



INFLÁCIÓS JELENTÉS



2018
MÁRCIUS

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

Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről



INFLÁCIÓS JELENTÉS

2018
MÁRCIUS

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. Az Inflációs jelentés című kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési 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 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 2018. március 23-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	13
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk	17
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	23
3. Makrogazdasági helyzetértékelés	25
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése	25
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése	33
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség	37
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója	38
3.5. Költségek és infláció	39
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók	43
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok	43
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói	47
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója	49
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás	49
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra	51
5.3. Költségvetési folyamatok	53
6. Kiemelt témák	56
6.1. A digitális technológiai fejlődés hatása az inflációs folyamatokra	56
6.2. A 2017-es évre adott jegybanki előrejelzések értékelése	61
7. A 2018. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása	65
Ábrák és táblázatok jegyzéke	66

Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink	19
3-1. keretes írás: Az euro erősödését befolyásoló tényezők	31
3-2. keretes írás: Az év eleji inflációs folyamatok változatlanul visszafogottak	41
4-1. keretes írás: A globális hozamemelkedés és az új jegybanki program hatása a hazai hozamokra	45

A Monetáris Tanács fő megállapításai az Inflációs jelentéshez

A Monetáris Tanács megítélése szerint a belső kereslet élénkülésével párhuzamosan a hazai kibocsátás a potenciális szintje közelében alakul. A magyar gazdaság növekedése 2018-ban tovább élénkül, majd az aktuális előrejelzés feltevései mellett 2019-től fokozatosan lassul. Az inflációs cél fenntartható elérése 2019 közepére várható.

Az elmúlt hónapokban folytatódott a világgazdaság kibocsátásának növekedése. A globális infláció a tavalyi évhez hasonló, mérsékelt szinten tartózkodott. Az árszínvonal növekedési üteme az országok többségében az inflációs cél alatt alakult. Az elmúlt negyedévben a kockázatos eszközök árfolyama átmenetileg csökkent az emelkedő kamatvárákokozások miatt.

2017 negyedik negyedében folytatódott a világgazdaság és azon belül az eurozóna növekedése. Az élénk globális konjunktúra a következő években is fennmaradhat. Az euroövezet javuló konjunkturális folyamataihoz ciklikus tényezők is hozzájárultak, ugyanakkor a hosszabb távú növekedési kilátásokat illetően a termelékenység lassú bővülése, az egyes régiók változatlanul magas munkanélküliségi rátája és a bankrendszer nemteljesítő hitelállománya továbbra is kockázatot jelent. Az Egyesült Államok GDP-növekedése 2018-ban várhatóan élénkül, miközben a kínai gazdaság változatlanul dinamikusan bővül. A világszerte olajárak nagyobb volatilitás mellett a 60-70 dolláros sávban alakultak, a globális inflációs alapfolyamatokban továbbra sem mutatkozik stabil felfelé mutató trend.

Az első negyedévben csökkent a kockázatvállalási hajlandóság a pénz- és tőkepiacokon. A piaci hangulatot a kedvező makrogazdasági adatok, az amerikai adóreform, illetve az ezek nyomán emelkedő inflációs és kamatvárákokozások befolyásolták. A kamatvárákokozások emelkedésének hatására a fejlett és feltörekvő piaci hozamok – különösen a hozamgörbe hosszabb szegmensében – általánosan emelkedtek. A főbb tőzsdeindexek február elején számottevően estek, miközben az árfolyamok volatilitása megnőtt. Ennek ellenére az amerikai részvényindexek összességében a tavaly decemberi szint felett alakultak, míg a japán és a fejlett európai tőzsdeindexek a kiinduló szintnél alacsonyabban zárták az időszakot. A részvénypiaci eséssel párhuzamosan a kockázati mutatók és az eszközárak volatilitása is nőtt, ugyanakkor a feltörekvő kötvénypiacokat reprezentáló EMBI Global mutató értéke visszatért az időszak eleji szintje közelébe. A devizapiacokon összességében folytatódott az euro dollárral szembeni erősödése.

A mérsékelt inflációs várákokozásokkal összhangban az euroövezetben továbbra is laza monetáris politikai környezet maradhat fenn. Az Európai Központi Bank 2018. januártól csökkentett mennyiséggel folytatja a nettó eszközvásárlásokat 2018 szeptemberéig, illetve szükség esetén ennél is tovább. A nettó eszközvásárlások addig folytatódhatnak, amíg az EKB az inflációs pályának az inflációs céljával összhangban álló, tartós korrekcióját nem tapasztalja. A márciusi közlemény szövegéből ugyanakkor kikerült, hogy amennyiben a kilátások kedvezőtlenebbé válnának, a Kormányzótanács kész a programot kiterjeszteni. A piaci szereplők az első kamatemelést 2019 második negyedévére várják. A Fed 2018. márciusban az alapkamatot az 1,5-1,75 százalékos sávba emelte. A kamatemelést követően az árazott kamatpálya nem változott érdemben.

Továbbra is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió gazdasági növekedési centrumának. Az infláció a régió országaiban jellemzően mérséklődött az elmúlt hónapokban és a toleranciasávok alsó tartományában alakult. A cseh és román jegybank emelte irányadó rátáját, miközben a piaci szereplők további szigorítást várnak. Ezzel szemben a lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedévben, amelyek a jegybanki kommunikáció szerint előretételezhetően változatlanok maradhatnak.

Az infláció a decemberi várákokozásunkkal összhangban 2019 közepére éri el fenntarthatóan az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket.

Az elmúlt időszakban az infláció enyhén mérséklődött, februárban 1,9 százalék volt. A hazai árindex alakulása lényegében megfelelt a decemberi Inflációs jelentés prognózisának. A maginfláció 2017 szeptembere óta tartó csökkenése folytatódott és februárban 2,4 százalék volt. A termékkör árainak elmúlt időszakos mérséklődését elsősorban az iparcikkek árindexének

csökkenése okozta. Aktuális prognózisunk szerint az infláció a következő hónapokban is a toleranciasáv alsó felében alakul. Az előrejelzési horizonton a maginfláció fokozatos emelkedésére számítunk, az alapfolyamatok a korábban vártnak megfelelően mérsékeltten alakulnak. Középtávon az élénk belső kereslet és az emelkedő bérdinamika a hazai maginfláció emelkedésének irányába hatnak. Ugyanakkor a dinamikus béremelkedés költségekre gyakorolt hatását több tényező együttesen tompítja. A többéves bérmegállapodás keretében megvalósuló szociális hozzájárulási adó mérséklés, a társasági nyereség adó 2017-es csökkentése és a gazdaság fokozatos fehéredése egyaránt visszafogja a béremelések inflációra gyakorolt hatását. Emellett az eurozónában az inflációs kilátások tartósan mérsékelttek, valamint a lakossági inflációs várakozások is historikusan alacsony szinten stabilizálódtak, ami összességében szintén fékezi a hazai áremelkedés ütemét. A maginfláción kívüli termékkör árdinamikája előtekintve a decemberi előrejelzésünkkel megegyezően alakul. A hazai üzemanyagok árait alapvetően befolyásoló euróban kifejezett olajárak – az euro dollárral szembeni erősödésének következtében – lényegében nem változtak a decemberi feltevésünkhöz képest, és a piaci árazások előtekintve fokozatosan mérséklődő pályát vetítenek előre. A márciusi Inflációs jelentés előrejelzése alapján – korábbi várakozásunkkal összhangban – az infláció 2019 közepére éri el fenntarthatóan az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket.

A Magyar Nemzeti Bank 2018-as növekedési előrejelzését felfelé módosította. Így az idei évben – az aktuális előrejelzés feltevéseinek teljesülése esetén – a tavalyinál dinamikusabb gazdasági növekedést várunk, amely azonban 2019-től fokozatosan lassul. A növekedés szempontjából a termelékenység és a versenyképesség szerepe egyre meghatározóbbá válik.

A decemberi Inflációs jelentés óta beérkezett adatok alapján kedvezőbb fogyasztási és beruházási folyamatokat, valamint enyhén erősebb exportbővülést várunk, aminek következtében a decemberi Inflációs jelentéshez képest rövid távon magasabb növekedéssel számolunk.

A gazdasági növekedés az idei évben tovább élénkül, majd – az aktuális előrejelzés feltevéseinek teljesülése mellett – ezt követően fokozatosan lassul. Előtekintve a növekedést továbbra is a belső kereslet bővülése támogatja. A fogyasztás növekedéséhez a dinamikus reálbéremelkedés, a magas nettó pénzügyi vagyon, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai egyaránt hozzájárulnak. A lakossági fogyasztás emelkedését a fogyasztói bizalom erősödése is segíti. Az előrejelzési horizont első felében a beruházások további dinamikus bővülése várható, amit a vállalati beruházási alapfolyamatok erősödése, a lakáspiac élénkülése, az alacsony kamatkörnyezet, a jegybanki programok miatt a kvv-hitelek jelentős bővülése, valamint az uniós forrásfelhasználás felfutása egyaránt támogat. Az előrejelzési horizont második felében a vállalati nagyberuházások bázisba kerülése, az európai uniós támogatások kifutása, illetve a hatályos szabályozás alapján az új lakástranzakciókhoz kötődő általános forgalmi adó visszaállítása következtében megtorpanó lakáspiaci ciklus a nemzetgazdasági beruházások mérséklődéséhez vezethet. A kedvező globális konjunkturális kilátások nyomán a decemberi feltevéseinkhez képest a külső kereslet élénkebb bővülésére számítunk, amihez az USA gazdaságpolitikai intézkedései és a külkereskedelem intenzitásának fokozódása is hozzájárult. Emellett a hazai exportpiaci részesedés emelkedését az új ipari kapacitások kiépülése is támogatja.

A Monetáris Tanács szerint 2018-ban a GDP 4,2 százalékos bővülése várható, majd a növekedés – az előrejelzés feltevéseinek teljesülése mellett – 2019-től fokozatosan lassul. A gazdaság növekedésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta is enyhén tovább mérséklődik. A belső kereslet élénkülésével a kibocsátás potenciális szintje közelében alakul, így a hosszabb távú kilátások tekintetében a gazdasági növekedés szempontjából a termelékenységnek és a versenyképességnek egyre meghatározóbb szerepe lesz.

Mind a vállalati, mind a háztartási hitelezés dinamikusan bővül az előrejelzési horizonton.

A vállalati és a háztartási kölcsönök állományában is dinamikus bővülés valósul meg a következő években. Az élénk gazdasági növekedés és a tartósan negatív reálkamat környezet mellett a hitelezés további emelkedése várható. A magyar gazdaság az új hitelciklusnak még a korai, felívelő szakaszában van, és a hitelezés az előrejelzési horizonton sem éri el az egyensúlyi értékét. A teljes vállalati hitelezés éves bővülése jelenleg az MNB által fenntarthatónak tartott 5-10 százalékos sáv felső szélének közelében alakul. A kvv-hitelállomány ennél is nagyobb ütemben emelkedik, amit a Piaci Hitelprogramhoz kapcsolódó banki vállalások is támogatnak. A háztartási kölcsönök élénkülésének egészséges szerkezetét az adóssághék szabályozás biztosítja. Az új lakáshitel-kibocsátáson belül az éven túl rögzített kamatozású hitelek aránya emelkedett, ami hozzájárul a pénzügyi stabilitás javulásához. 2017 negyedik negyedében a Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel termékek

részaránya is folyamatosan nőtt. A bankrendszeri hitelezésnek a gazdasági növekedésre gyakorolt ciklikus hatása semleges, azaz sem a ciklust erősítő, sem azt visszahúzó hatás nem tapasztalható.

2018-ban az élénk belföldi felhasználás eredményeként tovább folytatódik a folyó fizetési mérleg többletének csökkenése. Az EU-transzferek bővülő felhasználása azonban ellensúlyozza a külkereskedelmi többlet csökkenését, így a külső finanszírozási képesség továbbra is viszonylag magas szinten alakul. 2019-től a belső kereslet lassuló bővülésével megáll a folyó fizetési mérleg többletének csökkenése. A számottevő finanszírozási képességnek köszönhetően az ország külső sérülékenysége tovább mérséklődik az előrejelzési horizonton.

2018-ban a belső kereslet élénk növekedése miatt csökkenő külkereskedelmi többlet a folyó fizetési mérleg mérséklődésével jár, azonban a finanszírozási képesség közel változatlan marad, mivel ezt az EU-transzferek növekvő felhasználása ellensúlyozza. Az előrejelzési horizont második felében a belföldi felhasználás lassuló bővülése mellett a jelentős FDI-befektetések nyomán továbbra is gyors exportnövekedésnek köszönhetően a folyó fizetési mérleg mérséklődése megáll. Az EU-transzferek felhasználása a következő években érdemben hozzájárulhat a GDP 4 százaléka körül alakuló külső finanszírozási képességhez. A magas finanszírozási képességgel összhangban folytatódhat az ország nettó külső adósságának mérséklődése, ami támogatja a külső sérülékenység további csökkenését.

A költségvetés 2017. évi hiánya az előzetes pénzügyi számla adatok szerint a GDP 1,9 százaléka volt, ami összhangban volt az MNB várakozásával, és a 2,4 százalékos törvényi előirányzat alatt alakult. A 2018. évi hiány előrejelzésünk szerint az idei előirányzatban szereplő 2,4 százalékos célnak megfelelő lehet, amit 2019-ben és 2020-ban fokozatosan mérséklődő, 2 százalékos körüli deficitpálya követ. Az államadósság-ráta 2017-ben 2 százalékpontot meghaladó mértékben csökkent. Az adósságráta kedvező alakulását támogatja az élénk gazdasági növekedés, valamint az államháztartás kamatterheinek mérséklődése. Az adósság csökkenése a teljes előrejelzési horizonton folytatódik, ezzel megfelelvén az európai uniós és magyar költségvetési szabályoknak.

A kelet-közép-európai régió pénzügyi folyamatait leginkább a térség jegybankjainak a lépései és a fejlett piaci események határozták meg. A fejlett piaci hozamemelkedéssel összhangban a régiós hosszú lejáratú bankközi és állampapírpiazi hozamok is emelkedtek. A magyar hosszú bankközi és állampapírpiazi hozamok január közepéig számottevően csökkentek a jegybanki kommunikáció és az MNB új eszközeinek hatására, amit később részben korrigált a globális hozamemelkedési nyomás és a forint kamatswappiaci spekulatív pozíciók leépülése.

A hazai bankközi piacon az éven belüli BUBOR-jegyzések december közepe óta nem változtak számottevően, a bankközi forward hozamgörbe 5 év körüli szakasza viszont a nemzetközi hozamemelkedéssel összhangban mintegy 30 bázisponttal felfelé tolódott. Hasonló emelkedés történt az állampapírpiacon is a negyedév során. Az időszak aukción erős kereslet mutatkozott. A hazai hosszú felárak az év elején megfigyelt nemzetközi hozamemelkedéssel párhuzamosan nőttek, hosszabb horizonton vizsgálva azonban az euroövezeti és régiós hozamokhoz viszonyított felárak összességében csökkentek. Az időszak során a forint kismértékben erősödött az euróval szemben. A hazai monetáris politika szempontjából leginkább meghatározó euroövezeti monetáris kondíciók a piaci előrejelzések alapján várhatóan továbbra is lazák maradnak.

A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.

A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A mérsékeltebb globális inflációt feltételező alternatív forgatókönyv szerint a globális konjunktúra lassulása enyhébb külsőinfláció-növekedést eredményez, ami az alappályánál alacsonyabb hazai inflációs pályát jelent, miközben a GDP-növekedést kismértékben visszafogja. A gyorsabb bérnövekedést feltételező pálya nyomán a gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a további kockázatok között a gyorsabb fejlett piaci hozamemelkedést, a vártnál alacsonyabb beruházási aktivitást, valamint az exportpiaci részesedésünk vártnál gyorsabb bővülését valószínűsítő forgatókönyveket tárgyalta.

Az inflációs cél fenntartható elérése 2019 közepére várható. A Monetáris Tanács megítélése szerint az inflációs cél fenntartható eléréséhez az alapkamat, valamint a laza rövid és hosszú oldali monetáris kondíciók tartós fenntartása szükséges.

AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

	2017	2018	2019	2020
	Tény		Előrejelzés	
Infláció (éves átlag)				
Maginfláció	2,3	2,4	2,9	2,9
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	2,2	2,4	2,9	2,9
Infláció	2,4	2,5	2,9	3,0
Gazdasági növekedés				
Háztartások fogyasztási kiadása	4,7	4,4	3,0	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	0,8	0,6	0,6	0,7
Állóeszköz-felhalmozás	16,8	14,9	6,4	-2,0
Belföldi felhasználás	5,9	5,9	3,3	1,2
Export	7,1	7,9	7,4	6,6
Import	9,7	10,0	7,7	5,4
GDP	4,0	4,2	3,3	2,7
Munkatermelékenység ⁵	1,9	3,0	2,9	2,5
Külső egyensúly¹				
Folyó fizetési mérleg egyenlege	2,9	1,5	1,6	2,7
Külső finanszírozási képesség	4,1	4,2	4,3	4,8
Államháztartás^{1,4}				
ESA-egyenleg	-1,9	(-2,2) – (-2,4)	(-1,8) – (-2,0)	(-1,6) – (-2,0)
Munkaerőpiac				
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ²	12,9	10,2	6,5	6,4
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,6	0,9	0,3	0,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	11,6	10,3	6,9	7,1
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,2	1,6	0,6	0,3
Munkanélküliségi ráta	4,2	3,7	3,6	3,5
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	5,6	5,0	3,4	3,0
Lakossági reáljövedelem ³	5,6	5,0	2,5	2,3

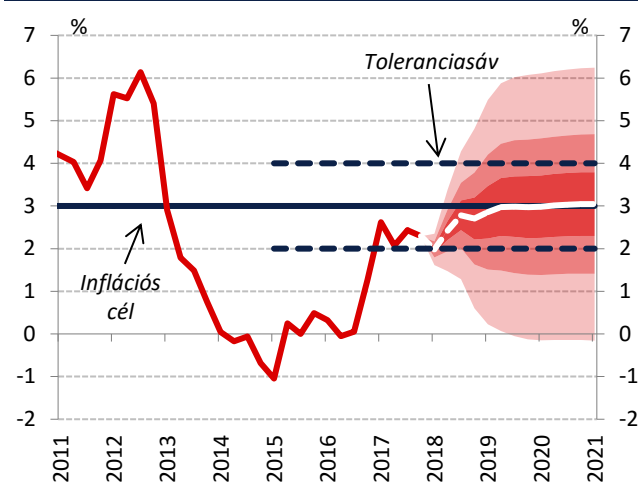
¹ A GDP arányában.² Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.³ MNB-becslés.⁴ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki. A 2017-es ESA-egyenlegre vonatkozó végleges adat az áprilisi EDP jelentésben jelenik majd meg, így addig az azt jól közelítő előzetes pénzügyi számlákban szereplő államháztartás nettó finanszírozási igényét szerepeltetjük.⁵ Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

1.1. Inflációs előrejelzésünk

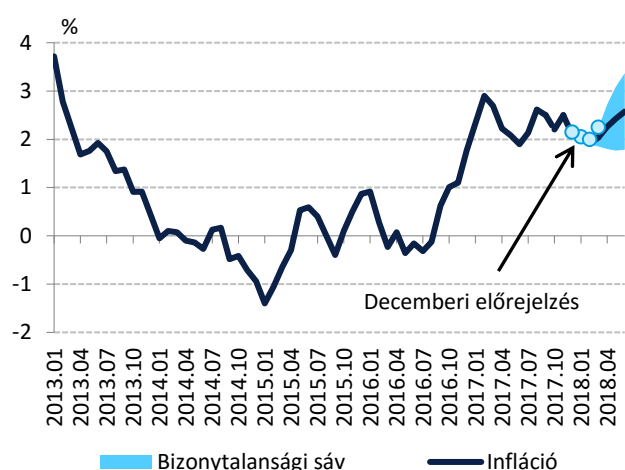
Aktuális előrejelzésünkben tett feltevések változatlansága esetén az infláció – a decemberi várakozásunkkal összhangban – 2019 közepén éri el fenntarthatóan az árstabilitásnak megfelelő 3 százalékos értéket. Az infláció a következő hónapokban főként az üzemanyagokhoz kötődő bázishatások következtében emelkedik, de továbbra is a toleranciasáv alsó felében alakul. Előretekintve az előző prognózissal lényegében megegyező inflációs pályával számolunk. Az előrejelzési horizonton az élénk belső kereslet és az emelkedő bérezési alapfolyamatok miatt az adószűrt maginfláció fokozatos emelkedésére számítunk. Az eurozóna tartósan mérsékelt inflációs folyamatai, a historikusan alacsony szinten stabilizálódó lakossági inflációs várakozások és a munkáltatói járulék fokozatos csökkentése azonban visszafogják az áremelkedés ütemét.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Forrás: KSH, MNB

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



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

Forrás: KSH, MNB

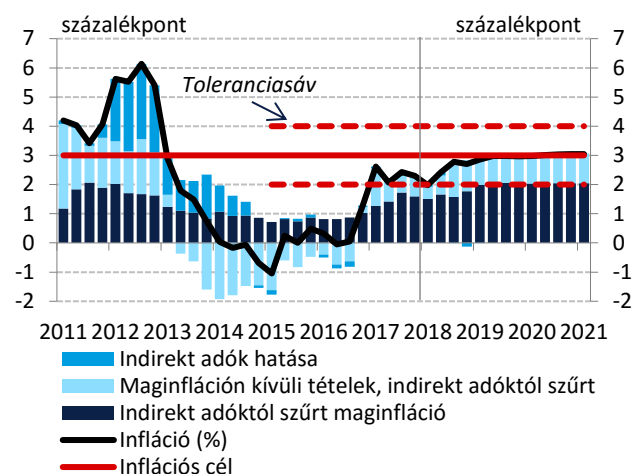
Előretekintve az előző prognózissal megegyező inflációs pályával számolunk, melyet a beérkezett adatok is megerősítenek. Aktuális előrejelzésünkben tett feltevések változatlansága esetén az infláció várhatóan – korábbi előrejelzésünkkel összhangban – 2019 közepén éri el fenntarthatóan a jegybanki 3 százalékos inflációs célt (1-1. ábra).

Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció a tavaszi hónapoktól kezdve főként az üzemanyagokhoz kötődő bázishatások következtében emelkedik, de továbbra is a toleranciasáv alsó felében alakul (1-2. ábra).

Az eurozóna inflációja a következő években is elmarad az EKB inflációs céljától. Az EKB legfrissebb előrejelzésében enyhén csökkentette a 2019-es inflációra vonatkozó várakozásait, melynek oka, hogy az euro dollárral szembeni felértékelődésének mértéke várhatóan meghaladja a dollárban kifejezett olajárak emelkedését. Előretekintve az inflációs folyamatok tartósan mérsékeltnek.

Aktuális előrejelzésünkben tett feltevések változatlansága esetén az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatos emelkedésére számítunk (1-3. ábra). A bővülő lakossági fogyasztás növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ugyanakkor ennek inflációs hatása a válság előtti tapasztalatokhoz képest mérsékelt maradt. A fogyasztás emelkedése várakozásaink szerint elsősorban a tartós fogyasztási cikkekhez kötődik, melyek növekedési üteme meghaladja a teljes fogyasztás emelkedésének mértékét. A tartós fogyasztási cikkek magas importtartalma és a továbbra is visszafogott importált infláció következtében a hazai árdinamikára gyakorolt hatása mérsékelt lehet. A versenyszféra bérei a következő években is érdemben emelkednek. A munkaerőpiacról érkező inflációs hatás azonban továbbra is mérsékelt maradhat a vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó további csökkenése, a munkaerőköltség és az árak közötti meggyengült kapcsolat, illetve a munkajövedelmek fehéredése miatt. A bérek oldaláról jelentkező mérsékelt inflációs hatást

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

	2018	2019	2020	
Maginfláció	2,4	2,9	2,9	
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	1,7	2,0	2,0	
Maginflációon kívüli tételek	Feldolgozatlan élelmiszerek	3,6	4,0	5,4
	Járműüzemanyag és piaci energia	4,4	4,3	3,3
	Szabályozott árú termékek	0,9	1,6	2,3
	Összesen	2,5	2,9	3,2
<i>Inflációs hozzájárulása</i>	0,8	0,9	1,0	
Infláció	2,5	2,9	3,0	

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

Forrás: MNB

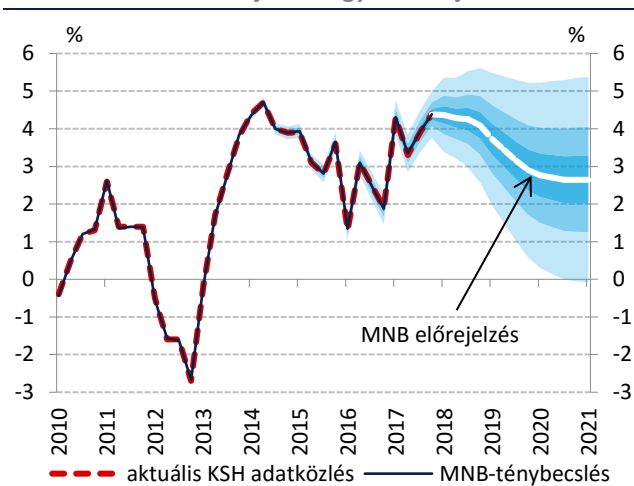
alátámasztja, hogy 2018 elején a munkaintenzív szolgáltatások árindexe lényegében változatlanul alakult.

A maginfláción kívüli termékek előretekintve visszafogott árdinamikát mutat és a decemberi előrejelzésünkkel lényegében megegyezően alakul (1-1. táblázat). A hazai üzemanyagok árait alapvetően befolyásoló euróban kifejezett olajárak – az euro dollárral szembeni erősödésének és a dollárban kifejezett olajárak emelkedése következtében – lényegében nem változtak a decemberi feltevésünkhöz képest, és előretekintve fokozatosan mérséklődő pályát vetítenek előre. A feldolgozatlan élelmiszerek árai az előrejelzési horizonton – a hosszútávú trendjének megfelelően – fokozatosan emelkednek. Feltételezésünk szerint a szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében csak mérsékelt áremelkedés várható.

1.2. Reál gazdasági előrejelzésünk

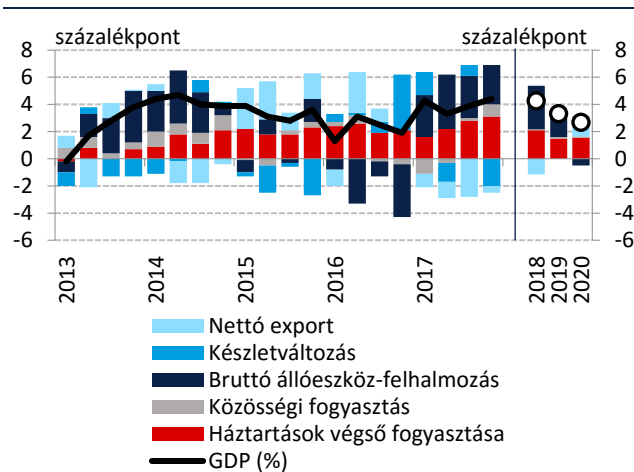
Aktuális előrejelzésünkben tett feltevések változatlansága esetén a gazdasági növekedés idén tovább élénkül, majd ezt követően fokozatosan lassul. A hazai növekedésben rövid távon továbbra is jelentős szerep jut a belföldi kereslet erősödésének, amelyben meghatározó a beruházások és a lakossági fogyasztás bővülése. Előretekintve a beruházások 2019-ig tartó élénk bővülése várható, melyhez az egyedi nagyberuházások felfutása, a vállalati beruházási alapfolyamatok erősödése, a lakáspiac élénkülése, valamint az uniós forrásfelhasználás egyaránt hozzájárul. A fogyasztás növekedését a dinamikus reálbéremelkedés, a magas nettó pénzügyi vagyon, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai egyaránt támogatják. A folyamatot a fogyasztói bizalom historikusan magas szintje is támogatja. A belső felhasználási tételek magas importigénye következtében a nettó export rövid távon visszafogja a gazdasági növekedést. Az előrejelzési horizont második felében a ciklikus tényezők kifutásával párhuzamosan a gazdasági növekedés fokozatos lassulására számítunk. A költségvetés az idei évben élénkíti a gazdasági növekedést, azonban az előrejelzési horizont második felére – technikai feltevéseink alapján – a növekedést támogató kormányzati intézkedések hatásai kifutnak, ezzel párhuzamosan a fiskális politika keresletszűkítő hatása dominál. A hazai ipari szektorban az elmúlt években kiépült új kapacitások termelővé válásával párhuzamosan várakozásaink szerint az idei évben az ipari export bővülése gyorsul. A kedvező globális konjunkturális kilátások nyomán a külső kereslet élénk növekedésére számítunk, ami támogatja a hazai kivitel bővülését. A belső kereslet élénkülésével párhuzamosan 2017 végén a kibocsátás potenciális szintje közelében alakult. A hosszabb távú kilátások tekintetében a gazdasági növekedés szempontjából a termelékenységnek és a versenyképességnek egyre meghatározóbb szerepe lesz.

1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



Forrás: KSH, MNB

1-5. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához



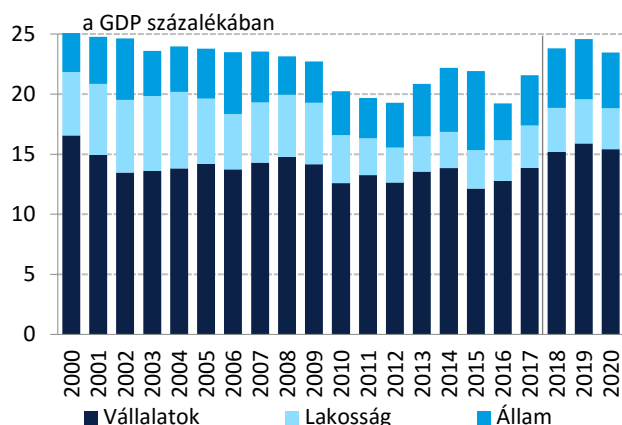
Forrás: KSH, MNB

Aktuális előrejelzésünkben tett feltevések változatlansága esetén **idén a gazdasági növekedés tovább élénkül, majd ezt követően fokozatosan lassul**. 2018-ban a gazdaság 4,2 százalékos bővülése várható, 2019-ben 3,3, míg 2020-ban 2,7 százalékos növekedésre számítunk (1-4. ábra). A hazai növekedésben rövid távon **továbbra is jelentős szerep jut a belföldi kereslet erősödésének**, amelyben meghatározó a beruházások és a lakossági fogyasztás bővülése (1-5. ábra).

Előrejelzésünkben **a nemzetgazdasági beruházások 2019-ig tartó élénk bővülésére számítunk**, amely mindhárom szektor beruházási aktivitásának egyidejű növekedésére vezethető vissza. Előretekintve a nemzetgazdasági beruházási ráta stabilan 20 százalék felett alakulhat. **Az előrejelzési horizont végén a beruházások ciklikus folyamatainak kifutásával párhuzamosan a beruházási aktivitás mérséklődését várjuk** (1-5. ábra).

