



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2018  
SZEPTEMBER

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

*Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről*



# INFLÁCIÓS JELENTÉS

2018  
SZEPTEMBER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

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

ISSN 2064-8715 (nyomtatott)

ISSN 2064-8766 (on-line)

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

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

*Annak érdekében, hogy a közvélemény számára érthető és világosan nyomon követhető legyen a jegybank politikája, az MNB nyilvánosságra hozza a monetáris döntések kialakításakor ismert információkat. Az Inflációs jelentés című kiadvány bemutatja az MNB Közgazdasági előrejelzés és elemzés, a Monetáris politika és pénzügyi elemzés, a Költségvetési 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. szeptember 13-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 .....	18
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk .....	25
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	29
3. Makrogazdasági helyzetértékelés .....	32
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése .....	32
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése .....	42
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség .....	47
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója .....	48
3.5. Költségek és infláció .....	49
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	52
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....	52
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói .....	54
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	56
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....	56
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....	58
5.3. Költségvetési folyamatok .....	60
6. Kiemelt témák .....	64
6.1. Az NHP <i>fix</i> elindítása a kkv-hitelezés szerkezetének javítása céljából .....	64
7. A 2018. és 2019. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása .....	68

## Keretes írárok jegyzéke

1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink .....	13
1-2. keretes írás: A júniusi Inflációs jelentés óta bejelentett új adóintézkedések inflációs hatása .....	15
1-3. keretes írás: Az inflációs cél fenntartható elérését biztosító szerkezet nemzetközi és historikus összehasonlításban ..	16
1-4. keretes írás: Az újonnan bejelentett nagyberuházás hatásai .....	23
3-1. keretes írás: A bejelentett vámintézkedések és azok gazdasági hatásai .....	38
3-2. keretes írás: A szolgáltatások jelentősége a külkereskedelemben .....	46





# 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 továbbra is 2019 közepétől várható.*

**A második negyedévben a világgazdaság kibocsátásának növekedése folytatódott, ugyanakkor a növekedési kilátásokat övező kockázatok emelkedtek. A Visegrádi régió továbbra is az Európai Unió növekedési centruma. A globális infláció enyhén tovább emelkedett, azonban a maginflációs mutatók változatlanul mérsékelt szinten alakultak.**

2018 második negyedévében a kockázatok emelkedése mellett folytatódott a világgazdaság növekedése. Az Egyesült Államok növekedése gyorsult, miközben a kínai gazdaság dinamikus bővülése fennmaradt. Az eurozóna gazdasági növekedése folytatódott, ugyanakkor az előretételező konjunktúraindikátorok tovább mérséklődtek a nyári hónapokban. A Visegrádi régió az Európai Unió növekedési centruma maradt.

A globális infláció a harmadik negyedévben enyhén tovább nőtt. A világszerte olajárak év eleje óta jellemző emelkedésének hatására az inflációs ráták általánosan növekedtek. Ugyanakkor a maginflációs mutatók változatlanul visszafogottak maradtak. Az infláció az eurozónában továbbra is a cél közelében alakult, miközben a Visegrádi régió több országában a jegybanki cél fölé emelkedett.

**A globálisan meghatározó jegybankok eltérő ütemben folytatták monetáris politikájuk normalizációját. Az Európai Központi Bank (EKB) szeptemberben csökkentette az eszközvásárlások ütemét, majd az év végén várhatóan befejezi a programot.**

A Federal Reserve (Fed) folytatja a fokozatos kamatemeléseket. A döntéshozók júniusi előrejelzései alapján idén további két 25 bázispontos emelés várható, amelyek a piaci árazásokban is tükröződnek. Az EKB jelzése alapján az irányadó rátái legalább 2019 nyaráig, illetve szükség esetén azt követően is a mostani szinteken maradnak, így a monetáris kondíciók az euroövezetben továbbra is lazák maradhatnak. A cseh jegybank júniusban, majd augusztusban is emelte az irányadó rátáját. A lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak a monetáris kondíciókon, amelyek a jegybanki kommunikáció szerint idén változatlanok maradhatnak. A román jegybank piaci elemzők által várt augusztusi kamatemelése elmaradt.

**A nyár folyamán csökkent a kockázatvállalási hajlandóság, ami elsősorban a sérülékeny feltörekvő országokkal kapcsolatos események és az eurozóna perifériaországokban felerősödő feszültségeknek volt köszönhető.**

A nyári hónapokban a nemzetközi kereskedelempolitikával kapcsolatos fejlemények alakulása a fejlett piacokat is negatívan érintette. Emellett a harmadik negyedévben is megfigyelhető volt az amerikai kamatemelési várakozások fokozódásával párhuzamos kockázatkerülés. Folytatódott a tőkekiáramlás a feltörekvő piacokról, ami leginkább a török és az argentin piacokat érintette. A befektetői megítélés romlásának hatására a hozamok emelkedése felgyorsult. Az olasz költségvetési kockázatokhoz kapcsolódóan július közepétől erősödtek a leminősítési várakozások, amelyek negatívan érintették az olasz eszközárak alakulását.

