához kötődött. A külkereskedelmi egyenleg ismét emelkedett az első negyedévben, melyhez a markáns többletet mutató szolgáltatás-egyenleg járult hozzá a legnagyobb mértékben (3-25. ábra). Összességében a nettó export pozitívan befolyásolta a gazdasági növekedést az első negyedévben.

A mezőgazdaság teljesítménye – a KSH előzetes becslése alapján – negatívan járult hozzá a gazdasági növekedéshez az első negyedévben. A szokatlanul aszályos évkezdett következtében az őszi búzatermésre vonatkozó várakozások romlottak. Az áprilisi és májusi időjárás ugyan jelentősen javította a terméskilátásokat, azonban kérdéses, hogy a szokatlanul esős május milyen irányba befolyásolja az őszi terméseredményeket.

A nemzetgazdasági készletek szintjének és növekedési hozzájárulásának alakulását több tényező is döntően befolyásolta. Egyrészt a kedvező hazai konjunktúráis folyamatok a tavalyi év során magas készletszintekkel jellemezhető működést eredményezhettek az ágazatok széles körében. Az ipari export megugrása ezen készletek leépítéséhez vezetett az idei év elején, ami hozzájárult a készlet szint éves alapon mért csökkenéséhez. A tavalyi évben készleten lévő beruházások aktiválása szintén

3-26. ábra: A készletváltozás folyó áron és GDP szerint



Megjegyzés: Negyedéves változás, milliárd forint.

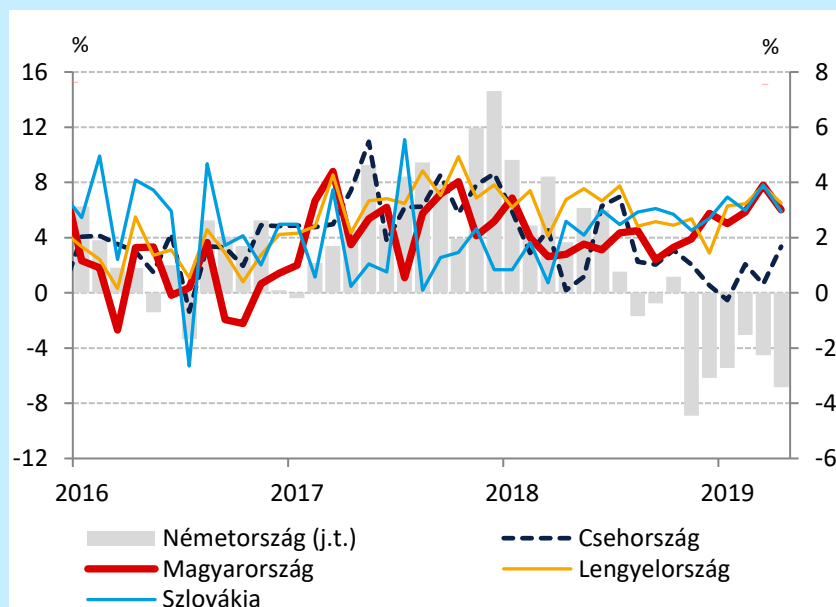
Forrás: KSH, MNB-számítás

erősítette ezt a folyamatot. Mindemellett az év eleji aszályos időjárás következtében kedvezőtlen mezőgazdasági termés is a nemzetgazdasági készletek csökkenését eredményezhette. Összességében az első negyedévben a készletváltozás negatívan járult hozzá a GDP növekedéséhez (3-26. ábra).

3-1. keretes írás: A régiós és a német ipari termelés szétválásának okai

A régiós országok ipari teljesítménye a tavalyi év második felében lassulást mutatott, összhangban a régiós ipari export legfontosabb felvevőpiacának számító német feldolgozóiparban látott folyamatokkal. Ezt követően azonban a hazai és a régiós ipar kibocsátása is dinamikus növekedésnek indult, miközben a német ipari teljesítménye és a feldolgozóipari megrendelések is jelentős visszaesést mutattak. Mindennek következtében jelentős elnyílást tapasztaltunk a régiós és a német ipari termelés alakulása között. Miközben a német ipar éves alapon számított növekedése az elmúlt fél évben átlagosan 2,2 százalékos csökkenést mutatott, addig a hazai ipar teljesítménye ezen időszak alatt 5,3 százalékkal, a lengyel ipar 5,6 százalékkal, míg a szlovák ipar 6,1 százalékkal növekedett. A gyorsuló ipari teljesítmény pedig a hazai és a régiós országok gazdasági növekedésében is nagy szerepet játszott, így ezen jelenség tartóssága döntő jelentőséggel bírhat az idei évi növekedési számok alakulása tekintetében.

3-27. ábra: Az ipari termelés alakulása a régió országaiban



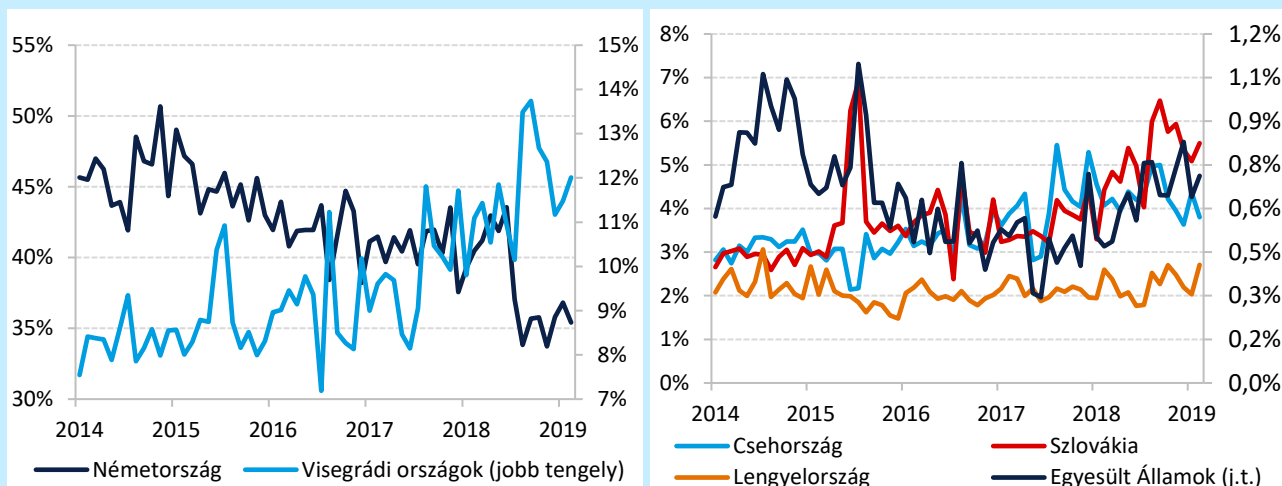
Megjegyzés: Szezonálisan és naptári hatással igazított adatok, éves változás, százalék.

Forrás: Eurostat, Destatis, KSH

A német ipari teljesítmény háttérében egyértelműen a járműgyártás utóbbi időben egyre inkább fokozódó ágazatspecifikus problémái húzódnak meg. Rövid távon a globálisan visszaeső új autó eladások és a kereskedelmi feszültségek, hosszabb távon a szigorodó emissziós elvárások és az új technológiák előretörése okozza a legnagyobb

problémákat. Az Audi első negyedéves jelentése alapján a nyugat-európai termelés lassult, **a németországi gyárakban az előző év azonos időszakához képest 19 százalékkal kevesebb autót gyártottak** 2019 első negyedévében. Ezzel szemben a magyar és szlovák Audi gyár termelése 60 százalékot meghaladó mértékben **emelkedett** 2019 első három hónapjában.

3-28. ábra: A hazai járműexport célországok részarányának alakulása a teljes járműexport arányában



Forrás: Eurostat

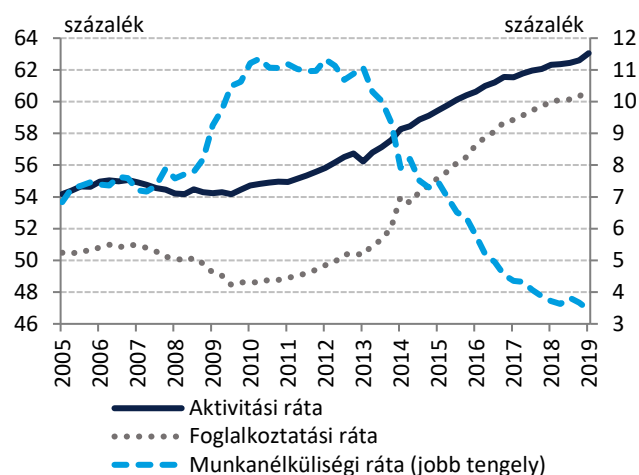
Mindennek következtében a teljes járműexporton belül Németország súlya az elmúlt negyedévek során közel 10 százalékponttal mérséklődött és ezzel párhuzamosan a visegrádi országok és az USA részaránya jelentősen emelkedett. A hazai járműipari export földrajzi orientációjában bekövetkezett változás több tényezőhöz is köthető. Egyrészt a hazai járműexport Németországba irányuló – elsősorban re-export célú – kivitel dominanciáját, a célpiacokra történő közvetlen export váltotta fel. Másrészt a kereskedelmi feszültségek fokozódása miatt az amerikai gazdaságban erősödött a készletezési aktivitás – egy esetleges további, Európára is kiterjesztett védővám bevezetésének kockázata miatt – ami **addicionális keresletet teremtett a járműexport iránt**. Mindemellett a hazai Audi gyárban a kifutó modellek (például: Audi TT) gyártásának befejezését és a gyártósorok átállását követően elindult a Q3-as modell gyártása, mely szintén erősítheti a hazai autógyártást és ezen keresztül a járműipari exportot. Ráadásul a Mercedes autóértékesítése az összes meghatározó kategóriában csökkent 2019 első negyedévében, kivéve a Magyarországon is gyártott kompakt kategóriát.

Az európai ipari konjunktúra tartós lassulása esetén a hazai ipar német konjunktúráról történő elválása várhatóan csak átmenetileg tudja élénkíteni a hazai ipari és export folyamatokat. Legfontosabb külkereskedelmi partnerünk Németország ipari és feldolgozóipari megrendelése 4-6 százalékos visszaesést mutatnak az idei év eddigi részében, ami a hazai ipar alapfolyamatait is visszavetheti. A rövid távon tapasztalt, addicionális keresleti impulzus kufutásával főbb felvevőpiacaink konjunkturális folyamatainak tartós lassulása a hazai ipari folyamatokra is negatív hatást gyakorolhatnak, ami a jelenlegi élénk dinamika lassulását vetíti előre.

3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2019 első negyedében nagymértékben emelkedett a versenyszféra foglalkoztatottsága. A versenyszférán belül a feldolgozóipar foglalkoztatása érdemben nem változott, míg a piaci szolgáltató szektorban foglalkoztatottak száma érdemben bővült az előző negyedévhez képest. A közfoglalkoztatottak száma 121 ezer főre csökkent. A szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,4 százalékra mérséklődött.

3-29. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

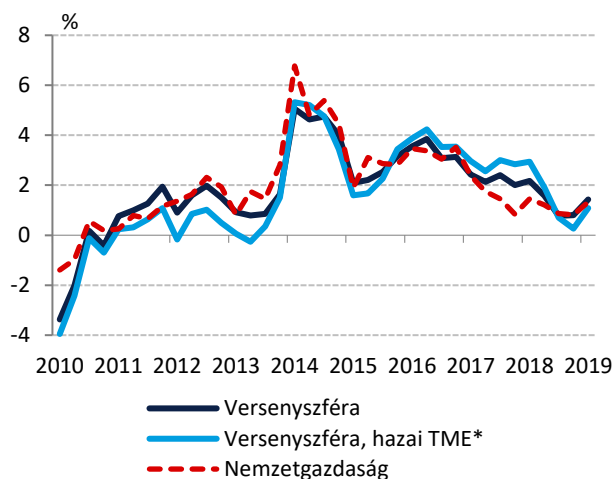
2019 első negyedében a 15–74 éves korosztály aktivitási rátája 62,8 százalékot tett ki, míg a 15–64 éves népességen belül az aktívak aránya 72,5 százalékon alakult. A szezonálisan igazított adatok alapján számottevően emelkedett a gazdaságilag aktívak száma (3-29. ábra).

A nemzetgazdasági foglalkoztatottság emelkedéséhez döntően a versenyszféra járult hozzá, az állami szféra foglalkoztatottsága kisebb mértékben bővült. Az állami szférán belül a közfoglalkoztatottak száma 121 ezer főre csökkent, míg a közfoglalkoztatáson kívüli létszám emelkedett.

A versenyszférán belül a feldolgozóipar foglalkoztatása érdemben nem változott, míg a piaci szolgáltató szektorban foglalkoztatottak száma nagymértékben bővült az előző negyedévhez képest. A külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma nem változott, 109 ezer főt tett ki. A ledolgozott munkaóratömeggel korrigált, hazai teljes munkaidő egyenértékes létszám a foglalkoztatottnál visszafogottabb ütemben emelkedett (3-30. ábra).

A munkanélküliek száma tovább csökkent, a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,4 százalékra mérséklődött. Az üres álláshelyek száma alapján mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltató szektorban mérséklődött a vállalatok munkaerő-kereslete.

3-30. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása



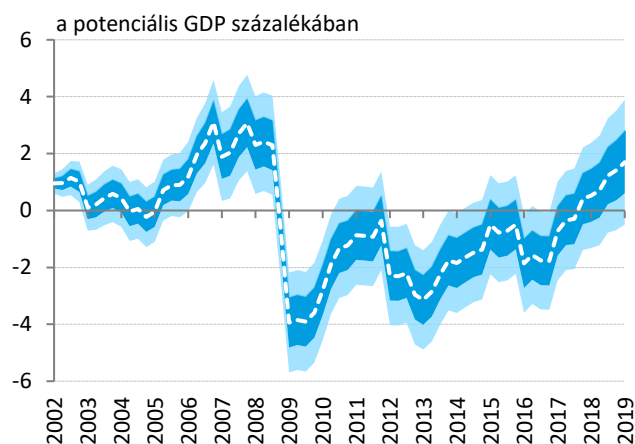
Megjegyzés: *Teljes munkaidő egyenértékes létszám, külföldi telephelyen dolgozók nélkül. Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Becslésünk alapján a GDP enyhén a potenciális kibocsátás fölött alakult 2019 első negyedében. A vállalatok kapacitáskihasználtsága továbbra is magas szinten tartózkodik, miközben a munkapiacra közvetlenül bevonható szabad tartalékok tovább mérséklődtek. A kibocsátási rés bezáródásával a gazdaság kínalmi oldalának bővülése válik meghatározóvá a növekedés fenntarthatósága szempontjából. A potenciális növekedés ütemét a gazdaságpolitika a stabilitás fenntartása mellett a versenyképesség javítását és a termelékenység növelését célzó strukturális eszközökkel történő lépésekkel emelheti.