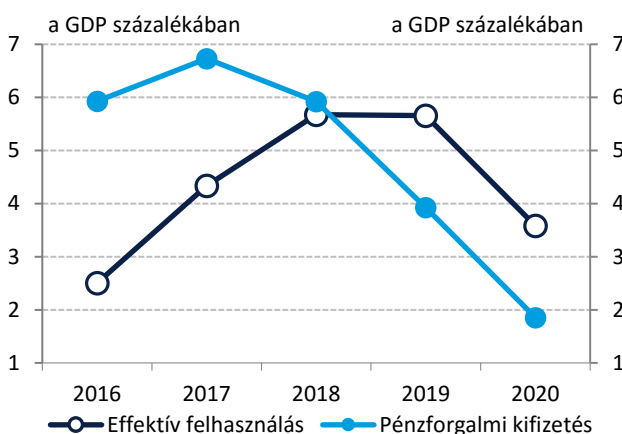
Aktuális előrejelzésünkben tett feltevések változatlansága esetén rövid távon folytatódik a vállalatok beruházásainak bővülése. **A vállalati szektor beruházási alapfolyamatai számottevő mértékben erősödnek**, összhangban a belső kereslet emelkedésével és az alacsony kamatkörnyezettel (1-6. ábra). Előrejelzésünk szerint a kis- és közepes vállalatok hitelállományának növekedése a fenntartható 5-10 százalékos sávban alakul (1-8. ábra). Előretekintve az uniós források – melyek jelentős hányada gazdaságfejlesztési célokra irányul – is támogatják a vállalati beruházásokat, továbbá a korábban bejelentett nagyberuházások és kapacitásbővítések is élénkíthetik a vállalati beruházásokat. A nagyberuházások nemcsak közvetlenül, hanem másodkörös hatásokon keresztül is

1-6. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



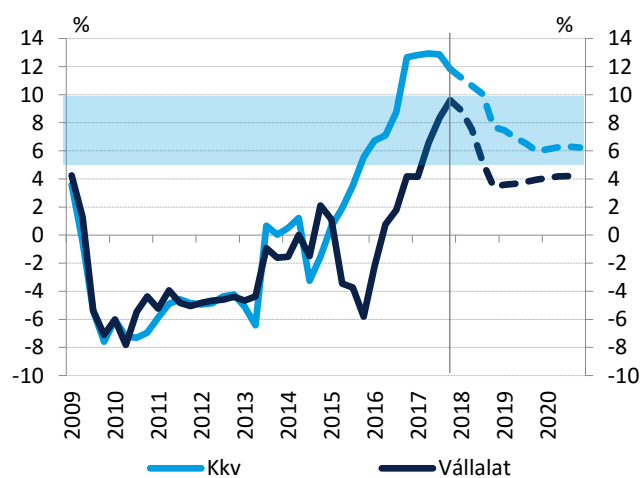
Forrás: KSH, MNB

1-7. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása



Forrás: KSH, MNB

1-8. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, éves változás.

Forrás: MNB

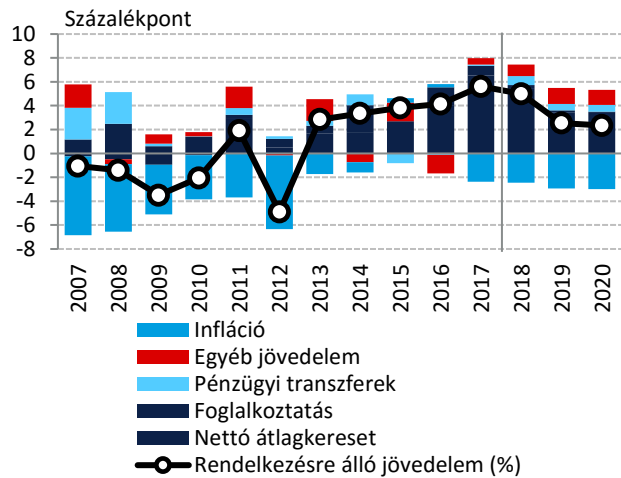
támogatják a hazai GDP bővülését. **A nagyberuházások bázisba kerülésével, illetve a vállalatok által felhasználható uniós támogatások kifizetésével összhangban 2020-ban a vállalati beruházások korrekciója várható.**

Előrejelzési horizontunk elején az uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások bővülését várjuk, amit előretételezve a felfutó effektív felhasználás is támogat. 2017-ben a kifizetések jelentős része előleghez kapcsolódott, így az uniós forrásokból fedezett beruházások felfutása a tavalyi évben lassabb volt a vártnál, így idén gyorsabb effektív felhasználási pályára számítunk. Az előlegfizetések – és azok később realizálódó felhasználása – ugyanakkor várakozásaink szerint nem befolyásolják érdemben a 2014-2020-as uniós költségvetési ciklus forrásainak teljes költségvetési és reálgazdasági hatását, csupán azok évek közötti megoszlását. A paksi nagyberuházás megkezdése várakozásunk szerint – feltevéseink teljesülése esetén – 2020-ig önmagában nem okozza az állami beruházások GDP-arányos szintjének emelkedését. 2020-tól azonban már az európai uniós források effektív felhasználásának visszaesése várható, amely az előrejelzési horizont végén az állami beruházások mérséklődését eredményezi (1-7. ábra).

Aktuális előrejelzésünkben tett feltevések változatlansága esetén a lakáspiac élénkülésével összhangban a lakossági beruházások emelkedését várjuk 2019 végéig, amelyet a kormányzati programok is támogatnak. A lakásépítési engedélyek állományának magas szintje és az új lakásépítések erőteljes felfutása szintén a lakosság beruházási aktivitásának élénkülésére utal. A hatályos adószabályok szerint a lakásvásárláshoz kapcsolódó általános forgalmi adó 2019-et követően visszaáll az eredeti szintjére, aminek következtében a lakáspiaci ciklus megtorpanása várható. **Az előrejelzési horizont végén a lakáspiac 2020-as lassulásával összhangban a lakossági beruházások mérséklődnek.**

A lakossági fogyasztás folytatódó bővülésére számítunk előrejelzési horizontunkon, így a gazdasági növekedés meghatározó tényezője marad. A háztartások fogyasztási kiadásának növekedését érdemben támogatják az idei év eleji adminisztratív intézkedések és javuló alapfolyamatok következtében emelkedő jövedelmek. Egyrészt az idei évre meghirdetett **téli rezsicsökkentés emeli a háztartások elkölthető jövedelmét (miután addicionális megtakarítás jelent a háztartások számára),** másrészt a korábban bejelentett **nyugdíjprémiumok is hozzájárulnak a fogyasztás emelkedéséhez.** A fogyasztás élénkülését a korábban felhalmozott magas nettó pénzügyi vagyon is támogatja (a háztartások nettó pénzügyi vagyonának

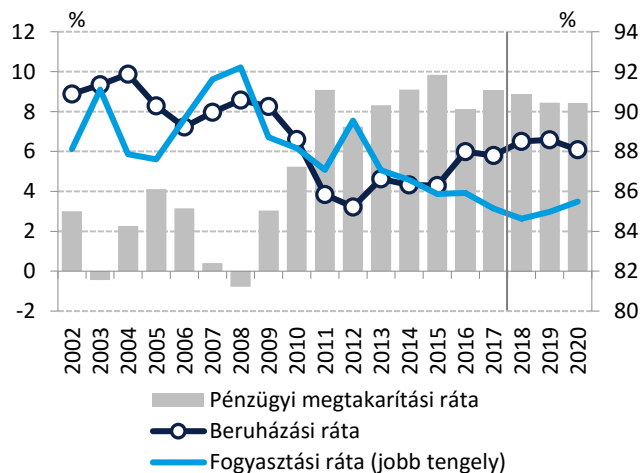
1-9. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

1-10. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



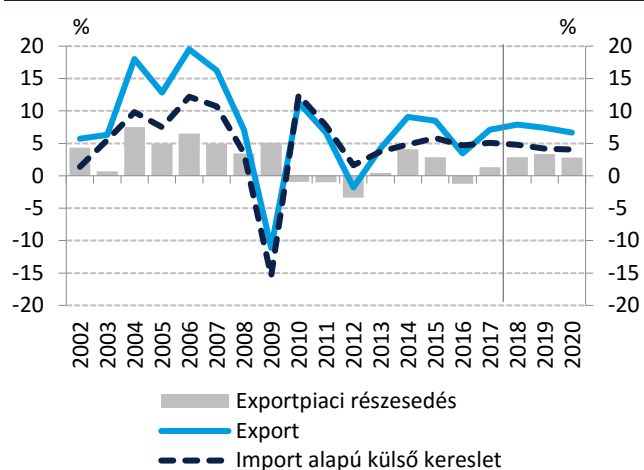
Forrás: KSH, MNB

alakulását a 3. fejezetben mutatjuk be). A fogyasztás növekedését elősegítik továbbá a **fogyasztói bizalom** historikusan magas szintje és a **lakáspiaci élénkülés másodkörös hatásai**. Szintén a fogyasztás bővülésének irányába hat, hogy a háztartások fogyasztási kiadásai továbbra is elmaradnak a jövedelmi alapfolyamatok által indokolt szinttől, így az elhalasztott fogyasztásnak köszönhetően a háztartási szektor érdemi **helyreállítási potenciállal** rendelkezik, mely főként az importintenzív tartós termékek fogyasztásának bővülésében jelenik meg. Az előrejelzési horizont végén a jövedelmek visszafogottabb emelkedése miatt a lakossági fogyasztás bővülési ütemének lassulására számítunk (1-9. ábra).

Várakozásaink szerint előretételezve a **háztartások a reáljövedelmi folyamatok lassulása mellett emelik jövedelemarányos fogyasztásukat**. A beérkező pénzügyi számlás adatok szerint a háztartások korábbi várakozásunknál magasabb megtakarításokat halmoznak fel (1-10. ábra), ezzel elősegítve későbbi lakásvásárlásaikat, így aktuális prognózisunk szerint idén a megtakarítási ráta a 2017-es szintje körül alakul. Előretételezve azonban 2019-től a fogyasztási hajlandóság emelkedésével összhangban a jelenlegi magas szintjéről csökken, majd 2020-ban a visszaeső lakossági beruházásokkal párhuzamosan stabilizálódik.

A legfontosabb külkereskedelmi partnereink növekedésére vonatkozó rövid és középtávú várakozások összességében felfelé módosultak, **az elkövetkező években tehát élénkebb külpiaci növekedés várható**. Összességében a kedvező nemzetközi konjunkturális kilátások nyomán a decemberi feltevéseinkhez képest **a külső kereslet élénkebb bővülésére számítunk**. A kedvezőbb globális növekedési várakozásokat elsősorban a Trump adminisztráció által bejelentett infrastrukturális beruházási program és a vállalati nyereségadó-csökkentési csomag tovagyűrűző hatásai, valamint a külkereskedelem intenzitásának utóbbi időben tapasztalt fokozódása indokolja. A globális növekedést ugyanakkor lefele mutató kockázatok is övezik (tőkepiacok oldalán jelentkező eszközárrá túlértékeltség, az európai kilátásokat befolyásoló Brexit tárgyalások kimenetele, valamint protekcionista intézkedések előretörése). A nemzetközi konjunktúra javulásával és a kedvezőbb külső keresleti feltételekkel összhangban **az ipari hozzáadott-érték és a hazai kivitel bővülésének folytatódását várjuk**. Az elmúlt években és idén érdemi új kapacitások épülnek ki a hazai ipari szektorban, melyek termelővé válásával párhuzamosan várakozásaink szerint az ipari export bővülése új lendületet kap. Aktuális előrejelzésünkben tett feltevések változatlanlansága esetén az

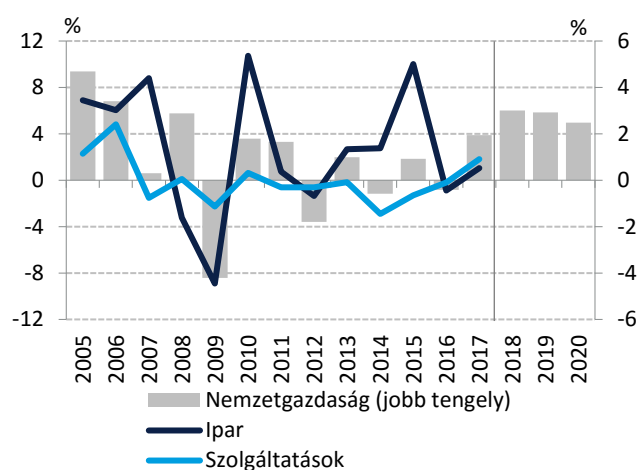
1-11. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH, MNB

1-12. ábra: A munkatermelékenység éves változása



Megjegyzés: A GDP termelésében foglalkoztatottak, nemzeti számlás adatok.

Forrás: KSH, MNB

új exportkapacitások kiépülésével a kivitel növekedési üteme tartósan meghaladja külső keresletünk bővülésének ütemét, így **exportpiaci részesedésünk tovább javul** (1-11. ábra). A belső keresleti tényezők (fogyasztás, beruházás) felfutása érdemben emeli a behozatal dinamikáját, így várakozásaink szerint **idén és a jövő évben a nettó export lassítja a gazdasági növekedést. Az előrejelzési horizont második felében a nettó export – a kedvező külső konjunktúra, az ipari termelés felfutása, valamint a belső felhasználási tételek mérséklődése nyomán csökkenő importszükséglet következtében – pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez.**

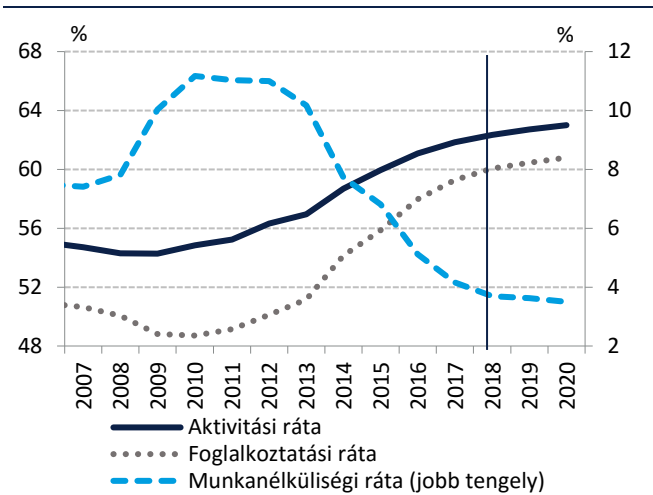
2017-ben a mezőgazdaság teljesítménye negatívan járult hozzá a GDP növekedéséhez. **Az idei évben – az ágazat átlagos teljesítményét feltételezve – a mezőgazdaság kismértékben élénkítheti a növekedést.**

A potenciális növekedés az előrejelzési horizonton 3 százalék körül alakul, amit elsősorban a magánberuházások bővülése és a munkaerőpiaci aktivitás trendszerű emelkedése okoz. A demográfiai folyamatok azonban egyre inkább effektív korlátot jelentenek a foglalkoztatásbővülés számára, így az előrejelzési horizont végén az aktivitás már nem járul hozzá a potenciális növekedéshez. **Előrejelzésünkben a munkatermelékenység javulására számítunk** (1-12. ábra). A kedvező kamatkörnyezet, a javuló hitelezés, valamint a tőke (munkához viszonyított) relatív árának mérséklődése is ösztönzi a beruházási aktivitást. Az élénkülő magánberuházások a fejlett berendezések üzembe helyezése és a modern ipari létesítmények felépítése mellett a magasabb hozzáadott értékű termeléshez szükséges tudás átvétele által is emelik a termelékenységet. A bejelentett nagyberuházások és a beszállítói hálózat kapacitásbővítései pozitív visszacsatolást indítanak el a magasabb hozzáadott értékű piaci szolgáltatások (infokommunikáció, pénzügy, logisztika, marketing) körében. A gazdasági konjunktúra felívelő szakaszában pedig a gazdaság növekedése és a munkatermelékenység emelkedése jellemzően egymást erősítő folyamatok, ezért előretekintve a termelékenység további javulását várjuk (Kaldor-Verdoorn szabály).

1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

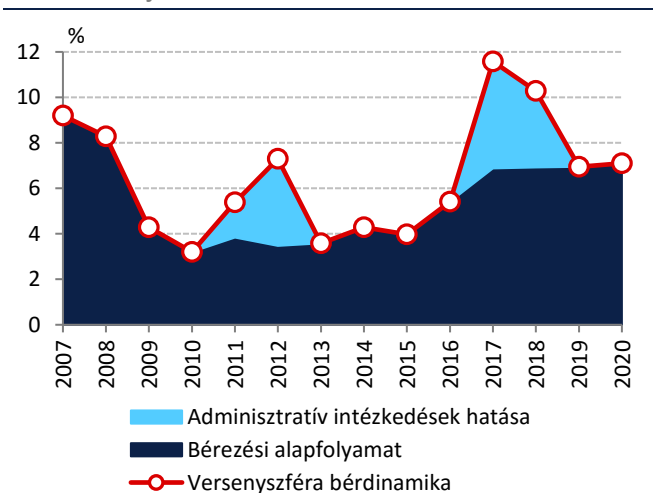
Előrejelzési horizontunkon mind a versenyszféra, mind a nemzetgazdasági foglalkoztatottság lassuló ütemben emelkedik tovább, így a jelenleg is historikusan alacsony munkanélküliségi ráta mérsékelt ütemben tovább csökken. Aktuális előrejelzésünkben tett feltevések változatlansága esetén a bérezési alapfolyamat a csökkenő szabad munkaerő-kapacitással párhuzamosan továbbra is erős marad. Így a tavalyi évhez hasonlóan az idei évben is 10 százalék feletti bérnövekedésre számíthatunk. A költségoldalról jelentkező inflációs hatás továbbra is mérsékelt maradhat.

1-13. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH, MNB

1-14. ábra: Az érdemi minimálbér- és garantált bérminimum emelések hatása a versenyszféra bérdinamikájára



Forrás: KSH, MNB-becslés

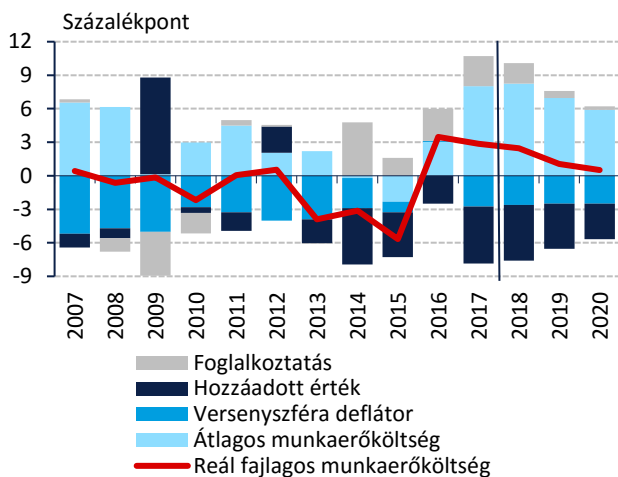
Várakozásunk szerint a negatív demográfiai folyamatok (a munkaképes korúak összlétszámának és kor-nem szerinti összetételének változása) egyre effektívebbé válásával az aktívok száma fokozatosan csökkenő ütemben emelkedik tovább, 2020-ban pedig megáll a munkaerő-kínálat bővülése. A demográfiai folyamatok tehát egyre inkább effektív korlátot jelentenek a foglalkoztatásbővülés számára (1-13. ábra).

A költségvetési forrásszűkítés következtében a közfoglalkoztatottak száma több mint 20 ezer fővel csökken az előrejelzési időszak végére. A közfoglalkoztatásból kikerülők egy része a feszes munkaerőpiaci környezet következtében visszaáramolhat az elsődleges munkaerőpiacra. Az állami szféra közfoglalkoztatás nélküli foglalkoztatottsága érdemben nem változik.

A gazdasági növekedéssel párhuzamosan a versenyszféra tartósan magas munkaerő-kereslete támogatja a foglalkoztatás bővülését. A csökkenő munkaerő-tartalék illeszkedési problémái (munkaerő nem megfelelő képzettsége és a munkavállalási mobilitás hiánya) ugyanakkor jelentősen megnehezítik a vállalatok létszámbővítési törekvéseit. Összességében a versenyszférában foglalkoztatottak száma az utóbbi évek erőteljes létszámbővülését követően lassuló ütemben emelkedik tovább. A foglalkoztatottság folytatódó emelkedésével a jelenleg is historikusan alacsony munkanélküliségi ráta mérsékelt ütemben tovább csökken.

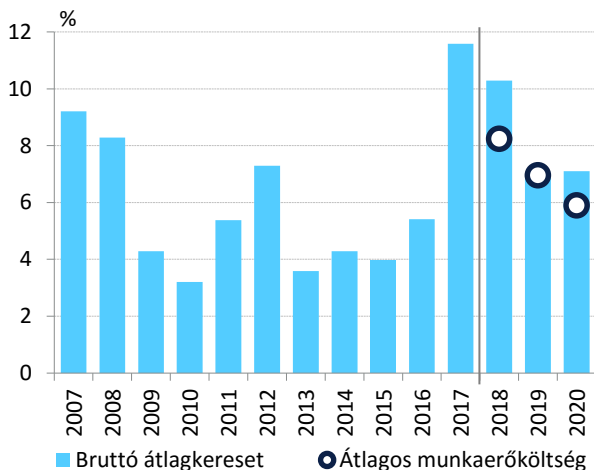
A historikusan feszes munkaerőpiaci környezetben a vállalatok erőteljes versenyt folytatnak a munkaerő megtartásáért és felvételéért, így a munkavállalók béralkupoziója folyamatosan javul, ami erőteljes bérdinamikához vezet. A bérezési alapfolyamat a csökkenő szabad munkaerő-kapacitással párhuzamosan továbbra is erős marad. Így az aktuális előrejelzésünkben tett feltevések változatlansága esetén az idei évben is – a tavalyi évhez hasonlóan – 10 százalék feletti versenyszféra bérnövekedésre számíthatunk. A 2017-es évinél enyhén alacsonyabb bérdinamikát a tavalyi évtől elmaradó mértékű minimálbér- és garantált bérminimum emelés magyarázza (1-14. ábra). Aktuális helyzetértékelésünket a beérkezett januári bér adatok is megerősítik, amelyek döntően az

1-15. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása



Forrás: KSH, MNB

1-16. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Forrás: KSH, MNB

adminisztratív béremelések következtében dinamikus emelkedést mutatnak az előző évhez képest, azonban a bérezési alapfolyamatok alakulásáról bővebb információt a márciusi béradatok fognak tartalmazni. Előrejelzésünk alapján a bérmegállapodásban foglalt intézkedések – a közvetlen és az átgűrűző hatásokat is figyelembe véve – idén 3-4 százalékponttal támogatják a bérezési alapfolyamatokat. **Az előrejelzési időszak további részében a reál munkaerőköltség növekedése a termelékenység emelkedésével összhangban alakul (1-15. ábra).**

A bérdinamika munkaerőköltségre gyakorolt hatását tompítja, hogy a vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó idén további 2,5 százalékponttal csökken, így **a költségoldalról jelentkező inflációs hatás továbbra is mérsékelt maradhat.** A bérmegállapodás értelmében a szociális hozzájárulási adó 2018-at követően még négy lépésben 2-2 százalékponttal fog csökkenni a reálbérek emelkedésének függvényében. Előrejelzésünk szerint 2019 negyedik negyedében a versenyszféra reálbérei több mint 6 százalékkal emelkednek 2018 első negyedéhez képest, így **a következő járulékcsoökkentés 2020 második negyedében következhet be (1-16. ábra).**

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink

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

1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása

Meghatározó feltevések	2018		2019		2020		Változás		
	December	Aktuális	December	Aktuális	December	Aktuális	2018	2019	2020
EUR/USD	1,19	1,23	1,19	1,23	1,19	1,23	3,4%	3,4%	3,4%
Olajár (USD/hordó)	61,7	65,1	59,0	61,4	57,4	58,6	5,5%	4,1%	2,1%
Olajár (EUR/hordó)	52,0	52,9	49,8	49,9	48,4	47,7	1,7%	0,2%	-1,4%
Élelmiszerek									
Búza (USD/véka)	4,63	4,80	5,24	5,40	5,55	5,61	3,7%	3,1%	1,1%
Kukorica (USD/véka)	3,69	3,79	4,03	4,07	4,17	4,20	2,7%	1,0%	0,7%
Eurozóna inflációja (%)	1,4	1,4	1,5	1,4	1,7	1,7	0,0 szp.	-0,1 szp.	0,0 szp.
Felvevőpiacaink növekedése*(%)	2,6	2,9	2,5	2,6	2,4	2,5	0,3 szp.	0,1 szp.	0,1 szp.

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

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

A világgazdasági olajárak nagyobb volatilitás mellett a 60-70 dolláros sávban alakultak. A Brent nyersolaj hordónkénti ára tavaly év végén fokozatos emelkedésbe kezdett, és januárban 70 dollár körül tartózkodott. Ezt követően februárban – érdemi volatilitás mellett – átlagosan 65 dollárra csökkent, mely tendencia márciusban is folytatódott. Az olajárak volatilis alakulásának hátterében a Közel-Keleten tapasztalható geopolitikai feszültségek, továbbá a rekordmagas amerikai kitermelés és készletek vártnál nagyobb mértékű emelkedésének egymást ellensúlyozó hatása áll. **A 2017. november végi OPEC-megállapodás teljesítési aránya jelenleg historikus csúcson áll,** azonban a termeléskorlátozás több mint felét ellensúlyozza az USA kitermelésének bővülése, ami tavaly év végén 50 éves csúcra, napi 10 millió hordóra emelkedett és jelenleg is ezen a szinten tartózkodik. A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) februári jelentése szerint az olajpiac idén egyensúlyba kerülhet, ugyanakkor erre olyan fontos tényezők lehetnek hatással, mint az USA palaolaj-kitermelésének az emelkedő olajárak és a növekvő hatékonyság mellett tovább csökkenő határköltések által ösztönzött emelkedése, továbbá a venezuelai gazdasági helyzet jövőbeli alakulása. A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából az euróban kifejezett olajárak a meghatározók. **A határidős jegyzésárak alapján az euróban kifejezett olajárak az euro dollárral szembeni gyengülésének következtében lényegében nem változtak a decemberi feltevéssünkhöz képest, és előrettekintve fokozatosan mérséklődő pályát vetítenek előre.** Az EUR/USD keresztárfolyamára vonatkozóan a decemberi feltevéssünknél erősebb euróra számítunk az előrejelzési horizonton.

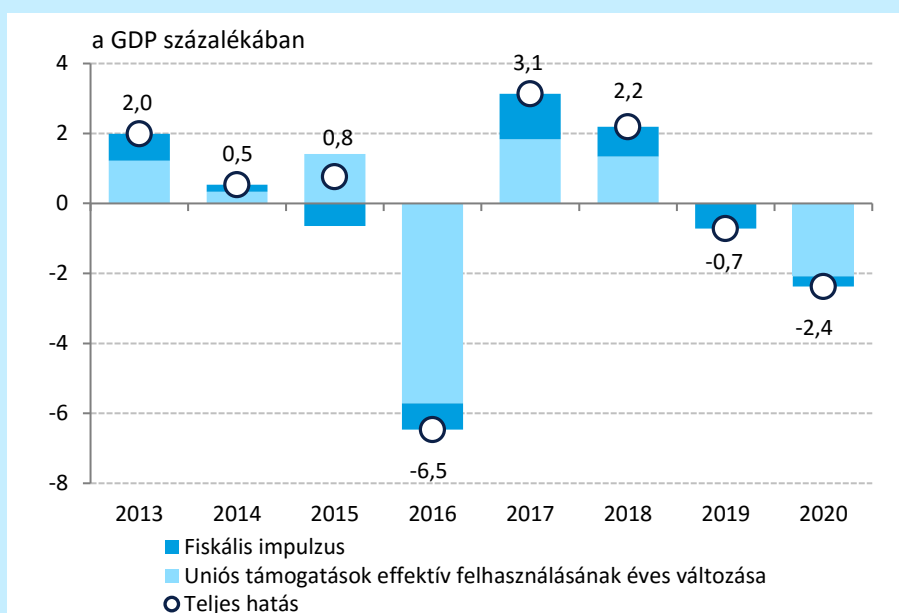
Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében továbbra is az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton. A tartósan alacsony infláció elsődleges oka az energiaárak alapvető inflációs folyamatokat gyengítő hatása. Az EKB a 2019-es inflációs előrejelzését enyhén lefelé módosította az euro felértékelődésének az olajárak növekedését várhatóan meghaladó inflációs hatása miatt. Az előrejelzési horizonton az eurozóna inflációja a 2018-2019-ben átlagosan 1,4 százalékra prognosztizált mértékről 1,7 százalékra emelkedik 2020-ban, amit mindenekelőtt a kereslet bővülése és a feszesező munkaerőpiac felől érkező költségoldali hatások (erősödő nominális bérdinamika) és az euroövezet egyes területein megjelenő munkaerőhiány magyaráznak. A maginfláción kívüli tényezők hatásai az időszak második felétől lényegében kioltják egymást: míg a határidős olajárgörbe csökkenő trendet mutat, addig az energiaadók és a feldolgozatlan élelmiszerek árváltozása az infláció emelkedését idézi elő.

A kedvező nemzetközi konjunkturális kilátások nyomán a decemberi feltevéseinkhez képest a külső kereslet élénkebb bővülésére számítunk. A világgazdaság teljesítményére vonatkozó rövid és középtávú előrejelzések összességében felfelé módosultak, és egy erősödő nemzetközi konjunktúra kibontakozását vetítik előre. A globális növekedést ugyanakkor lefele mutató kockázatok is övezik (tőkepiacok oldalán jelentkező eszközár túlértékeltség, az európai kilátásokat befolyásoló Brexit tárgyalások kimenetele, valamint protekcionista intézkedések előretörése), így előrettekintve az európai növekedést fokozott bizonytalanság övezi. Összességében a kedvező konjunkturális kilátások nyomán a decemberi feltevéseinkhez képest a külső kereslet élénkebb növekedésére számítunk.

A határidős jegyzések alapján a búza és a kukorica esetében is a decemberi Inflációs jelentés feltevésénél enyhén magasabb áremelkedés várható.

A beérkező adatok és új intézkedések hatására a költségvetési hiányra vonatkozó előrejelzésünk lényegében nem változik. A 2018. évi költségvetést érintő új információ az egészségügyi ágazatok előrehozott béremelése (mentősök, szakápolók), a nyugdíjasok számára Erzsébet-utalvány formájában juttatott egyszeri nyugdíjkiegészítés, illetve a gáz-, és távhőszámlából leírható, valamint a szociális tűzifa keretet megemelő téli rezsicsökkentés (melyet a KSH pénzügyi transzferként számol el és árhatása nem várható). Mindez többletkiadásokat jelent a költségvetés számára, amit ugyanakkor ellensúlyoz a magasabb gazdasági növekedés bevételnövelő hatása. A 2019-es és 2020-as években a decemberi előrejelzéssel szemben bekövetkezett 0,1–0,1 százalékpontos hiánycsökkenést a 2018. évi bázis kedvezőbb makrogazdasági folyamatai indokolják. Az idei új intézkedések csak a 2018. évi kiadásokat növelik, a következő éveket nem befolyásolják.