3-31. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv



Megjegyzés: A kék terület a becslési bizonytalansági sávot mutatja.

Forrás: MNB

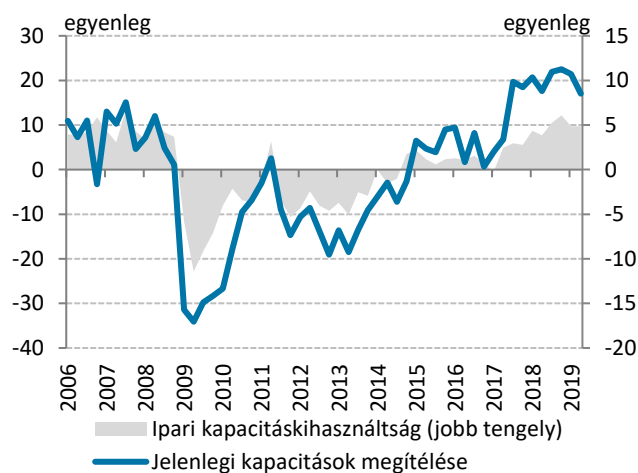
Becslésünk szerint a GDP enyhén a potenciális kibocsátás fölött alakult (3-31. ábra). **A hazai gazdaság ciklikus pozíciójáról alkotott képünk enyhén emelkedett** a márciusi Inflációs jelentésben szereplő becslésünkhöz képest.

Kérdőíves felmérések alapján **a vállalatok kapacitáskihasználtsága továbbra is magas szinten tartózkodik**. A kapacitások megítélése már meghaladja a válság előtti átlagos szintjét. Az elmúlt évek dinamikus foglalkoztatásbővülése mindemellett hozzájárult a munkaerőpiac feszebbé válásához (3-32. ábra).

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

Az elmúlt időszakban a termelékenység bővült, azonban ez a folyamat inkább ciklikus tényezőkkel, mint a gazdaság versenyképességének strukturális javulásával magyarázható. Ugyanakkor a magas beruházási ráta, a bejelentett nagyberuházások és a beszállítói hálózat kapacitásbővítései középtávon pozitív visszacsatolást indíthatnak el **a magasabb hozzáadott értékű piaci szolgáltatások** (info-kommunikáció, pénzügy, logisztika, marketing) körében is.

3-32. ábra: Kapacitáskihasználtság és a kapacitások jelenlegi megítélése

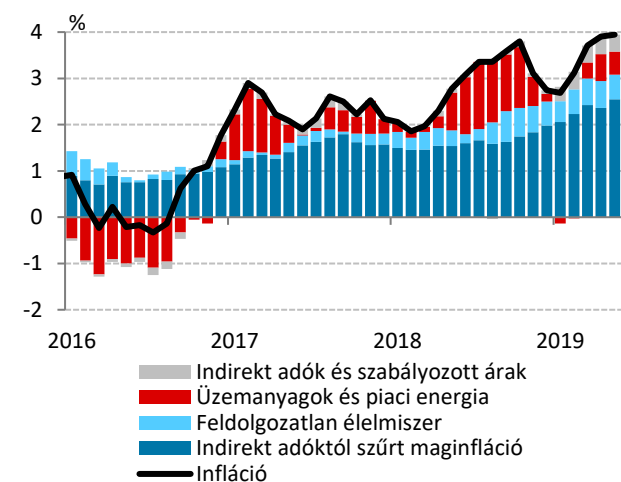


Forrás: ESI

3.5. Költségek és infláció

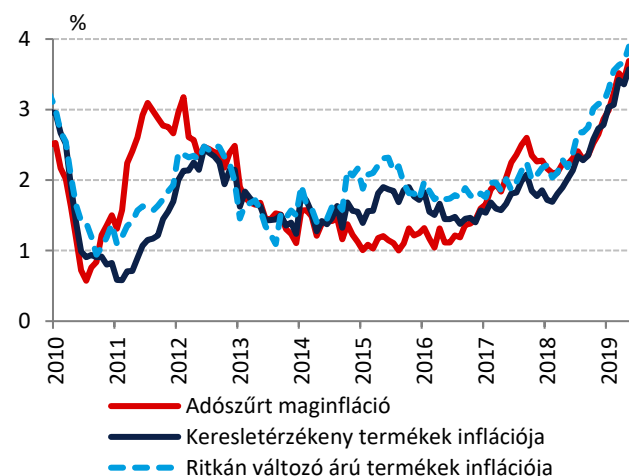
Az infláció év eleji 3 százalék körüli szintről az elmúlt hónapokban a toleranciasáv felső harmadába emelkedett. A fogyasztóiár-index emelkedését elsősorban – a világpiaci olajárak alakulásával összhangban – az üzemanyagárak növekedése okozta. Az adószűrt maginfláció elmúlt időszakbeli emelkedését pedig a piaci szolgáltatások és a feldolgozott élelmiszerek árdinamikájának növekedése magyarázza, így a mutató májusban 3,7 százalékra emelkedett. 2019 első negyedében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 11,8 százalékkal emelkedett az előző év azonos időszakához képest. A minimálbér- és garantált bérminimum emelkedés mértékét meghaladó idei évi bérdinamikát főként a bérezési alapfolyamatot meghatározó feszes munkaerőpiaci kondíciók magyarázhatják. A nagyvállalatok és a kis- és középvállalatok körében hasonló, kétszámjegyű bérdinamika volt megfigyelhető.

3-33. ábra: Az infláció dekompozíciója



Forrás: MNB-számítás

3-34. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3.5.1. Fogyasztói árak

Az infláció év eleji 3 százalék körüli szintről az elmúlt hónapokban a toleranciasáv felső harmadába emelkedett.

A fogyasztóiár-index emelkedését elsősorban – a világpiaci olajárak alakulásával összhangban – az üzemanyagárak növekedése okozta (3-33. ábra).

Az elmúlt hónapokban **folytatódott a tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók** (keresletérzékeny, illetve ritkán változó árú termékek inflációja) **emelkedése** (3-34. ábra). Az adószűrt maginfláció emelkedését a piaci szolgáltatások és a feldolgozott élelmiszerek árdinamikájának növekedése okozta, így a mutató májusban 3,7 százalékra emelkedett.

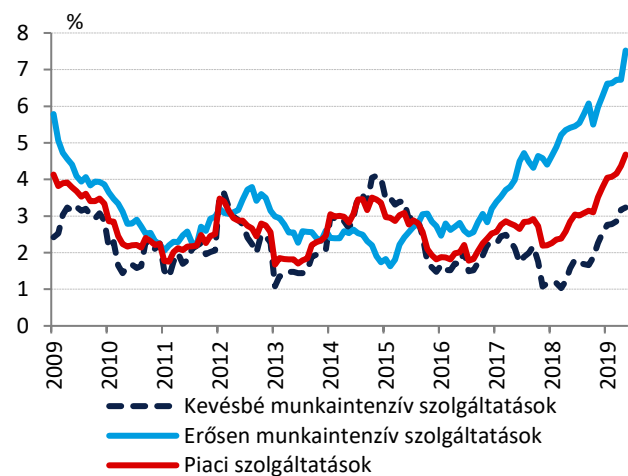
Az iparcikkek inflációja összességében enyhén emelkedett az elmúlt hónapokban. A nem tartós iparcikkek inflációja nőtt, amit a változékony árú repülőjegyek, illetve a ruházati cikkek áralakulása magyaráz. Eközben a tartós iparcikkek árdinamikája lényegében nem változott.

A tavaszi hónapokban **folytatódott a piaci szolgáltatások inflációjának emelkedése.** Az elmúlt években tapasztaltnál magasabb árdinamika a termékek széles körére jellemző volt. A szolgáltatásokon belül mind a munkaintenzív, mind a kevésbé munkaintenzív szolgáltatások inflációja nőtt (3-35. ábra).

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

Az élelmiszereket összességében továbbra is magas árdinamika jellemezte az elmúlt hónapokban. A feldolgozatlan élelmiszerek inflációja továbbra is 10 százalék közeli szinten tartózkodik, amit elsősorban a szezonális élelmiszerek és a sertéshús áremelkedése magyaráz. A feldolgozott élelmiszerek inflációja is emelkedett, amit főként a tej és tejtermékek áremelkedése okozott.

3-35. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja



Megjegyzés: Éves változás, indirekt adók hatásától szűrt adatok.
 Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

Az üzemanyagárak az elmúlt hónapokban érdemi volatilitás mellett összességében emelkedtek. Március és május között az üzemanyagárak összesen több, mint 10 százalékkal emelkedtek; június első heteiben azonban az olajárakban tapasztalt korrekcióval összhangban mérséklődtek.

Az elmúlt hónapok adatait tekintve az infláció, a maginfláció és az adószűrt maginfláció összességében magasabban alakult a márciusi inflációs jelentés prognózisánál. A teljes inflációban tapasztalt eltérést az üzemanyagárak vártnál nagyobb emelkedése okozta. Az előrejelzésünknel magasabb maginflációt és adószűrt maginflációt a piaci szolgáltatások vártnál magasabb árdinamikája okozta.

3.5.2. Inflációs várakozások

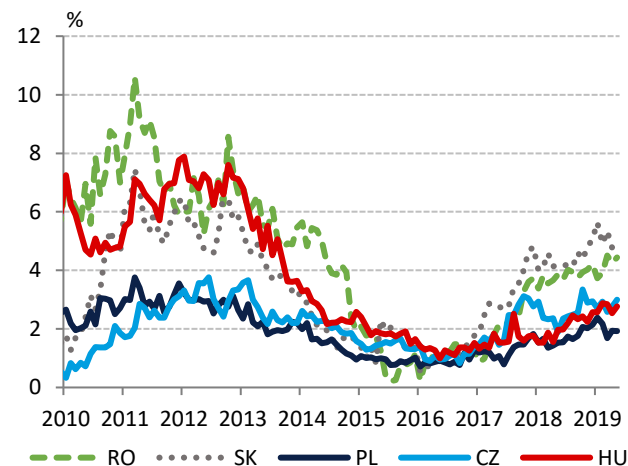
Az elmúlt hónapokban a lakosság inflációs várakozásai érdemben nem változtak és továbbra is visszafogott szinten tartózkodnak, ami a várakozások horgonyozottságára utal. A hazai várakozások összhangban alakultak a régió korábban is tartósan alacsony inflációval jellemezhető országaiban tapasztalható várakozásokkal (3-36. ábra).

3.5.3. Bérek

2019 első negyedében 11,8 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest (3-37. ábra). Januárban a rendszeres átlagkereset a szokásos szezonálisnál erőteljesebb mértékben, 4 százalékkal emelkedett havi alapon. Márciusban a rendszeres átlagkereset havi emelkedése a szokásos szezonálisnál enyhén alacsonyabb volt. Ebből összességében arra következtethetünk, hogy ugyan a bérezés jellemző szezonálisitása nem változott – tehát a vállalatok jellemzően márciusban béreztek át idén is – azonban a korábbi évekhez képest a vállalatok jelentős része már az év elején, januárban megemelte a béreket.

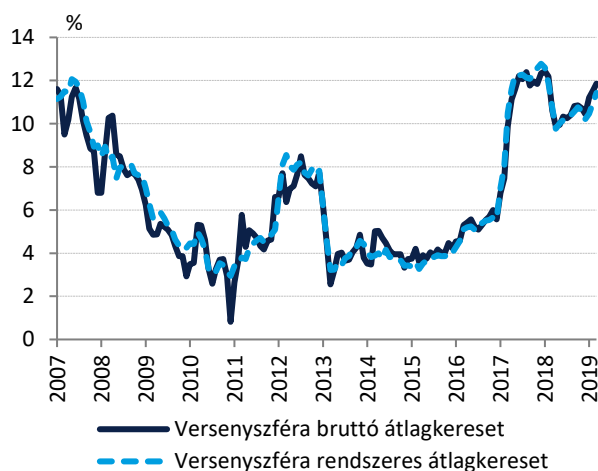
A versenyszférán belül a feldolgozóipar bérdinamikája számottevően meghaladta a piaci szolgáltató szektor béremelkedésének ütemét. A bérdinamika az átlagbér alatt fizető ágazatokban továbbra is magasabb volt, mint az átlagbér felettiekben. A létszám-kategóriák szerinti adatok alapján a bérdinamika nemcsak a nagyvállalatok, hanem a kis- és középvállalatok körében is tovább erősödött, mindegyik vállalatípusban hasonló ütemű, kétszámjegyű bérnövekedést regisztráltak. A 2018 végén megkötött bérmegállapodás alapján idén a minimálbér és a garantált bérminimum emelésének mértéke, valamint a versenyszféra számára irányadó bérajánlás mértéke egyaránt 8 százalék. A vállalatok széles körében megjelenő, a minimálbér- és garantált bérminimum emelkedés mértékét meghaladó

3-36. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3-37. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

bérdinamikát főként a bérezési alapfolyamatot meghatározó feszes munkaerőpiaci kondíciók magyarázhatják.

A cafeteria rendszer idei évi szűkítésével az egyéb munkajövedelmek első negyedéves aránya 0,8 százalékponttal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest, a kieső jövedelmet a vállalatok a keresetek emelésével kompenzálhatták (lásd keretes írás 3-2).

3.5.4. Termelői árak

A mezőgazdasági termelői árak éves összehasonlításban emelkedtek 2019 első negyedévében. Az áremelkedés elsősorban a szezonális termékek áralakulásához köthető, a zöldségek és a burgonya árának emelkedését a gyümölcsök árának csökkenése csak részben ellensúlyozta. A szezonális termékek mellett a gabonaárak is emelkedtek éves összevetésben. Az állati eredetű termékek ára összességében enyhén csökkent az elmúlt időszakban, annak ellenére, hogy a tej termelői árában az előző évhez képest növekedést tapasztalhattunk.

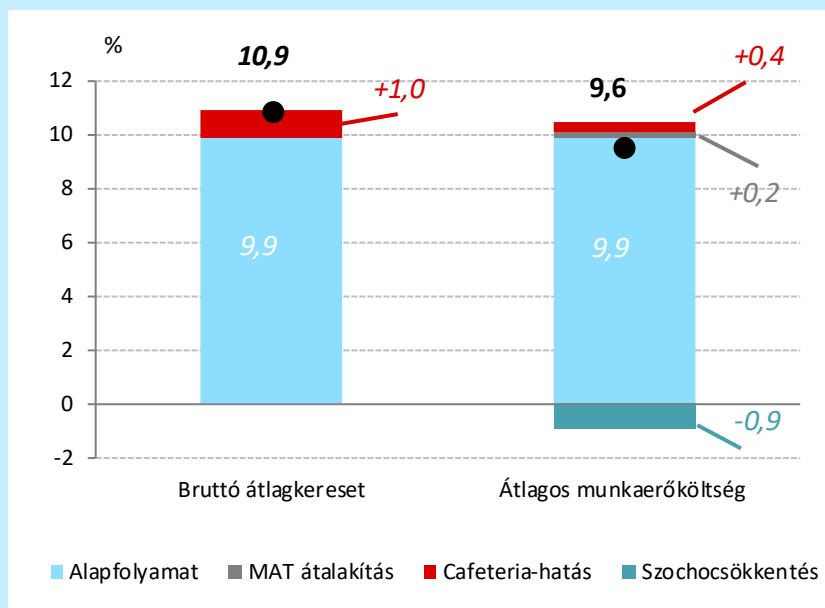
A fogyasztási cikkek termelői árai és a teljes ipar belföldi értékesítési árai egyaránt a historikus átlagnál magasabb mértékben emelkedtek májusig az előző év azonos időszakához képest. Utóbbi esetében a magasabb árdinamikát az energiatermelő ágazatok termelői árának emelkedése magyarázza.

3-2. keretes írás: A cafeteria rendszer idei évi átalakításának hatása

2019-ben jelentősen megváltozott a béren kívüli juttatások szabályrendszere; a cafeteria rendszer három eleme közül az adómentes juttatások csaknem teljeskörűen megszűntek, a kedvezményes béren kívüli juttatások kategóriában a készpénz juttatás eltörlésével csak a SZÉP kártya maradt évi 450 ezer forintos összeghatárig, míg az egyes meghatározott juttatások szintén nagyrészt megszűntek vagy bérként adóznak tovább. Az új szabályozásra adott vállalati reakciókat nagyfokú bizonytalanság övezi. A felmérések alapján a munkáltatók többsége a hosszabb távú motivációs hatása miatt az adózási feltételek átalakítása ellenére nem szüntette meg a béren kívüli juttatásokat. **A cafeteria rendszer idei évi szűkítése – amennyiben a kieső cafeteria juttatásokat a vállalatok bérként fizették ki – ugyanakkor statisztikailag hatással lehetett az erőteljes idei év eleji bérdinamikára.**

A cafeteria utáni adóbevételek csökkenése mellett a döntően béren kívüli juttatásokat tartalmazó egyéb munkajövedelmek első negyedéves visszaesése is azt mutatja, hogy **a vállalatok az idei évben visszafogták a béren kívüli juttatásokat.** A nem bérként adózó egyes meghatározott juttatások utáni adóbevételek 65 százalékkal, míg a kedvezményes béren kívüli juttatások (SZÉP kártya) utáni adóbevételek 22 százalékkal csökkentek az első negyedévben. Mivel a béren kívüli juttatásoknál (SZÉP kártya) volt adóváltás – az adóalap szorzót eltörlték –, így az ebben a kategóriában kapott nettó jövedelem valójában csak 9 százalékkal csökkent az első negyedévben. A beérkezett első negyedévi KSH intézményi adatok alapján az egyéb munkajövedelmek aránya 0,8 százalékponttal mérséklődött az előző év azonos időszakához képest. **Azt feltételezzük, hogy a béren kívüli juttatások csökkentése nyomán kieső munkajövedelmet a vállalatok bizonyos mértékben béremelésekkel kompenzálták** a jelenlegi feszes munkaerőpiaci környezetben, ami az év eleji béremelésekben realizálódott. Ebből kifolyólag **a cafeteria rendszert érintő adminisztratív intézkedés becslésünk szerint 1 százalékponttal járul hozzá az idei évi versenyszféra bérdinamikához.** A cafeteria rendszer átalakítása – az általunk feltételezett vállalati reakciókat alapul véve – **az idei évi versenyszféra átlagos munkaerőköltség dinamikát** a két hatáson keresztül – egyrészt a kieső cafeteria juttatások bérként való kifizetése, másrészt az év eleje óta már bérként adózó cafeteria juttatások fenntartása – magasabb adóterhek következtében **0,4 százalékponttal emeli.** A Munkahelyvédelmi Akcióterv (MAT) célzott kedvezményeinek idei évi átalakítása következtében csökkenő igénybe vett kedvezmények összege további 0,2 százalékponttal növeli az átlagos munkaerőköltség dinamikát. A költségoldalról jelentkező inflációs hatást meghatározó átlagos munkaerőköltség dinamikát az idei évben közel 1 százalékponttal mérsékli a szociális hozzájárulási adó július 1-jei csökkentése (3-38. ábra).

3-38. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása 2019-ben



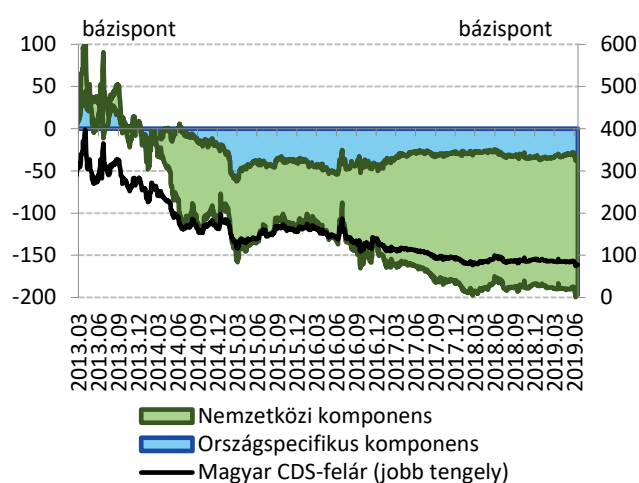
Forrás: KSH, MNB-becslés

4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben romlott a piaci hangulat elsősorban a globális növekedési aggodalmak és a kereskedelmi háborús félelmek hatására, noha a fejlett tőzsdék júniusban már emelkedtek. A tőzsdei volatilitást mérő VIX index értéke összességében 1,5 százalékponttal, a feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global felár 15 bázisponttal emelkedett, míg a hosszú futamidejű fejlett állampapírpiazi hozamok 20-55 bázisponttal csökkentek március második fele óta. A dollár az időszak nagy részében a kockázatkérülő hangulatban másfél százalékkal értékelődött fel az euróval szemben. A magyar hitelkockázati mutató enyhén mérséklődött, míg a hazai tízéves hozam a fejlett és régiós országok hosszú hozamaival együtt számottevően csökkent. A forint a régiós devizáktól eltérően leértékelődött az euróhoz képest.

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



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

Forrás: Bloomberg

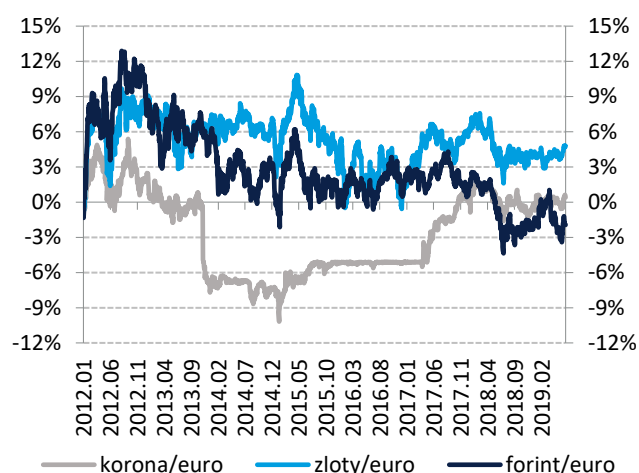
4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

Hazánk hitelkockázati felára a második negyedévben enyhén mérséklődött (4-1. ábra). A mintegy 10 bázispontos felármérséklődéshez a nemzetközi és a hazai tényezők csökkenése egyaránt hozzájárult. A nemzetközi komponens csökkenését elsősorban a fejlett jegybankok időszak végi lazítóbb hangvételű kommunikációja támogatta, míg a hazai komponens csökkenése az időszak elején és végén járult hozzá a CDS-felár csökkenéséhez.

4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint 2,5 százalékos leértékelődést mutatott az euróval szemben, míg a cseh korona, a lengyel zloty és a román lej enyhén, 0,3 és 0,7 százalékkal felértékelődött (4-2. ábra). Az időszak elején még 315-320 között ingadozott a forint árfolyama, majd az időszak közepére 326-ig gyengült, május végétől pedig egy kisebb erősödés után ismét a 324-es szintig értékelődött le. A forint a dollárral szemben is 4,3 százalékkal értékelődött le, miközben a régiós devizák kisebb mértékbe, 1-1,3 százalékkal gyengültek a dollárhoz képest.

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

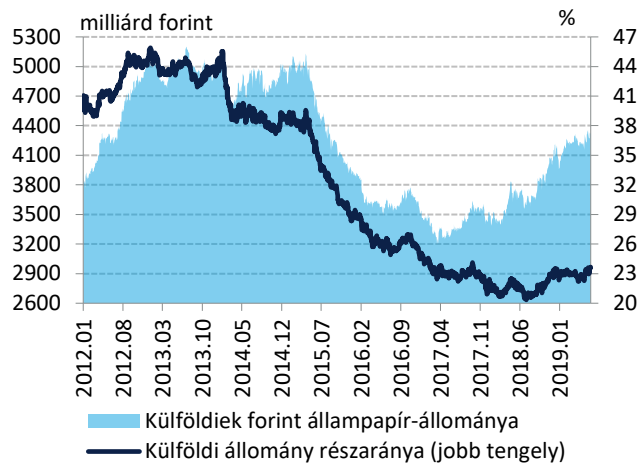
Forrás: Bloomberg

4.1.3. Állampapírpia és hozamalakulás

Nőtt a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta tartó gyakorlatilag folyamatos csökkenését követően előbb stabilizálódott, majd 2018 elejétől emelkedni kezdett. A külföldiek forint állampapír-állománya 2019 március végén 4300 milliárd forint körül mozgott, majd a vizsgált időszak közepén átmenetileg csökkent. Ezt követően júniusban ismét emelkedett, és összességében enyhén magasabban alakult március végéhez képest. A külföldiek tulajdoni részaránya a forint állampapírok piacán a korábbi időszakoktól eltérően kissé magasabban, 24 százalék közelében alakult.

Az állampapírok elsődleges piacán erős volt a kereslet, a hosszabb papíroknál sok esetben a meghirdetett összegnél többet fogadott el az ÁKK. A 3 hónapos lejáraton enyhén

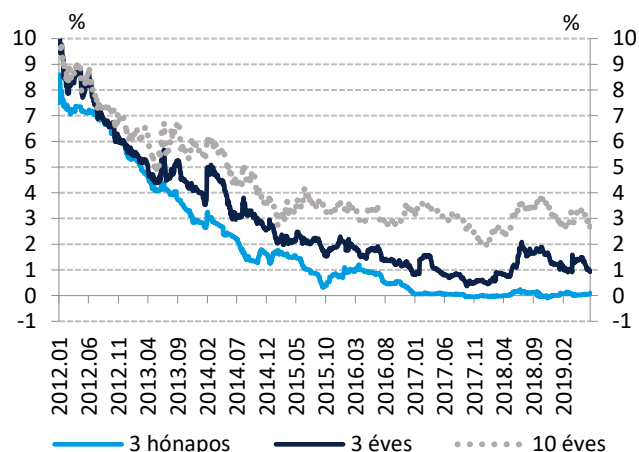
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra a diszkontkincstárjegyek és államkötvények állományát mutatja.

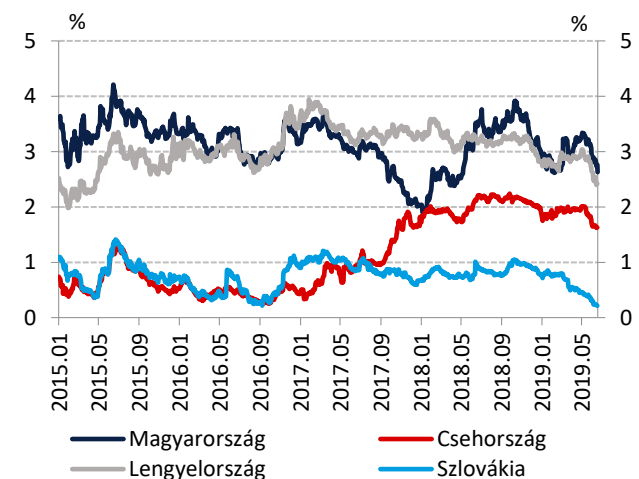
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

emelkedett az aukciós átlaghozam, míg a 12 hónapos lejáraton csökkent. A 3, 5 és 10 éves lejáratokon június közepére az aukciós átlaghozam érdemben, 65-75 bázisponttal mérséklődött. Az ÁKK júniusban vezette piacra az új, 5 éves lakossági állampapírt (Magyar Állampapír Plusz), amely iránt kiemelkedő lakossági érdeklődés mutatkozott. Így már az első héten több mint 500 milliárd forintnyi forrást tudott bevonni ezen állampapír értékesítése révén az ÁKK.