1-17. ábra: A fiskális keresleti hatás és az uniós források effektív felhasználása



Forrás: MNB

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

	2017	2018		2019		2020	
	Tény	Előrejelzés					
		December	Aktuális	December	Aktuális	December	Aktuális
Infláció (éves átlag)							
Maginfláció	2,3	2,5	2,4	2,8	2,9	2,9	2,9
Indirekt adóhatásoktól szűrt maginfláció	2,2	2,5	2,4	2,8	2,9	2,9	2,9
Infláció	2,4	2,5	2,5	2,9	2,9	3,0	3,0
Gazdasági növekedés							
Háztartások fogyasztási kiadása	4,7	3,8	4,4	3,0	3,0	3,0	3,0
Kormányzat végső fogyasztása	0,8	0,7	0,6	0,8	0,6	0,7	0,7
Állóeszköz-felhalmozás	16,8	12,0	14,9	4,1	6,4	-2,0	-2,0
Belföldi felhasználás	5,9	4,7	5,9	2,8	3,3	1,2	1,2
Export	7,1	7,8	7,9	7,3	7,4	6,6	6,6
Import	9,7	8,9	10,0	7,2	7,7	5,4	5,4
GDP	4,0	3,9	4,2	3,2	3,3	2,7	2,7
Munkatermelékenység ⁵	1,9	3,2	3,0	2,9	2,9	2,5	2,5
Külső egyensúly¹							
Folyó fizetési mérleg egyenlege	2,9	1,4	1,5	1,8	1,6	2,8	2,7
Külső finanszírozási képesség	4,1	3,9	4,2	4,6	4,3	4,9	4,8
Államháztartás^{1,4}							
ESA-egyenleg	-1,9	(-2,2)-(-2,4)	(-2,2)-(-2,4)	(-1,9)-(-2,1)	(-1,8)-(-2,0)	(-1,7)-(-2,1)	(-1,6)-(-2,0)
Munkaerőpiac							
Nemzetgazdasági bruttó átlagkereset ²	12,9	9,6	10,2	6,5	6,5	6,4	6,4
Nemzetgazdasági foglalkoztatottság	1,6	0,6	0,9	0,3	0,3	0,2	0,2
Versenyszféra bruttó átlagkereset ²	11,6	8,7	10,3	6,9	6,9	7,1	7,1
Versenyszféra foglalkoztatottság	2,2	1,6	1,6	0,6	0,6	0,3	0,3
Munkanélküliségi ráta	4,2	4,0	3,7	3,9	3,6	3,7	3,5
Versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség	5,6	3,4	5,0	3,5	3,4	3,0	3,0
Lakossági reáljövedelem ³	5,6	4,1	5,0	2,5	2,5	2,3	2,3

¹ A GDP arányában.² A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.³ MNB-becslés.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. A 2017-es ESA-egyenlegre vonatkozó végleges adat az áprilisi EDP jelentésben jelenik majd meg, így addig az azt jól közelítő előzetes pénzügyi számlákban szereplő államháztartás nettó finanszírozási igényét szerepeltetjük.⁵ Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

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

	2018	2019	2020
Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)			
MNB (2018. március)	2,5	2,9	3,0
Consensus Economics (2018. március) ¹	1,7 – 2,6 – 3,5	2,5 – 3,0 – 3,9	
Európai Bizottság (2018. február)	2,8	2,9	
IMF (2017. október)	3,2	3,0	3,0
OECD (2017. november)	2,7	3,4	
Reuters-felmérés (2018. március) ¹	2,3 – 2,5 – 2,7	2,5 – 2,9 – 3,5	3,0 – 3,1 – 3,2
GDP (éves növekedés, %)			
MNB (2018. március)	4,2	3,3	2,7
Consensus Economics (2018. március) ¹	2,7 – 3,7 – 4,5	2,0 – 2,9 – 3,6	
Európai Bizottság (2018. február)	3,7	3,1	
IMF (2017. október)	3,4	2,8	2,6
OECD (2017. november)	3,6	2,8	
Reuters-felmérés (2018. március) ¹	3,5 – 3,9 – 4,5	2,8 – 3,3 – 3,6	
Folyó fizetési mérleg egyenlege³			
MNB (2018. március)	1,5	1,6	2,7
Európai Bizottság (2017. november)	3,3	3,2	
IMF (2017. október)	4,2	3,2	2,3
OECD (2017. november)	2,5	0,8	
Reuters-felmérés (2018. március) ¹	2,3 – 4,3 – 5,5	2,1 – 4,0 – 5,6	
Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)^{3,4}			
MNB (2018. március)	(-2,2) – (-2,4)	(-1,8) – (-2,0)	(-1,6) – (-2,0)
Consensus Economics (2018. március) ¹	(-1,6) – (-2,4) – (-3,0)	(-1,6) – (-2,3) – (-3,0)	
Európai Bizottság (2017. november)	-2,6	-2,3	
IMF (2017. október)	-2,9	-2,7	-2,7
OECD (2017. november)	-2,7	-2,4	
Reuters-felmérés (2018. március) ¹	(-2,3) – (-2,4) – (-2,8)	(-1,6) – (-2,2) – (-2,8)	
Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2018. március)	4,8	4,2	4,1
Európai Bizottság (2017. november) ²	5,2	4,8	
IMF (2017. október) ²	4,9	4,6	4,4
OECD (2017. november) ²	4,8	4,5	
Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)			
MNB (2018. március)	2,6	2,5	2,4
Consensus Economics (2018. március) ²	2,7	2,3	
Európai Bizottság (2018. február) ²	2,7	2,5	
IMF (2018. január) ²	2,6	2,3	2,1
OECD (2018. március) ²	2,6	2,4	

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.

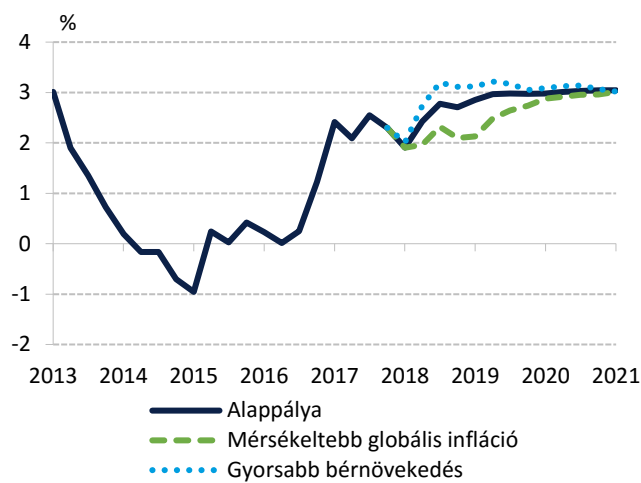
⁴ Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki. A 2017-es ESA-egyenlegre vonatkozó végleges adat az áprilisi EDP jelentésben jelenik majd meg, így addig az azt jól közelítő előzetes pénzügyi számlákban szereplő államháztartás nettó finanszírozási igényét szerepeltetjük.

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

2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

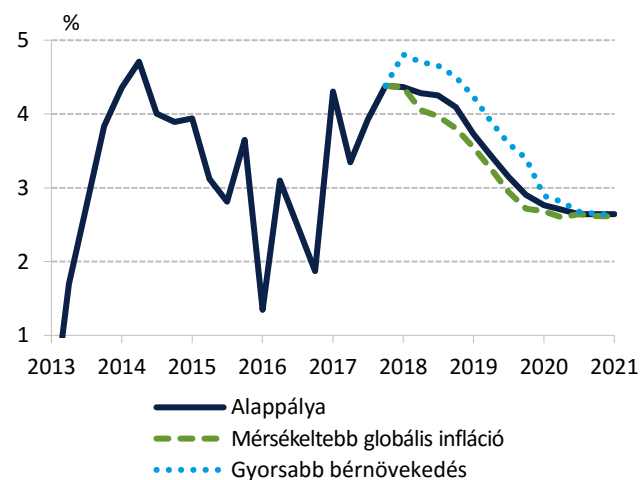
A Monetáris Tanács a márciusi Inflációs jelentés alappályája mellett két alternatív forgatókönyvet emelt ki. A mérsékeltebb globális inflációt feltételező alternatív forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb inflációs és növekedési pályát jelent. A gyorsabb bérnövekedést feltételező pálya nyomán a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a további kockázatok között a gyorsabb fejlett piaci hozamemelkedést, a vártnál alacsonyabb beruházási aktivitást, valamint az exportpiaci részesedésünk vártnál nagyobb bővülését valószínűsítő 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

Mérsékeltebb globális infláció

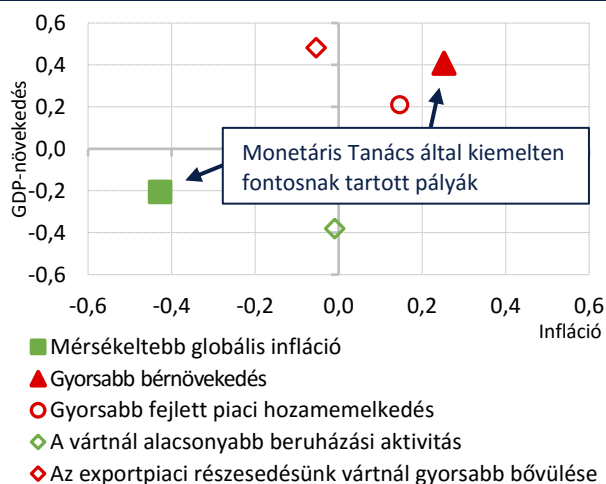
A globálisan meghatározó jegybankok közül a Fed és az EKB megkezdte laza monetáris politikai irányultságának fokozatos visszavonását, illetve annak előzetes kommunikációját. Ugyanakkor a **globalizáció, valamint a technológiai fejlődés árleszorító, illetve a fejlett gazdaságokban tapasztalható visszafogott reálbér-emelkedés hatása folytatódó, tartósan laza nemzetközi árdinamikát vetíthet előre.**

Alternatív pályánk feltételezései szerint a nagy jegybankok a korábban jelzethetnél lassabban érik el fenntarthatóan inflációs céljukat a fejlett gazdaságokban tapasztalható visszafogott reálbér-emelkedés és a vártnál kedvezőtlenebb európai konjunktúrafolyamatok esetén. A vártnál mérsékeltebb globális konjunktúra eredményeként a visszafogottabb külső infláció az alappályánál erősebben fékezi a hazai infláció emelkedését, és külpiacaink mérsékeltebb növekedése visszafogja a hazai növekedést (2-1., 2-2. és 2-3. ábra). Ekkor az inflációs cél elérését a laza monetáris kondíciók tartósabb fenntartása biztosítja.

Gyorsabb bérnövekedés

Alappályánkban a bérezési alapfolyamat a csökkenő szabad munkaerő-kapacitással párhuzamosan továbbra is erős marad az idei évben. Így összességében 2018-ban is 10 százaléknál feletti bérnövekedésre számítunk, a tavalyi évhez hasonlóan. A 2017-es évinél enyhén alacsonyabb bérdinamikát a tavalyi évtől elmaradó mértékű minimálbér- és garantált bérminimum emelés magyarázza. Januárban a bruttó átlagkereset a nemzetgazdaságban 13,8 (közfoglalkoztatás nélkül: 12,7), a versenyszférában 13,2 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Ugyanakkor feltevésünk szerint az idei év egészére vonatkozó kétszámjegyű béremelkedési ütem előretekintve még tovább emelkedhet, melyről a márciusi béradatak szolgálhatnak érdemi új információval.

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

Alternatív pályánkban a vállalatok a feszes munkaerőpiaci környezetben a vártnál nagyobb mértékben emelik a béreket. 2017 negyedik negyedében valamivel több mint 450 ezer fő volt azonosítható a versenyszféra számára kihasználatlan munkaerő-kapacitásként a gazdaságban. Ezenkívül a demográfiai folyamatok egyre inkább effektív korlátot jelentenek a foglalkoztatásbővülés számára. Előretekintve az aktívak száma fokozatosan csökkenő ütemben emelkedik tovább a következő években, majd 2020-ra a bővülés megszűnésére számítunk. Alternatív pálya értelmezésünk alapján a dinamikus béremelések már érdemi inflációs hatása is lehet. Ezenkívül a magas bérdinamika beépülhet a várakozásokba is és így a folyamat a vártnál tartósabban maradhat fenn. **Az alappályához képest gyorsabb bérnövekedés esetén a magasabb rendelkezésre álló jövedelem a háztartások fogyasztását és beruházásait élénkíti, kedvező hatást gyakorolva a gazdasági növekedésre.** A vállalati költségek az alappályánál nagyobb mértékben emelkednek, ami az **élénkülő belső kereslettel párhuzamosan az árak emelkedését eredményezi** (2-1., 2-2. és 2-3. ábra). **Az inflációs cél elérését az alappályánál szigorúbb monetáris politika biztosítja.**

További kockázatok

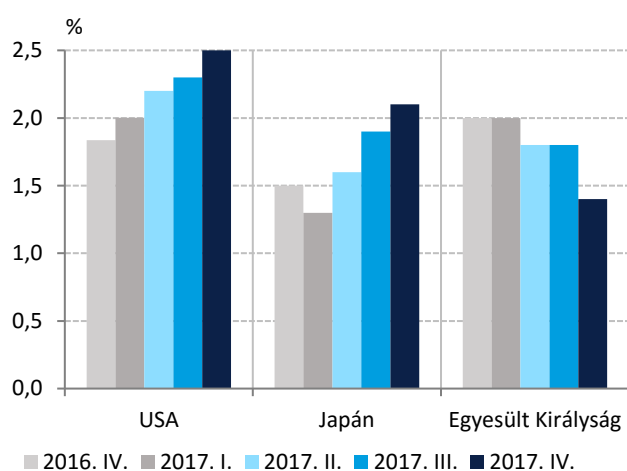
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további három alternatív pályát mérlegelt. A gyorsabb fejlett piaci hozamemelkedést feltételező kockázati forgatókönyv magasabb infláció irányába mutat, és egy erősebb belső és külső konjunktúrát feltételez. A vártnál alacsonyabb beruházási aktivitás esetén az alappályánál visszafogottabb növekedés várható, számottevő inflációs hatás nélkül. Az exportpiaci részesedésünk vártnál gyorsabb bővülésének hatására a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb az alappályában feltételezetténél, ugyanakkor az inflációt nem befolyásolja számottevően.

3. Makrogazdasági helyzetértékelés

3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2017 negyedik negyedében folytatódott a világgazdaság és azon belül az eurozóna növekedése. Továbbra is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió gazdasági növekedési centrumának. A globális infláció ugyan a tavalyi év során enyhén emelkedett, azonban továbbra is mérsékelt szinten alakult. A 2018. év eleji adatok alapján az eurozónában ismét mérséklődés volt megfigyelhető az árindex esetén. A Fed fokozatos kamatemelése mellett a Bank of England valamivel korábban – várhatóan májusban – és némileg gyorsabb ütemben kezdheti meg a monetáris kondíciók szigorítását, miközben az euroövezet monetáris kondíciói huzamosabb ideig lazák maradhatnak. A kelet-közép-európai régióban folytatódott a jegybankok monetáris politikai divergenciája. A cseh és román jegybank emelte az irányadó rátát, míg a lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedévben.

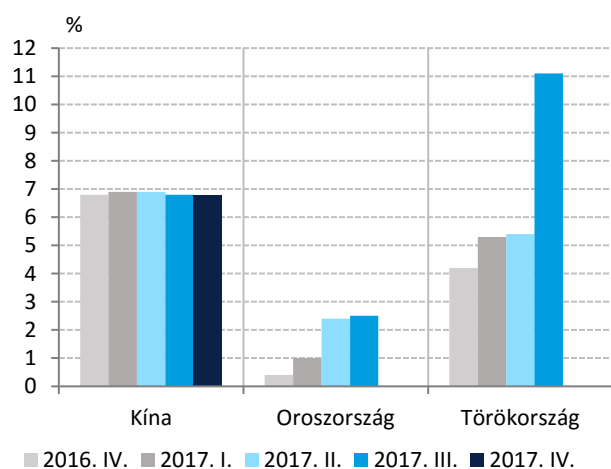
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

3-2. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban



Megjegyzés: Törökország kivételével szezonálisan igazított adatok.

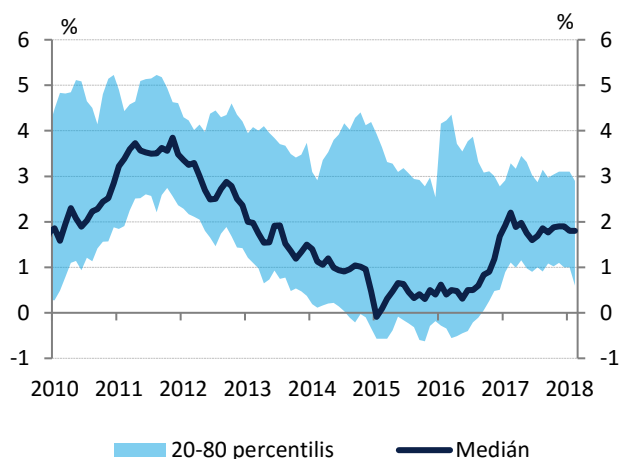
Forrás: OECD, Trading Economics

3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

Az Egyesült Államokban 2017 negyedik negyedében a várakozásoknak megfelelően bővült a gazdaság (3-1. ábra), ugyanakkor negyedéves alapon lassabb ütemű növekedés volt megfigyelhető. A gazdaság bővüléséhez elsősorban a lakossági fogyasztás mellett a rezidens és nem rezidens beruházások, valamint a kormányzati kiadások járultak hozzá, míg a készletfelhalmozás negatívan befolyásolta a GDP-növekedést. A belső felhasználási tételek bővülése következtében az import az exportot meghaladó mértékben növekedett, így összességében a nettó export negatívan befolyásolta a gazdasági növekedést. Az amerikai vállalati adó-csökkentés következtében jelentős mértékben javultak a gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások, az IMF jelentése szerint 2020-ig akár 1,2 százalékkal emelheti a GDP-t. A bejelentett acél- és alumínium-importvám – az Egyesült Államok világimporton belüli jelentős súlya miatt – érdemi hatást gyakorolhat a globális gazdaságra. Előretekintve az importvámokkal kapcsolatos bizonytalanságok érdemi kockázatokat hordoznak az USA növekedésére és a globális konjunktúrára egyaránt.

Az Egyesült Királyságban a negyedik negyedévben elmaradt a növekedés a várakozásoktól. A gazdaság bővülését a – kormányzati és lakossági – bruttó állóeszköz-felhalmozás támogatta, miközben a háztartási fogyasztás és a nettó export negatívan járultak hozzá a növekedéshez. Az EU-ból való kilépés, illetve a folyamat körülményeinek tisztázatlansága kedvezőtlenül hatnak a középtávú növekedési kilátásokra, valamint a vállalati beruházási folyamatokra. **A japán gazdaság éves összevetésben 2,1 százalékkal, míg az előző negyedévhez képest 0,4 százalékkal nőtt a negyedik negyedévben** (3-1. ábra). A bővüléshez leginkább a háztartási fogyasztás és a beruházások emelkedése járult hozzá, míg a készletváltozás enyhén visszafogta a növekedést.

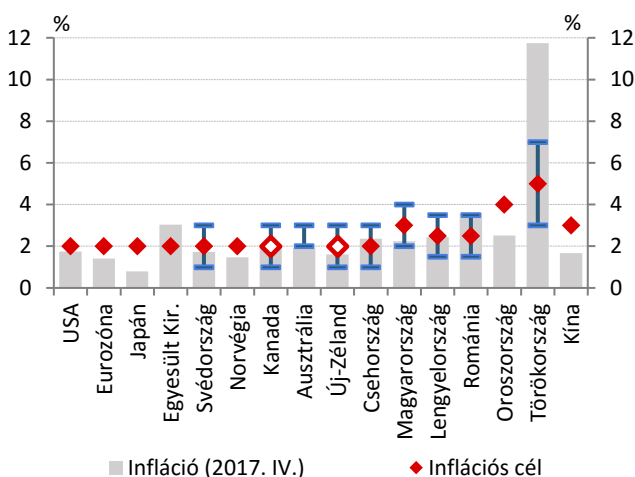
3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok



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

Forrás: OECD

3-4. 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

A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasága a várakozásokkal összhangban 6,8 százalékkal bővült 2017 negyedik negyedében (3-2. ábra). 2018-ban az elemzői várakozások alapján némileg mérsékeltébb lehet a kínai GDP bővülése. Oroszországban a negyedik negyedévben lassult a gazdasági növekedés üteme, ugyanakkor 2017-ben az éves GDP-adat meghaladta a korábbi évek gyenge növekedési értékeit.

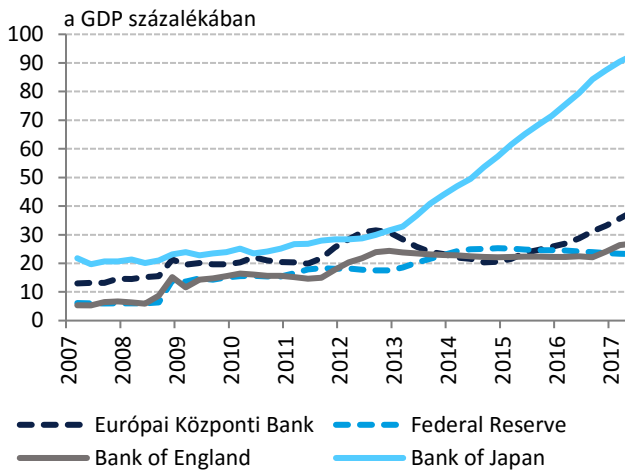
A globális infláció ugyan a tavalyi év során enyhén emelkedett, azonban továbbra is mérsékelt szinten alakult (3-3. ábra). Ezzel összhangban az infláció a fejlett országok többségében a jegybanki célértékek alatt tartózkodott (3-4. ábra). A világszerte olajárak viszonylag nagy volatilitás mellett a 60-70 dolláros sávban alakultak.

A Fed döntéshozói januári ülésükön nem változtattak az irányadó rátán, majd márciusban a várakozásokkal összhangban 25 bázisponttal az 1,50-1,75 százalékos sávba emelték az alapkamatot. Februárban beiktatták Jerome H. Powellt, aki az elemzők szerint a korábbi monetáris politikai gyakorlatot folytatja. A márciusi döntéssel egyidőben publikált döntéshozói előrejelzések alapján az FOMC tagjai egyelőre megosztottak abban a tekintetben, hogy az idei évre további két vagy három 25 bázispontos emelést valószínűsítenek. A kamatemelések mellett folytatódik a jegybankmérlegben lejáró eszközök újrabefektetésének korlátozása is (3-5. ábra). A piaci árazások alapján számolt kamatvárakozások szerint idén két további emelés várható (3-6. ábra).

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. A jegybank fenntartotta a hozamcél eléréséhez szükséges 80 ezer milliárd jen összegű éves vásárlási ütemcélját, és továbbra is mínusz 0,1 százalékos kamatot fizet a kereskedelmi bankok túltartalékolására. Az inflációs cél túllövése melletti elköteleződés a jegybanki kommunikáció része maradt.

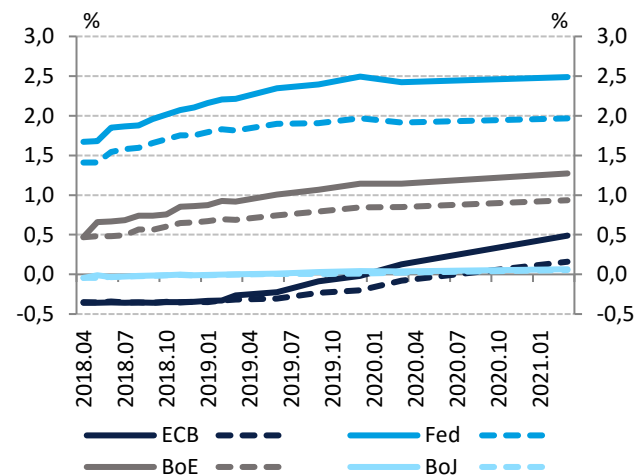
A Bank of England döntéshozói változatlanul hagyták a monetáris kondíciókat az elmúlt negyedév során. Az infláció rövid távon várhatóan 3 százalék körül marad a megemelkedett, fontban kifejezett olajárak következtében. Az infláció fokozatosan mérséklődik az előrejelzési pályán, ugyanakkor kismértékben a 2 százalékos cél felett marad, ami a font korábbi gyengülése következtében növekvő importárakkal magyarázható. Amennyiben a gazdasági folyamatok a februári előrejelzésnek megfelelően alakulnak, akkor a novemberben várható képest valamivel korábbi és némileg nagyobb mértékű szigorításra lehet szükség a cél fenntartható elérése érdekében. A kilátásokat továbbra is

3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



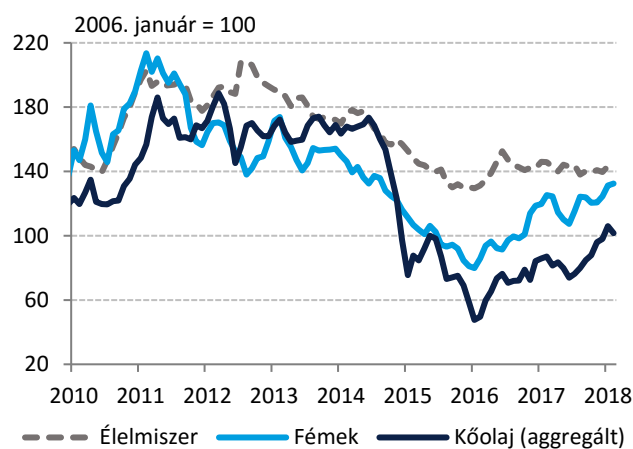
Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

3-6. ábra: A fejlett piaci jegybankok beárazott kamatpályájának változása



Megjegyzés: A folytonos vonalak jelölik az aktuális pályát, míg a szaggatott vonalak a december közepi pályát. Forrás: Bloomberg

3-7. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árból számítva.

Forrás: Világbank

bizonytalanság övezi a Brexit miatt, így a jegybank aszerint reagál a fejleményekre, hogy azok hogyan érintik a gazdasági szereplők viselkedését és az inflációs kilátásokat.

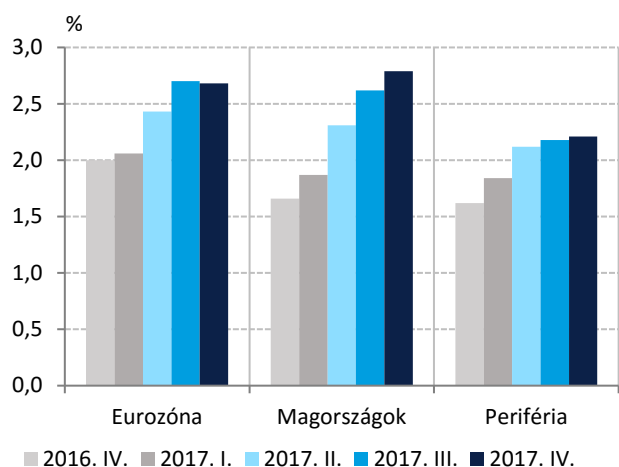
A norvég kormány 2 százalékra csökkentette a jegybank inflációs célját. A lépést azzal indokolták, hogy a korábbi, 2,5 százalékos inflációs célt egy olyan időszakban vezették be, amikor a jelentős olajbevételek többletinflációt generáltak a gazdaságban. A jelenlegi célérték összhangban van a többi kereskedelmi partner-orszáéval és a fejlett európai országok céljával is.

A feltörekvő országok jegybankjai közül **az orosz jegybank** a decemberi 50 bázispontos kamatsökkentést követően **februárban majd márciusban további 25–25 bázisponttal összességében 7,25 százalékra mérsékelte irányadó rátáját.**

Az elmúlt negyedévben csökkent a kockázatvállalási hajlandóság. A piaci folyamatokat a kedvező makrogazdasági adatok, illetve az amerikai adóreform, és az ezek nyomán emelkedő inflációs és kamatvárakozások befolyásolták. Január végén a főbb tőzszeindexek még jelentősen emelkedtek és újabb historikus csúcsokon jártak, majd február elején számottevő esést könyveltek el. A számottevő, 10 százalékos korrekciót követően az amerikai részvényindexek ismét emelkedtek, így az időszak egészében némileg a tavaly decemberi szint felett alakultak, míg a japán és a fejlett európai tőzszeindexek a kiinduló szintnél alacsonyabban zárták az időszakot. A részvénypiaci eséssel párhuzamosan a kockázati mutatók is emelkedtek, a részvénypiaci volatilitást mérő VIX index 8 százalékponttal nőtt az első negyedév során. A megemelkedett volatilitás az egész időszakban jellemző maradt. Az Egyesült Államokban, az eurozónában és az Egyesült Királyságban december óta hasonló mértékben, megközelítőleg 50 bázisponttal növekedtek a hosszú hozamok február közepéig, amely mögött elsősorban a kamatvárakozások emelkedése állt, de az európai fejlett hosszú hozamok 20 bázisponttal korrigáltak az időszak végéig. Ugyanakkor Japánban a jegybank céljának megfelelően továbbra is nulla közeli a hosszú hozamszint.

A világpiacon olajárak relatív nagy volatilitás mellett 60-70 dolláros sávban alakultak. Az időszak közepéig a tíz hete tartó folyamatos amerikai készletcsökkenés számottevően támogatta az olajár-emelkedést, majd ezt követően a készletekben bekövetkező fordulat, illetve az újabb amerikai kitermelési rekord nagyrészt korrigálta azt (3-7. ábra). **A dollár elmúlt időszaki gyengülése ugyanakkor összességében mérsékelte a nyersanyagárakat világszerte.**

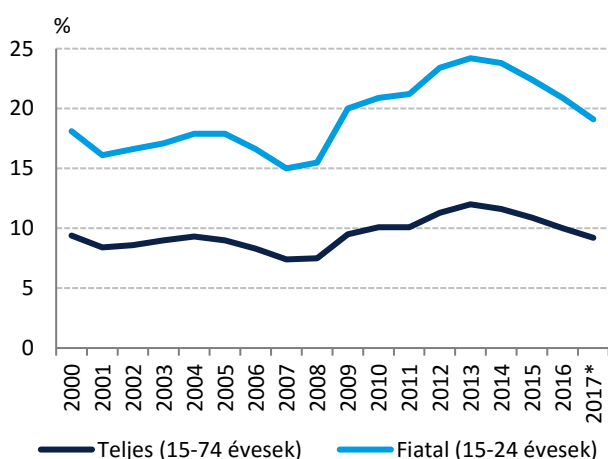
3-8. ábra: A GDP éves változása az eurozónában



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

Forrás: Eurostat

3-9. ábra: Az eurozóna munkanélküliségi rátája



Megjegyzés: *Az első három negyedév átlaga.

Forrás: Eurostat

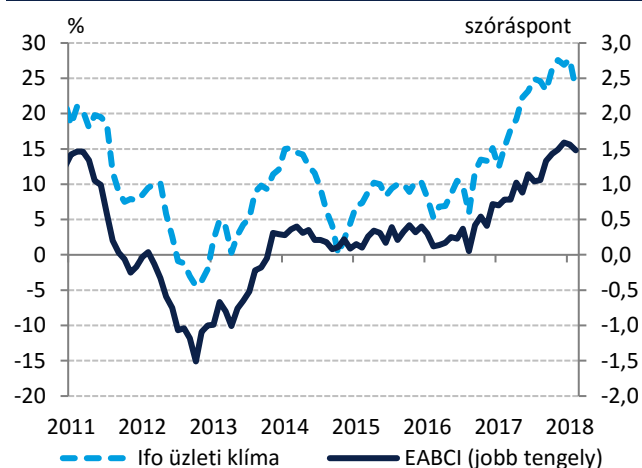
3.1.2. Az eurozóna folyamatai

2017 negyedik negyedében folytatódott az eurozóna gazdaságának növekedése (3-8. ábra). A legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító német gazdaság 2,9 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A növekedéshez leginkább a kormányzati beruházások, az export, illetve a stabilan alakuló háztartási fogyasztás járult hozzá. Az eurozóna **magországok** növekedése felülmúlta a periferiaországok növekedését, amit a német mellett elsősorban a holland és az osztrák gazdaság továbbra is élénk bővülése támogatott. Az osztrák gazdaság 3,6, a holland 3,4 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A **periferiaországok** gazdaságai valamivel mérsékeltebb ütemben bővült a negyedik negyedében. Görögország a válság óta a legmagasabb ütemben, 1,9 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. Spanyolországban és Portugáliában is folytatódott a növekedés, amit főként a továbbra is élénk fogyasztás támogatott.

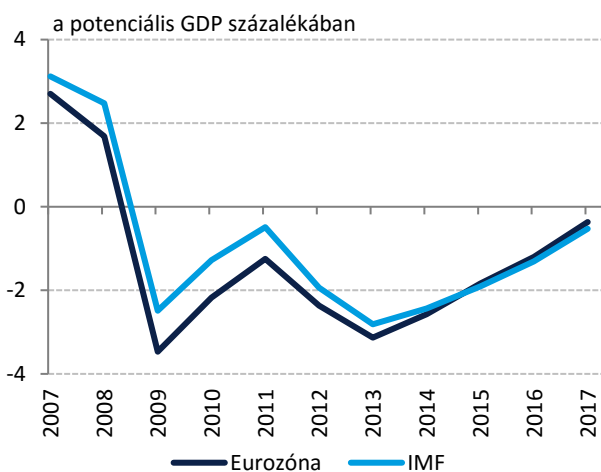
Az előretekintő konjunktúraindikátorok kedvezően alakultak az elmúlt időszakban (3-10. ábra). Az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABCI) enyhén mérséklődött, illetve a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) is csökkentek februárban. Historikus összevetésben ugyanakkor mindkét mutató magas szinten áll. A megkérdezett vállalatok kevésbé optimisták az üzleti kilátásokat tekintve. **Az euroövezet javuló konjunktúrális folyamataihoz ciklikus tényezők is hozzájárultak**, ugyanakkor a hosszabb távú növekedési kilátásokat illetően a termelékenység lassú bővülése, valamint a változatlanul magas munkanélküliségi ráta (3-9. ábra) és a bankrendszer nem-teljesítő hitelállománya továbbra is kockázatot jelent.

2018 év elején mérséklődött az infláció az eurozónában és februárban 1,1 százalékon állt. Az infláció a legtöbb tagállam esetében továbbra is elmarad a jegybanki célértéktől. A maginfláció összességében nem változott érdemben, februárban 1,2 százalék volt, ami továbbra is mérsékelt dinamikát jelez. Az eurozónában az 5 év múlva kezdődő 5 éves inflációs várakozása az időszak közepén emelkedett, majd lényegében a kiinduló szintjére korrigált és elmaradnak az EKB inflációs céljától.

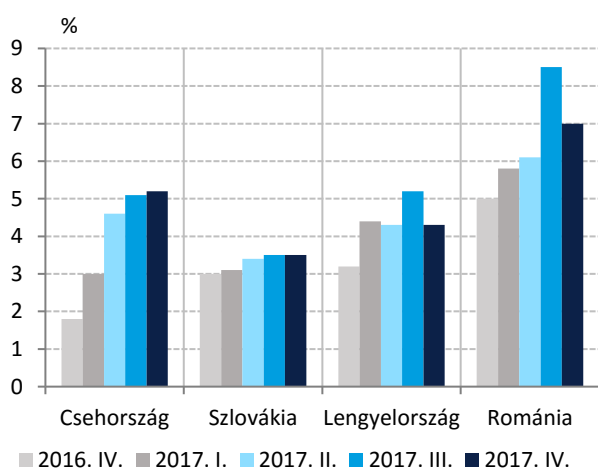
Az Európai Központi Bank márciusi ülésén változatlanul hagyta az irányadó kamatokat. A jegybank januárban az eszközvásárlások havi összegét 30 milliárd euróra mérsékelte, amelyet 2018. szeptember végéig, illetve szükség esetén ennél tovább folytat (3-5. ábra). A Kormányzótanács márciusi döntése után is arra számít, hogy az EKB irányadó kamatai tartósan és a nettó

3-10. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása


Forrás: Európai Bizottság, Ifo

3-11. ábra: Az eurozóna kibocsátási résének alakulása


Forrás: Európai Bizottság

3-12. ábra: GDP éves változása Kelet-Közép-Európában


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

Forrás: Eurostat

eszközvásárlások horizontjánál jóval tovább a jelenlegi szinteken maradnak.

A piaci szereplők figyelmének középpontjába került az EKB első kamatemelésének időpontja, illetve az eszközvásárlások leállítása. Az első kamatemelés időpontjára vonatkozó piaci várakozások 2019 első felére tolódtak (3-6. ábra). A devizapiacra összességében folytatódott az euro dollárral szembeni erősödése, mindössze az amerikai munkaerőpiaci adat okozott némi dollárerősödést az időszak közepén. Az időszak végén az euro/dollár árfolyam 1,25-ös szinten állt, amely az elmúlt negyedév során a dollár euróval szembeni 5 százalékos leértékelődését jelentette. A régiós devizák az euróhoz képest eltérően mozogtak: míg a forint és a cseh korona mérsékelten erősödött, addig a lengyel zloty és a román lej kismértékben gyengült.

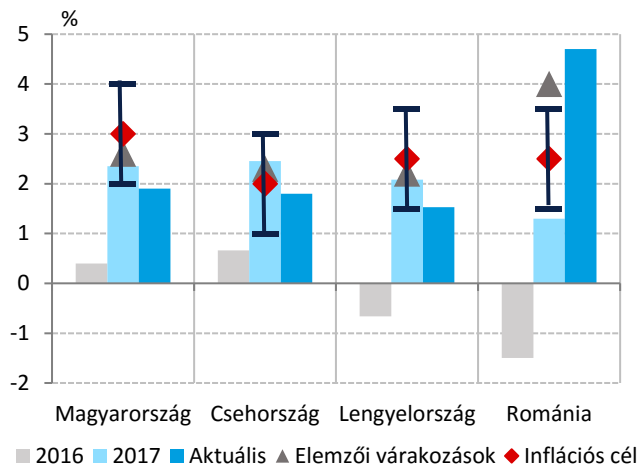
3.1.3. A kelet-közép-európai régió folyamatai

Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2017 év végén is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának (3-12. ábra). Csehországban a harmadik negyedévet enyhén meghaladó 5,2 százalékos ütemben bővült a gazdaság. Szlovákiában 3,5, Lengyelországban 4,3 százalékkal nőtt a GDP a negyedik negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva. A régió egészét vizsgálva a növekedést elsősorban a belső kereslet támogatta. Romániában folytatódott a kimagasló GDP-növekedés. 2017 utolsó negyedévében 7 százalékkal bővült a román gazdaság, ugyanakkor, előretekintve a gazdaság visszatérhet egy fenntarthatóbb növekedési pályára, így tovább lassulhat a bővülés üteme.

Az infláció a régió országaiban – Románia kivételével – jellemzően mérséklődött az elmúlt hónapokban, és az inflációs célok körüli toleranciasáv alsó tartományában alakult (3-13. ábra). Csehországban a tavalyi, célt meghaladó infláció 1,8 százalékra mérséklődött. Romániában az infláció meghaladta a toleranciasáv felső határát és jelenleg 4,7 százalékon áll, amivel összhangban a román jegybank jelentősen tovább emelkedő inflációval számol. Ezzel szemben Lengyelországban az infláció februárban 1,5 százalék volt, ami elmaradt a jegybanki céltól. A maginfláció Csehországban nem változott érdemben, Romániában az infláció emelkedésével párhuzamosan növekedett, míg Lengyelországban továbbra is mérsékelt szinten alakul.

A kelet-közép-európai országok jegybankjai közül a cseh jegybank döntéshozói februári ülésükön egyöntetű döntéssel 25 bázisponttal 0,75 százalékra emelték az irányadó rátát. A döntéshozók az egy napos hitelkamatot

3-13. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások



Megjegyzés: Az elemzői várakozások 2018 éves átlagára vonatkoznak.

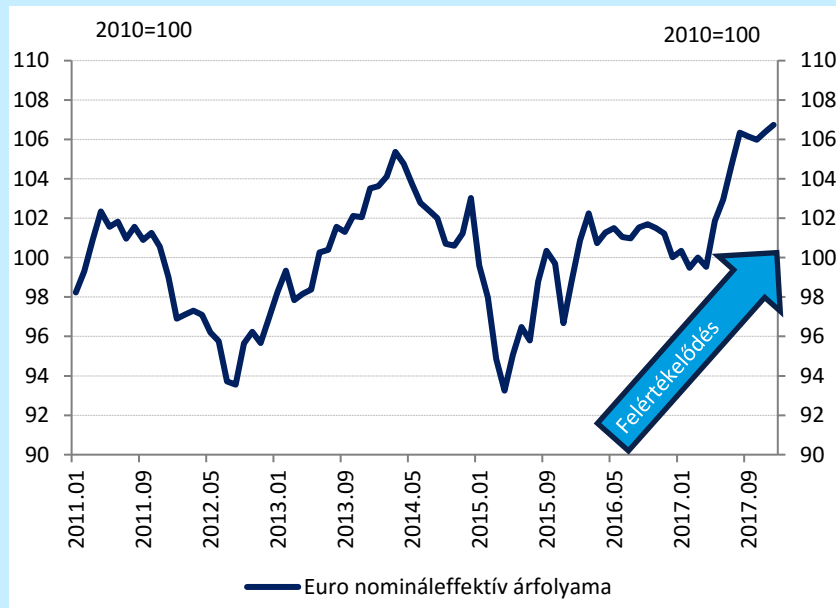
Forrás: OECD, National Institute of Statistics Romania, Consensus Economics

50 bázisponttal 1,5 százalékra növelték, míg az egynapos betéti rátát változatlanul 0,05 százalékon tartották. A jegybank előrejelzése alapján az év során legalább egy további kamatemelés várható, valószínűleg az év második felében. A cseh jegybank inflációs előrejelzését némileg lefelé, míg növekedési előrejelzését kis mértékben felfelé módosította. Az előrejelzés szerint az infláció idén még a cél felett alakulhat, majd fokozatosan mérséklődik és a célérték közelében alakul a monetáris politikai horizonton. **A lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedévben.** A lengyel jegybankelnök hangsúlyozta, hogy 2020-ig változatlan szinten maradhat az alapkamat. Novemberhez hasonlóan a márciusi előrejelzésben az inflációs pályát újra lefelé módosították, míg a növekedés magasabb lehet a korábbi előrejelzésnél. A döntéshozók megítélése szerint az előrejelzéssel összhangban a monetáris politikai horizonton az infláció a céllal összhangban alakulhat. Ennek eredményeként az alapkamat jelenlegi szintje járul hozzá a fenntartható növekedéshez és a makrogazdasági egyensúlyhoz. **A román jegybank döntéshozói januárban és februárban is 25-25 bázispontos kamatemelés mellett döntöttek.** Ezzel összességében a vártnál magasabb inflációra reagálva 2,25 százalékra emelték az irányadó rátát. A jegybank előrejelzése szerint az infláció az elkövetkező hónapokban tovább emelkedhet, majd 2018 hátralévő részében ismét lassulhat. Az előző előrejelzéshez képest az inflációs pálya rövid távon jelentősen emelkedett, és az előrejelzési horizonton továbbra is meghaladja a jegybanki célértéket.

3-1. keretes írás: Az euro erősödését befolyásoló tényezők

2017 januárjától 2018 márciusáig az euro dollárral szembeni árfolyama 1,04-ről 1,25-ös szintre, megközelítőleg 18 százalékkal erősödött. Ezenkívül az euro nomináleffektív (kereskedelmi partnerekkel szembeni súlyozott) árfolyamindexe közel 6 százalékkal értékelődött fel 2017 során (3-14. ábra). Az euro felértékelődését jelentős mértékben az euroövezet gazdasági kilátásainak számottevő javulása magyarázhatja. Mario Draghi, az EKB elnöke értékelésében az euro erősödés háttérében az eurozóna gazdasági folyamatainak túl többek között a piaci szereplők EKB kommunikációjára való érzékenyebbé válását jelölte meg.

3-14. ábra: Az euro nomináleffektív árfolyamának alakulása

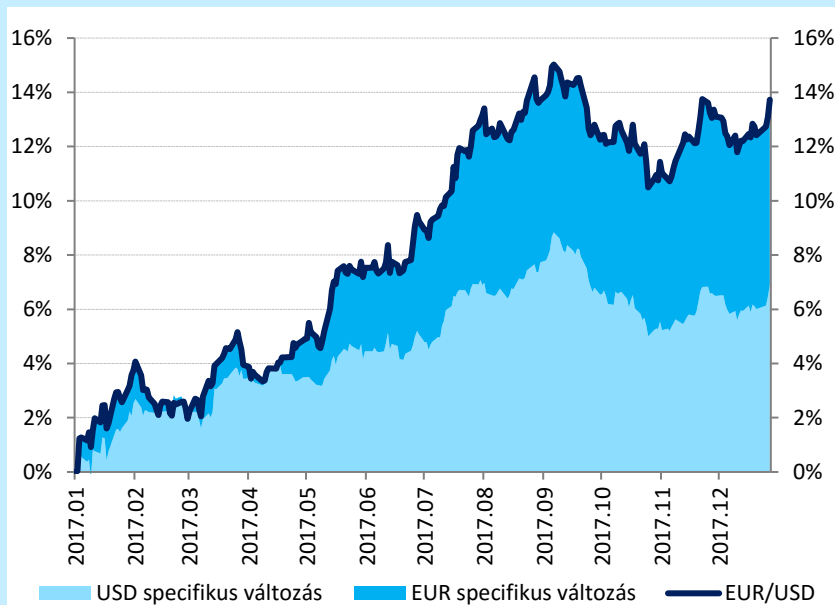


Megjegyzés: A nomináleffektív árfolyam egy exportsúlyokkal képzett árfolyamindex. A mutató csökkenése az euro relatív gyengülését, míg az index növekedése a valuta relatív felértékelődését jelöli.

Forrás: Eurostat

2017 közepétől az euro-dollár árfolyam alakulásában jelentős mértékben emelkedett az eurospezifikus tényezők magyarázó ereje (3-15. ábra). 2017 során az euro nomináleffektív árfolyama számottevő erősödést mutatott.

3-15. ábra: Az EUR/USD árfolyam alakulásának felbontása EUR és USD specifikus részre



Megjegyzés: Az emelkedés az euro erősödését jelenti a dollárral szemben. A felbontás az euro és a dollár nomináleffektív árfolyama (exportpartnerek devizaárfolyamainak súlyozott átlaga) alapján készült. Ez alapján azt tekintettük dollárspecifikus euroerősödésnek, ami más devizákkal szemben nem következett be (tehát a dollár minden más devizával szemben gyengült). Eurospecifikus euroerősödés esetén pedig az euro minden más devizával szemben erősödött (tehát a dollár árfolyama a többi devizával szemben nem változott).

Forrás: Bloomberg

Az euro erősödését támogató tényezők háttérében leginkább az európai gazdaság növekedésével kapcsolatos pozitív kilátások, a csökkenő bizonytalanságok, valamint a növekvő befektetői bizalom állhatnak. Az élénk gazdasági kilátásokra válaszul az euroárfolyam erősödése az EKB monetáris politikájának gyorsabb normalizációjára vonatkozó várakozásokat is tükrözheti. A piacon az EKB első kamatemelését a korábbi 2019 közepén várt időponthoz képest előbb, 2019 második negyedévére várják. A döntéshozók korábbi kommunikációja alapján az EKB inflációs célját 2020-ban érheti el. Az euroövezettel kapcsolatos kedvező hangulatot támogatja a bizonytalanságok csökkenése (német kormányalakítás). Emellett a Brexittel kapcsolatos félelmek enyhülése, valamint a beszerzési menedzser- és egyéb hangulati indexek magas szintje is az euro erősödésének irányába mutat. **Ugyanakkor az olasz választásokat követően érvényesülő bizonytalanságok növekedése, valamint az amerikai gazdaságpolitika protekcionista irányának esetleges erősödése a piaci hangulatra kedvezőtlenül hathat.**

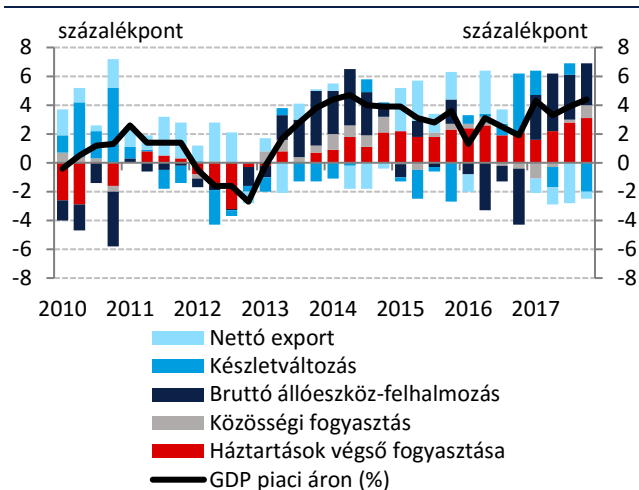
Az euro dollárral szembeni erősödését ezenkívül több egymásra ható folyamat is **támogatta, többek között az euro melletti spekulatív pozíciók rekordmagas állománya.** Piaci elemzők szerint az euro erősödésének irányába hat, hogy **a világ jegybanki devizatartalékainak euroeszközaránya alulsúlyozott a válság előtti szinthez képest, míg a dolláreszközök aránya relatív felülsúlyozott.** Több elemző valószínűsíti, hogy a megfelelő diverzifikációs hatás elérése érdekében az allokáció átstrukturálásra kerülhet, ez már 2017-ben is támogathatta és a jövőben is tovább erősítheti az euro árfolyamát.

Az árfolyamok jövőbeli alakulására vonatkozóan az Európai Bizottság, valamint az elemzői várakozások között összhang mutatkozik. Az Európai Bizottság az idei, valamint a következő évre átlagosan a jelenlegihez közeli, 1,23-as szintre számít, miközben az elemzői várakozások mediánja 2018 végére 1,22-1,23, a várt értékek jelentősebb szóródása mellett.

3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése

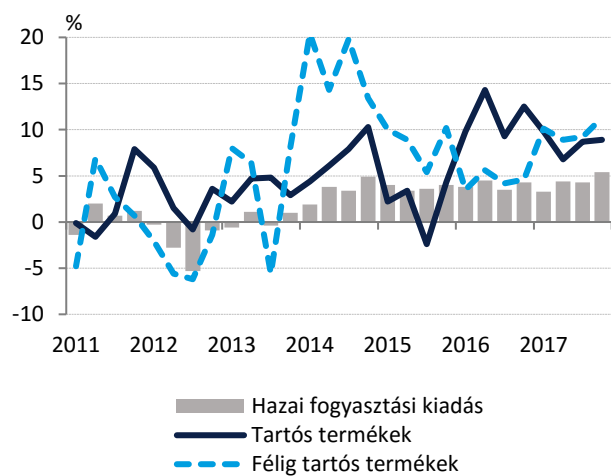
A KSH közlése alapján 2017 negyedik negyedévében a bruttó hazai termék 4,4 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva, míg negyedéves összevetésben 1,3 százalékkal bővült a GDP volumene. A gazdaság növekedését továbbra is a belső kereslet bővülése támogatta, amihez elsősorban a beruházások és a fogyasztás járult hozzá. A GDP növekedéséhez termelési oldalon a szolgáltatások, az építőipar és az ipar teljesítménye járult hozzá érdemben.

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



Forrás: KSH

3-17. ábra: Fogyasztási csoportok éves változása



Forrás: KSH

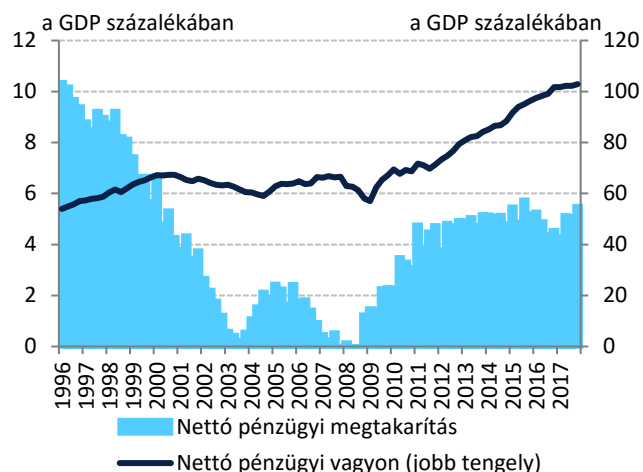
A KSH közlése alapján **2017 negyedik negyedévében a bruttó hazai termék 4,4 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva**, míg negyedéves összevetésben 1,3 százalékkal bővült a GDP. A gazdaság növekedését továbbra is a belső kereslet támogatta a beruházások, valamint a fogyasztás folytatódó bővülésén keresztül. A belső kereslet bővüléséből fakadó importszükséglet emelkedésével párhuzamosan a nettó export negatívan járult hozzá a növekedéshez (3-16. ábra).

2017 negyedik negyedévében folytatódott a lakossági fogyasztás több éve tartó bővülése. A tavalyi év végén éves összevetésben 5,6 százalékkal bővült a lakossági fogyasztás volumene, ami gyorsulást jelent az előző negyedévhez képest. A jelentős helyreállítási potenciállal rendelkező tartós és félig tartós termékek vásárlására fordított kiadások növekedése – a lakáspiaci ciklus felfutásával párhuzamosan – **továbbra is meghaladta a fogyasztás aggregált bővülését.** A tartós termékek fogyasztása 8,9 százalékkal, míg a félig tartós termékek vásárlása 11,3 százalékkal bővült a negyedik negyedévben (3-17. ábra). A háztartások fogyasztási kiadásának emelkedését támogatták a javuló jövedelmi alapfolyamatok, valamint a historikus összevetésben magas lakossági bizalom és nettó pénzügyi vagyon is. A fogyasztás dinamizálódó emelkedését támasztja alá a januári kiskereskedelmi forgalom alakulása is, ami 7,8 százalékos emelkedést mutat (3-20. ábra).

A háztartások folyó áron vett pénzügyi vagyona és nettó pénzügyi megtakarítása is tovább emelkedett a negyedik negyedévben. A lakásépítési és lakásvásárlási kedv emelkedése a háztartások körében ideiglenesen többletmegtakarításokat eredményezett, aminek következtében a nettó pénzügyi megtakarítási ráta az év elejéhez képest magasabb szinten alakult. A lakosság nettó pénzügyi megtakarítása a negyedik negyedévben a GDP 5,3 százalékára emelkedett, mely 1 százalékponttal magasabb a tavalyi év végéhez képest (3-18. ábra). A háztartások **nettó pénzügyi vagyona** a tavalyi év végén már meghaladta a GDP nominális szintjét és érdemben meghaladja a régiós országok átlagát is.

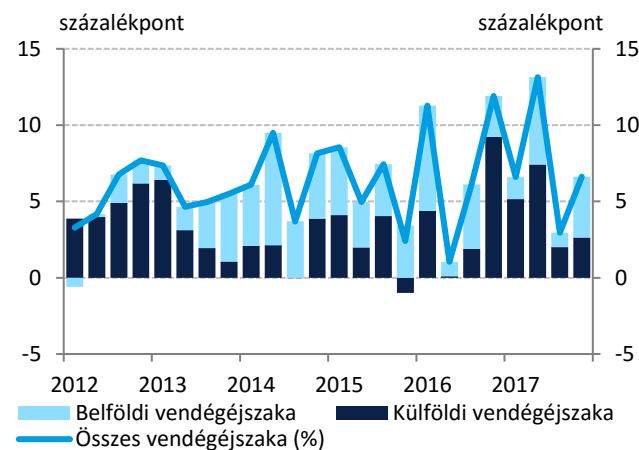
Bár a háztartási hitelállomány 14 milliárd forinttal csökkent a hiteltranzakciók eredőjeként a negyedik negyedévben, éves összevetésben 2,7 százalékos növekedés volt

3-18. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai



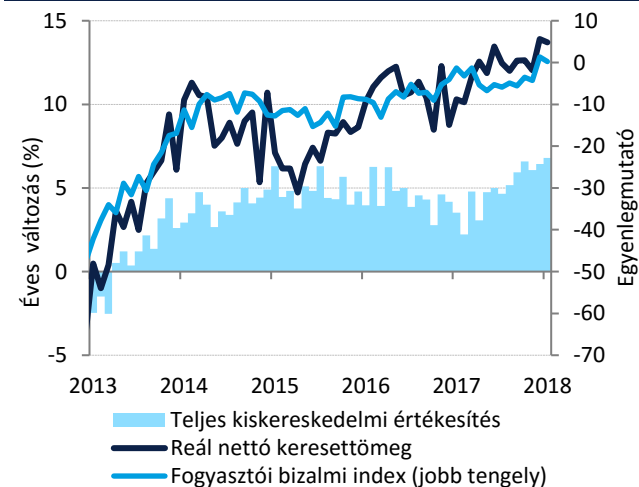
Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok. Forrás: KSH

3-19. ábra: A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák növekedésének megoszlása hazai és külföldi vendégek között



Forrás: KSH

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



Forrás: Eurostat, KSH

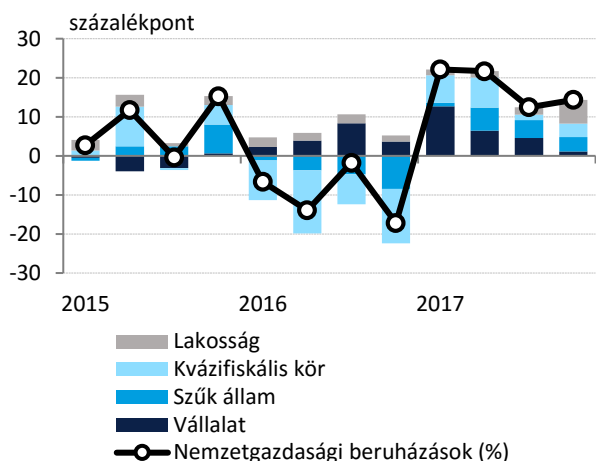
megfigyelhető. A növekedés a korábban felvett hitelek nagy volumenű tőketörlesztéseinek és az új folyósítások élénk emelkedésének eredőjeként valósult meg. A háztartási szerződéskötések volumene éves átlagban 41 százalékkal bővült, ezen belül a lakáshitelek új kihelyezése – a kínálati feltételek változatlansága ellenére – 39 százalékkal, a személyi kölcsönöké 47 százalékkal emelkedett 2017-ben. A lakáspiaci ciklus felfutásával párhuzamosan az élénkülő keresletet továbbra is támogatja a **Családi Otthontermelési Kedvezmény (CSOK), melyhez az új kibocsátású lakáshitelek 16 százaléka volt köthető.** A bankok a fogyasztási hitelszegmensben enyhítettek a hitelstandardokon, ami a fogyasztási hitelezés további bővülését jelzi előre.

A belső kereslet növekedésével összhangban a piaci szolgáltatások a negyedik negyedévben érdemben támogatták a gazdasági növekedést. A piaci szolgáltató ágazatok mindegyikében emelkedett a hozzáadott érték, míg a közösségi szolgáltatások mérséklődtek az előző év azonos időszakához viszonyítva. A legnagyobb mértékben a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás ágazat mellett az adminisztratív szolgáltatások járultak hozzá a növekedéshez, azonban jelentős volt az információ-kommunikáció, a szállítás-raktározás és az ingatlanügyletek ágazat hozzájárulása is. **A vendégéjszakák száma éves összevetésben 6,6 százalékkal emelkedett a negyedik negyedévben** (3-19. ábra). A bővüléshez elsősorban a belföldi vendégek által eltöltött éjszakák számának emelkedése járult hozzá, emellett a külföldi turisztikai kereslet is emelkedett.

Az első félévben látott folyamatoktól eltérően mind a közösségi fogyasztás, mind pedig a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatások érdemben emelkedtek a negyedik negyedévben.

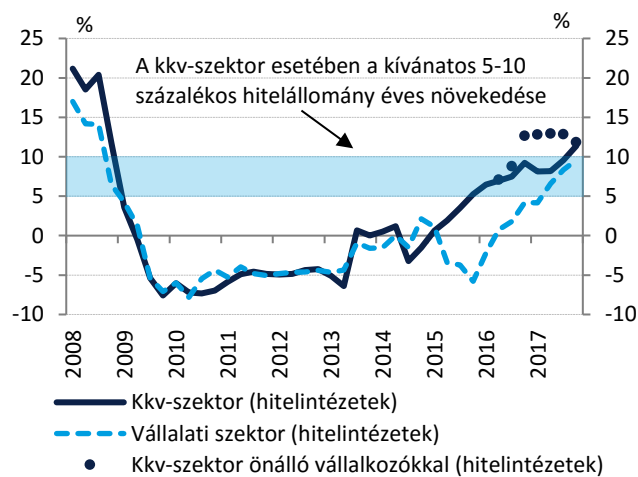
2017 negyedik negyedévében 14,4 százalékkal emelkedtek a nemzetgazdasági beruházások, amihez az ágazatok széles körének bővülése hozzájárult (3-21. ábra). A belföldre termelő és szolgáltató vállalatok esetében elsősorban a vendéglátó ágazatok és a pénzügyi szektor beruházásainak emelkedése támogatta a bővülést. A külföldre termelő vállalatok beruházásainak növekedéséhez főleg a nagy súlyú feldolgozóipar járult hozzá. **A járműipari kapacitásbővítő beruházásokkal párhuzamosan az alágazat beruházási aktivitásának élénkülése tovább folytatódott a tavalyi év végén.** Az ágazat korábbiaknál visszafogottabb beruházási aktivitása elsősorban az egyéb alágazatokhoz (gumi- és műanyag termékek gyártása, fafeldolgozás, fémfeldolgozás) kötődött. Az állami (egészségügy, közigazgatás, oktatás) és az állami szektorhoz szorosan kötődő ágazatok (energetika,

3-21. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



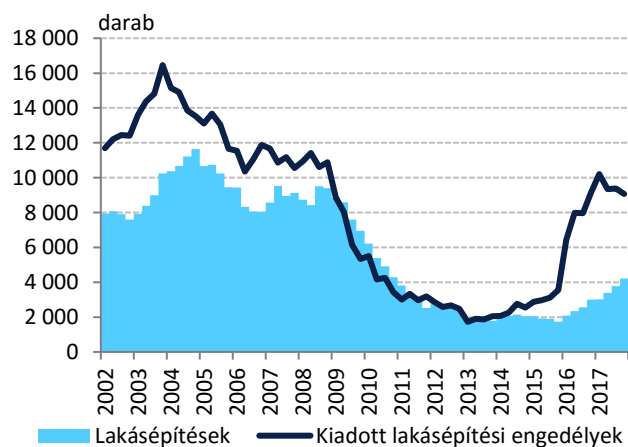
Forrás: KSH

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



Megjegyzés: A vállalati szektor időszora tranzakciók alapján. A kkv-időszor a 2013. negyedik negyedévtől becsült tranzakciók alapján készült. Forrás: MNB

3-23. ábra: Az újlakásépítések és építési engedélyek alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adat. Forrás: KSH

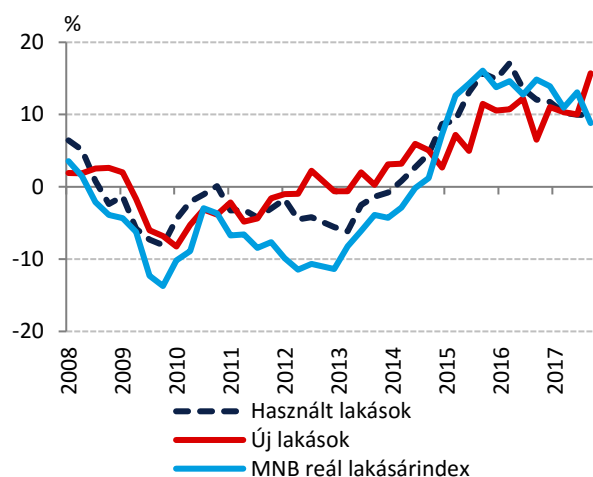
szállítás) beruházásai is érdemben bővültek, amihez az alacsony bázis mellett a 2014–2020-as uniós ciklusból megvalósuló projektek felfutása és a saját forrásból finanszírozott beruházások is hozzájárultak. **Az élénk beruházási aktivitással összhangban a negyedik negyedévben folytatódott az építőipar kibocsátásának számottevő emelkedése.**

A beruházás-élénkülés jól tükröződik a vállalati hitelezési folyamatokban is. A nem pénzügyi vállalatok hitelállománya 10 százalékkal emelkedett 2017. negyedik negyedévében. A szűken értelmezett kkv-szektor hitelállománya 11,4 százalékkal, míg az önálló vállalkozókkal bővített kkv-szektoré 11,8 százalékkal nőtt a tavalyi év végén (3-22. ábra). A vállalati hitelfeltételeken tovább enyhítettek a bankok, melyet a gazdasági kilátások javulásával és a fokozódó banki árversennyel indokoltak. A vállalati hitelezés kedvező dinamikájának fennmaradását a 2018-ra is változatlanul fenntartott PHP vállalatok mellett a bankok válasza alapján a – főképp a hosszú lejáratú hitelek iránti – kereslet bővülése is támogatja. A finanszírozási igény az iroda- és lakásprojekt-beruházások fokozódásának hatására szintén emelkedhet az építőipari vállalatok körében.

A lakosság beruházási aktivitása tovább élénkült a negyedik negyedévben, a kedvező keresleti feltételekkel párhuzamosan folytatódott a lakásépítések élénk bővülése. A korábban kiadott építési engedélyekkel összhangban az átadott új építésű lakások száma jelentősen megugrott, éves összevetésben 35 százalékot meghaladó ütemű bővülést regisztráltak. **Így összességében a tavalyi év során 14 389 darab új építésű lakást adtak át, ami 44 százalékos bővülést jelent a 2016. évi szinthez képest.** A kiadott építési engedélyek számának év végi megtorpanása ellenére a tavalyi év egészében közel 38 ezer lakásépítési engedélyt adtak ki, ami 20,4 százalékos bővülést jelent 2016-hoz képest (3-23. ábra). **Az élénk kereslet hatására folytatódott a lakásárak emelkedése** a vizsgált időszakban, amihez a használt és az új lakások átváltozása egyaránt hozzájárult (3-24. ábra). Az összetételhatást is figyelembe véve azonban az elmúlt negyedévekben már az áremelkedés lassulása volt megfigyelhető a használt lakások esetében, ami azzal magyarázható, hogy a jellemzően alacsonyabb árszinttel rendelkező, nem fővárosi lakások súlya emelkedett a tranzakciók számában.