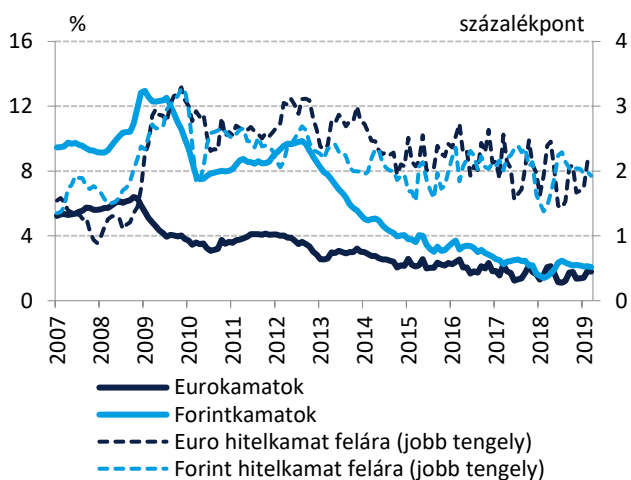
Míg a másodpiacon az állampapír-piaci hozamgörbe rövid szakasza nem változott lényegesen, a 3-5 éves hozamok számottevően, a hosszabb futamidejűek kisebb mértékben csökkentek (4-4. ábra). Bár az időszak közepén átmenetileg megemelkedtek a hozamok, elsősorban a hosszabb szakaszon, az időszak végére – többek között a nemzetközi környezet kedvezőtlenebbé válásával, illetve a hazai kamatvárakozások csökkenésével párhuzamosan – a hozamgörbe laposabbá vált. Összességében a hozamgörbe középső szakaszán mintegy 45-55, hosszú szakaszán enyhébb, 30 bázispontos csökkenés következett be. A 10 éves benchmark hozam ennek megfelelően az időszak végére 2,7 százalékon alakult, míg a hároméves referenciapapír hozama az időszak eleji 1,5 százalékról mintegy 55 bázisponttal csökkent. Az elmúlt időszakban az 1 és 3 hónapos BUBOR-kamatok részben a bankközi likviditás átmeneti szűkülése miatt megemelkedtek. A közepes-hosszabb lejáratú bankközi hozamok viszont – az állampapír-piaci hozamgörbéhez hasonlóan – számottevően mérséklődtek: a bankközi hozamgörbe középső szakasza erőteljesebben, a hosszabb közepes mértékben lejjebb tolódott.

A régiós hosszú referenciahozamok szintén mérséklődtek a negyedév során (4-5. ábra). A tízéves forinthezám a május eleji, 3,3 százalékra történő emelkedést követően folyamatosan csökkent az időszak második felében, lényegében lekövetve a fejlett és régiós trendeket. A cseh és lengyel hozamok 35-50 bázisponttal csökkentek, míg a szlovák hosszú hozam 40 bázisponttal mérséklődött.

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

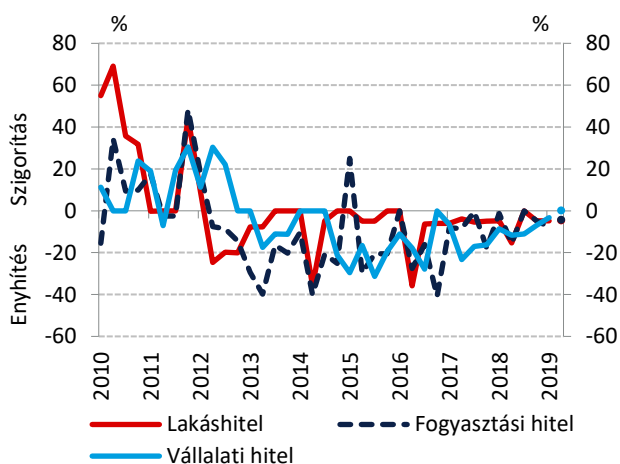
2019 első negyedében a bankok közötti árazási verseny enyhült, nem változtattak érdemben a vállalati hitelkondíciókon, noha a piaci verseny és a gazdasági növekedés további lazítást tenne lehetővé. A vállalati forinthitel kamata csökkent a negyedév során, míg az euróhitel esetében – főleg a nagyszegű hitelek tekintetében – emelkedés volt megfigyelhető. A bankok sem a lakáscélú-, sem a fogyasztási hitelek sztenderdjain nem változtattak, hiszen a jövedelmi és lakáspiaci folyamatok támogatják az élénk hitelkeresletet a háztartások körében. A lakáshitelek teljes hitelköltség mutatója a hosszabb futamidőre fixált szerződések esetében csökkent a negyedév során, míg a felárakban emelkedés volt megfigyelhető a forrásköltségek erőteljesebb csökkenése révén. Az inflációs várakozások enyhülésével az egyéves előretekinthető reálkamat csökkenő trendje megtorpant.

4-6. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



Megjegyzés: A havi kamatadatok 3 havi mozgóátlaga. A felárak a 3-hónapos EURIBOR, illetve BUBOR kamat feletti felár 3 havi mozgóátlaga. Változó kamatozású, vagy maximum 1 évig rögzített kamatok. 2015. januártól a money market ügyletek kiszűrésével. Forrás: MNB

4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben



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

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

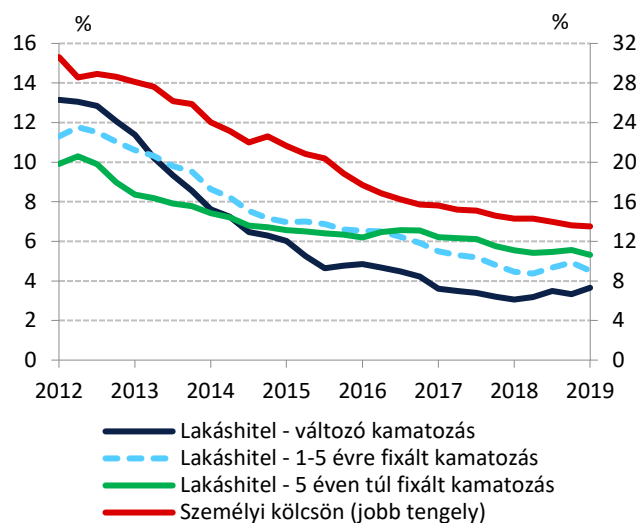
A negyedév során csökkent a vállalati forinthitel kamata és felára. A piaci alapú, money market ügyletektől szűrt új vállalati forinthitel-szerződések simított átlagkamatlába mind a kisösszegű, mind a nagyszegű forinthitel esetében 0,1 százalékponttal mérséklődött, így a vizsgált időszak végén 2,1 százalékon állt az átlagos forintkamat. Az euróban denominált hitelek átlagkamat az 1 millió euro alatti hitelösszeg esetében 0,1 százalékponttal nőtt, míg az ennél nagyobb szerződéses összeg esetében 0,4 százalékpontos emelkedés is bekövetkezett, mellyel átlagosan 1,8 százalékra nőttek az euro hitelkamatok (4-6. ábra). A kamatok alakulását a forrásköltségek változatlansága mellett az átlagos kamatfelárak mozgatták.

Változatlan hitelkondíciók jellemezték a vállalati kibocsátást. A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok sem összességében, sem az egyes vállalati méretkategóriákban nem változtattak a hitelfeltételeken (4-7. ábra). A negyedév során enyhült a bankok között megfigyelhető árazási verseny intenzitása a megkérdezettek válaszai alapján, holott a piaci verseny és a gazdasági növekedés további lazítást tenne lehetővé. Az ingatlanárak túlértékeltségének növekvő kockázataira reflektálva a bankok nettó értelemben vett 22 százaléka szigorított az üzletiingatlan-hitelek kondícióján a vizsgált időszakban. A következő fél évre előre tekintve összességében nem terveznek enyhíteni a hitelkondíciókon, azonban a kis- és mikrovállalatok esetében kilátásba helyezték a felárak további csökkentését.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

Olcsóbbá váltak a lakáshitelek a negyedév folyamán. A negyedév során megkötött lakáshitel-szerződések átlagos THM-szintje egyedül a változó kamatozású hitelek esetében emelkedett, mintegy 0,3 százalékponttal 3,7 százalékra. Ugyanakkor a lakáshitel-kibocsátásban már lényegében valamennyi szerződést éven túli kamatfixálás mellett kötnek, és a negyedév során kibocsátott lakáshitelek kétharmada 5 évnél hosszabb kamatperiódussal rendelkezett. Az 1-5 évre és az 5 éven túl fixált lakáshitelek

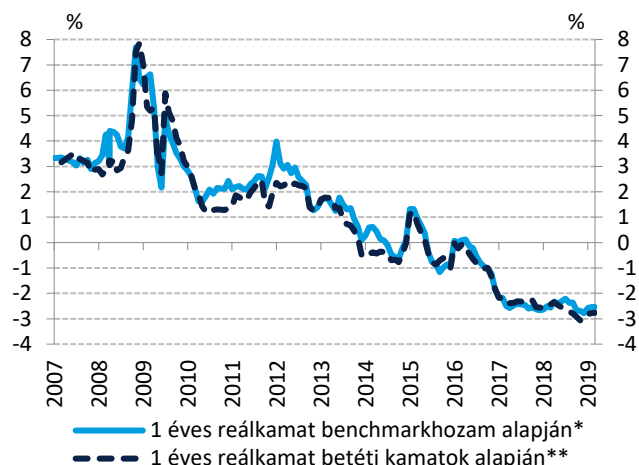
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje



Megjegyzés: Új folyósítású hitelkamatok negyedéves átlaga.

Forrás: MNB

4-9. 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

esetében rendre 0,4 és 0,3 százalékpontos csökkenés volt megfigyelhető, előbbinél 4,5 százalékon, míg utóbbi esetében 5,3 százalékon állt az átlagos hitelköltség a negyedév végén (4-8. ábra). A forrásköltségek csökkenése jelentősen meghaladta a hosszabb kamatperiódusú lakáshitelek esetében a hitelköltségek csökkenését, így a bankok magasabb felár mellett tudták kihelyezni ezen hiteleket. Az 1-5 évre fixált hitelek esetében 0,2 százalékpontos, míg az 5 éven túl kamatfixált hitelek esetében 0,5 százalékpontos felárnövekedés volt megfigyelhető a negyedév során, így mindkét kategóriában az átlagos felár 3 százalékponton állt. 2019 első negyedévében a személyi kölcsönök átlagos THM-szintje 0,1 százalékponttal 13,5 százalékra mérséklődött, míg az átlagos felár 0,3 százalékponttal 12,1 százalékpontra emelkedett.

A háztartási hitelfeltételeken sem változtattak a bankok.

A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok összességében nem változtattak sem a lakáshitelek, sem a fogyasztási hitelek standardjain (4-7. ábra). Annak ellenére nem következett be enyhítés, hogy a bankok szerint a lakáspiaci folyamatok és a likviditásbőség ezt támogatnák. Az emelkedő lakásárakkal párhuzamosan a lakáscélra igényelt átlagos hitelösszeg, és ennek eredőjeként az átlagos futamidő is nő, új lakás építése vagy vásárlása céljából átlagosan közel 13 millió forint értékben kötnek hitelszerződéseket, átlagosan közel 20 éves futamidő mellett. A gépjárműhitelek esetében szinte valamennyi válaszadó bank enyhítésről számolt be, elsősorban a felárak csökkentése révén. A megkérdezett intézmények a következő fél évben sem terveznek lazítani a hitelhez jutás feltételein.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

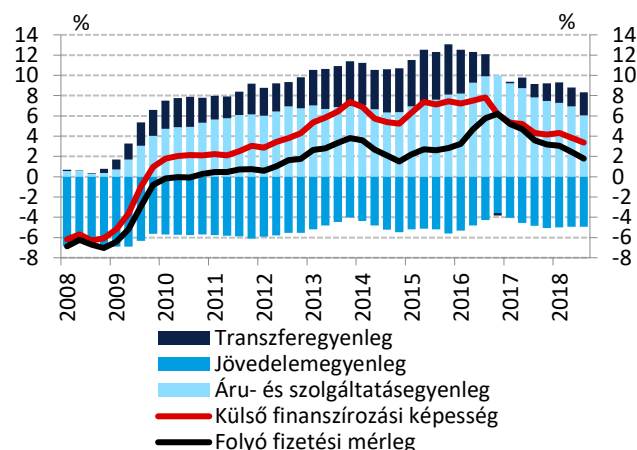
A negyedév során megtorpant a reálkamatok csökkenő trendje. Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint mind az állampapírpiazi hozamok alapján, mind a betéti kamatok alapján becslve 0,2 százalékponttal emelkedett. Ennek eredményeképpen előbbi – 2,5 százalékos, utóbbi –2,8 százalékos szintet ért el márciusra (4-9. ábra). A reálkamat szint emelkedését az inflációs várakozások csökkenése magyarázza, ahol a decemberi szinthez képest 0,3 százalékponttal alacsonyabb inflációra számít a piac.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A gazdaság külső finanszírozási képessége 2018 negyedik negyedévében a GDP 2,2 százaléka, a folyó fizetési mérleg többlete a GDP 0,5 százaléka volt, ami nemzetközi összehasonlításban továbbra is kiemelkedőnek tekinthető. A külső egyensúlyi mutató alakulását az áru- és szolgáltatás-egyenleg csökkenése határozta meg, amely az erős belső kereslet mellett a külső kereslet lassulásához volt köthető. Mindeközben a szolgáltatás-egyenleg többlete továbbra is érdemben hozzájárul a finanszírozási képességhez. A transzferegyenleg többlete a beáramló EU forrásoknak köszönhetően magas szinten stabilizálódott. A jövedelemegyenleg hiánya a csökkenő kamatkidadásoknak köszönhetően enyhén mérséklődött. A finanszírozási oldalon továbbra is erős FDI beáramlás tapasztalható, miközben folytatódott az ország külső adósságának a leépülése. A gazdaság nettó külső adóssága történelmi mélypontra, a GDP 9 százaléka mérséklődött, miközben a bruttó külső adósság a GDP 57 százalékát tette ki. 2019 első negyedévében az előzetes havi adatok alapján lassult a gazdaság külső finanszírozási képességének a csökkenése.