A nettó export az év végén mérsékelte a hazai gazdaság növekedését. Az áruexport növekedése az ipari termelés év végi lassulása ellenére, az ágazat saját termelésű készleteinek csökkenésével párhuzamosan érdemi növekedést mutatott a negyedik negyedévben (3-25. ábra). A hazai kivitel bővülését az élénk nemzetközi konjunktúra is

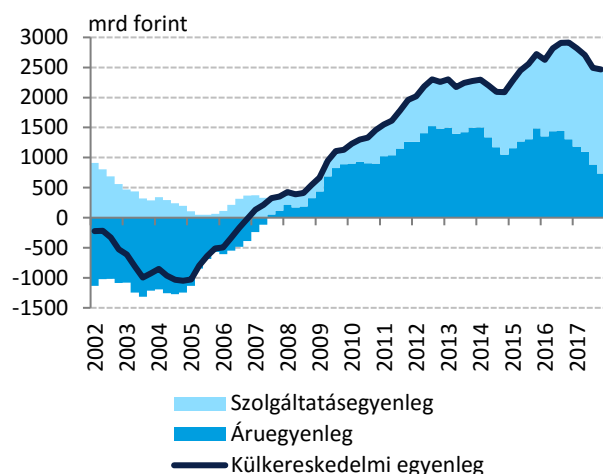
3-24. ábra: A lakások éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított éves változások.

Forrás: KSH, MNB

3-25. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



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

Forrás: KSH

támogatta. A belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás, beruházások) emelkedésével párhuzamosan az áruimport 10 százalékot meghaladó mértékű bővülést mutatott a negyedik negyedévben. A szolgáltatásexport élénk ütemű bővülése folytatódott az év utolsó három hónapjában. A hazai szolgáltatásexport elmúlt negyedévekben látott élénk növekedése a turisztikai és a szállítási szolgáltatások mellett a biztosítási és egyéb üzleti szolgáltatások exportjához kötődött. A tavalyi év végén a szolgáltatásimport visszafogott növekedést mutatott, így a **szolgáltatásegyenleg jelentős mértékben emelkedett. A teljes export éves dinamikáját** – a belső kereslet bővüléséből fakadó importszükséglet emelkedésével párhuzamosan – **meghaladta az import növekedése, így a nettó export lassította a gazdasági növekedést a negyedik negyedévben.** A külkereskedelmi relatív árak, azaz a cserearány érdemben nem változott.

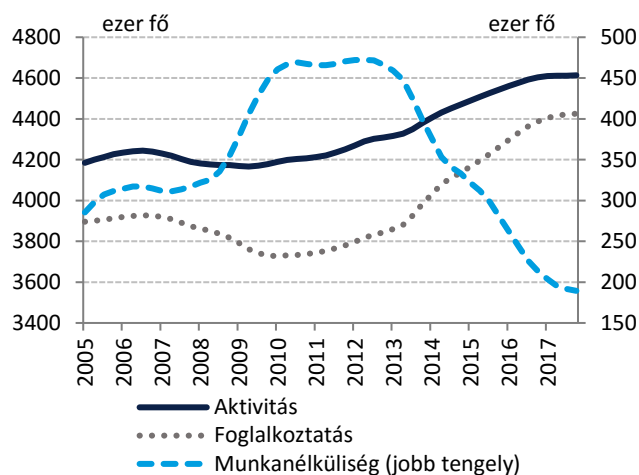
A mezőgazdaság teljesítménye a tavalyi évben elmaradt a 2016. évi, historikus összevetésben is kedvező szinttől, így 0,3 százalékponttal lassította a tavalyi évi gazdasági növekedés ütemét. A rendelkezésre álló adatok alapján mind a növénytermesztés, mind az állattenyésztés kibocsátása elmaradt a 2016. évi eredményektől. A főbb gabonafélék közül a kukorica és az árpa terméseredménye jelentősen, a búzáé kisebb mértékben mérséklődött éves összevetésben.

2016-hoz képest visszafogottan alakuló mezőgazdasági teljesítmény, valamint a magas előző évi bázis hatására a készletváltozás **a negyedik negyedévben érdemben lassította a gazdasági növekedést.**

3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2017 negyedik negyedében tovább emelkedett a versenyszféra foglalkoztatottsága, amihez leginkább a feldolgozóipar és az építőipar foglalkoztatásbővülése járult hozzá. Ezzel összhangban a munkanélküliségi ráta 3,9 százalékra mérséklődött.

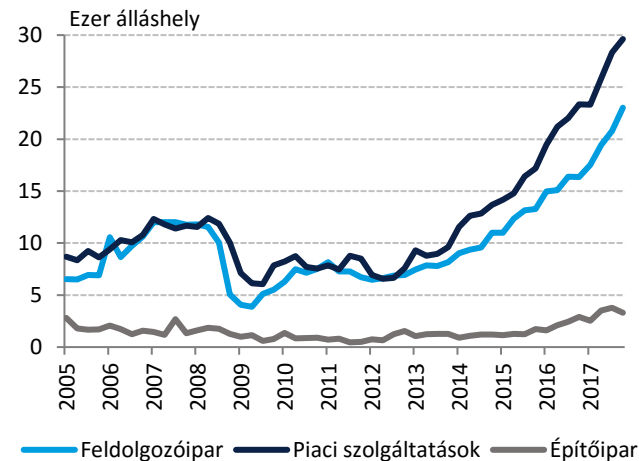
3-26. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban



Megjegyzés: Szezonális mozgóátlagok.

Forrás: KSH

3-27. ábra: Az üres álláshelyek számának alakulása a versenyszféra egyes ágazataiban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH

2017 negyedik negyedében a 15–74 éves korosztály aktivitási rátája 62,1 százalékon alakult, míg a 15–64 éves népességben az aktívak aránya 71,6 százalékot tett ki. **A szezonálisan igazított adatok alapján stagnált a gazdaságilag aktívok száma** (3-26. ábra).

Bővült a nemzetgazdasági foglalkoztatottság, amelyhez a versenyszféra foglalkoztatottságának folytatódó emelkedése járult hozzá. Az állami szférán belül a közfoglalkoztatásban résztvevők számának további csökkenését a közfoglalkoztatáson kívüli foglalkoztatásnövekedés ellensúlyozta.

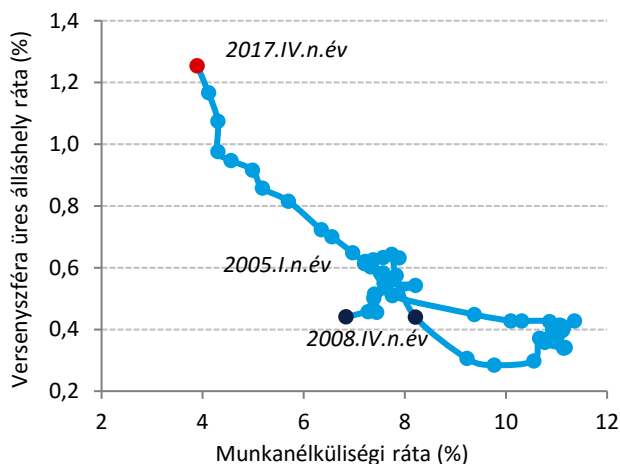
A versenyszféra létszámnövekedéséhez a feldolgozóiparban és az építőiparban foglalkoztatottak számának emelkedése járult hozzá, a piaci szolgáltató szektor foglalkoztatása mérséklődött. A külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma csökkent, 103 ezer főt tett ki a negyedik negyedévben. A ledolgozott munkaóratömeggel korrigált teljes munkaidő egyenértékes létszám a foglalkoztatottak számánál magasabb ütemben emelkedett, ami további intenzív oldali alkalmazkodást mutat a vállalatok részéről.

A foglalkoztatás bővülésével párhuzamosan **a munkanélküliség szintje tovább mérséklődött, a munkanélküliségi ráta 3,9 százalékra csökkent**. Az üres álláshelyek száma alapján mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások szektorban tovább emelkedett a vállalatok munkaerő-kereslete (3-27. ábra). A Beveridge-görbe továbbra is historikusan feszes munkaerőpiaci környezetet jelez (3-28. ábra).

3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Becslésünk alapján a hazai kibocsátás 2017. negyedik negyedében a potenciális szintje körül alakulhatott. A hazai kibocsátási rés bezáródására utal a belső kereslet élénkülése mellett a hazai termelőegységek emelkedő kapacitáskihasználtsága, a hazai növekedést azonban külföldi ciklikus pozíciója még enyhén mérsékelte.

3-28. ábra: A Beveridge-görbe alakulása



Megjegyzés: A versenyszféra üres álláshely ráta a versenyszféra üres álláshelyeket az aktívak arányában jelöli. Szezonálisan igazított adatok.

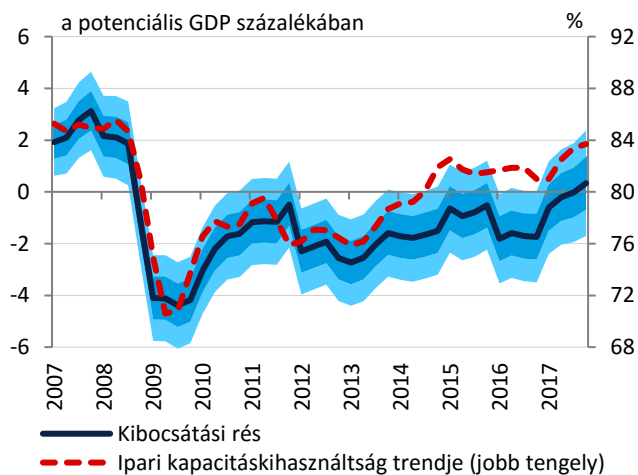
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

Becslésünk szerint a hazai kibocsátás 2017. negyedik negyedében a potenciális szintje körül alakulhatott (3-29. ábra). A kibocsátási rés tavaly megfigyelhető fokozatos záródásában jelentős szerepet játszott az élénk belső kereslet. A hazai kibocsátási rés szintjét a legfőbb külkereskedelmi partnereink ciklikus pozíciója mérsékelte. A becslések alapján a tavalyi év végén az eurozóna kibocsátási rése még enyhén nyitott volt és a várakozások alapján 2018. során záródik (3-11. ábra).

A hazai kibocsátási rés záródására utal, hogy a vállalati konjunktúrahangulatot és kapacitáskihasználtságot megragadó felmérések többsége az elmúlt időszakhoz hasonlóan tovább emelkedett. Az elmúlt negyedekhez hasonlóan a munkaerő a vállalatok válaszai alapján szűk keresztmetszetként jelentkezett. Az ipar esetén 2017. negyedik negyedében a historikus csúcshoz közelében alakult azon vállalatok aránya, amelyek a munkaerőt jelölték meg a termelést elsősorban akadályozó tényezőként.

A historikusan alacsony munkanélküliségi ráta is alátámasztja, hogy a munkatényező kihasználtsága érdemben növekedett az elmúlt időszakban és historikus összevetésben is magas. A foglalkoztatás jelentős bővülése és ezzel párhuzamosan a munkanélküliségi ráta csökkenése hozzájárult a kapacitások erőteljesebb kihasználásához az elmúlt években (3-28. ábra).

3-29. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv



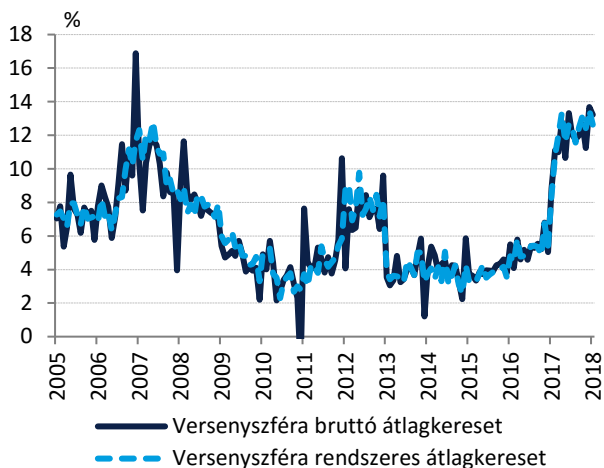
Megjegyzés: A bizonytalansági sáv széle az egy szórásnyi hibát mutatja.

Forrás: MNB

3.5. Költségek és infláció

Az elmúlt hónapokban az infláció a toleranciasáv alsó szélének közelében tartózkodott és februárban 1,9 százalékra mérséklődött. A maginfláció folytatta 2017 szeptembere óta tartó csökkenését, és februárban 2,4 százalékon alakult. A KSH adatközlése alapján az árindex értéke 2017 egészében 2,4 százalék volt. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók továbbra is a maginflációtól elmaradva, 2 százalék körül alakulnak. A historikusan feszes munkaerőpiaci környezet és a bérmegállapodásban foglalt intézkedések közvetlen és átgyűrűző hatása következtében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 12,3 százalékkal emelkedett a negyedik negyedévben az előző év azonos időszakához képest.

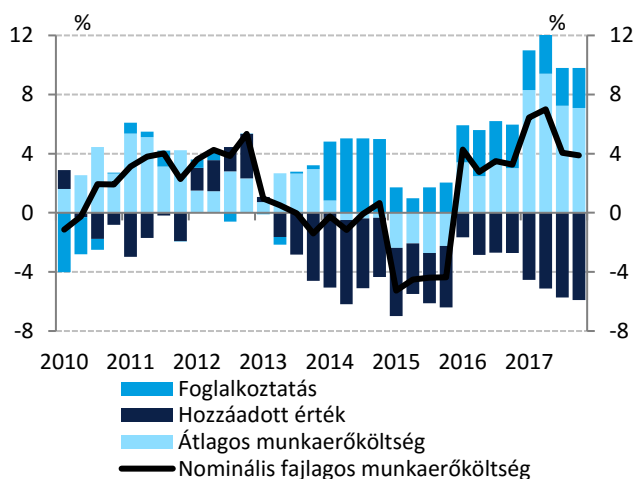
3-30. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH

3-31. ábra: A versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3.5.1. Bérek

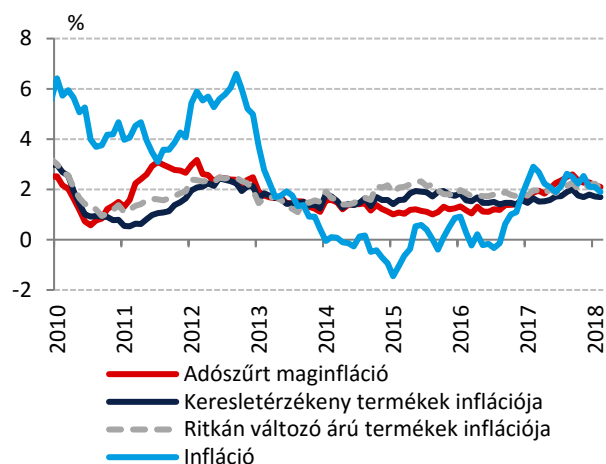
2017 negyedik negyedévében 12,3 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest (3-30. ábra). Az erőteljes bérdinamikát a historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a bérmegállapodásban foglalt, év eleji intézkedések közvetlen és átgyűrűző hatása támogatta. Az átlagbér felett fizető ágazatokban 10 százalék körüli, ezzel szemben az átlagbér alattiakban 15 százalék körüli bérdinamika volt megfigyelhető. **2018. januárban 13,2 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete** az előző év azonos időszakához képest. **A rendszeres átlagkereset az előző év januárhoz hasonló, érdemi mértékben emelkedett havi alapon, amelyet az év eleji adminisztratív béremelések hatása magyarázhatott.** A bérdinamika az átlagbér alatt fizető ágazatokban továbbra is érdemben magasabb volt, mint az átlagbér felettekben. **Az erőteljes bérdinamika munkaerőköltségre gyakorolt hatását a szociális hozzájárulási adó csökkentése mérsékelte.** 2017 negyedik negyedévében a fajlagos munkaerőköltség éves dinamikája az előző negyedévhez hasonlóan alakult az átlagos munkaerőköltség és a termelékenység stabil dinamikájának köszönhetően (3-31. ábra).

3.5.2. Termelői árak

A mezőgazdasági termelői árak éves összehasonlításban emelkedtek az elmúlt hónapokban. Ezt elsősorban a tojás – kisebb mértékben a tej – termelői árának tavaly év végén megfigyelt, átlagosan 30 százalék körüli emelkedése magyarázza, melyet a rovarirtószeres fertőzés következtében a nemzetközi piacon tapasztalható általános kínálatcsökkenés okozott. A szezonális termékek árai összességében kis mértékben csökkentek, a burgonya és a zöldségek árának csökkenését a gyümölcsök áremelkedése részben ellensúlyozta. A gabona termelői ára döntően a 2016-osnál alacsonyabb tavalyi termést érintő minőségi problémák miatt emelkedett.

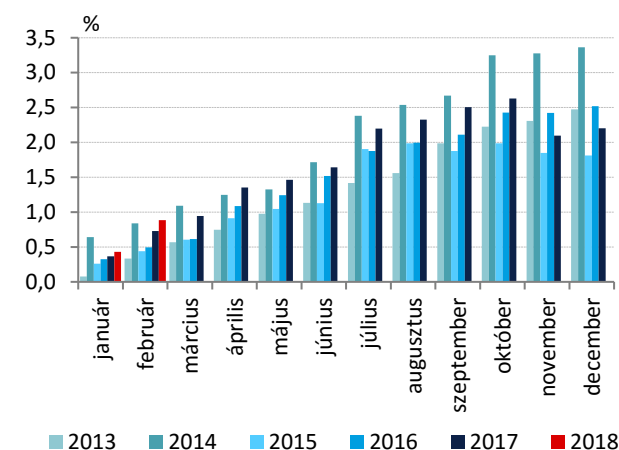
Az ipar belföldi értékesítési árai és a fogyasztási cikkek árai is emelkedtek az előző év azonos időszakához képest.

3-32. ábra: Az infláció és az inflációs alpmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

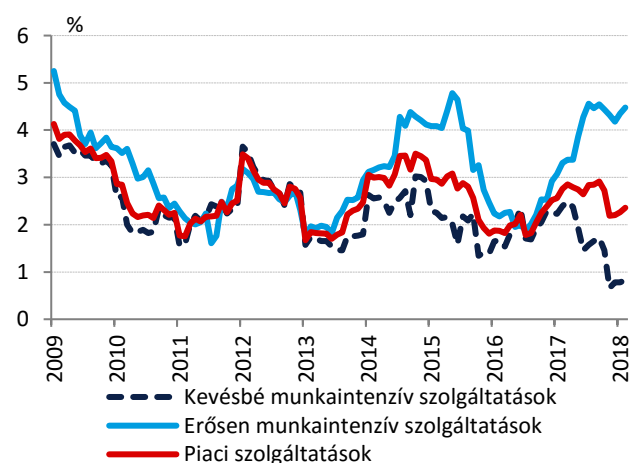
3-33. ábra: A piaci szolgáltatások árváltozása



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

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-34. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja



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

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3.5.3. Fogyasztói árak

Az elmúlt hónapokban az infláció a toleranciasáv alsó szélének közelében tartózkodott és februárban 1,9 százalékra mérséklődött, melyet elsősorban az üzemanyagok árindexének bázishatások miatti csökkenése okozott (3-32. ábra). A maginfláció folytatta 2017 szeptembere óta tartó csökkenését, és februárban 2,4 százalék volt. A KSH adatközlése alapján az árindex értéke 2017 egészében 2,4 százalék volt.

A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók (a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) az elmúlt hónapokban összességében nem változtak. A mutatók továbbra is 2 százalék körül alakulnak és elmaradnak a maginflációtól.

Az iparcikkek visszafogott árdinamikát mutattak az elmúlt hónapokban. A termékcsoporton belül a tartós termékek – szezonálisan igazított – árai elsősorban a használt személygépkocsik áralakulása következtében mérséklődtek, míg a nem tartós iparcikkek árai kis mértékben emelkedtek. Az iparcikkek árait továbbra is a mérsékelt importárak és a folyamatosan élénkülő belső kereslet egymást ellensúlyozó hatása alakítja.

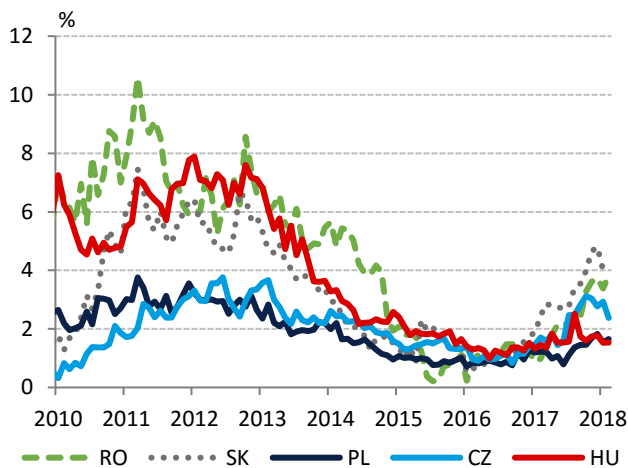
A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban mérséklődött, és februárban 1,8 százalékon alakult, melyhez a januári áfacsökkentések is hozzájárultak. A piaci szolgáltatások elmúlt hónapokban tapasztalt árdinamikája – a januári adóváltozás hatásaitól eltekintve – februárban 2017 decemberéhez képest összességében 0,9 százalékkal emelkedett, ami némileg meghaladja a tavalyi évben tapasztalt árdinamikákat (3-2. keretes írás és 3-33. ábra).

A tavalyi évben tapasztalt érdemi bérnövekedés ellenére a szektor fogyasztói árai továbbra sem gyorsultak érdemben. Kizárólag egyes erősen munkaintenzív szolgáltatások – belföldi üdülés, éttermi szolgáltatások – esetében figyelhető meg a korábbi éveknél magasabb árdinamika, ami az elmúlt hónapokban nem változott jelentősen (3-34. ábra).

Az élelmiszerek – szezonálisan igazított és adószűrt – fogyasztói árai az elmúlt hónapokban emelkedtek. Az emelkedést döntően a tojás árának decemberi – közel 20 százalékos – növekedése okozta, melyben az év elején a kínálat emelkedésével párhuzamosan korrekció következett be. 2018 januárjától a feldolgozatlan élelmiszerek esetében a hal és a sertésbelsősegek áfakulcsa is csökkent.

Az üzemanyagok árszintje a téli hónapokban a forintban kifejezett olajárak változatlanásával összhangban lényegében nem változott. A termékkör éves inflációja az elmúlt időszakban összességében csökkent, összhangban a

3-35. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

2016. decemberi és tavaly évi eleji áremelkedésből eredő bázishatásokkal. **A szabályozott árú termékeknél nem volt számottevő mértékű árváltozás az elmúlt hónapokban.**

Az elmúlt hónapokban az infláció és a maginfláció egyaránt megfelelt a decemberi Inflációs jelentés előrejelzésének.

3.5.4. Inflációs várakozások

A lakosság inflációs várakozásai 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 (3-35. ábra). Az elmúlt időszakban a régiós országok inflációs várakozásai alacsony szinten alakultak.

A kiskereskedelmi szektor szereplőinek árakra vonatkozó várakozása az elmúlt időszakban – az infláció alakulásával összhangban – lényegi változást nem mutatott.

3-2. keretes írás: Az év eleji inflációs folyamatok változatlanul visszafogottak

Az idei év elején az inflációs folyamatok esetében nem volt megfigyelhető gyorsulás, így összességében a tavalyi évben megfigyeltékhez hasonlóan alakultak. Az infláció év eleji alakulását a januártól életbe lépő áfacsökkentések, a piaci szolgáltatásokra jellemző átárzások és a főként az üzemanyagokhoz köthető bázishatások alakították. Az inflációs alapfolyamatok elemzése során leggyakrabban használt mutató a maginfláció, melynek év eleji alakulása összességében visszafogott volt. A maginflációs tételek közül a piaci szolgáltatások esetében a vállalati átárzások a tavalyi évet jellemző magas bérdinamika miatt fontosak, míg az iparcikkek áralakulását az élénk belső kereslet és az alacsony importált infláció egymást ellensúlyozó hatása befolyásolja. Keretes írásunkban körbejárjuk, hogy az említett hatások az év eleji inflációs folyamatokat hogyan alakították.

Az áfacsökkentés által érintett termékek közül az éttermi szolgáltatások esetében – a tavalyi évhez hasonlóan – nem figyeltünk meg árcsökkenést januárban, mivel az áfacsökkentések hatását ellensúlyozhatta a – munkaintenzív termékkör lévén – dinamikus béremelkedés (3-1. táblázat). Ehhez hozzájárulhatott a szintén januártól életbe lépő, az éttermi szolgáltatókat terhelő turizmus fejlesztési hozzájárulás. Az internet esetében az áfakulcs-csökkentésnek megfelelő mértékű lehetett az árváltozás, míg a hal és a sertés belseg esetében a korábban megfigyelt begyűrűzéssel lényegében megegyező árcsökkenés történt.

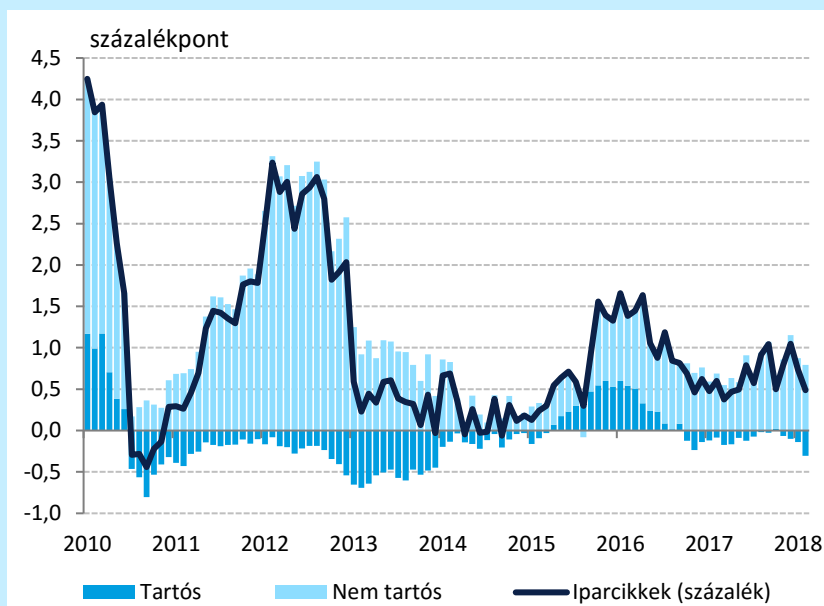
3-1. táblázat: Az áfacsökkentések begyűrűzésének mértéke

	Termékkör	Korábbi áfakulcs (százalék)	Új áfakulcs (százalék)	Az áfacsökkentés begyűrűzése (százalék)
2016	Sertés hús	27	5	100
	Élelmiszerek (baromfi, tojás, tej)	27 és 18	5	52
2017	Internet	27	18	100
	Éttermi étkezés	27	18	0
2018	Élelmiszerek (hal, sertés belseg)	27	5	51
	Internet	18	5	100
	Éttermi étkezés	18	5	0

Forrás: MNB-számítás

A maginflációt az iparcikkek és a piaci szolgáltatások árindexének egymással ellentétes havi, adószűrt árdinamikája alakította az elmúlt hónapokban. Az iparcikkek árindexe csökkent, melyhez a bázishatások mellett a visszafogott importált infláció is hozzájárult (3-36. ábra).

3-36. ábra: Az iparcikkek inflációjának dekompozíciója



Megjegyzés: Adószűrt, éves változás.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

A **piaci szolgáltatásoknál** a vállalatok árazási gyakorlata alapján az év eleje meghatározó. **Az áfacsökkenés hatását leszámítva a termékek ára a tavalyi év elején tapasztaltnál összességében enyhén magasabban alakult**, melyhez több termék – például az egészségügyi és éttermi szolgáltatások, járműjavítás stb. – áremelkedése együttesen járult hozzá (3-37. ábra). A piaci szolgáltatásokon belül a tavalyi érdemi bérnövekedés ellenére a szektor fogyasztói árai nem mutatnak számottevő gyorsulást. Ezt megerősíti a munkaintenzív szolgáltatáscsoport – belföldi üdülés, éttermi szolgáltatások – árindexének alakulása. Bár ezen csoport esetében a korábbi éveknél magasabb az árdinamika, az elmúlt időszakhoz hasonlóan az idei év elején sem tapasztaltunk jelentős változást. **Az erősen és a kevésbé munkaintenzív szolgáltatások inflációja a piaci szolgáltatások árindexének változásával összhangban alakult.**

3-37. ábra: A piaci szolgáltatások év eleji inflációjának összetétele



Megjegyzés: Adószűrt, év eleji átlagos éves inflációs adatok alapján. A piros csempék a negatív, a zöldeskék csempék a 0,0–2,5 százalékos, a világoskék csempék a 2,5–5,0 százalékos, a sötétkék csempék pedig az 5 százalékot meghaladó inflációt jelölik a piaci szolgáltatások egyes csoportjaiban.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

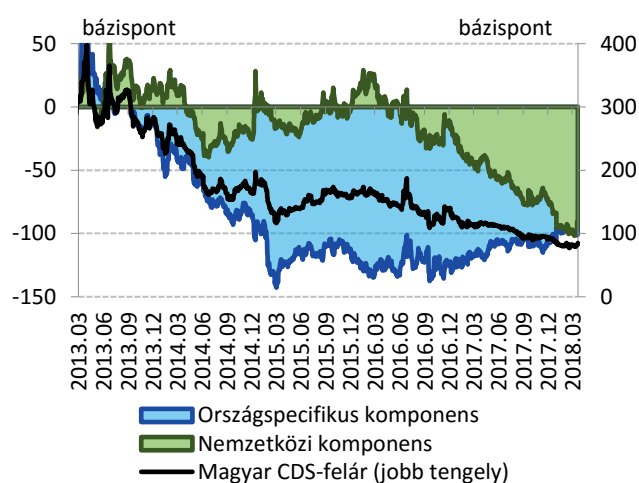
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben átmenetileg jelentősen romlott a nemzetközi befektetői hangulat. A tőzsdei volatilitást mérő VIX index a korrekció ellenére is a korábbi hónapok átlagos értékénél 8 százalékponttal magasabb szinten zárt, ugyanakkor a feltörekvő kötvénypiaci EMBI Global mutató értéke visszatért az időszak eleji szintje közelébe. Folytatódott az euro dollárral szembeni erősödése, mindössze az amerikai munkaerőpiaci adat támogatta átmenetileg a tengerentúli devizát.

A hazai pénzpiaci folyamatokat elsősorban a fejlett piaci hosszú hozamemelkedés határozta meg az időszak során, amellyel összhangban a régiós hosszú hozamok – beleértve a magyar hozamokat is – emelkedtek. Ugyanakkor a hosszú euro hozamokhoz viszonyított magyar felárak a jegybanki kommunikáció és az új monetáris politikai eszközök hatására összességében csökkentek az elmúlt félévben. A régiós devizák árfolyama eltérően alakult: a forint és a cseh korona kismértékben erősödött, míg a lengyel zloty és a román lej enyhén gyengült az euróval szemben.

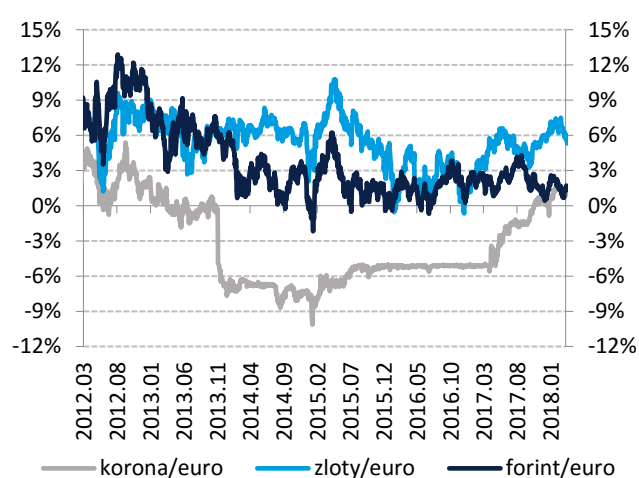
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

Forrás: Bloomberg

4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása



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

Forrás: Bloomberg

4.1.1. Magyarország kockázati megítélése

December közepéhez képest hazánk kockázati mutatói kedvezően alakultak (4-1. ábra). A magyar hitelkockázati felár csökkenését a nemzetközi tényezők támogatták. A magyar 5 éves szuverén CDS-felár historikus összevetésben továbbra is alacsony szinten tartózkodott az időszak egészében, míg végül 85 bázisponton zárt. A globális hatásokra a régiós országokban is a hazaihoz hasonlóan mérséklődtek a régiós felárak.

A globális hozamemelkedés a magyar hosszú hozamokban is éreztette hatását, ugyanakkor az új monetáris politikai eszközök hatására a tízéves euro hozamokhoz képesti forint bankközi és állampapír hozamok felára az elmúlt félév során összességében mérséklődött.

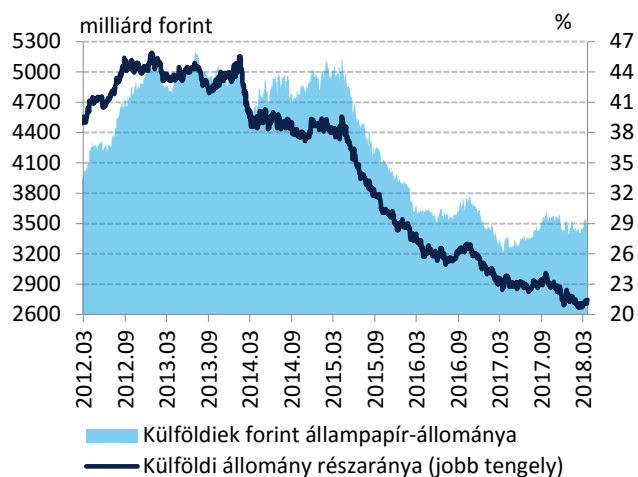
4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint euróval szembeni árfolyama összességében enyhe, mintegy 0,7 százalékos felértékelődést mutatott, illetve a cseh korona is kissé erősödött, míg a lengyel zloty és a román lej némileg leértékelődött (4-2. ábra). A forint árfolyama december közepe óta a 308-315-ös szintek között mozgott. Az időszak első felében a forint felértékelődött, majd ezt követően az időszak eleji szintjének közelébe gyengült, de március elejétől ismét erősödni kezdett. A forint erősödését a kedvező makrofundamentumok támogatták. A lengyel zloty mérsékelt gyengülésének háttérében az infláció lassulására vonatkozó várakozások álltak.

4.1.3. Állampapírpiacon 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 2017 második felében stabilan 3500 milliárd forint környékén alakult. December közepe óta mintegy 80 milliárd

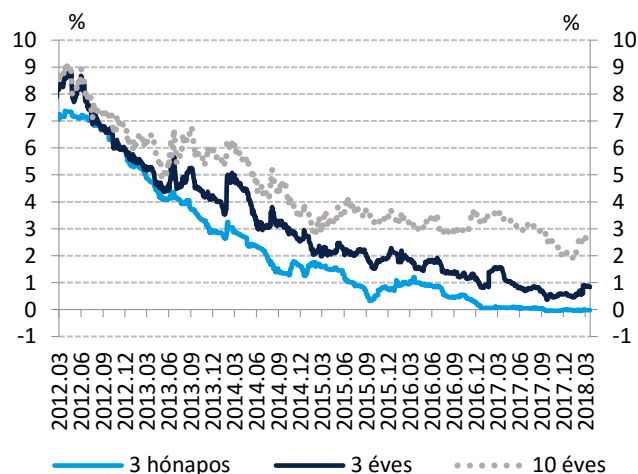
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra kizárólag diszkontkincstárjegyek és állampapírok állományát mutatja.

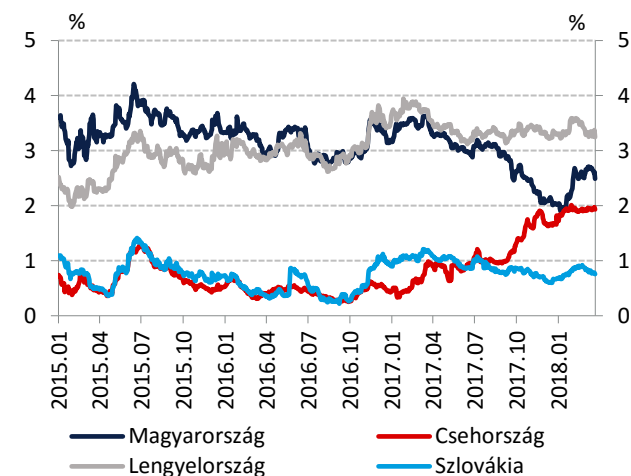
Forrás: MNB

4-4. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

forinttal emelkedett az állomány, miközben a külföldiek tulajdoni részaránya továbbra is 21,5 százalék közelében alakult.

Az állampapírok elsődleges piacán erős volt a kereslet, a hosszabb papírok esetében sok esetben a meghirdetett összeg felett fogadott el az ÁKK. A rövid kincstárjegy hozamok nem változtak érdemben, míg a hosszú aukciós átlaghozamok a nemzetközi hozamemelkedést követve számottevően, 40-65 bázisponttal emelkedtek.

A másodpiaci állampapírpiazi hozamgörbe a hosszú hozamok emelkedésének következtében meredekebbé vált (4-4. ábra). Az aukciós hozamokkal összhangban a rövid lejáratú másodpiaci hozamok lényegében változatlanok voltak, míg a hozamgörbe hosszabb szakasza 20-35 bázisponttal toldott felfelé. Az új jegybanki eszközök bevezetésének és a jegybank kommunikációjának megfelelően szeptembertől január közepéig számottevően csökkentek a magyar hosszú hozamok, amelyet a globális hozamemelkedés hatása és a forint kamatsvappiaci spekulatív pozíciók leépülése részben korrigált. A 10 éves hozam az időszak végén 2,49 százalékon alakult.

Az elmúlt negyedév során a hazai rövid bankközi hozamok enyhén tovább mérséklődtek, míg a középső és hosszabb szegmensben az állampapírpiazi hozamokhoz hasonlóan számottevően emelkedtek, így a bankközi hozamgörbe is meredekebbé vált.

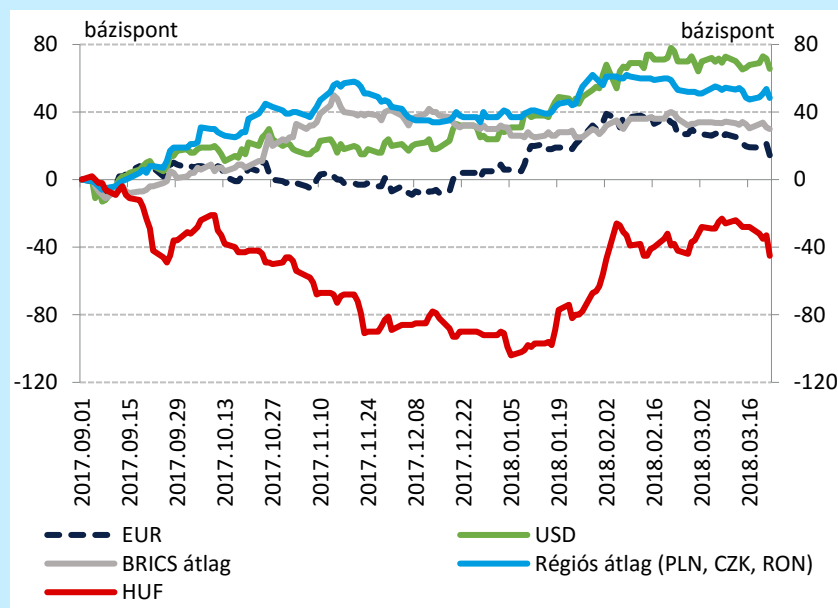
A hosszú referenciahozamok eltérő mértékben emelkedtek a régióban (4-5. ábra). Míg a tízéves forint hozam 35 bázisponttal emelkedett a december közepi szintjéhez képest, addig a régiós tízéves benchmark hozamok kevésbé emelkedtek az elmúlt negyedévben. A cseh hosszú hozam 25 bázisponttal, míg a szlovák 15 bázisponttal volt magasabb az időszak eleji szintjénél. A lengyel tízéves referenciahozam összességében nem változott számottevően, ugyan az időszak közepén még a cseh hozamokhoz hasonlóan 25 bázisponttal magasabb volt. Az időszak végén a lengyel hozamokat a mérséklődő inflációs várakozások csökkentették.

4-1. keretes írás: A globális hozamemelkedés és az új jegybanki program hatása a hazai hozamokra

Az elmúlt fél év során a fejlett piaci hosszú hozamok számottevően emelkedtek. Az amerikai tízéves bankközi hozam közel 75 bázisponttal, míg az állampapírpiazi hozam 65 bázisponttal emelkedett. Az eurozóna hosszú hozamai szintén emelkedtek, bár kisebb mértékben, nagyságrendileg 15 bázisponttal (4-6. ábra).

A meghatározó fejlett piaci hozamok fokozatos emelkedése részben az inflációs várakozások emelkedésével magyarázható. A kedvező makrogazdasági adatok nyomán az amerikai és az eurozónás 5 év múltai 5 éves inflációs várakozások is növekedtek 2017 szeptemberéhez képest. A tengerentúli várakozások emelkedéséhez a munkaerőpiac további feszesedése is hozzájárult, illetve a legfrissebb amerikai inflációs adat is ebbe az irányba hatott. Mindez a meghatározó jegybankok jövőbeli kamatpályájában látványos emelkedést okozott: a Fed három év múltai kamatcéljának piaci várakozása közel 100 bázisponttal, az EKB-ra vonatkozó pedig 45 bázisponttal emelkedett fél év alatt. A kamatvárakozások emelkedése pedig a hosszú hozamok növekedését eredményezte.

4-6. ábra: A 10 éves állampapírpiazi hozamok alakulása



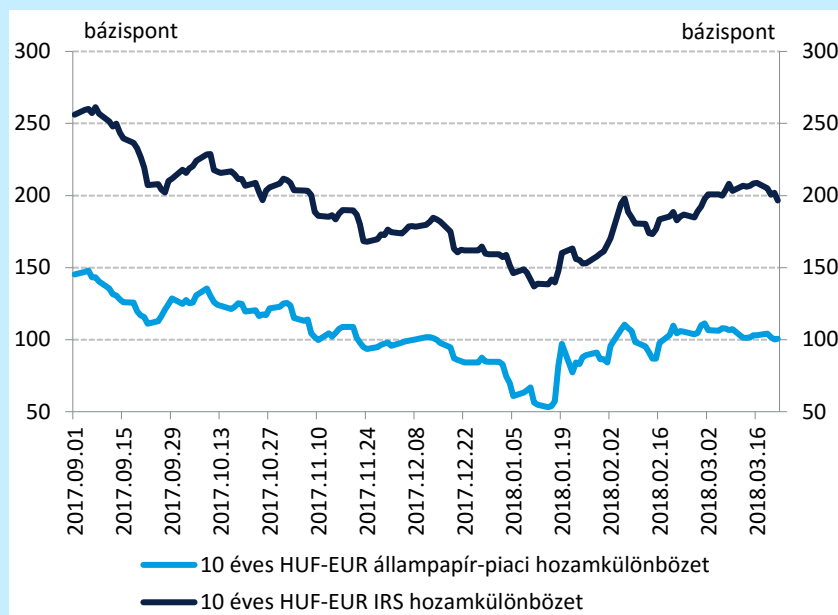
Forrás: Bloomberg

A globális fejlett piaci hozamemelkedés a feltörekvő piaci hozamokban visszafogottabb és differenciált emelkedést okozott. 2017. szeptember eleje óta a 10 éves szegmensben a régiós, illetve a BRICS országok (Brazília, Oroszország, India, Kína és Dél-Afrika) hosszú bankközi hozamai megközelítőleg 15–30 bázisponttal emelkedtek, azaz az amerikai hozamemelkedésnek felét sem tette ki az elmozdulásuk. Az állampapírpiazi tízéves hozamok a BRICS országokban 30 bázisponttal emelkedtek, míg a régiós állampapír-piazi hozamok megközelítőleg 50 bázisponttal, melyek szintén elmaradtak a tengerentúli hozamok 65 bázispont körüli emelkedésétől. A BRICS országok esetében 2017. október végén és november elején még meredeken emelkedtek a hozamok, de ezt követően stagnáltak, illetve kismértékben korrigáltak. Tehát a további amerikai hozamemelkedés nem érezte hatását e meghatározó feltörekvő piacokon. A régiós hozamok ugyan a BRICS országokénál kissé erőteljesebben emelkedtek, de még így is kevesebbet, mint az amerikai hozamok.

A hazai hozamalakulás 2017 őszétől fokozatosan elvált a régiós és eurozónás folyamatoktól. Míg a régió többi piacán és az eurozónában a hozamok szeptembertől emelkedésnek indultak, addig a magyar hosszú bankközi és állampapír-piazi hozamok január közepéig számottevően csökkentek, melyben az MNB monetáris politikai kommunikációja és új eszközei alapvető szerepet játszottak. Ezt követően azonban január közepétől a globális hozamemelkedés és a forint kamatsvappiaci spekulatív pozíciók leépülésének hatására korrekció következett be. Összességében azonban a régiós és az eurozónás hozamok emelkedésével szemben a hazai tízéves hozamok továbbra is a szeptemberi szint alatt tartózkodnak, a bankközi hozamok 30 bázisponttal, míg az állampapírpiazi hozamok 45 bázisponttal. Az új monetáris politikai eszközök céljával összhangban a hazai hosszú hozamok a nemzetközi hozamokhoz viszonyítva csökkentek, így az utolsó két hónap

korrekciójával együtt is számottevően, 2017 szeptemberéhez képest mintegy 50–60 bázisponttal csökkent a tízéves euro hozamokhoz képesti forint bankközi és állampapír hozamok felára (4-7. ábra).

4-7. ábra: 10 éves forint és euro bankközi és állampapír-piaci hozamok különbségének alakulása

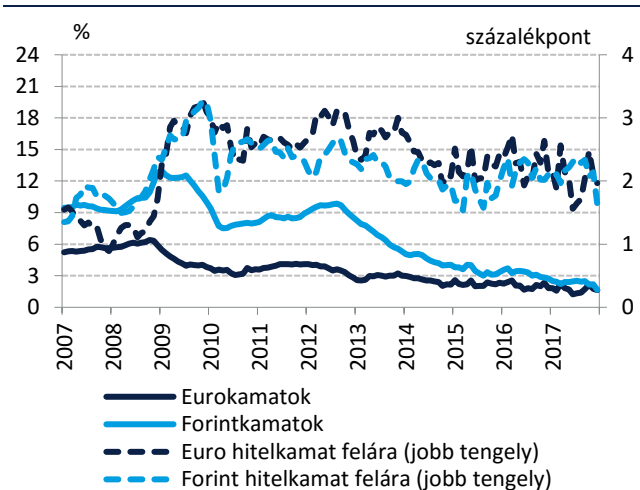


Forrás: Bloomberg

4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

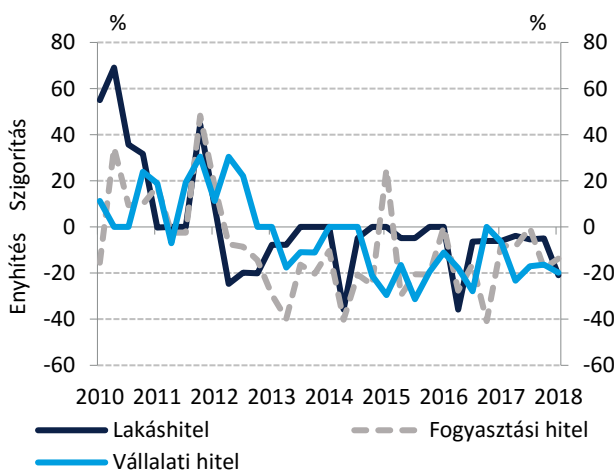
2017 negyedik negyedében a vállalati hitelfeltételek minden vállalati méretkategóriában enyhültek, míg a háztartási hitelek esetében főként a fogyasztási hitelek feltételein enyhítettek a bankok. A vállalati hitelek kamatszintje devizanem és hitelösszeg szerint is minden termékkategóriában csökkenést mutatott. A fedezetlen fogyasztási hitelek THM szintje enyhén emelkedett, míg a lakáshitelek teljes hitelköltsége mérséklődött a negyedév során. Az egyéves előretekintő reálkamat további csökkenése volt megfigyelhető a vizsgált időszakban.

4-8. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



Megjegyzés: A havi kamata adatok 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

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



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2018 első félévére.
Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

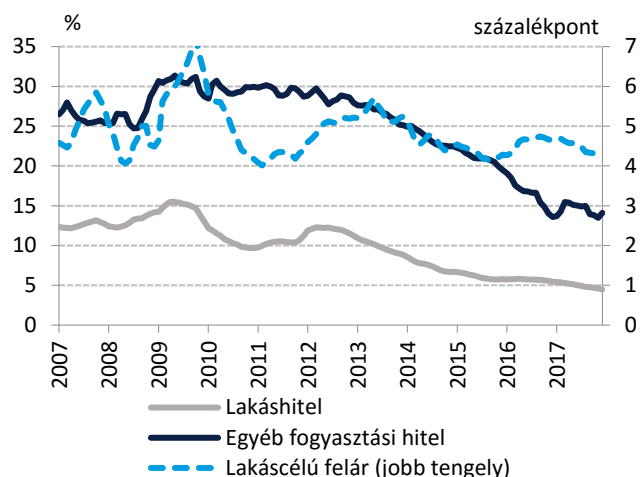
A vállalati forint- és devizahitelek átlagos kamatszintje egyaránt csökkent 2017 negyedik negyedében. A piaci alapú, új vállalati forinthitel-szerződések kamatlába – a money market ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű forinthitelek esetében 0,3 százalékponttal, míg a nagyösszegűek esetében 0,9 százalékponttal csökkent a vizsgált időszakban. Az eurohitelek tekintetében a kis- és nagyösszegű hitelek átlagos kamatlába rendre 0,2 illetve 0,1 százalékponttal csökkent (4-8. ábra). Utóbbi kamatok csökkenése teljes mértékben a felárak mérséklődésével magyarázható. A kisösszegű forinthitelek feláraiban 0,2 százalékpontos csökkenés volt megfigyelhető, míg ennél nagyobb mértékű, 0,8 százalékpontos mérséklődés látható a nagyösszegű forinthitelek feláraiban.

A hitelfeltételek minden vállalati méretkategóriában enyhültek. A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok nettó értelemben vett 16 százaléka enyhített a mikro- és kisvállalati szegmens körében, a közép- és nagyvállalati ügyfélkörben 8 százaléka jelezte az enyhítést. (4-9. ábra). A lazítást a bankok a piaci versenyhelyzet további fokozódásával indokolták. Az enyhítés legnagyobb arányban a felszámított díjakban, valamint a felárakban jelentkezett. Előretekintve a bankok nettó értelemben vett 20 százaléka jelzett további lazítást a következő félévre, amelyet továbbra is a versenyhelyzet alakulása indokolhat. A nagy- és közepes vállalatok hitelei esetében a díjak mérséklését, a kis- és mikrovállalatok esetében pedig a hitelkeretek maximális összegének növelését tervezik a bankok 2018 első félévében.

4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

A lakáshitelek felára tovább csökkent a negyedév során. Az új kibocsátású lakáshitelek teljes hitelköltsége 0,3 százalékponttal 4,5 százalékra mérséklődött a vizsgált időszakban (4-10. ábra). A kamatozás módja szerint mind a változó-, mind az éven túl rögzített kamatkonstrukciójú hitelek THM-szintje mérséklődött. A lakáscélú hitelek kamatfeláraiban csupán az 1-5 évre fixált hitelek esetében mutatkozott egy 20 bázispontos csökkenés, így év végére 4,2 százalékponttal mérséklődött a kamatfelár átlagos szintje. A fogyasztási hitelekben belül a szabadfelhasználású jelzáloghitelek átlagos teljes hitelköltsége

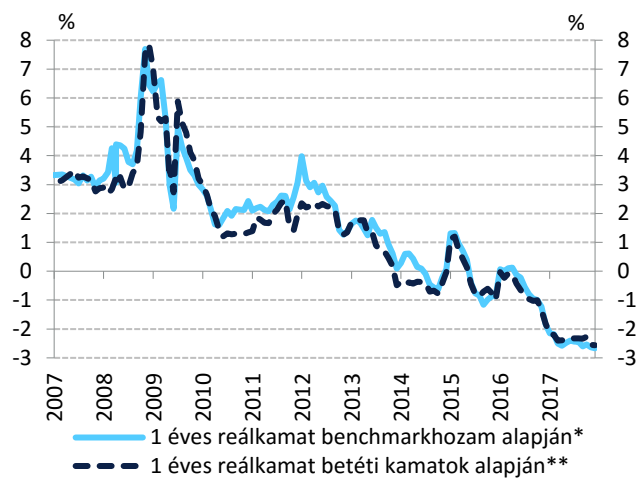
4-10. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára



Megjegyzés: A változó vagy legfeljebb 1 évig fixált kamatozású lakáscélú hitelek esetében a 3 havi BUBOR, míg az éven túl fixált lakáshitelek esetében a 3 éves IRS feletti, THM-alapú simított felár.

Forrás: MNB

4-11. ábra: Az előretekinthető reálkamatlábak alakulása



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

Forrás: MNB, Reuters poll

0,4 százalékponttal 5,75 százalékra csökkent, míg a fedezetlen fogyasztási hitelek THM szintje 15 bázisponttal 14,1 százalékra emelkedett a negyedik negyedévben.

A bankok enyhítettek a fogyasztási hitelek feltételein. A lakáshitelek feltételein a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 5 százaléka enyhített a negyedik negyedévben (4-9. ábra). A részfeltételeket tekintve ugyanakkor jelentős arányban jeleztek lazítást az intézmények: a megkérdezett bankok nettó értelemben vett 59 százaléka csökkentette a kevésbé kockázatos hitelek esetében a hitelkamat és a forrásköltségek közötti felárat. A válaszadó bankok elsősorban a lakáspiaci folyamatok alakulását és a bank kedvező likviditási helyzetét említették enyhítést támogató tényezőként. A fogyasztási hitelek feltételein a bankok nettó értelemben vett 18 százaléka enyhített, mely a felárak csökkentésében és a maximális jövedelemarányos törlesztőrészlet mutató emelésében nyilvánult meg. 2018 első felében a lakáshitelek és a fogyasztási hitelek feltételein a bankok 20, illetve 14 százaléka tervez enyhítést. 2017 negyedik negyedévben a Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel termékek erőteljes felfutása volt megfigyelhető: részarányuk az új kibocsátású lakáshitelekben belül decemberben már elérte a 40 százalékot, és év végével bezárólag összesen 25 milliárd forint értékben helyeztek ki minősített hiteleket a bankok.

4.2.3. Reálkamatok alakulása

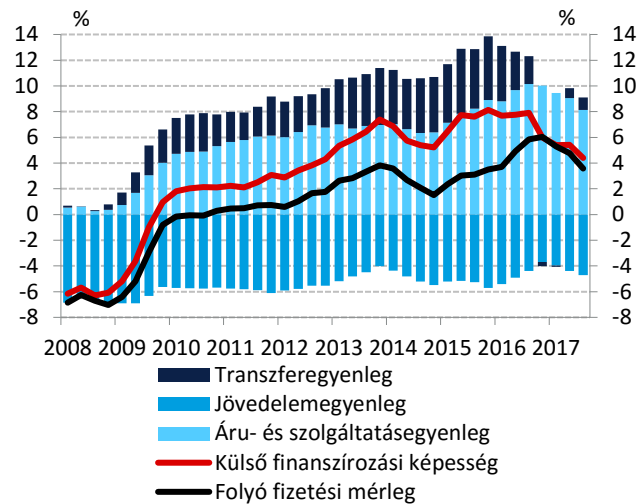
Az egy évre előretekinthető reálkamat újabb historikus mélypontokra került év végére (4-11. ábra). Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint 2017 negyedik negyedévében az állampapírpiaci hozamokból becsült hozam alapján 6 bázisponttal mérséklődött az előző negyedévhez képest, így $-2,7$ százalékot tett ki az időszak végén. A betéti kamatok alapján számított reálkamat nagyobb mértékben csökkent, mely $-2,6$ százalékos szinten állt 2017 decemberében.

5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

A magyar gazdaság külső finanszírozási képessége a 2017-ben a GDP 4,1 százalékára, míg a folyó fizetési mérleg a GDP 2,9 százalékára mérséklődött. A csökkenés leginkább a külkereskedelmi egyenleg többletében tapasztalt mérséklődésre vezethető vissza, ami döntően a belső keresleti tételek bővülésével állt összefüggésben. Az ország külső finanszírozási képességének mérséklődését részben ellensúlyozta ugyanakkor az EU-források felhasználásának bővülő szintje, ami a tranzferegynleg javulásában tükröződött. A jövedelemegyenleg hiánya a külföldi vállalatok profitjának bővülése mellett tovább emelkedett. A finanszírozási oldalt vizsgálva folytatódott az adóssághiáramlás, miközben a nettó FDI-állomány bővült. Az ország nettó külső adósságának csökkenése mögött elsősorban a konszolidált állam nettó külső adósságának csökkenése állt, de kismértékben a vállalatok nettó külső adóssága is mérséklődött. Így 2017 végére a nettó külső adósság a GDP 13,1 százalékára, míg a bruttó 60,1 százalékra csökkent, amit a tranzakciók mellett a GDP növekedés is támogatott.

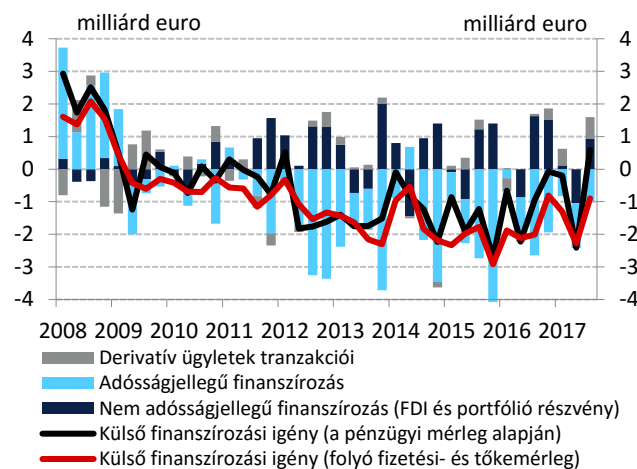
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



Megjegyzés: Az alulról számított finanszírozási igény megegyezik a külső finanszírozási igény és a fizetésimérleg-statisztika tévedések és hiba egyenlegének összegével. Forrás: MNB

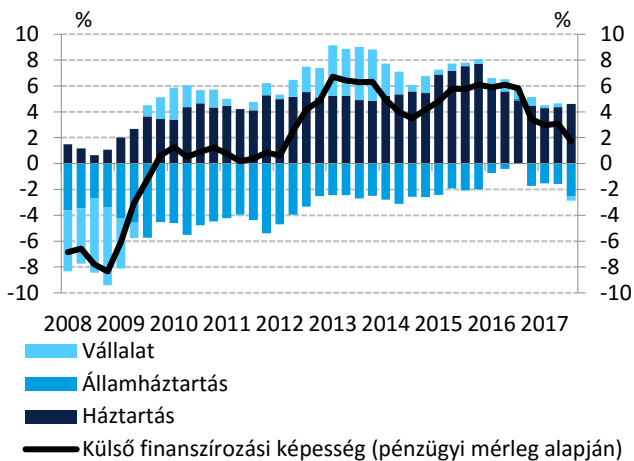
5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

2017 végére a külső finanszírozási képesség a GDP 4,1 százalékára, míg a folyó fizetési mérleg többlete 2,9 százalékra mérséklődött (5-1. ábra). Az erősödő belső kereslet következtében a külső egyensúlyi mutatók mérséklődtek, ugyanakkor az európai uniós források gyorsuló felhasználása fékezte a külső finanszírozási képesség csökkenését. A **külkereskedelmi többlet** a fokozódó belső felhasználáshoz köthető importbővülés, valamint a nyári gyárleállások hatására átmenetileg visszafogott export miatt jelentősen mérséklődött. Az áru- és szolgáltatás egyenleg mellett a **jövedelemegyenleg** is a folyó fizetési mérleg mérséklődésének irányába hatott, aminek háttérben főként a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának bővülése húzódott meg, miközben folytatódott a külföldre fizetett kamatkiadás mérséklődése. A **transzferegynleg** emelkedése az EU új költségvetési ciklusához tartozó források növekvő felhasználásához kötődött, ugyanakkor ennek a szintje továbbra is elmarad a két évvel ezelőtti mértéktől.

5.1.2. Finanszírozási folyamatok

A finanszírozás oldali folyamatok alapján tovább mérséklődött Magyarország nettó külső adóssága, miközben a nettó FDI-állomány bővült (5-2. ábra). A pénzügyi mérleg alapján számolt finanszírozási képesség visszafogottan alakult a negyedik negyedévben: az adósságjellegű források 2,1 milliárd euróval csökkentek, míg a közvetlentőke-befektetések 1,3 milliárd euróval emelkedtek. A nettó FDI-beáramlás hatását ugyanakkor a bruttó szárazon átfolyótőke-tranzakciók fedik el. A nettó külső adósság csökkenése az előző negyedévben tapasztaltnál nagyobb ütemben folytatódott. Az MNB-vel konszolidált államháztartás nettó külső adósságát az

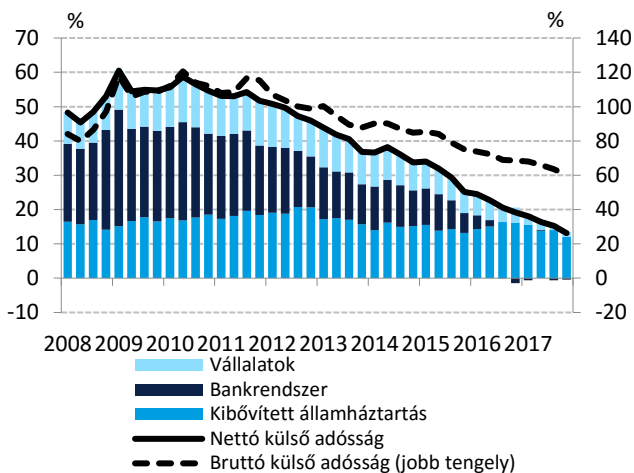
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



Megjegyzés: Négy negyedéves értékek, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása



Megjegyzés: Tulajdonosi hitelek nélkül, a GDP százalékában.

Forrás: MNB

EU-források felhasználása mellett főként a bankrendszer által az MNB-nél elhelyezett devizalikviditás mérsékelte.

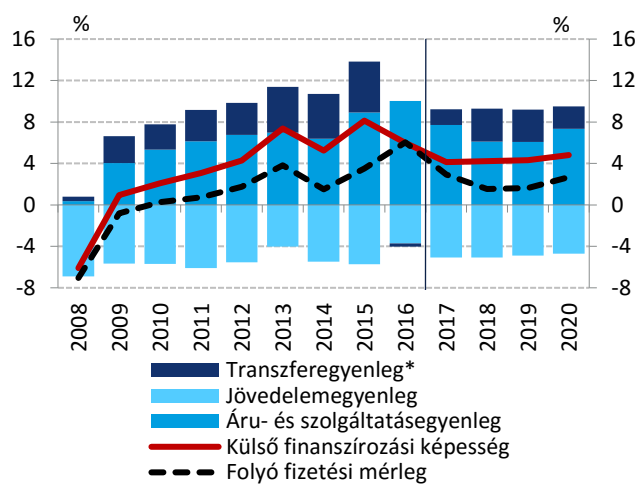
A szektorok megtakarítása szerinti folyamatok azt mutatják, hogy a finanszírozási képesség a vállalatok emelkedő és az állam mérséklődő forrásigénye mellett alakult ki (5-3. ábra). Az államháztartás négy negyedéves GDP-arányos finanszírozási igénye enyhén mérséklődött, így továbbra is alacsony szinten áll, amit leginkább a fogyasztás és foglalkoztatás bővülése miatt emelkedő adóbevételek támogatnak. A vállalatok bővülő forrásigénye elsősorban a beruházások emelkedő szintjével hozható összefüggésbe. A lakosság nettó pénzügyi megtakarítása a gyors bérnövekedés mellett tovább emelkedett, és a GDP 5,2 százalékát tette ki.