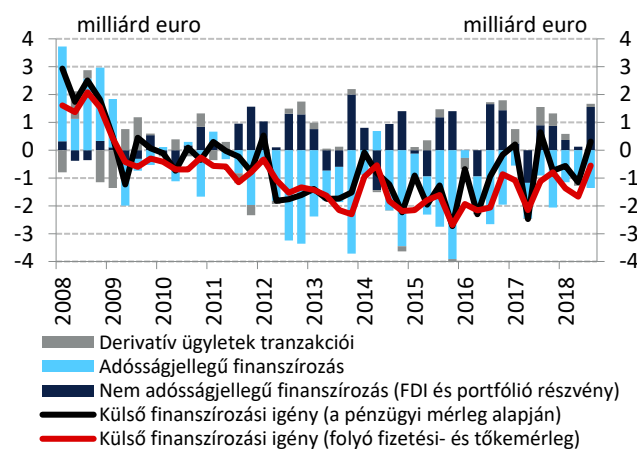
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

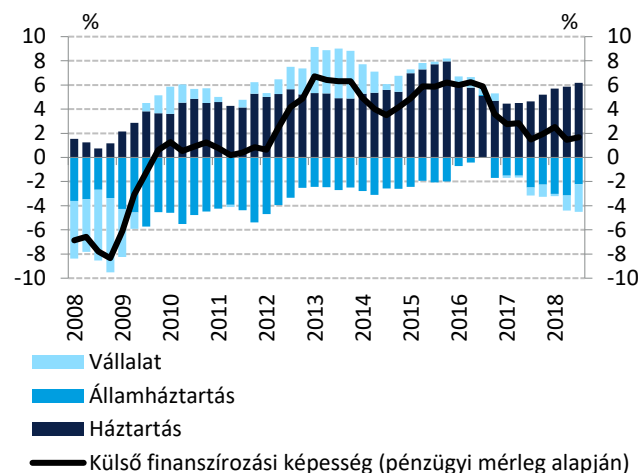
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

2018 negyedik negyedévében a külső finanszírozási képesség a GDP 2,2 százalékát, míg a folyó fizetési mérleg többlete a GDP 0,5 százalékát tette ki (5-1. ábra). A csökkenés a megelőző negyedévekhez hasonlóan a külkereskedelmi egyenleghez kötődött, melynek hatását mérsékelte a jövedelemegyenleg hiányának csökkenése. A reálgazdasági egyenleg mérséklődése a külső kereslet lassulásával, a hazai beruházások bővülésével és a lakossági fogyasztás gyorsulásával volt magyarázható. Az EU források stabil beáramlásának köszönhetően a négy negyedéves transzferegyenleg lényegében nem változott az év végén. A jövedelemegyenleg hiánya kismértékben javult, ami a kamategyenleg javulására volt visszavezethető. Az előzetes, részben becslésen alapuló havi adatok alapján az első negyedévben lassult a finanszírozási képesség csökkenése. Az első három hónapban kismértékben csökkent a négy negyedéves külkereskedelmi és transzferegyenleg, azonban a folyó fizetési mérleg egyenlege továbbra is többletet mutatott.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

2018 végén is jelentős maradt az FDI-beáramlás és a nettó külső adósság csökkenés (5-2. ábra). Az előző negyedévhez képest csökkent, de historikusan magas volt a nettó közvetlentőke beáramlás, ami döntően a külföldi vállalatok újrabefektetéseihez köthető. Az adósságjellegű források csökkenéséhez a konszolidált állam és a bankrendszer járult hozzá: míg az előbbi esetén a mérséklődés döntően a devizatartalék emelkedéséhez kötődött, addig az utóbbinál inkább a tartozások csökkenésével volt magyarázható. Az előzetes havi adatok alapján 2019 első negyedévében folytatódott a jelentős mértékű közvetlentőke beáramlás,

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



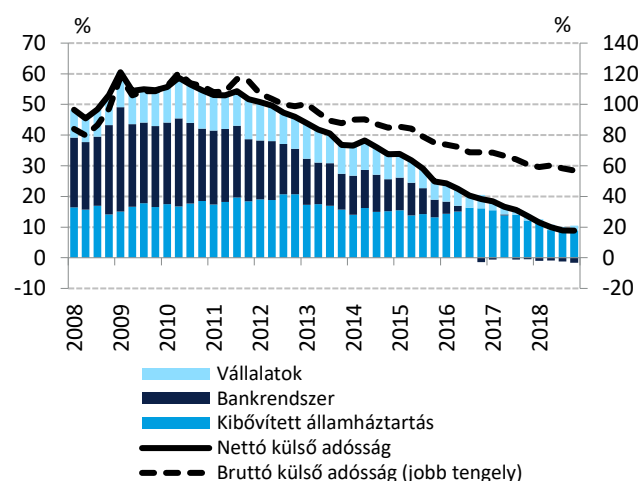
Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

miközben az ország nettó külső adóssága a tranzakciókból eredően nem változott érdemben.

A szektorok megtakarítása szerint külső finanszírozási képesség alakulása a háztartások nettó pozíciójának csökkenésére, illetve a vállalatok finanszírozási igényének bővülésére vezethető vissza (5-3. ábra). Az államháztartás négy negyedéves egyenlege kismértékben javult a negyedik negyedévben, ami a bővülő adóbevételekkel és a mérséklődő kamatkiadásokkal volt magyarázható. A továbbra is dinamikus bővülő bérek támogatták a háztartások pénzügyi megtakarítását, így a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása – a kisebb csökkenés ellenére – továbbra is magas. A beruházás folyamatos emelkedésével összhangban tovább nőtt a vállalatok finanszírozási igénye. Az előzetes pénzügyi számlák alapján 2019 első negyedévében nem történt érdemi változás a megtakarítási folyamatokban: a vállalatok bővülő finanszírozási igénye mellett tovább csökkent a lakossági megtakarítás, miközben az állam finanszírozási igénye jelentősen mérséklődött.

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában.

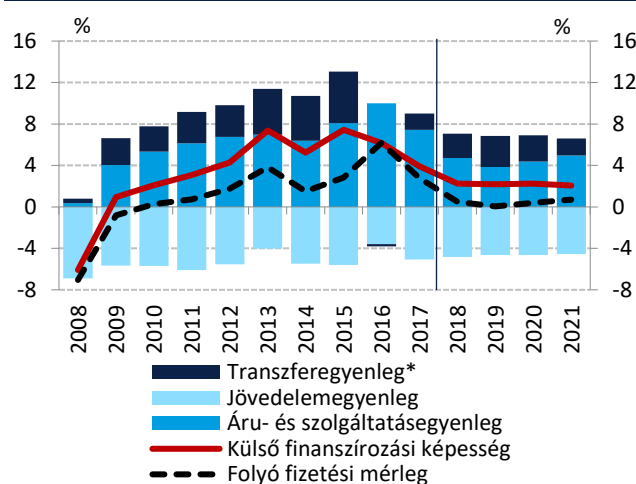
Forrás: MNB

Az ország GDP-arányos nettó külső adóssága történelmi mélypontra, 9 százalékra csökkent (5-4. ábra). A mérséklődés döntően az adósságeneráló forráskiáramláshoz kötődött, de a nominális GDP bővülése is csökkentette a mutatót. A nettó külső adósság csökkenéséhez – hasonlóan a tranzakciós folyamatoknál tapasztaltakhoz – az államháztartás és a bankrendszer járult hozzá. A mérséklődés következményeként a teljes magánszektor nettó külső adóssága negatívba fordult. Az ország GDP-arányos bruttó külső adóssága a negyedik negyedévben 57 százalékra csökkent. A nettó külső adósság csökkenése az adósságeneráló források kiáramlásával összhangban az első negyedévben lassulhatott.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A gazdaság külső finanszírozási képessége előzetekintve stabilan magas szinten alakul, miközben a folyó fizetési mérleg többlete a 2019-es átmeneti csökkenés után ismét emelkedik. A folyó fizetési mérleg alakulását a külkereskedelmi többlet változása magyarázza, melyet az alacsonyabb külső kereslet, valamint az erős belső felhasználás határoz meg. A 2020-tól termelővé váló új kapacitások hatására felfutó export a külkereskedelmi egyenleg, valamint a folyó fizetési mérleg újbóli emelkedésében tükröződik. A gazdaság külső finanszírozási képessége az előrejelzési horizonton stabilan a GDP 2-2,5 százaléka körül alakul, mivel a külkereskedelmi egyenleg változását nagyjából ellensúlyozza az elsősorban a transzferegyenleget érintő EU-források beáramlása. A szektorok megtakarítási folyamatait tekintve az erős jövedelemnövekedés hatására stabilan magas lakossági megtakarítás mellett fokozatosan, a GDP 1 százaléka alá mérséklődik a költségvetés hiánya, miközben a vállalatok finanszírozási igénye az erős beruházási aktivitással összefüggésben viszonylag magas marad. A számottevő külső finanszírozási képességhez és várhatóan továbbra is erős FDI-beáramláshoz kötődően a gazdaság nettó külső adóssága 2021-re nulla közelébe mérséklődik.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



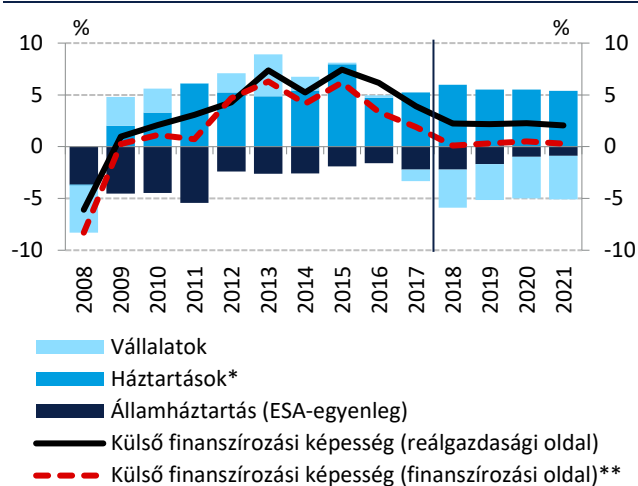
Megjegyzés: A GDP százalékában. * A viszonyzatlan folyó átutalások és a tőkemérleg egyenlegének összege.

Forrás: MNB

A gazdaság külső finanszírozási képessége 2019-ben a GDP 2,1 százaléka körül alakul, míg a folyó fizetési mérleg többlete átmenetileg nulla közelébe mérséklődik (5-5. ábra). A folyó fizetési mérleg alakulása a külkereskedelmi többlet csökkenésével magyarázható, melynek hatását részben ellensúlyozza a jövedelemegyenleg és a folyó transzferek emelkedése. Az áru- és szolgáltatás egyenleg csökkenése a lassuló külső keresletre, valamint a gyorsuló belföldi felhasználással összefüggésben emelkedő behozatalra vezethető vissza. Az új termelőkapacitások várható kiépülésével a nettó export ismét növekedésnek indul, melynek eredményeként a folyó fizetési mérleg többlete újra bővül. A jövedelemegyenleg enyhén mérséklődő hiánya a romló profitegyenleg és javuló kamategyenleg eredőjeként alakul ki. Az EU forrásokat tartalmazó transzferegyenleg 2019-20-ban magas szinten alakul, majd a költségvetési ciklus végéhez közeledve 2021-ben mérséklődik. A fenti folyamatok eredményeként a külső finanszírozási képesség stabilan a GDP 2-2,5 százaléka körül alakul az előrejelzési horizonton, miközben a folyó fizetési mérleg többlete 2021-re meghaladja a GDP 0,5 százalékát.

Az államháztartás fokozatosan csökkenő finanszírozási igénye és a háztartások tartósan magas pénzügyi megtakarítása az előrejelzési horizonton a külső finanszírozási képesség stabilizálódását eredményezik (5-6. ábra). A vállalatok finanszírozási igénye az erős beruházási tevékenységgel összefüggésben az előrejelzési horizonton a GDP 3-4 százaléka között alakul. Mindezzel párhuzamosan az államháztartás finanszírozási igénye számottevő mértékben mérséklődik, köszönhetően a kormányzati kiadások csökkenésének és a fogyasztási és a munkát terhelő adóbevételek emelkedésének. Az államháztartás visszafogott hiánya nagymértékben hozzájárul a gazdaság kedvező külső egyensúlyi pozíciójának fenntartásához. Bár a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a 2018-as csúcsot követően

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

enyhén mérséklődik, előretekintve továbbra is a GDP 5 százaléka körül alakul. Az előretekintve magas nettó megtakarítás egyrészt az erőteljes bérkiáramlással, másrészt a visszafogott hitelezési aktivitással magyarázható.

Mindezek eredőjeként fennmarad a gazdaság külső finanszírozási képessége, amelynek hatására tovább mérséklődhet az ország külső sérülékenysége. A magas szinten stabilizálódó külső pozíció eredményeként tovább mérséklődik a gazdaság külső eladósodottsága, így a gazdaság nettó külső adóssága 2021-re nulla közelébe csökken.

5.3. Költségvetési folyamatok

Prognózisunk szerint az előrejelzési horizonton minden korábbinál alacsonyabb lesz a költségvetési hiány, ami a dinamikus gazdasági növekedéssel együtt elősegíti az államadósság gyorsuló ütemű csökkenését. Prognózisunk alapján 2020-ban a megemelt Országvédelmi Alap részleges megtakarítása esetén teljesülhet a költségvetési törvény által kitűzött historikusan alacsony, a GDP 1,0 százalékát kitevő hiánycél. Az alacsony hiányt egyrészt az adóalapok gyors növekedése, másrészt a költségvetés beruházási és más típusú kiadásainak csökkenése eredményezi. A fiskális politika a költségvetési hiány mérséklésén keresztül anticiklikus tartalékot képez, így az előrejelzési horizonton szűkítheti az aggregált keresletet. Az adósságráta 2018. év végén a GDP 70,8 százalékát tette ki, a horizont végére pedig 63 százalék közelébe csökkenhet. Az államadósság devizaaránya a teljes előrejelzési horizonton dinamikus csökken, ami tovább mérsékli hazánk külső pénzügyi sérülékenységet.

5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

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

Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

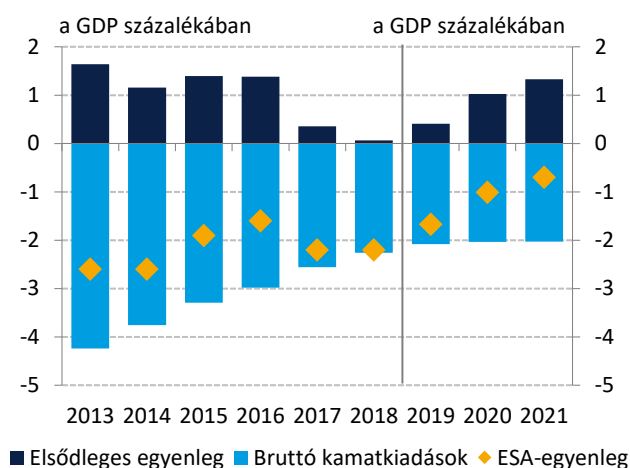
Előrejelzésünk szerint a kormányzati szektor GDP-arányos eredményszemléletű hiánya 2019-ben 1,6-1,7 százalék lehet, míg 2020-ban az Országvédelmi Alap részleges felhasználásával 1 százalékot tehet ki a deficit (5-1. táblázat). 2018-ban a költségvetés hiánya kismértékben elmaradt a 2,4 százalékos előirányzattól és 2,2 százalékot tett ki. 2019-ben prognózisunk szerint jelentősen csökken az államháztartási deficit 2018-hoz képest, elsősorban az adóbevételek jelentős emelkedésének köszönhetően, amelyek hatását némileg ellensúlyozzák a 2019 júliusától bevezetett Családvédelmi Akcióterv intézkedései és a szociális hozzájárulási adó 2 százalékpontos csökkenése. Az Országgyűlésnek június 4-én benyújtott 2020. évi költségvetési törvényjavaslatban a GDP 1,0 százalékára csökkent a 2020. évi költségvetési hiánycél, ami előrejelzésünk szerint a tartalékok egy részének el nem költése mellett elérhető. Az alacsony hiányt részben az adóbevételek gyors növekedése, részben a kormányzati kiadások (beruházások, dologi kiadások és pénzügyi transferek) visszafogása eredményezi. A 2021-re vonatkozó technikai kivételünkben a hiány tovább csökken a megelőző évhez képest.