Magyarország nettó külső adóssága az év végére a GDP 13,1 százalékára mérséklődött (5-4. ábra). Az adósságeneráló források jelentős kiáramlásának és a GDP növekedésnek együttes hatásaként 2,1 százalékponttal tovább csökkent az ország nettó külső adóssága. Az adósságráta mérséklődésében leginkább az állam nettó külső adósságának csökkenése játszott szerepet. Az állam mellett a vállalati szektor nettó külső adóssága is enyhén mérséklődött a GDP arányában. A nettó adósság mellett a bruttó külső adósság is jelentősen, mintegy 3,5 százalékponttal csökkent, így az év végén a GDP 60,1 százalékát tette ki. Ezzel 2017 egészében folytatódott Magyarország külső sérülékenységének csökkenése.

5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

Előretekintve 2018-ban a gazdaság nettó külső finanszírozási képessége továbbra is magas szinten alakul. Miközben a folyó fizetési mérleg többlete 2017-hez képest a felére esik vissza 2018-ban, addig az EU-források bővülő felhasználásával összhangban a külső egyensúlyi pozíció stabilizálódik. A folyó mérleg csökkenése döntően a külkereskedelmi egyenleg jelentős mérséklődésével áll összefüggésben, ami főként az importintenzív beruházások növekedéséhez és a lakossági fogyasztás élénküléséhez köthető. 2019-től az importdinamika lassulásának és a kiépített új kapacitások üzembe helyezésének eredményeként megáll a folyó fizetési mérleg mérséklődése. A jövedelemegyenleg hiánya az előrejelzési horizonton a GDP 5 százaléka körül alakul. A szektorok megtakarítását tekintve a hitelezés és a fogyasztás bővülésével összhangban a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása enyhén, és fokozatosan mérséklődik, de továbbra is jelentős marad. Az államháztartás finanszírozási igénye átmenetileg emelkedik 2018-ban, amit részben az adócsökkentések magyaráznak. A vállalati beruházások növekedéséhez köthetően 2018-ban alacsony szinten marad a szektor nettó megtakarítása, majd az export felfutásával és a továbbra is élénk fogyasztással összhangban 2019-2020-ban fokozatosan javul. A számottevő külső pozíciónak köszönhetően a külső adósságmutatók csökkenése várható, ami hozzájárul Magyarország külső sérülékenységének mérséklődéséhez.

5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

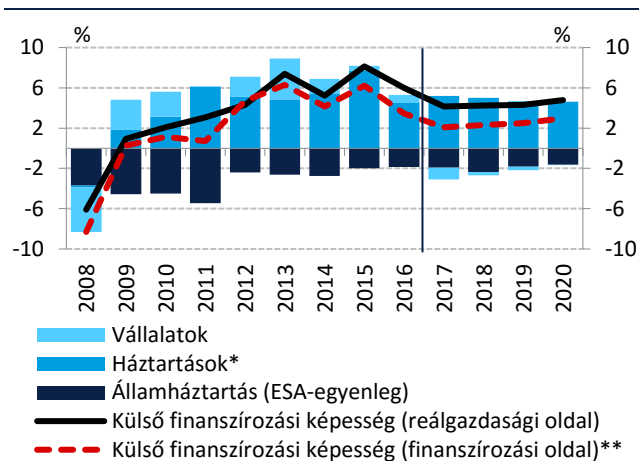
Forrás: MNB

A gazdaság külső finanszírozási képessége az előrejelzési horizonton viszonylag magas szinten alakul (5-5. ábra).

Az előrejelzési horizont elején az importintenzív beruházások bővülésével és a háztartások emelkedő fogyasztásával összhangban az áru- és szolgáltatás egyenleg számottevően mérséklődik. 2018-ban a belső felhasználási tételek növekedése mellett – a korábbi időszakokkal szemben – a cserearányok alakulása is mérsékli a külkereskedelmi egyenleg többletét. 2019-ben a folyó fizetési mérleg romlása megáll. A finanszírozási képesség romlását ugyanakkor ellensúlyozza az EU 2014-2020-as költségvetési ciklusához tartozó források beáramlásának bővülése, aminek köszönhetően a transzferegnyenleg többlete a GDP 3 százalékára emelkedik. A külkereskedelmi egyenleg 2020-ban emelkedik, amiben jelentős szerepe lehet a korábban kiépített új kapacitások termelővé válásának, aminek hatására az export élénkülése és világgiaci részesedésünk bővülése várható. Emellett a nettó export javulásának irányába hat a belföldi felhasználás lassabb növekedése is. Összességében az előrejelzési horizonton a külső többlet magas szinten alakul. A jövedelemegyenleg hiánya a GDP 5 százaléka körül alakul az előrejelzési horizont teljes szakaszán, ami több tényező ellentétes hatásaként alakul ki. Egyrészt a jövedelemegyenleg hiányának emelkedése felé hat, hogy a kedvező gazdasági környezet miatt nő a külföldi tulajdonú vállalatok profitja, másrészt, hogy a külföldön átmentileg munkát vállalók bérjövödelmei csökkennek. Ezt részben ellensúlyozza, a külső adósság csökkenésével összhangban javuló kamategyenleg.

Az államháztartás finanszírozási igénye átmenetileg emelkedik 2018-ban, miközben a magánszektor finanszírozási képessége továbbra is magas szintet ér el (5-6. ábra). A kedvező munkapiaci körülmények és a jelentős béremelkedés hatására a lakosság jövedelmi

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

helyzete javul, amellyel párhuzamosan az előrejelzési horizonton nő a fogyasztás. Ennek köszönhetően a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása enyhén mérséklődik, de továbbra is jelentős mértékű. A vállalatok forrásigénye a beruházások bővülésével összhangban fennmarad 2018-19-ben. Ezt követően a továbbra is élénk fogyasztás, az EU transzfer felhasználás, valamint az exportdinamika gyorsulása következtében a szektor forrásigénye mérséklődik. Az államháztartás finanszírozási igénye átmenetileg a GDP 2 százaléka fölé emelkedik 2018-ban, aminek hátterében egyrészt az adócsökkentések (szociális hozzájárulási adó, célzott áfacsökkentések), másrészt a növekedési adóhitelből és földértékesítésből származó bevételek kiesése húzódik meg. Az előrejelzési horizont második felében a gazdasági növekedés hatására emelkedő adóbevételek, valamint a tovább mérséklődő kamatkidadások következtében az államháztartás finanszírozási igénye fokozatosan javul.

A továbbra is számottevő külső egyensúlyi pozíció hozzájárul a külső adósságmutatók csökkenéséhez. Az előrejelzési horizont elején a külső finanszírozási képesség mérséklődik, azonban továbbra is támogatja a gazdaság külső adósságmutatóinak mérséklődését, ezáltal a külső sérülékenység csökkenését.

5.3. Költségvetési folyamatok

2017-ben a költségvetés hiánya az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a GDP 1,9 százaléka volt. Az előrejelzési horizonton végig fennmarad a mérsékelt hiány, amelyet tovább csökkent a decemberi előrejelzéshez képest kedvezőbb makrogazdasági kilátások hatása. 2018-ban a magasabb gazdasági növekedésből származó többletbevételeket azonban új intézkedések ellensúlyozzák. Az intézkedések hatása a következő évekre nem csúszik át, így 2019-től a hiány enyhé csökkenését várjuk korábbi előrejelzésünkhöz képest. 2017-hez hasonlóan a fiskális politika az adócsökkentéseken és egyedi többletkiadásokon keresztül 2018-ban is érdemben bővíti az aggregált keresletet, de 2019-től a fiskális keresleti hatás várhatóan negatív lesz. Az adósságráta 2017. év végén a GDP 71,7 százalékát tette ki, ami 2,2 százalékponttal alacsonyabb a 2016. év végi 73,9 százalékos értéknél. Előrejelzésünk szerint az adósságráta csökkenő trendje fennmarad, 2018. év végére a ráta értéke megközelítheti a GDP 70 százalékát, majd 2020-ra 66 százalék közelébe csökken.

5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2017	2018	2019	2020
ESA-egyenleg	-1,9	(-2,2)-(-2,4)	(-1,8)-(-2,0)	(-1,6)-(-2,0)
Elsődleges ESA-egyenleg	0,6	0,0-0,2	0,3-0,5	0,2-0,6
Fiskális keresleti hatás*	1,2-1,3	0,8-1,0	(-0,6)-(-0,8)	(-0,1)-(-0,5)

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.

Forrás: KSH, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

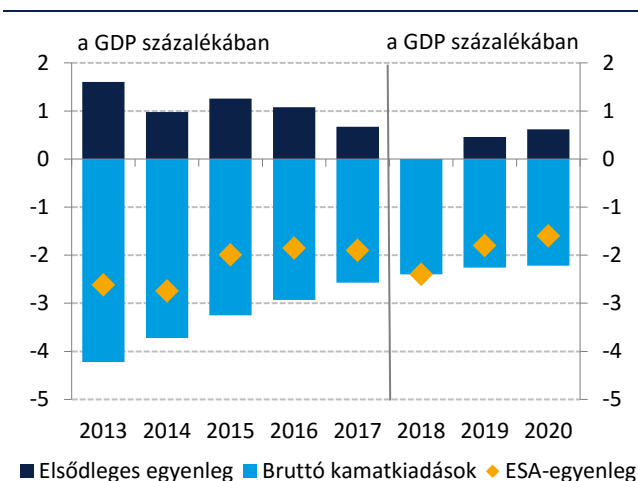
Prognózisunk szerint a GDP-arányos ESA-hiány 2018-ban 2,2–2,4 százalék, míg technikai előrejelzésünk alapján 2019-ben 1,8–2,0 százalék, 2020-ban 1,6–2,0 százalék lehet (5-1. táblázat). Az előzetes pénzügyi számla adatok alapján a költségvetés 2017. évi hiánya a GDP 1,9 százaléka volt, tehát kisebb, mint a 2,4 százalékos költségvetési előirányzat. 2018-ban átmenetileg emelkedik az államháztartás hiánya az adócsökkentések és az előző években jelentkező egyedi bevételek (termőföld-értékesítés, növekedési adóhitel) kifutásának eredményeképp. 2018 után a GDP-arányos hiány csökkenéséhez hozzájárulnak a kedvező makrogazdasági folyamatok következtében dinamikusan növekvő adóbevételek és a csökkenő kamatkidadások (5-7. ábra). Az államadósság szerkezetéből adódóan az állampapírpiazi hozamok elmúlt években tapasztalt csökkenése csak fokozatosan fejti ki hatását.

2018-ban a folytatódó adócsökkentések hatására a 2017. évihez hasonló költségvetési keresletbővítés várható (5-8. ábra). 2018-ban újabb termék- és szolgáltatáskörök áfakulcsa csökkent, illetve folytatódott a szociális hozzájárulási adó és egészségügyi hozzájárulás kulcsainak csökkentése, valamint növekedett a kétgyermekesek családi adókedvezménye. Az ideji fiskális keresletélénkítést a következő években a hiány fokozatos mérséklődésével összhangban visszafogott keresletszűkítés követi.

5.3.2. A 2017. évi egyenleg

Az eredményszemléletű államháztartási folyamatokra irányadó előzetes pénzügy számla adatok alapján a költségvetés 2017. évi hiánya a GDP 1,9 százaléka volt, ami 0,5 százalékponttal elmarad a költségvetési törvény előirányzatától. A mérsékelt eredményszemléletű hiány a központi alrendszer 5,5 százalékos pénzforgalmi hiánya mellett alakult ki. Az eredményszemléletű és a pénzforgalmi deficit közti eltérést elsősorban az európai uniós források megelőlegezése, az önkormányzatok számottevő többlete, illetve további eredményszemléletű korrekciók okozták.

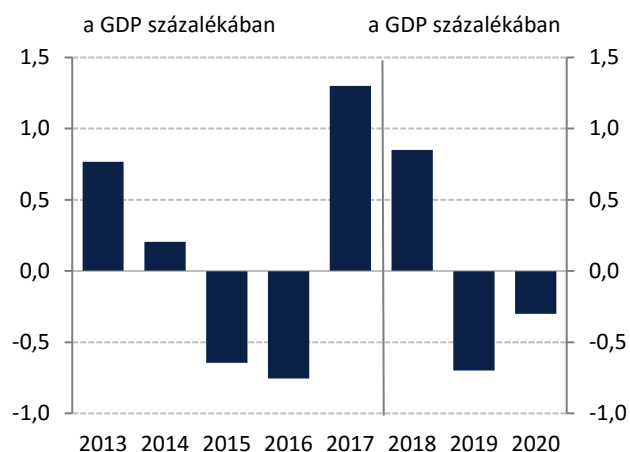
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása



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: Eurostat, 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 2018. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest)

	Gazdasági alapfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,3	0,0
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,1	
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,2	
Munkát terhelő adók	0,1	
II. Központi kiadások	0,0	-0,4
Költségvetési szervek nettó saját kiadásai		-0,2
Előrehozott egészségügyi béremelés		-0,1
Téli rezsicsökkentés		-0,1
Egyszeri nyugdíjkiegészítés		-0,1
III. Egyéb hatások	0,0	0,1
Egyéb tételek		0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,3	-0,3

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

5.3.3. A 2018. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint a 2018. évi ESA-hiány a GDP 2,2–2,4 százaléka lesz, ami megegyezik a decemberi prognózisunkkal (5-2. táblázat). A decemberi Inflációs jelentés óta bejelentett intézkedések az egészségügyi ágazatok (mentősök, szakápolók) novemberről előrehozott béremelése, a nyugdíjasok számára Erzsébet-utalvány formájában juttatott egyszeri nyugdíjkiegészítés, illetve a gáz-, és távhőszámlából leírható, valamint a szociális tűzifa keretét megemelő téli rezsicsökkentés. Ezen többletkiadások hatása összesen a GDP mintegy 0,3 százalékára tehető, amit ugyanakkor ellensúlyoz a kedvező makrogazdasági folyamatokból következő adóbevétel-emelkedés.

A 2018. évi hiányprognózisunk összhangban van a 2,4 százalékos költségvetési előirányzattal (5-3. táblázat). A fogyasztási adókra, elsősorban az áfa-bevételekre vonatkozó előrejelzésünk elmarad az ideai előirányzattól, amit elsősorban a fehéredésre vonatkozó becslések különbözősége okozhat. Ezt ellensúlyozza ugyanakkor a központi költségvetési szervek alacsonyabb kiadási szintje, mert az EU támogatások kifizetéseiben belül az előlegek magas aránya arra utal, hogy az eredményezményes elszámolásban figyelembe veendő tényleges támogatás-felhasználás az előirányzatnál alacsonyabb lesz. Az idei évben újabb 2,5 százalékponttal csökken a szociális hozzájárulási adó és az egészségügyi hozzájárulás felső kulcsa, ezen bevételek az előirányzattal várhatóan összhangban alakulnak.

5.3.4. A 2019. évi és 2020. évi költségvetési egyenleg

A rendelkezésre álló költségvetési törvények hiányában 2019-re és 2020-ra technikai előrejelzést készítünk, amely fokozatosan csökkenő hiányt mutat. Jövőre GDP-arányosan 1,8–2,0 százalékra, 2020-ban pedig 1,6–2,0 százalékra mérséklődhet a költségvetési deficit. Az államháztartás hiányának csökkenését elsősorban a magas gazdasági növekedés által emelkedő adóbevételek támogatják. Előrejelzésünk szerint 2020-ban a bérmegeállapodással összhangban további 2 százalékponttal csökken a szociális hozzájárulási adó kulcsa. A decemberi előrejelzéssel szemben bekövetkezett 0,1–0,1 százalékpontos hiánycsökkenést a 2018. évi bázis kedvezőbb makrogazdasági folyamatai indokolják. Az ideai új intézkedések csak a 2018. évi kiadásokat növelik, a következő éveket nem befolyásolják.

5.3.5. Az alappályát övező kockázatok

Előrejelzésünk alakulását továbbra is jelentősen befolyásolja az európai uniós támogatások kifizetésével és azok felhasználásával kapcsolatos bizonytalanság.

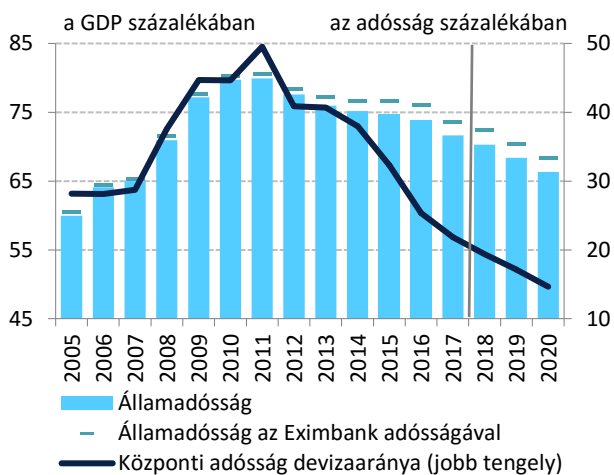
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2018. évi költségvetési törvény előirányzataitól

	Eltérés az előirányzattól
I. Központi kormányzat bevételei	-0,3
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,3
II. Központi kormányzat kiadásai	0,2
EU támogatás felhasználás	0,2
Nyugdíjkiadások	0,1
Előrehozott egészségügyi béremlés	-0,1
Egyszeri nyugdíjkiegészítés	-0,1
III. Egyéb hatások	0,1 - 0,3
Országvédelmi Alap zárólása	0,0 - 0,2
Módszertani változások	0,1
Összesen (I.+II.+III.)	0,0 - 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

5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2017. végi árfolyamon számítva



Forrás: MNB

A 2017-es és az idei évre számottevő előleg-kifizetéssel számolunk, amely 2020-ig várhatóan fokozatosan csökkenni fog. A kifizetések reálgazdasági hatása, vagyis az uniós források effektív felhasználása 2018-ban és 2019-ben lehet a legmagasabb. Ez a hatás a gazdaságot érdemben élénkíti, ugyanakkor az önrész növekedésén keresztül emeli a költségvetési hiányt.

5.3.6. Az adósságpálya várható alakulása

Az előzetes adatok szerint 2017. év végén a GDP-arányos bruttó államadósság 71,7 százalék volt (5-9. ábra). Az adósságráta érdemben, 2,2 százalékponttal mérséklődött 2016. év végi 73,9 százalékos értékéhez képest. Az élénk gazdasági növekedés, a csökkenő kamatkidadások és a pozitív elsődleges egyenleg egyaránt támogatta az államadósság csökkenését. A kedvező makrogazdasági fundamentumok mellett egyedi tényezők is alakították az adósság értékét a tavalyi év során. A dollár euróval szembeni gyengülése segítette az adósság mérséklődését, de az uniós támogatások előfinanszírozása növelte a pénzforgalmi hiány értékét, és így az államadósságot. A negatív nettó devizakibocsátásnak köszönhetően a központi államadósság devizaaránya a 2016. év végi 25,3 százalékról 21,8 százalékra mérséklődött. Az MNB pénzügyi számla közleménye tájékoztatásul tartalmazta az államadósság Eximbank kötelezettségeivel együtt számolt értékét is, ami 2017. év végén összesen a GDP 73,6 százalékát tette ki. Az államadósság-ráta az Eximbank számbavétele mellett is 2,4 százalékpontos csökkenést mutat 2017-ben.

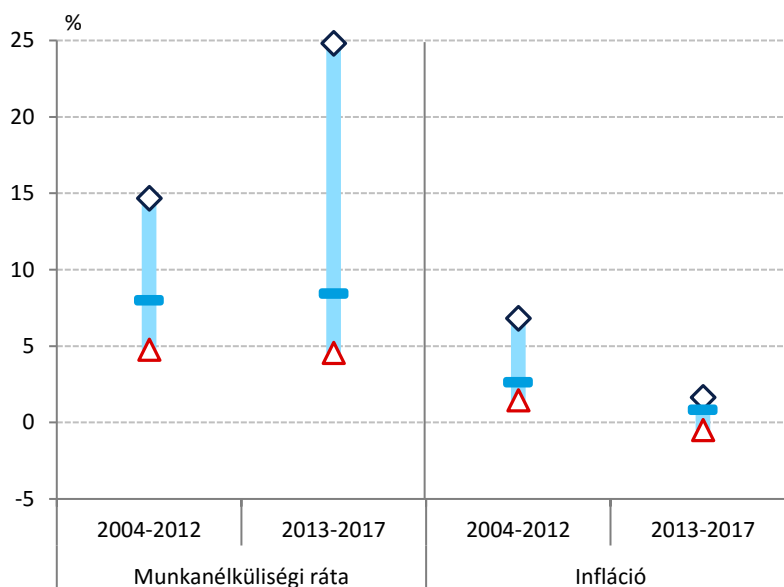
Előrejelzésünk szerint – 2017. év végi, változatlan forint árfolyamon feltételezve – 2018. év végére 70,3 százalékra csökkenhet a GDP-arányos bruttó államadósság, vagyis az Alaptörvény adósságszabálya várhatóan idén is teljesülni fog. Az előrejelzési horizonton az alapfolyamatokból az államadósság érdemi csökkenése rajzolódik ki, amit 2019-ben és 2020-ban a korábban megelőlegezett uniós támogatások beérkezése is támogathat. A gazdasági növekedés és a mérsékelt hiány eredményeként idén 1,4 százalékponttal, míg 2019-ben és 2020-ban mintegy 2-2 százalékponttal mérséklődhet a ráta értéke, ami így az előrejelzési horizont végére megközelíti a 66 százalékot. Az alacsonyabb devizalejáratok miatt a korábbi években tapasztaltnál lassabb ütemben csökkenhet a devizaadósság mértéke, ami tovább mérsékelheti hazánk külső pénzügyi sérülékenységét. 2018. év végére a központi államadósság devizaaránya 19 százalék közelébe csökkenhet.

6. Kiemelt témák

6.1. A digitális technológiai fejlődés hatása az inflációs folyamatokra

Az elmúlt évtizedekben kialakuló közgazdasági gondolkodás egyik sarokpontját képezte a munkanélküliségi ráta és az infláció közötti kapcsolat, azaz az úgynevezett Phillips-görbe. Az elmúlt időszakban a Phillips-görbe ellaposodása volt megfigyelhető, aminek következményeként a belső gazdasági ciklus inflációs hatása jelentősen lecsökkent. Ezt alátámasztja, hogy a válság időszakában az elméleti modellek előrejelzéseivel szemben nem eredményezett deflációt a gyenge keresleti környezet, és a válság utáni gazdasági fellendülés sem okozott érdemi gyorsulást az árdinamikában. Emellett, bár a válságból való kilábalás sebessége jelentősen eltért az egyes gazdaságokban, az eltérő munkaerőpiaci ciklusok ellenére az infláció alakulásában nem figyelhető meg divergencia (6-1. ábra).

6-1. ábra: A munkanélküliségi ráták és az infláció szórásának alakulása az Európai Unióban



Megjegyzés: Az piros és sötétkék jelölők az adott időszakra vonatkozó munkanélküliségi ráták minimumát és maximumát, míg a vízszintes vonalak a mediánt jelölik az EU28 esetében.

Forrás: Eurostat, MNB

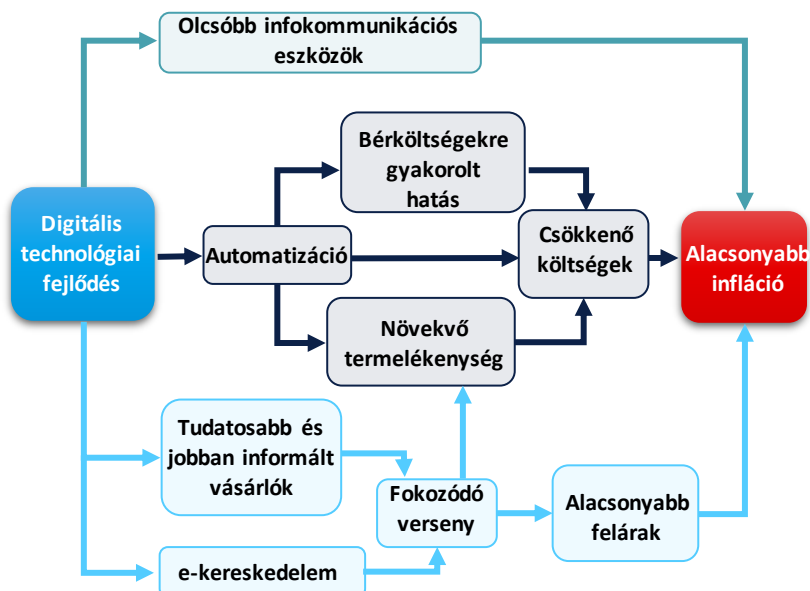
A ciklikus tényezők háttérbe szorulásával egyre nagyobb hangsúlyt fektetnek a kutatások, elemzések a strukturális változások (globalizáció, demográfiai változások stb.) inflációs hatásainak vizsgálatára. Az egyik olyan strukturális változás, aminek hatása lehet az inflációra a digitalizáció, illetve a technológiai fejlődés. A digitalizáció egyszerre jelent új lehetőségeket és kihívásokat. Átalakul a termékekkel és szolgáltatásokkal szembeni fogyasztói magatartásunk, illetve az újításokhoz való viszonyunk. **Jegybanki szempontból az egyik legfontosabb kérdés, hogy a digitalizáció mennyiben képes megmagyarázni a jelenlegi, globálisan visszafogott inflációs folyamatokat, és mire lehet számítani az elkövetkező időszakban.**

A vállalatok szempontjából napjaink digitalizációs technológiái, mint a mobiltechnológia, a big data-hoz kapcsolódó elemzések, a felhő alapú tárolás, a szenzorok, a digitális platformok és az automatizáció, **jelentős átalakulást okozhatnak a hagyományos vállalati működésben, és abban a folyamatban, ahogyan a vállalatok együttműködnek beszállítóikkal és kiszolgálják fogyasztóikat.** Kérdés, hogy ebben a gyorsan fejlődő technológiákkal jellemezhető környezetben a vállalatok milyen árazási stratégiát követnek, és a digitális átalakulás hogyan hat a kapcsolódó ellátási láncokra. Bár a kvantitatív eredmények egyelőre bizonytalanok és nehezen függetleníthetők más tényezőktől (például a globalizációtól), a témában

megkérdezett vállalatok véleménye szerint a digitalizáció dezinflációs hatásai a csökkenő költségekből és a lefelé irányuló árversenyből fakadhatnak.¹

Az internet és a digitalizáció alapvetően négy fő csatornán keresztül fejti ki inflációs hatását (6-2. ábra).² Ezek az e-kereskedelem, a tudatosabb és jobban informált vásárlók, az automatizáció és az IT-fejlődés (IKT-eszközök).

6-2. ábra: Az internet és a digitalizáció legfontosabb inflációs csatornáit



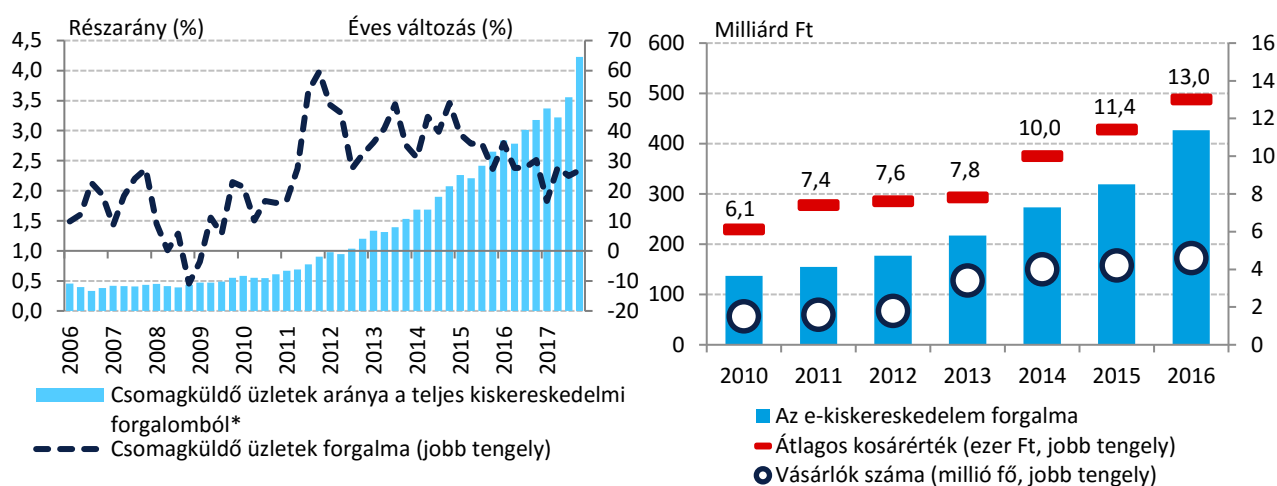
Forrás: Riksbank (2015)

Az e-kereskedelem – mely nehezen választható el a globalizációtól – **alapvetően a vállalatok közötti verseny fokozásán és a hagyományos üzleti modell megváltoztatásán keresztül csökkentheti az árakat.** Az e-kereskedelem hatására az online értékesítéssel jelentősen csökkenthetők a kis- és nagykereskedelemben fellépő költségek (bér és bérleti költségek), így az alacsony határköltségek hozzájárulnak a termékek és a szolgáltatások árainak csökkenéséhez, ezáltal a mérsékelt inflációhoz is. **A hazai e-kereskedelem alakulására a kiskereskedelmi értékesítéseken belül elsősorban a csomagküldő és internet tevékenységcsoport alapján tudunk következtetni.** A csomagküldő kereskedelem részaránya a **2000-es évek első felében 0,3 százalék körül alakult, majd 2010-től érdemben bővült** és jelenleg a kiskereskedelmi forgalom több mint 3 százalékát teszi ki, 20 százalék körüli éves bővülési ütemmel (6-3. ábra). A jelenlegi folyamatok alapján okkal **feltételezhető, hogy a magyar e-kereskedelem forgalma intenzív és extenzív oldalon is tovább növekedhet a jövőben.**

¹ A témáról készült kanadai vállalati felmérésről bővebben Dong, W. et al. (2017): „Digital Transformation in the Service Sector: Insights from Consultations with Firms in Wholesale, Retail and Logistics”, Bank of Canada Staff Analytical Note, 2017–19

² Riksbank (2015): „Digitisation and inflation”, Monetary Policy Report, Riksbank, 2015. február

6-3. ábra: A csomagküldő üzletek forgalmának és részarányának (bal panel), illetve a 2017-es e-kereskedelem alakulása (jobb panel) hazánkban



Megjegyzés: * Három negyedéves mozgóátlag.

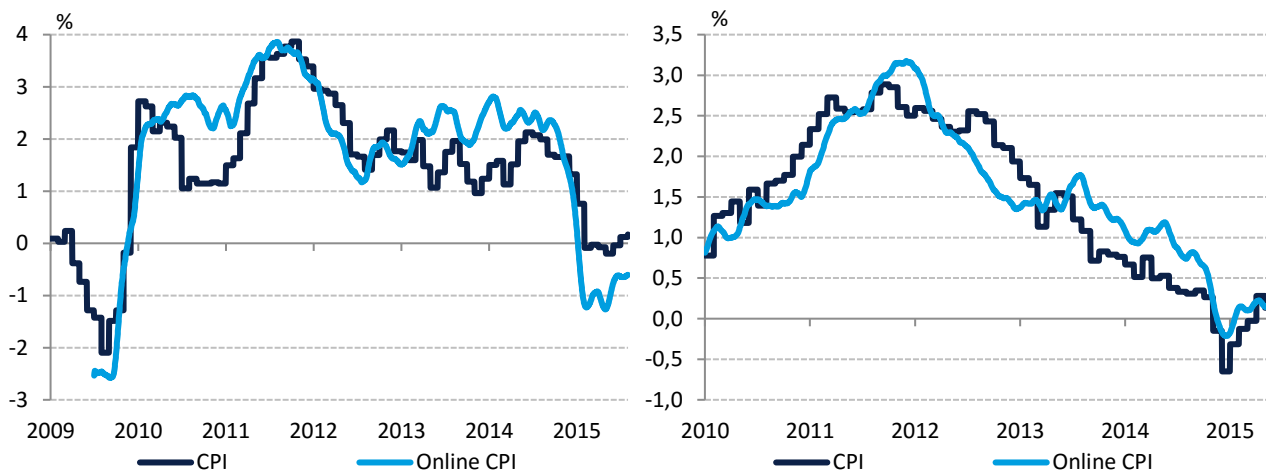
Forrás: KSH, MNB-számítás, E-kereskedelmi körkép 2017, eNET Internetkutató és Tanácsadó Kft.