A költségvetési politika az államháztartási hiány érdemi csökkentésével anticiklikus tartalékot képez. 2020-tól tervezetten ismét csökkennek a munkára rakódó adóterhek, valamint egyes termék- és szolgáltatáskörök áfája is mérséklődik, ugyanakkor a központi kiadások és transferek jelentős mértékű visszafogása a korábban vártnál erősebb keresletszűkítő hatást eredményez. Ennek következtében 2020-ban – 2019-hez hasonlóan – a fiskális politika anticiklikus tartalékot képez. 2021-ben előrejelzésünk szerint tovább csökken a hiány, így a fiskális keresleti hatás kismértékben 2021-ben is negatív lehet (5-8. ábra).

5.3.2. A 2019. évi egyenleg

2019-ben előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány a GDP 1,6-1,7 százaléka lehet, azaz kismértékben az

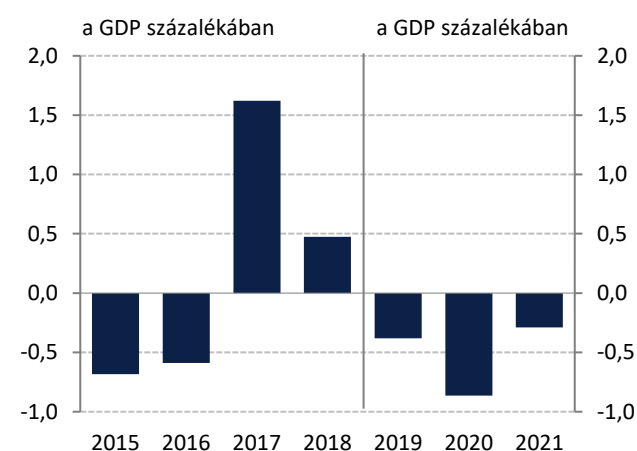
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása



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

Forrás: KSH, MNB

5-8. ábra: A fiskális keresleti hatás



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

Forrás: MNB

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

	Gazdasági alfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,3	0,0
Fogyasztási adók és illetékek	0,2	
Munkát terhelő adók	0,1	
II. Központi kiadások	-0,1	-0,2
Lakásépítési támogatás		-0,1
Nyugdíjkiadások	-0,1	
Babaváró támogatás elszámolása		-0,2
III. Egyéb hatások		-0,1
Egyéb		-0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,2	-0,4

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

Forrás: MNB

1,8 százalékos törvényi előirányzat alatt alakulhat. A márciusi prognózisunkhoz képest a hiány kismértékű növekedését a kiadások emelkedése okozza, amelyek hatását nagyrészt képes ellensúlyozni az adóbevételek vártnál gyorsabb növekedése. A kiadások növekedéséhez egy statisztikai elszámolás is hozzájárul: az év folyamán várhatóan folyósított babaváró támogatások mintegy harmadát (a GDP 0,2 százaléka) már idén költségvetési hiányként kell elszámolni annak ellenére, hogy a program értelmében az adósság feltételekhez kötött elengedése csak később következik be. A kistélepközségeken elérhető Családi Otthontermelési Kedvezmény összegét 2019-ben a GDP 0,1 százaléka becsüljük, amely a márciusi várakozásunkhoz képest növeli az eredményszámlátú hiányt. Ezenkívül a 2019-ben várt magasabb infláció és gazdasági növekedés növeli a nyugdíjkiadásokat a nyugdíjkiegészítésen és a nyugdíjprémiumon keresztül. A magasabb kiadásokat ugyanakkor érdemben ellensúlyozza a tényadatok és a kedvezőbb makropálya következtében a GDP 0,3 százalékaival megemelt adóbevételei várakozásunk.

A 2019. évi hiányra vonatkozó előrejelzésünk kismértékben alacsonyabb a tárgyévi hiánycélnál. Az adóbevételek között a gazdálkodó szervezetek befizetéseinél és a fogyasztási adóknál a törvényi előirányzatnál továbbra is magasabb bevételre számítunk, míg a munkát terhelő adó- és járulékbefvételek valamelyest alacsonyabbak lehetnek. A 2018-ban elfogadott költségvetési törvény nem tartalmazza a családvédelmi intézkedések kiadásnövelő hatását, ami prognózisunk szerint a GDP 0,4 százaléka lehet 2019-ben. A központi költségvetési szervek kiadásai várakozásunk szerint meghaladják a törvényi előirányzatot, melyet az előirányzatnál alacsonyabb európai uniós támogatásokkal kapcsolatos önrész csak részben ellensúlyoz. A magasabb infláció és gazdasági növekedés alapján járó nyugdíjkiegészítés és nyugdíjprémium következtében a nyugdíjkiadásoknál is magasabb teljesülésre számítunk, mint a 2019. évi költségvetési törvény. Az idei költségvetési egyenleg összességében a GDP 0,1 százalékaival lehet alacsonyabb a hiánycélnál, az Országvédelmi Alap felhasználásának függvényében.

5.3.3. A 2020. és 2021. évi egyenleg

A költségvetési törvényjavaslat szerint 2020-ban a kormányzati szektor eredményszámlátú hiánya a GDP 1 százaléka lehet, ami historikusan alacsony szintet jelent. A kitűzött deficitcél 0,8 százalékponttal alacsonyabb a 2019-es 1,8 százalékos előirányzatnál és 0,5 százalékponttal alacsonyabb a Konvergencia Programban közölt hiánypályánál. A törvényjavaslat alapján jelentős

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

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

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

Forrás: MNB

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

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,5
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,3
Munkát terhelő adók	-0,1
Gazdálkodó szervezetek befizetései	-0,1
II. Központi kormányzat kiadásai	0,1
Nyugdíjkiadások	-0,1
Babaváró támogatás	0,1
Uniók támogatásokhoz kapcsolódó önrész	0,1
III. Egyéb hatások	0,1 - 0,8
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 - 0,8
Egyéb	0,1
Összesen (I.+II.+III.)	(-0,4) - 0,4

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

Forrás: MNB

mértékben csökkentettük hiány várakozásunkat a márciusi Inflációs jelentésben publikált prognózishoz képest. Az egyenleg javulását elsősorban a költségvetési szervek kiadásainak és transzfereinek jelentős visszafogása, valamint az adóbevételek kedvezőbb makropályából fakadó emelése okozta.

A költségvetési hiány 2019-hez képesti csökkenése elsősorban a kiadások visszafogása révén valósul meg. A deficit csökkenését elsősorban a 2018-2019-ben igen magas szintre emelkedett kormányzati beruházások, valamint a személyi kiadások és a pénzügyi transzferek GDP-arányos csökkenése támogatják. A benyújtott törvényjavaslat több adóintézkedést is tartalmaz, melyek többek között a munkát terhelő adók további csökkentését, valamint a vállalati beruházások és a lakossági megtakarítások ösztönzését szolgálják. A javaslat szerint a reálkereset alakulásának függvényében – 2020 folyamán – további 2 százalékponttal mérséklődhet a szociális hozzájárulási adó kulcsa, a 6 éves bérmegállapodással összhangban. A bejelentett adócsökkentések hatását ugyanakkor ellensúlyozzák a bérek és a fogyasztás jelentős emelkedése miatt bővülő adóbevételek.

Előrejelzésünk szerint a költségvetési hiány 2020-ban 0,6 – 1,4 százalék között alakulhat az Országvédelmi Alap felhasználásának mértékétől függően, így a hiánycél a tartalék részleges megtakarítása esetén teljesülhet. Alappályánkban a költségvetési törvényhez képest alacsonyabb növekedéssel és mérsékeltőbb adóbevételekkel számolunk. Az előirányzattól elmaradó bevételeket részben ellensúlyozza ugyanakkor, hogy előrejelzésünk szerint az uniós kiadásokhoz kapcsolódó önrész, valamint a babaváró támogatással kapcsolatos kiadások alacsonyabbak lehetnek a költségvetési törvényjavaslatban feltételezetténél. Emellett az Országvédelmi Alap összege az elmúlt éveknél magasabb, a GDP 0,8 százaléka lesz a tervek szerint, amely a bevételek előirányzattól való elmaradása esetén biztosíthatja a hiánycél teljesíthetőségét.

Rendelkezésre álló költségvetési törvény hiányában 2021-re technikai előrejelzést készítettünk, amely szerint a hiány tovább csökken a megelőző évhez képest.

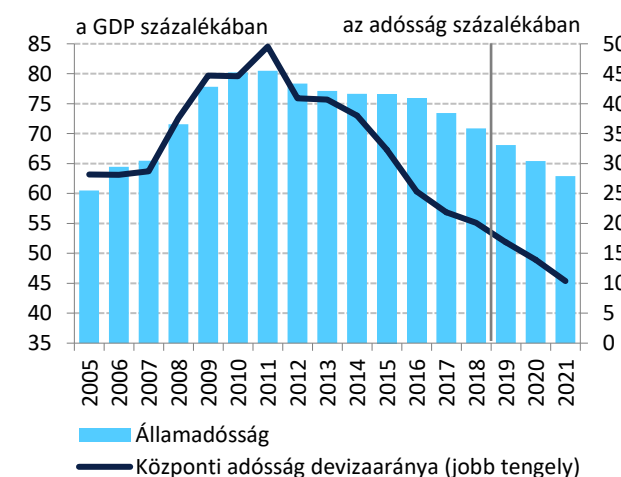
5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

A költségvetési folyamatokat jelentős mértékben befolyásolja az uniós támogatások felhasználása, valamint a kifizetések szerkezete és az Európai Bizottságtól érkező számlateljesítések mértéke. 2019-ben várakozásaink szerint a tavalyi évhez hasonlóan az előirányzat alatt alakulnak az uniótól érkező pénzforgalmi bevételek, amit az

effektív felhasználás lassabb felfutása okoz. Az alacsonyabb felhasználás az arányosan kisebb önrészen keresztül az államháztartási deficit mérséklésének irányába hat.

A családvédelmi akcióterv intézkedéseivel kapcsolatban bizonytalanságot jelent, hogy a babaváró támogatás statisztikai elszámolása és az egyes kedvezmények várttól eltérő igénybevételétől függően a becsült költségvetési hatások az alappályában szereplőtől eltérően is alakulhatnak. 2020-ban kockázatot jelent, hogy az alacsony kiadási előirányzatok mellett számos költségvetési intézménynél megjelenhetnek az elmúlt évekről áthúzódó kiadások (maradványok), azonban ezekre a jelentősen megemelt tartalékok fedezetet nyújtanak.

5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2018. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok alapján 2019. első negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság 70,1 százalék volt (5-9. ábra). Az év azonos időszakához képest az adósságráta érdemben, 2,9 százalékponttal mérséklődött. A korábbi évközi folyamatokkal ellentétben idén már az első negyedévben folytatódott az adósságráta csökkenése a tavaly évi végi 70,8 százalékról. A mérséklődéshez a jelentős gazdasági növekedés mellett az alacsony nettó finanszírozási igény is hozzájárult. A finanszírozási igényt jelentősen mérsékelte, hogy a kormányzati szektorba tartozó gazdasági szereplők számára az uniós támogatási előlegek a Magyar Államkincstárnál vezetett fizetési számláikra kerültek kifizetésre.

Előrejelzésünk szerint – 2018. év végi, változatlan forint árfolyamot feltételezve – 2019. év végére 68,1 százalékra csökken a GDP-arányos bruttó államadósság, így az Alaptörvény adósságszabálya várhatóan idén is teljesülni fog. Az előrejelzési horizonton az államadósság a gazdasági növekedés és a mérsékelt hiány eredményeként a korábban vártnál gyorsabb ütemben csökken. Prognózisunk szerint 2019 és 2021 között évente körülbelül 2,5 százalékponttal csökken az államadósság-ráta értéke, ami így 2021 végére 63 százalék közelébe mérséklődhet. 2019. év végére a központi államadósság devizaaránya mintegy 17 százalék lehet, majd az előrejelzési horizonton 10 százalék közelébe csökken, ami tovább mérsékelheti hazánk külső pénzügyi sérülékenységét.

5-1. keretes írás: A 2020. évi költségvetési törvényjavaslat és a hozzá kapcsolódó intézkedések hatásainak elemzése

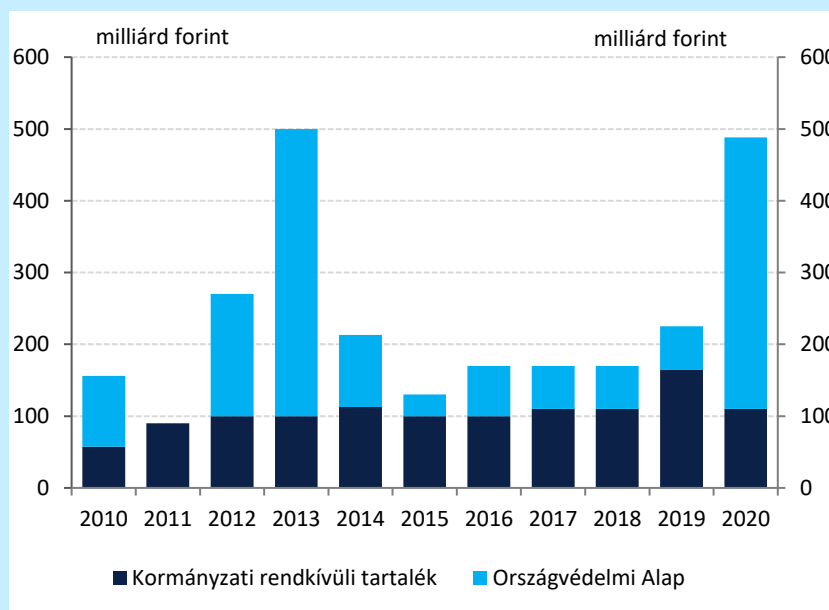
A Kormány 2019. június 4-én nyújtotta be a Parlamentnek a 2020. évi költségvetési törvényjavaslatot, melyben a GDP 1 százalékát kitevő hiánycélt tűzött ki. A kitűzött hiánycél 0,8 százalékponttal alacsonyabb a 2019-es 1,8 százalékpontos előirányzatnál és 0,5 százalékponttal alacsonyabb a Konvergencia Programban közölt hiánypályánál. A hiánycél a márciusi Inflációs jelentésben publikált 1,4-1,6 százalékos előrejelzésnél is érdemben alacsonyabb.

Előrejelzésünk szerint a kitűzött hiánycél a tartalékok részleges megtakarítása esetén teljesíthető. Prognózisunk szerint egyes adóbevételek elmaradhatnak az előirányzattól, ugyanis az MNB prognózisa a főbb adóalapok mérsékelt növekedését vetíti előre, mint a törvényjavaslat. Ezt azonban részben ellensúlyozza, hogy az uniós támogatásokhoz kapcsolódó önrész és a babaváró támogatás esetén alacsonyabb kiadással számolunk, mint a költségvetési terv. A tartalékok felhasználása mellett így a GDP 1,4 százalékára becsüljük a jövő évi hiányt, amelyet azonban a tartalékok részleges megtakarítása a kitűzött 1,0 százalékos szintre csökkenthet.

A csökkenő hiány révén a fiskális politika anticiklikus tartalékot képez. Az alacsony hiány következtében 2020-ban – 2019-hez hasonlóan – a fiskális politika keresletszűkítő lehet, ami összességében anticiklikus fiskális politikát eredményez.

2020-ban a költségvetési tartalékok összege az elmúlt éveknél magasabb, a GDP 1 százaléka lesz a tervek szerint. Az Országvédelmi Alap összege 378 milliárd forint, míg a Kormányzati rendkívüli tartalékok összege 110 milliárd forint lesz 2020-ban. Az együttes összegük így 488 milliárd forintra nő, ami mintegy 260 milliárd forinttal magasabb, mint ezen tartalékok 2019. évi 225 milliárd forintos összege. Az Országvédelmi Alap magas összege a bevételi előirányzatok elmaradása esetén is biztosítja a hiánycél teljesülését, elköltése ugyanis csak abban az esetben lehetséges, ha a hiány nem haladja meg az 1 százalékot.

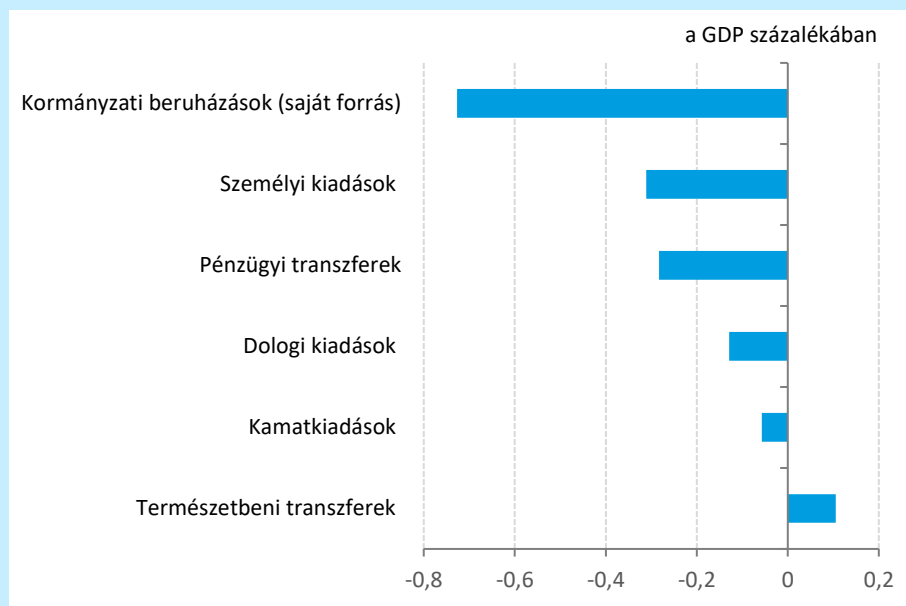
5-10. ábra: A költségvetési tartalékok (Kormányzati rendkívüli tartalék és Országvédelmi Alap) mértéke 2010 és 2020 között



Forrás: 2010-2020. évi költségvetési törvények és javaslatok

A költségvetési hiány csökkentése elsősorban a kiadások visszafogása révén valósul meg. A hiánycsökkentést elsősorban a 2018-2019-ben igen magas szintre emelkedett kormányzati beruházások, valamint a személyi kiadások és a pénzügyi transzferek GDP arányos csökkenése támogatják. Emellett a GDP arányos adóbevételek csak kisebb mértékben változnak. A bejelentett adócsökkentések hatását ugyanis ellensúlyozzák a bérek és a fogyasztás jelentős emelkedése miatt bővülő adóbevételek.

5-11. ábra: A GDP-arányos kiadások változása 2019 és 2020 között

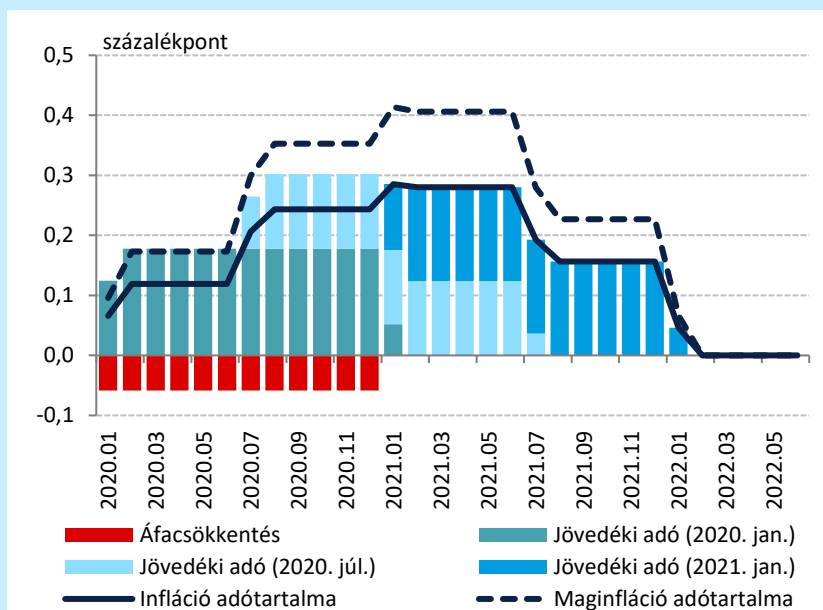


Forrás: MNB

A benyújtott törvényjavaslat több adóintézkedést is tartalmaz, melyek többek között a munkát terhelő adók további csökkentését, valamint a vállalati beruházások és a lakossági megtakarítások ösztönzését szolgálják. A reálkereset alakulásának függvényében – 2020 folyamán – további 2 százalékponttal mérséklődhet a szociális hozzájárulási adó kulcsa a 6 éves bérmegállapodással összhangban. Megszűnik az egyszerűsített vállalkozói adó, a reklámadó kulcsa nullára csökken, a KIVA kulcsa pedig 2020. elejétől 13 százalékról 12 százalékra mérséklődik. Az adóintézkedéseken felül, a 13+1 intézkedést tartalmazó Gazdaságvédelmi akcióterv értelmében a falusi CSOK által érintett településeken lévő lakóingatlanokra is lehet áfavisszatérítési támogatást igényelni 5 millió forintig építésre, valamint bővítésre és felújításra is. A fejlesztési adókedvezménnyel támogatható beruházások alsó értékhatárát 500 millió forintról kisvállalatok esetében 50 millió, középvállalatok esetében 100 millió forintra csökkentik fokozatosan 2022-ig. A költségvetési tervezet figyelembe veszi továbbá az állampapírok kamatadómentességét és a legalább 4 gyermeket nevelő nők teljes szja mentességét is.

Az inflációs hatással járó intézkedések között szerepel a szálláshely szolgáltatás áfájának a jelenlegi 18-ról 5 százalékra történő csökkentése, amit részben ellensúlyoz a turizmusfejlesztési hozzájárulás kiterjesztése az említett szolgáltatáscsoportra. Az intézkedés összességében az infláció és a maginfláció mérséklődése irányába mutat, azonban ezt a hatást teljes mértékben ellensúlyozza a dohánytermékek jövedéki adójának emelése. 2019 júliusa után ugyanis további három lépcsőben – 2020. január, 2020. július és 2021. január – folytatódik a dohánytermékeket érintő jövedékiadó-emelés az EU-s jogharmonizációval összhangban. Historikus tapasztalatok alapján arra számítunk, hogy a jövedékiadó-változások 2–3 hónap alatt teljes mértékben megjelennek a fogyasztói árakban. Összességében az új intézkedések 2020-ban és 2021-ben egyaránt 0,2–0,2 százalékponttal járulnak hozzá az infláció emelkedéséhez (5-12. ábra).

5-12. ábra: A bejelentett új adóváltozások inflációs hozzájárulása



Forrás: Költségvetési Törvény Tervezet, MNB

6. Kiemelt témák

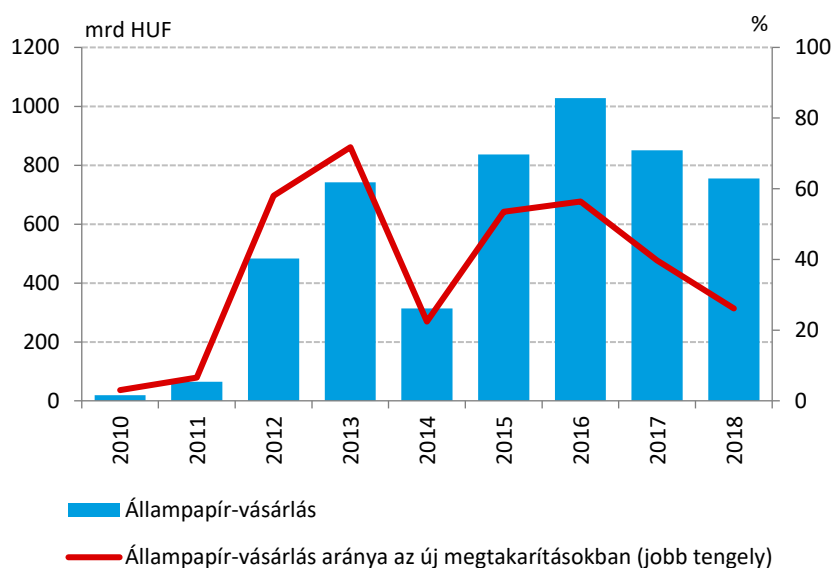
6.1. A lakossági állampapír-piac átalakulása

Az államadósság belföldi finanszírozásának erősítése kedvező a külső sérülékenység mérséklődésének szempontjából. Ennek jegyében 2019. áprilisban bejelentésre került a lakossági állampapír portfólió átalakítása és a MÁP+ konstrukció bevezetése, amelyek célja a lakossági állampapír-állomány 2023-ig 11 ezer milliárd forintra növelése. A kamatadó júniusi kivezetése és a MÁP+ vonzó paraméterei (például: lépcsőzetesen emelkedő hozam, bizonyos időszakokban költségmentes visszaváltás) egyrészt támogatják a háztartások magas megtakarítási rátájának fennmaradását és átrendeződést indíthatnak meg a lakosság megtakarítási portfóliójában. Másrészt az új konstrukció segítheti a lakoságnál vagyontartás céljából tartott készpénzt és a jelenlegi bérdinamika mellett képződő addicionális jövedelmeket is a megtakarítások irányába terelni. Ezen megtakarítási döntésekre gyakorolt hatásokon túl az állampapír-stratégia megújítása több csatornán keresztül is támogathatja az ország külső sérülékenységének javulását (például: külső- és devizaadósság mérséklése, stabilabb finanszírozása) és hozzájárulhat a belföldi gazdasági szereplők jövedelmeinek bővüléséhez, ezáltal pedig a hazai jövedelem- és folyó fizetési mérleg egyenleg javulásához.

A pénzügyi válság rámutatott arra, hogy a külső forrásokra épülő finanszírozás számos kockázattal jár, így a belföldi finanszírozás erősítésének kiemelt jelentősége van. A külföldi finanszírozáshoz kapcsolódó egyik legnagyobb kockázat, hogy a külföldi szereplők gyorsan értékesíthetik állampapír-állományukat, miközben a belföldi szereplők stabilabb finanszírozási forrást jelentenek. Ennek jegyében az utóbbi években a belföldi finanszírozást támogató adósságstratégia, illetve az MNB Önfinszírozási programjának és eszköztár-átalakításának hatására jelentősen növekedett az államadósságon belül a háztartások szerepe.

A háztartások 2012 és 2016 vége között új megtakarításaiknak átlagosan felét állampapír-vásárlásra fordították – azonban ez a dinamika 2017-ben megtört, és a lakossági állampapír-vásárlás mind nominálisan, mind arányaiban csökkenésnek indult. A lakosság állampapír-állománya 2012 óta dinamikusán bővül, ami mellett az utóbbi évek alacsony hozamkörnyezetében a likvid befektetési formák is erőteljesen növekedtek. A háztartások állampapír-állománya hat év alatt 5000 milliárd forinttal – a 2012 végi 800 milliárd forintról 2018 végére 5800 milliárd forintra – emelkedett. Az időszak első felében inkább a lakossági portfólió-átrendeződés volt az emelkedés forrása, majd az elmúlt két évben az erős bérdinamikával párhuzamosan bővülő megtakarítások járultak nagyobb mértékben hozzá a növekedéshez. 2016-tól a portfólió átrendeződés megállt, mivel a hozamprémium csökkenése az állampapír-állomány növekedésének lassulása irányába hatott. Eközben a rendkívül alacsony hozamkörnyezetben a likvid befektetési formák – beleértve a készpénzt is – erőteljesen bővülni kezdtek. 2018-ban a lakosság új pénzügyi eszközeinek csupán mintegy 25 százalékát fordította állampapírok vásárlására. Ez előre tekintve akadályt jelenthet abban, hogy a lejáró devizakötvények megújítása és az állam finanszírozási igénye egyidejűleg belső forrásból történjen. Ezen tényezők a lakossági állampapír-stratégia megújítása felé mutattak.