A digitális technológiai fejlődésnek és a növekvő internethasználatnak köszönhetően **a fogyasztók egyre tudatosabbak és jobban informáltak az árak alakulásáról, ami lefelé irányuló vállalati árversenyt generál.** Az Európai Unióban az aktív korú lakosság körében közel kétharmadára nőtt azok aránya, akik az interneten keresztül szereznek információt bizonyos termékekről és szolgáltatásokról.

A fogyasztók tudatosabbá válásához az **ártranszparencia** révén kapcsolódik, hogy **az online és az offline árak hogyan viszonyulnak egymáshoz.** A 2000-es évek elején elvégzett kutatások többségéhez manuálisan gyűjtött adatokat használtak fel, és nem is tudtak a teljes fogyasztói kosár termékkörére megfigyeléseket végezni. Napjainkban az online-offline árkapcsolattal foglalkozó legnagyobb volumenű projekt az **MIT által 2008-ban indított, a big data elemzésre épülő Kismillió áras projekt (Billion Prices Project, BPP)**, melyben jelenleg több mint 900 kereskedő körülbelül 15 millió termékét figyelik meg, hogy napi szintű inflációt számítsanak 20 országra. Cavallo (2017)³ vizsgálata alapján **az esetek közel 72 százalékában az online és offline árak megegyeztek.** Szektorok szintjén a gyógyszerárak és az irodaszer-kereskedők esetében mutatkozik a legalacsonyabb áregyezőség az online és offline árak között (38 és 25 százalék), míg **a legmagasabb arányok az elektronikára és a ruházati cikkekre jellemzőek (83 és 92 százalék).** Ugyanakkor **2015 óta az online árak jóval alacsonyabban alakultak az offline áraknál** (6-4. ábra).

³ Cavallo, A. (2017): „Are Online and Offline Prices Similar? Evidence from Large Multi-Channel Retailers”, American Economic Review, Vol. 107(1), pp. 283–303.

6-4. ábra: Az online és offline árak alakulása az USA-ban (bal panel) és az eurozónában (jobb panel)



Forrás: Cavallo–Rigobon (2016)⁴

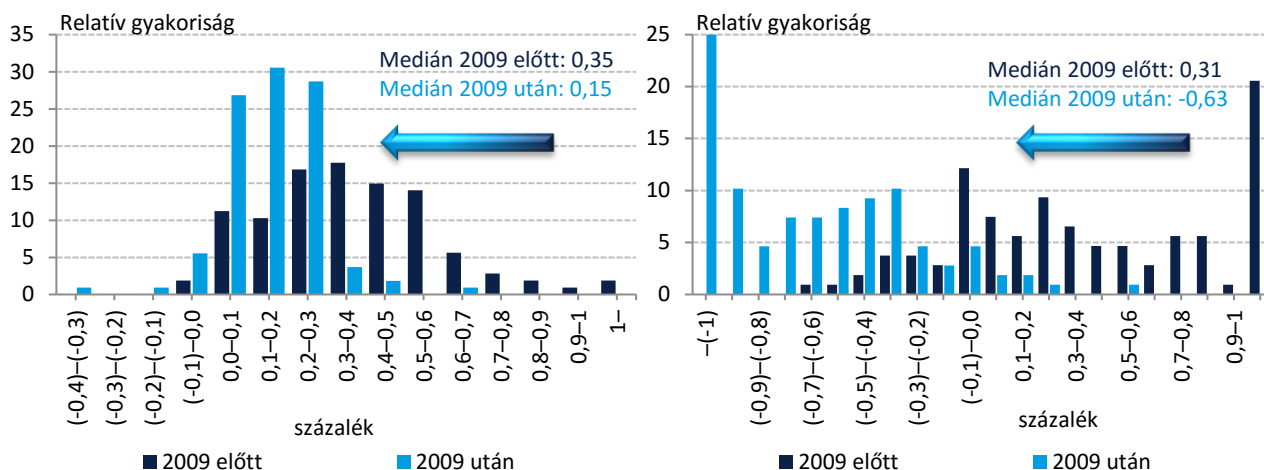
Az automatizáció és a robotizáció kínálati oldalon növeli a hatékonyságot és emeli a munkaerő termelékenységét. A termelési folyamat hatékonyabbá válásával a vállalatoknak lehetőségük nyílik a termelés határkölségeinek csökkentésére, melynek egy részét a profit növelése mellett megjeleníthetik a fogyasztói árakban is. **Az automatizáció keresleti oldalon a jövedelmek polarizációját okozza.** A magasabb jövedelműek arányának emelkedésével párhuzamosan azonban nem jelentkezik a fogyasztás érdemi bővülése, mivel ezek a háztartások a többletjövedelmüket inkább megtakarításra fordítják, így az inflációs hatás a keresleti oldalon kevésbé egyértelmű.

Az információs és kommunikációs technológiákhoz (IKT) kapcsolódó termékek és szolgáltatások az elmúlt évtized(ek)ben tapasztalt árcsökkenése közvetlenül mérsékli az inflációt, emellett jelentkezhetnek olyan másodkörös hatások, mint például az egyre növekvő digitális technológiai tartalommal rendelkező termékek beépülése a termelési folyamatokba (Ipar 4.0), növelve a hatékonyságot és csökkentve a költségeket (6-5. ábra). **A digitalizáció által leginkább érintett termékek az informatikai eszközök,** az audio-vizuális, fotografikai és információfeldolgozó berendezések. Legnagyobb mértékben azonban az informatikai eszközök ára csökkent az elmúlt két évtizedben.

A hazai infláció alakulásában a külső tényezők szerepe az elmúlt időszakban felerősödött. A globális tényezők mellett **a digitalizáció is szerepet játszhat a hazai infláció visszafogott – és a jegybanki céltól elmaradó – alakulásában,** ám ezen hatások számszerűsítése meglehetősen nehéz és bizonytalan.

⁴ Cavallo, A. és Rigobon, R. (2016): „The Billion Prices Project: Using Online Prices for Measurement and Research”, Journal of Economic Perspectives, Vol. 30 (2), 2016 tavasz, pp. 151–178.

6-5. ábra: Az adószűrt maginfláció és az audio, video készülékek havi változásainak eloszlása (2000–2017)



Megjegyzés: Az ábra az indirekt adóktól szűrt maginfláció és az audio, video készülékek havi változásainak eloszlását mutatja a 2000. február–2017. december közötti időszakban 2009 előtt és után. A 0,0–0,1 százalékos havi változást például úgy kell értelmezni, hogy míg 2000–2009 között a maginflációs értékek 11 százaléka havi összehasonlításban 0,0–0,1 százalék között alakult, addig ez az arány 2009 után 27 százalékra emelkedett. Az audio, video készülékek esetében pedig míg 2000–2009 között a termékkör 7,5 százaléka havi összehasonlításban 0,0–0,1 százalék között alakult, addig ez az arány 2009 után 1,9 százalékra csökkent.

Forrás: KSH, MNB

A szélessávú internethez hozzáférő háztartások arányának emelkedése következtében 2009 után elindult hazánkban is a fogyasztók tudatosabbá válása, illetve több lehetőség adódik az internetes árösszehasonlításra. A digitalizáció inflációs hatását az adószűrt maginfláció és néhány, a technológiai fejlődésnek leginkább kitett termék adószűrt havi változásainak alakulásával vizsgáltuk. Az adószűrt maginfláció elemzését az indokolja, hogy a teljes inflációban számos olyan volatilis tényező található, melyeket jellemzően költségoldali hatások és hatósági döntések befolyásolnak. Ezen tételek közvetlen inflációs hatásának kiszűrése lehetővé teszi a hazai alapfolyamat vizsgálatát. **A digitalizáció részben** (a világgazdasági válsággal, illetve az inflációs környezet mérséklődésével párhuzamosan) **hatással lehet az adószűrt maginfláció havi változásainak eloszlására, mely 2009 után balra, azaz a mérsékeltebb árváltozás – esetenként árcsökkenés – irányába tolódott. Termékszinten az elemzésbe bevont termékkörök havi árváltozásai azt mutatják, hogy részben a digitalizációnak és a magasabb technológiai tartalomnak köszönhetően is megszűntek vagy enyhültek a 2009 előtt tapasztalható nagyobb havi árváltozások** (6-1. táblázat).

6-1. táblázat: A digitalizáció által leginkább érintett termékkörök havi árváltozásának szórása

A havi árváltozás szórása (százalékpont)	Televízió	Audio, videó készülékek	Számítógép, fényképezőgép, telefon	Kép-, hang- és adathordozók	Mobiltelefon és internet
2009 előtt	0,5	0,8	1,5	0,5	1,4
2009 után	0,5	0,5	0,4	0,4	0,6

Forrás: KSH, MNB

A digitalizáció folyamata a globalizáció mellett tehát napjaink azon strukturális változásai közé tartozik, mely az egyes országok árdinamikáit előretekintve érdemben befolyásolhatja. A napjainkban tapasztalható, a jegybanki céloktól elmaradó alacsony inflációs környezet – a közelmúltban megjelent tanulmányok szerint – a technológiai fejlődésnek is köszönhető, mely új kihívás elé állíthatja a monetáris politikát. A hazai adatokon elvégzett vizsgálatok alapján összességében a 2009 utáni időszakban az inflációs eloszlások balra tolódtak, és az adószűrt maginflációhoz képest fontos különbség, hogy ezen termékkörök esetében megnőtt a negatív árváltozások, azaz a havi árcsökkenések aránya. Az elmúlt közel egy évtizedben tehát gyakoribbá váltak az árcsökkenések a figyelembe vett műszaki-technológiai eszközök és szolgáltatások esetében.

6.2. A 2017-es évre adott jegybanki előrejelzések értékelése

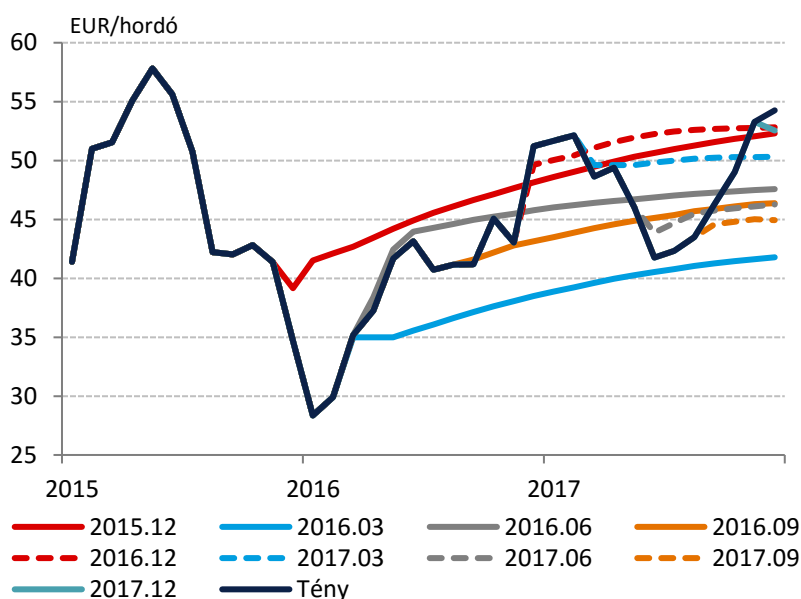
Elemzésünk célja annak bemutatása, hogy a fő makrogazdasági változók előző naptári évi értékére adott előrejelzéseink mekkora pontossággal teljesültek. Ezenkívül azt is megvizsgáljuk, hogy a jegybank előrejelzési teljesítménye hogyan viszonyul a piaci elemzőkéhez. A 2017-es évre a vizsgált változók esetén először 2015 decemberében készítettünk előrejelzést. Összességében előrejelzéseinkhez képest a 2017-es infláció lényegében megfelelt, míg a gazdasági növekedés, a versenyszféra létszám-, valamint bérnövekedés magasabban alakult.

6.2.1. Infláció

Előrejelzéseinkben valamennyi negyedévben 2,5 százalék körüli inflációt prognosztizáltunk 2017-re vonatkozóan. Az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatos emelkedésére számítottunk, a kedvező jövedelmi folyamatok és az élénkülő belső kereslet következtében. A bértörvény élnkülésének azonban mérsékelt inflációs hatását feltételeztük a munkaerőköltség és az árak között a válság utáni időszakban meggyengült kapcsolat (ellaposodott Phillips-görbe) miatt. Azzal számoltunk, hogy a munkaerőpiacról érkező inflációs hatás az adminisztratív intézkedések miatti erőteljesebb bérdinamika mellett is mérsékelt maradhat, hiszen az intézkedések költségnövelő hatását a szociális hozzájárulási adó és a társasági adó csökkentése, valamint a fehéredési hatás mérsékli. A teljes időszakon mérsékelt külső inflációs környezettel számoltunk.

A 2017-re vonatkozó előrejelzéseink kismértékű változtatásait főként az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása okozta (6-6. ábra). A jövedékiadó-emelések (dohány, gázolaj, benzin), valamint az áfacsökkentések (internet, tojás, friss tej, baromfi hús, éttermi szolgáltatások) bejelentését követően úgy becsültük, hogy az intézkedések inflációs hatása összességében kioltja egymást, amit a ténybecslés is alátámasztott.

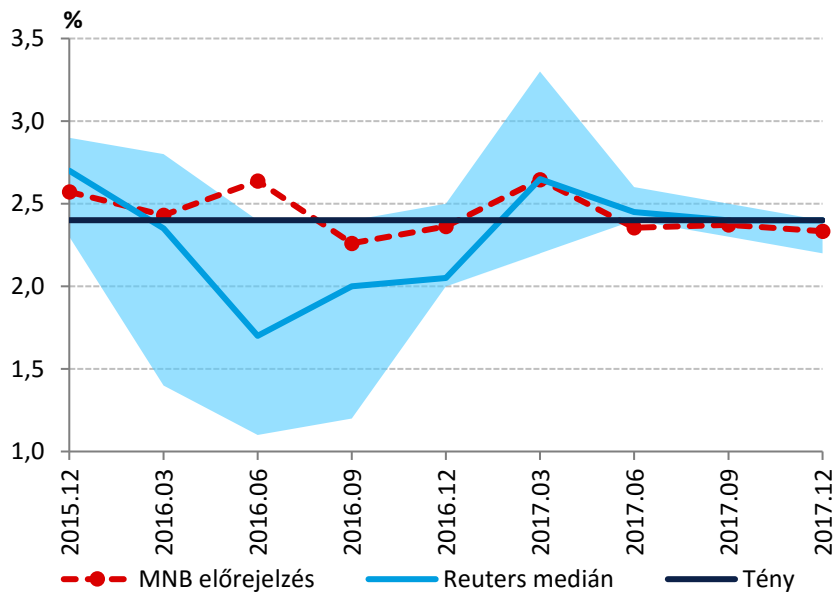
6-6. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása



Forrás: Bloomberg

Összességében a 2017. évi inflációra vonatkozó előrejelzéseink a teljes időszakon pontosabbnak bizonyultak a piaci elemzői várakozásoknál. Prognózisaink a Reuters felmérésben részt vevő piaci elemzők mediánjánál mindvégig magasabbak voltak, stabilan 2,5 százalék közelében alakultak (6-7. ábra).

6-7. ábra: A 2017. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések alakulása



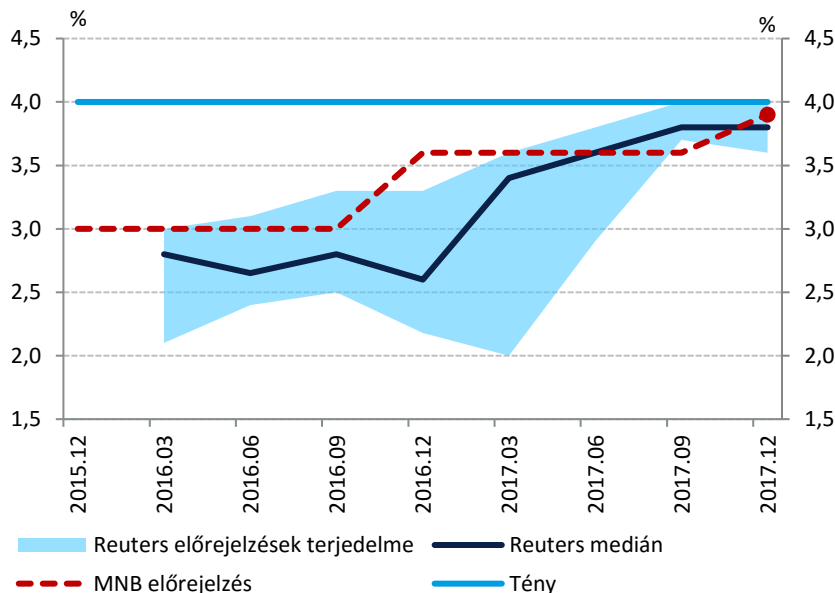
Megjegyzés: A sáv a Reuters által megkérdezett elemzők előrejelzéseinek terjedelmét mutatja.

Forrás: Reuters, KSH, MNB

6.2.2. Gazdasági növekedés

A 2017. évi gazdasági növekedés a jegybanki előrejelzésekhez képest magasabban alakult, mindemellett a piaci előrejelzések is jellemzően alulbecsülték a növekedés mértékét. A jegybanki előrejelzéshez képest élenkebb növekedés elsősorban a 2017. évi minimálbér és garantált bérminimum megemelésének bérkiáramlásra és így a lakossági fogyasztásra gyakorolt hatásával függött össze. **Az MNB teljes időtávra számolt átlagos előrejelzési hibája kisebb volt, mint a piaci elemzők mediánjának előrejelzési hibája.**

6-8. ábra: A 2017. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések



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

Forrás: Reuters, KSH, MNB

2016 folyamán a hazai gazdaság kiegyensúlyozott bővülésére számítottunk a 2017-es évben. Várakozásunk szerint a növekedésben markáns szerep jutott a belföldi kereslet erősödésének, amelyben meghatározó volt a fogyasztás és a

magánberuházások bővülése. A lakossági fogyasztás tartós bővülését a kedvező jövedelmi folyamatok, a háztartási hitelezés növekedése, illetve a nettó pénzügyi vagyonszámottevő emelkedése egyaránt támogatta. A nemzetgazdasági beruházások emelkedéséhez a zöldmezős külföldi működőtőke-beruházások, illetve az Európai Unió forrásainak beáramlásával párhuzamosan emelkedő állami investíciók is hozzájárultak. A belső keresleti tételek bővülésének importigényéből fakadóan a nettó export negatív növekedési hozzájárulására számítottunk.

2016 végén érdemben felfelé revideáltuk növekedési előrejelzésünket (6-8. ábra). Ezt több tényező is indokolta:

- a minimálbér és garantált bérminimum megemelésének munkajövedelmekre gyakorolt hatása miatt a lakossági fogyasztás korábbi várakozásunknál élénkebb bővülésére számítottunk revideált előrejelzésünkben;
- 2017. évi intézkedések növelték a fiskális keresleti hatást, ami támogatta a gazdasági növekedést;
- a Növekedéstámogató Program és a bankadó csökkentése következtében élénkülő hitelezés, illetve a járműiparhoz szorosan kapcsolódó szektorok kapacitásbővítő beruházásai egyaránt támogatták a beruházások élénkebb ütemű bővülését.

A 2018 elején a KSH által publikált 2017. évi gazdasági növekedésre vonatkozó részletes adat enyhén meghaladta előrejelzésünket az alábbi tényezők következtében:

- a kedvező nemzetközi konjunktúrával párhuzamosan a hazai kivitel dinamikája és így növekedési hozzájárulása az ipari folyamatok által indokoltól eltérően, az év végén a vártól nagyobb mértékben emelkedett
- a 2016. évi mezőgazdasági teljesítmény lefelé történt revideálásának következtében a tavalyi évi mezőgazdasági teljesítmény a korábban vártól kevésbé lassította a növekedést

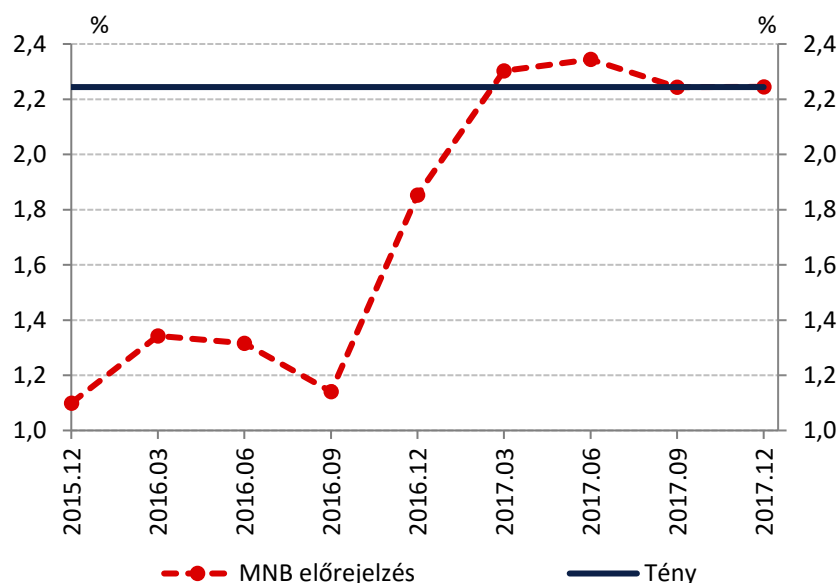
Össességében a jegybanki reál gazdasági előrejelzések általában magasabbak voltak a piaci várakozások mediánjánál, és közelebb helyezkedtek el a későbbi tényadathoz.

6.2.3. Munkaerőpiac

Előrejelzéseinkben arra számítottunk, hogy a **versenyszféra munkaerő-kereslete a gazdasági növekedéssel párhuzamosan emelkedik**, a vállalatok létszámbővítési törekvéseit azonban jelentősen befolyásolja, hogy **az elérhető munkaerő-tartalék nemcsak mennyiségi, hanem minőségi és mobilitási szempontból is egyre korlátosabb**. 2017-re vonatkozó prognózisainkban emiatt a **versenyszférában foglalkoztatottak számának lassuló ütemű emelkedésével számoltunk**.

A 2017. évi versenyszféra foglalkoztatásnövekedésre vonatkozó **előrejelzéseink 2016 végéig érdemben alulbecsülték a tényadatot, viszont 2017 elejétől annak közelében alakultak** (6-9. ábra). A várakozásunknál erőteljesebb 2016-os létszámadatak hatására a 2017-re vonatkozó előrejelzéseinket is érdemben módosítottuk.

6-9. ábra: A 2017. évi versenyszféra létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



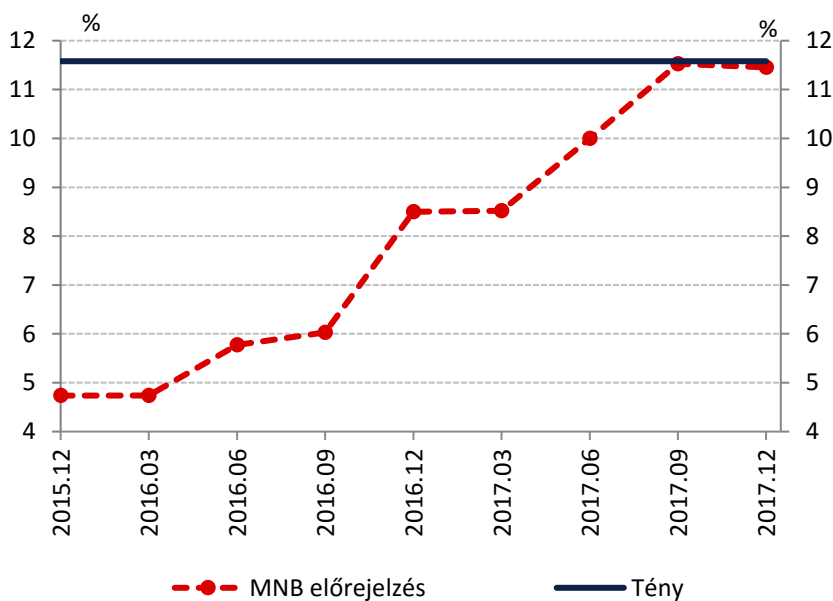
Forrás: KSH, MNB

Előrejeléseinkben arra számítottunk, hogy **a feszes munkaerőpiaci környezet miatt** mind a vállalatok, mind a szektorok között egyre erőteljesebb bérverseny alakul ki a munkaerő pótlása és megtartása érdekében, emiatt **fokozatosan erősödő nominális bérdinamikát prognosztizáltunk 2017-re vonatkozóan.**

Az időszak elején a válság előttinél visszafogottabb termelékenységdinamika, valamint az alacsony inflációs várakozások következtében csak mérsékelt növekvő, **5 százalékos körüli nominális bérdinamikára számítottunk 2017-re vonatkozóan.** A **beérkezett 2016. márciusi béradatak** – a vállalatok jellemzően márciusban emelik a rendszeres béreket – **várakozásunknál erőteljesebb nominális bérdinamika irányába mutattak**, amit a 2016. júniusi előrejelzésünkben érvényesítettünk. **A 2016 novemberében bejelentett bérmegállapodást követően úgy becsültük, hogy az adminisztratív intézkedések** – a közvetlen és az átgűrűző hatásokat is figyelembe véve – **a versenyszféra nominális bérdinamikáját a korábbi előrejelzésünkhöz képest 2,5 százalékponttal élénkíthetik.** A **beérkezett 2017. márciusi béradatak** azt mutatták, hogy az érdemi minimálbér- és garantált bérminimum emelés **átgűrűző hatása** – a bértorlódás elkerülése miatt a nem minimálbért, illetve nem garantált bérminimumot keresők béreire – **várakozásunknál nagyobb mértékű volt**, amit az év további részének béradatai is megerősítettek. **Ténybecslésünk szerint az adminisztratív intézkedések** – a közvetlen és az átgűrűző hatásokat is figyelembe véve – **végül közel 5 százalékponttal támogatták a bérezési alapfolyamatokat 2017-ben.**

Összességében a 2017. évi versenyszféra bérdinamikára vonatkozó **előrejelzéseink a teljes időszakon érdemben alulbecsülték a tényadatot, azonban egyre inkább közeledtek ahhoz** (6-10. ábra).

6-10. ábra: A 2017. évi versenyszféra bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések



Forrás: KSH, MNB

7. A 2018. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

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

	Inflációs hatás 2018-ra		
	Áthúzó hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,1	0,1
Piaci	0,7	1,7	2,4
Indirekt adók és intézkedések	0,2	-0,2	0,0
Infláció	0,9	1,6	2,5

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)

	2018				
	Átlagos áthúzó hatás	Áthúzó indirektadó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő indirektadó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	0,9	0,0	2,6	-0,1	3,4
nem feldolgozott	0,3	0,0	3,6	-0,3	3,6
feldolgozott	1,3	0,0	2,0	0,0	3,3
Ipari termékek	0,6	0,0	0,4	0,0	1,0
tartós	-0,4	0,0	0,2	0,0	-0,2
nem tartós	1,0	0,0	0,5	0,0	1,5
Piaci szolgáltatások	0,5	0,0	2,6	-0,6	2,5
Piaci energia	6,8	0,0	1,2	0,0	8,0
Alkohol, dohány	0,9	1,9	1,8	0,0	4,6
Üzemanyag	1,5	-0,5	3,1	0,0	4,1
Szabályozott árak	-0,3	0,0	1,2	0,0	0,9
Infláció	0,7	0,2	1,8	-0,2	2,5
Maginfláció	0,7	0,3	1,6	-0,2	2,4

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

Forrás: MNB

Ábrák és táblázatok jegyzéke

Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása	11
1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója	12
1-4. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája	13
1-5. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához	13
1-6. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként	14
1-7. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása	14
1-8. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	14
1-9. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása	15
1-10. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában	15
1-11. ábra: Az exportpiaci részesedés változása	16
1-12. ábra: A munkatermelékenység éves változása	16
1-13. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban	17
1-14. ábra: Az érdemi minimálbér- és garantált bérminimum emelések hatása a versenyszféra bérdinamikájára	17
1-15. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása	18
1-16. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása	18
1-17. ábra: A fiskális keresleti hatás és az uniós források effektív felhasználása	20
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre	23
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre	23
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre	24
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban	25
3-2. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban	25
3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok	26
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása	26
3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban	27
3-6. ábra: A fejlett piaci jegybankok beárazott kamatpályájának változása	27
3-7. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása	27
3-8. ábra: A GDP éves változása az eurozónában	28
3-9. ábra: Az eurozóna munkanélküliségi rátája	28
3-10. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása	29
3-11. ábra: Az eurozóna kibocsátási részének alakulása	29
3-12. ábra: GDP éves változása Kelet-Közép-Európában	29
3-13. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások	30
3-14. ábra: Az euro nomináleffektív árfolyamának alakulása	31
3-15. ábra: Az EUR/USD árfolyam alakulásának felbontása EUR és USD specifikus részre	32
3-16. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás	33
3-17. ábra: Fogyasztási csoportok éves változása	33
3-18. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai	34
3-19. ábra: A kereskedelmi szálláshelyeken eltöltött vendégéjszakák növekedésének megoszlása hazai és külföldi vendégek között	34
3-20. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása	34
3-21. ábra: A beruházások éves változásának felbontása	35
3-22. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása	35
3-23. ábra: Az újlakásépítések és építési engedélyek alakulása	35

3-24. ábra: A lakásárak éves változás	36
3-25. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása	36
3-26. ábra: Aktivitás, foglalkoztatás és munkanélküliség a nemzetgazdaságban	37
3-27. ábra: Az üres álláshelyek számának alakulása a versenyszféra egyes ágazataiban	37
3-28. ábra: A Beveridge-görbe alakulása.....	38
3-29. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv	38
3-30. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása	39
3-31. ábra: A versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója	39
3-32. ábra: Az infláció és az inflációs alapmutatók.....	40
3-33. ábra: A piaci szolgáltatások árváltozása	40
3-34. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja	40
3-35. ábra: Inflációs várakozások a régióban	41
3-36. ábra: Az iparcikkek inflációjának dekompozíciója	42
3-37. ábra: A piaci szolgáltatások év eleji inflációjának összetétele.....	42
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői	43
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása	43
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya.....	44
4-4. ábra: Az állampapírpiazi referenciahozamok alakulása	44
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása	44
4-6. ábra: A 10 éves állampapírpiazi hozamok alakulása	45
4-7. ábra: 10 éves forint és euro bankközi és állampapír-piazi hozamok különbözetének alakulása	46
4-8. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban	47
4-9. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben	47
4-10. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára	48
4-11. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása	48
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei	49
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása	49
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint.....	50
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása.....	50
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása	51
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása.....	52
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása.....	53
5-8. ábra: A fiskális keresleti hatás	54
5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2017. végi árfolyamon számítva	55
6-1. ábra: A munkanélküliségi ráták és az infláció szórásának alakulása az Európai Unióban	56
6-2. ábra: Az internet és a digitalizáció legfontosabb inflációs csatornái.....	57
6-3. ábra: A csomagküldő üzletek forgalmának és részarányának (bal panel), illetve a 2017-es e-kereskedelem alakulása (jobb panel) hazánkban	58
6-4. ábra: Az online és offline árak alakulása az USA-ban (bal panel) és az eurozónában (jobb panel).....	59
6-5. ábra: Az adószűrt maginfláció és az audio, video készülékek havi változásainak eloszlása (2000–2017).....	60
6-6. ábra: Az olajárakra vonatkozó feltevések alakulása	61
6-7. ábra: A 2017. évi inflációra vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések alakulása	62
6-8. ábra: A 2017. évi növekedésre vonatkozó MNB- és piaci előrejelzések	62
6-9. ábra: A 2017. évi versenyszféra létszámindexre vonatkozó MNB-előrejelzések	63
6-10. ábra: A 2017. évi versenyszféra bérindexre vonatkozó MNB-előrejelzések	64

Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása	19
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest	21
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	22
3-1. táblázat: Az áfacsökkentések begyűjtésének mértéke	41
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	53
5-2. táblázat: A 2018. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest)	54
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2018. évi költségvetési törvény előirányzataitól	55
6-1. táblázat: A digitalizáció által leginkább érintett termékkörök havi árváltozásának szórása	60
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra (százalékpont, illetve százalék)	65
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék)	65

Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

INFLÁCIÓS JELENTÉS

2018. március

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

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.