6-1. ábra: A lakosság állampapír-vásárlása



Forrás: ÁKK, MNB

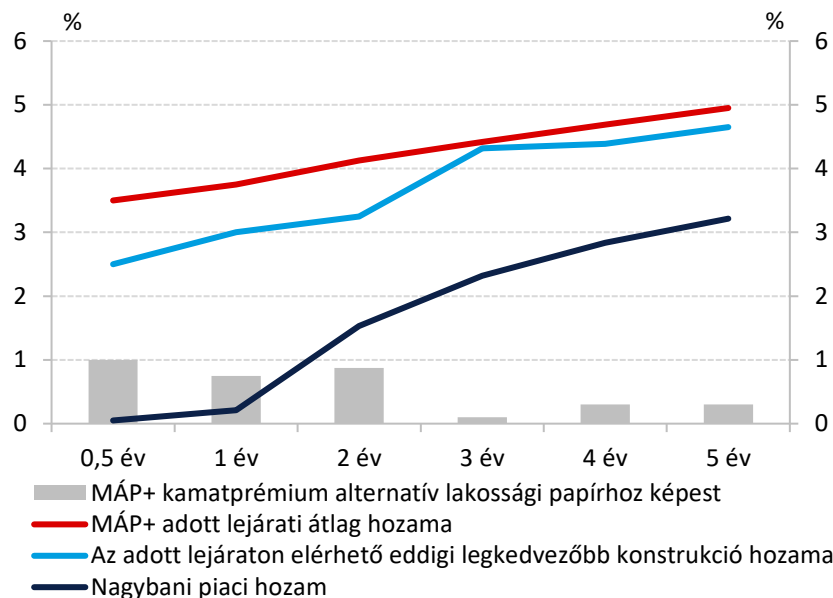
Az ÁKK 2019. április 8-án bejelentette a lakossági állampapír portfólió átalakítását, amelynek legfontosabb eleme a Magyar Állampapír Plusz (MÁP+) júniusi bevezetése. Az állampapír-stratégia megújításának és a MÁP+ bevezetésének célja, hogy a lakossági állampapír-állomány 2023-ig megduplázódjon. Az ÁKK – az új papír bevezetése mellett – további olyan intézkedésekről is döntött, amelyek támogatják ezen cél megvalósulását (kamatadó mentesség júniusi bevezetése, a lakossági termékpalletta egyszerűsítése érdekében az FMÁP, 2MÁP, BMÁP és KTJ¹ konstrukciók kivezetése).

A MÁP+ paraméterei támogatják a háztartások magas megtakarítási rátájának fennmaradását és a lakosság újonnan keletkező megtakarításainak állampapír-piacra való terelését.

- A MÁP+ az 5 éves futamidőn keresztül előre meghatározott, **lépcsőzetesen emelkedő hozamot biztosít**: az első félévben évi 3,5, a második félévben évi 4 százalék a kamat, amelyet követően évente 50 bázisponttal emelkedve az ötödik év végén 6 százalék lesz az éves kamat.
- A megtakarítások és állampapír-állomány bővülése, illetve az állampapír befektetések egyszerűsítése irányába hat, hogy a kapott **kamat automatikusan újrabefektetésre** kerül (ugyanabba az állampapírsorozatba).
- A MÁP+ – és a többi, június 1. után kibocsátott lakossági állampapír-sorozat – esetében **kivezetésre került a kamatadó**, ami szintén támogatja a megtakarítások állampapír-piac felé való terelését.
- Tovább növelheti az új papír vonzerejét, hogy a kamatfizetéseket követő 5 munkanapon belül az állampapír **költségmentesen visszaváltható** – azaz a befektetők visszaváltási veszteség nélkül értékesíthetik papírjaikat. Ezt az évente 5 napos időintervallumot leszámítva a befektetők a forgalmazók többségénél 0,25 százalékos költségen válthatják vissza azokat.
- A Magyar Államkincstárnál minden magyar állampolgár és külföldi természetes személy **költségmentesen nyithat és vezethet értékpapírszámlát**, amelyen keresztül MÁP+-t, illetve további állampapírokat vásárolhat. A papír az Államkincstár mellett bizonyos kereskedelmi bankoknál, a Magyar Posta Zrt. kirendeltségein, illetve a Fundamenta-Lakáskassza Zrt. lakástakarék hálózatán keresztül is elérhető.
- Az értékesítési csatornák bővülése mellett a papír széleskörű elérhetőségét támogatja az is, hogy **a vásárlásra nincs alsó korlát**, akár egy forintért is lehet vásárolni, illetve a vásárlás maximumára sincs megkötés.

¹ FMÁP: Féléves Magyar Állampapír; 2MÁP: Kétéves Magyar Állampapír; BMÁP: Bónusz Magyar Állampapír; KTJ+: Kincstári TakarékJegy Plusz.

6-2. ábra: A MÁP+ konstrukció hozama az alternatív állampapírok évesített átlagos hozamához képest



Megjegyzés: FMÁP, 1MÁP, 2MÁP, PMÁP, valamint nagybani piaci állampapírok alapján.

Forrás: ÁKK, MNB

A háztartások megtakarítási döntéseire gyakorolt hatásokon túl az új állampapír több csatornán keresztül is támogathatja az ország külső sérülékenységének javulását. Az elmúlt években a jegybank önfinanszírozási programjának és a lakosság jelentős állampapír-vásárlásainak köszönhetően érdemben csökkent az állam külső- és devizaadóssága, ami szerepet játszhatott hazánk felminősítésében és a kockázati felárak csökkenésében. Előretekintve a lakossági állampapír-vásárlások jövőben várható további növekedésének fényében a belső finanszírozás további növekedése és a gazdasági stabilitás erősödése várható. A devizaadósság a folyamatos lejáratoknak köszönhetően további intézkedések nélkül is képes csökkenni, amennyiben a lejáró devizaadósságot a háztartási szektor újonnan képződő megtakarításaiból megvalósuló állampapír-vásárlás refinanszírozza. A külföldi tulajdoni hányad csökkenését emellett a háztartások készpénz-állományának finanszírozásba történő bevonása is támogathatja.

Az új lakossági állampapír hozzájárulhat a belföldi gazdasági szereplők jövedelmeinek bővüléséhez és a hazai jövedelemegyenleg javulásához is. A kockázati felárak csökkenése támogatja a költségvetés kamatkiadásainak mérséklődését. Azáltal pedig, hogy nem külföldiek, hanem egyre inkább a hazai lakosság finanszírozza az államadósságot, az ezután fizetett kamat is belföldön, a háztartásoknál marad. Az így kifizetett kamatok után pedig az államnak további többletbevétele keletkezik a jövedelem elköltés utáni áfabevételeknek köszönhetően. Ezen folyamat során javul az ország jövedelem- és folyó fizetési mérleg egyenlege, valamint mérséklődik a GDP és GNI között fennálló különbség és a külső adósság is.

Az értékesítési csatornák hatékonyságának javulása tovább növelheti a lakossági állampapírok államadósság finanszírozásban betöltött szerepét és a belföldi gazdasági szereplők jövedelmét. A kincstári értékesítés szerepének növelése egyrészt csökkentené az adósságfinanszírozáshoz kapcsolódó költségeket, mivel az állam számára megtakarítást jelentene, ha nem kéne a banki közvetítőknek forgalmazói jutalékot fizetnie. Másrészt a háztartások a közvetlen kincstári értékesítés során amellett, hogy tranzakciós költségek nélküli befektetési szolgáltatáshoz juthatnak, a számlanyitási-, illetve vezetési költséget is megtakaríthatják.

Az állampapír-stratégia megújítása és a MÁP+ bevezetése egyrészt átrendeződést indíthat meg a lakosság megtakarítási portfóliójában, másrészt a jelenlegi bérdinamika mellett képződő addicionális jövedelmeket is a megtakarítások irányába terelheti. A MÁP+ bevezetésének bejelentését követően a háztartások nettó állampapír-vásárlása áprilisban az elmúlt hónapokéhoz hasonló mértékben emelkedett, azonban dekompozícióját vizsgálva vannak – a MÁP+ bevezetéséhez köthető – átrendeződésre utaló jelek. Az emelkedés a rövid lejáratú papírok állományának növekedése és a hosszú lejáratú papírok állományának mérséklődése mellett alakult ki, amely a MÁP+ megjelenésére való kivárára utalhat. A hosszú lejáratú papírok közül a Kétéves Magyar Állampapír esetében volt jelentősebb csökkenés, amelyben a jelentős lejáratok

mellett a többi papírhoz viszonyított relatíve kedvezőtlen hozama játszhatott szerepet. A májusi adatok alapján a lejáró Egyéves Magyar Állampapírok részben nem kerültek megújításra, amely szintén a MÁP+-ra való kivárást jelezheti. Mindezek a háztartási állampapír-állomány futamidejének hosszabbodása felé hatnak, amely a megújítási kockázat mérséklése miatt kedvező fejlemény. Ezeken túlmenően a MÁP+ fentebb felsorolt kedvező kondícióinak köszönhetően a lakosságnál vagyontartás céljából tartott készpénzt és a jelenlegi bérdinamika mellett képződő addicionális jövedelmeket is a megtakarítások irányába terelheti.

A MÁP+ első jegyzési hetében több mint 500 milliárd forintot vásároltak az új állampapírból, ami az eddig tapasztalt legmagasabb egyhetes forgalmi adat a piacon. Június első hetében 529 milliárd forintot jegyeztek az új állampapírból – szemben az ÁKK által meghirdetett, rugalmasan módosítható 100 milliárd forintos keretösszeggel. Az első heti tapasztalatok alapján minden értékesítési csatornánál élénk kereslet volt tapasztalható. Az induló héten tapasztalt erős keresletben érdemi szerepe lehetett az azt megelőző hetekben látott kivárásnak, amely alapján előretekintve az első hetinél már alacsonyabb lehet az értékesítés. A korábbi lejáratokból, illetve visszaváltásokból származó források mellett hangsúlyosan megjelentek az új források is, ugyanakkor adatok még korlátozottan állnak rendelkezésre. Mindezek fényében azt, hogy a MÁP+ megjelenése hogyan hat a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseire, illetve vagyontartási preferenciáira, hosszabb időszak adatainak ismeretében lehet majd megalapozottan megvizsgálni.

7. A 2019. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

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

	Inflációs hatás 2019-re		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,1	0,1
Piaci	0,6	2,3	2,9
Indirekt adók és intézkedések	0,1	0,1	0,2
Infláció	0,7	2,5	3,2

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

Forrás: MNB

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

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

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

Forrás: MNB

Ábrák és táblázatok jegyzéke

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-3. ábra: A bejelentett új adóváltozások inflációs hozzájárulása	12
1-4. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója	12
1-5. ábra: Az eurozóna GDP-változása és az iparcikkek inflációjának alakulása az eurozónában és hazánkban	13
1-6. ábra: A német ipari termelés lassulásának hazai árakra gyakorolt hatásának folyamatábrája	14
1-7. ábra: A német ipari termelés és termelői árak kapcsolata (bal panel), illetve a német termelői árak és a magyar iparcikk infláció kapcsolata (jobb panel)	14
1-8. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	15
1-9. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához	15
1-10. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása	16
1-11. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	16
1-12. ábra: A nemzetgazdasági és a szektorális beruházások alakulása	16
1-13. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként	17
1-14. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	17
1-15. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása	18
1-16. ábra: Import alapú külső keresletünk alakulása	18
1-17. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	19
1-18. ábra: Foglalkoztatás, aktivitás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	22
1-19. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	22
1-20. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása	23
1-21. ábra: A zombi vállalatoknál foglalkoztatottak és a versenyszféra üres álláshelyek alakulása	24
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	27
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	27
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	28
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban	30
3-2. ábra: A feldolgozóipari PMI alakulása	30
3-3. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban	31
3-4. ábra: Globális inflációs folyamatok	31
3-5. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	32
3-6. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása	32
3-7. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	33
3-8. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása	33
3-9. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok	34
3-10. ábra: A GDP éves változása az eurozónában	34
3-11. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	35
3-12. ábra: Energia-, élelmiszerárak-, alkohol-, dohánytermékek árától szűrt infláció az eurozóna tagállamaiban (2019. május)	35
3-13. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában	35
3-14. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások	36
3-15. ábra: Energia-, dohány-, alkohol- és élelmiszeráraktól szűrt infláció alakulása a régió országaiban	36
3-16. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	38
3-17. ábra: A GDP-változás termelés oldali felbontása	39
3-18. ábra: A piaci alapú szolgáltatások ágazatainak GDP-hez való növekedési hozzájárulása	39

3-19. ábra: A lakossági fogyasztási kiadás és altételeinek éves változása	39
3-20. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai	40
3-21. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása	40
3-22. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	40
3-23. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	41
3-24. ábra: Az újlakásépítések és építési engedélyek alakulása	41
3-25. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása	41
3-26. ábra: A készletváltozás folyó áron és GDP szerint	42
3-27. ábra: Az ipari termelés alakulása a régió országaiban (szezonálisan és naptári hatással igazított adatok, éves változás, százalék)	42
3-28. ábra: A hazai járműexport célországainak részarányának alakulása a teljes járműexport arányában	43
3-29. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	44
3-30. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása	44
3-31. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv	45
3-32. ábra: Kapacitáskihasználtság és a kapacitások jelenlegi megítélése	45
3-33. ábra: Az infláció dekompozíciója	46
3-34. ábra: Az inflációs alapmutatók	46
3-35. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja	47
3-36. ábra: Inflációs várakozások a régióban	47
3-37. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása	48
3-38. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása 2019-ben	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 simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	52
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben	52
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek THM-szintje	53
4-9. ábra: Az előretekintő 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: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2018. végi árfolyamon számítva	61
5-10. ábra: A költségvetési tartalékok (Kormányzati rendkívüli tartalék és Országvédelmi Alap) mértéke 2010 és 2020 között	62
5-11. ábra: A GDP-arányos kiadások változása 2019 és 2020 között	63
5-12. ábra: A bejelentett új adóváltozások inflációs hozzájárulása	64
6-1. ábra: A lakosság állampapír-vásárlása	66
6-2. ábra: A MÁP+ konstrukció hozama az alternatív állampapírok évesített átlagos hozamához képest	67

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	20
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	25
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal	26
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 áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék)	69
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)	69

Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

Mátyás trónra kerülésekor a kincstár éves bevétele nem sokkal haladhatta meg a 110-120 ezer forintot. Harminckét éves uralkodása alatt a király elérte, hogy az adóbevétel a korábbinak sokszorosára emelkedjen. Az ismert adókvetések átlagát alapul véve, illetve a cseh és osztrák tartományokból származó bevételek nélkül ez az összeg évi 628 ezer forint körül lehetett, a leggazdagabb években pedig elérhette a 900 ezer aranyforintot is. Ez még így is jóval szerényebb összeg volt, mint a kor nyugati nagyhatalmainak éves bevétele. Ahhoz, hogy a kincstár alacsony bevételeit emelhessék, 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. június

Nyomda: Pauker–Prospektus–SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.