**A hazai bankközi és állampapírpiazi hozamgörbék laposabbá váltak.**

A hazai bankközi piacon az éven belüli BUBOR-jegyzések csökkentek. A bankközi piaci és állampapírpiazi hozamgörbe 5 évnél rövidebb szakasza nagyobb mértékben, míg az 5 évnél hosszabb szakasza enyhén tolódott felfelé. A feltörekvő piaci kockázatvállalási hajlandóság romlása a régióban is az árfolyamok gyengülése irányába hatott. A hazai monetáris politika szempontjából leginkább meghatározó euroövezeti monetáris kondíciók a piaci előrejelzések alapján várhatóan továbbra is tartósan lazák maradhatnak.

**A nyári hónapokban a hazai infláció a júniusi előrejelzéssel összhangban enyhén 3 százalék fölé emelkedett. Az átmeneti hatások kifutásával az infláció újbóli mérséklődésére számítunk. Előretekintve az inflációs alapfolyamatok emelkedése biztosítja 2019 közepétől az inflációs cél fenntartható szerkezetben való elérését.**

A júniusi előrejelzés óta az infláció a volatilis üzemanyagárak és a feldolgozatlan élelmiszerek áremelkedésének következtében várakozásainknak megfelelően 3 százalék fölé emelkedett, míg a maginfláció stabilan 2,4 százalék körül alakult. Rövid távon az előző prognózissal lényegében megegyező inflációs pályára számítunk, így a fogyasztóiár-index az év hátralévő részében enyhén 3 százalék felett marad. Az előrejelzési horizonton az élénk belső kereslet, az emelkedő bérdinamika és a tavaszi hónapokban megfigyelt olajár-emelkedés közvetett hatásai miatt az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatosan emelkedik. A béremelések munkaerőköltségre gyakorolt hatását tompítják a bérmegállapodásban rögzített járulécsökkentések. A munkaköltségek oldaláról jelentkező inflációs hatás várakozásunk szerint továbbra is mérsékelt marad. Az újonnan bejelentett jövedékiadó emelések és áfacsökkenések összességben kis mértékben emelik az inflációt az előrejelzési horizonton. Ugyanakkor ennek hatását ellensúlyozza a maginfláción kívüli termékkör korábbi várakozásunknál alacsonyabb árdinamikája. Az eurozónában az EKB előrejelzései szerint az inflációs alapfolyamatok az elkövetkezendő években mérsékeltten alakulnak, ami a hazai áremelkedés ütemét is fékezi. Az előrejelzési horizonton a júniusi előrejelzésünkhöz hasonlóan a maginfláció emelkedése biztosítja 2019 közepétől az inflációs cél fenntartható szerkezetben történő elérését.

**Az idei évben a gazdaság tavalyinál dinamikusabb bővülésre számítunk, amely azonban – az aktuális előrejelzés feltevéseinek teljesülése mellett – 2019-től fokozatosan lassul. A gazdasági növekedés az ágazatok széles körében folytatódik. A fenntartható felzárkózási pálya szempontjából a pénzügyi stabilitás megőrzése mellett a termelékenység és a versenyképesség javításának lesz egyre nagyobb jelentősége.**

Előrejelzésünk szerint a bruttó hazai termék idén 4,4 százalékkal emelkedik, majd – az aktuális előrejelzés feltevéseinek teljesülése mellett – 2019-ben 3,5, 2020-ban pedig 3,0 százalékos bővülésre számítunk. A hazai növekedésben továbbra is jelentős szerep jut a belföldi kereslet erősödésének, amelyben egyaránt meghatározó a lakossági fogyasztás és a beruházások bővülése. A fogyasztás növekedését a dinamikus reálbéremelkedés, a nettó pénzügyi vagyoni magas szintje, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai egyaránt támogatják. 2019 végéig a beruházások további dinamikus bővülése várható. Vállalati oldalról az előrejelzési horizont első felében erős beruházási alapfolyamatokra számítunk. Az alapfolyamatok mellett egyedi nagyberuházások is hozzájárulnak a vállalati szektor beruházásainak növekedéséhez. 2020-ban az uniós támogatások effektív felhasználásának a csökkenése, illetve a lakásáfa visszaállítása következtében megtorpanó lakáspiaci ciklus beruházási aktivitást mérséklő hatását ellensúlyozza a BMW nyáron bejelentett nagyberuházása. A külpiacok növekedése a globális kereskedelmi feszültségek fokozódása nyomán a korábbi várakozásunktól elmarad, ami a hazai kivitel dinamikájára is negatívan hat. Utóbbi folyamatot ugyanakkor az új exportkapacitások kiépülése és a szolgáltatás-export dinamikus bővülése tompítja, amivel összhangban az exportpiaci részesedésünk emelkedésére számítunk.

A belső kereslet élénkülésével párhuzamosan a kibocsátás potenciális szintje közelében alakul az előrejelzési horizonton. A kibocsátási rés bezáródásával a gazdaság kínálati oldalának bővülése válik meghatározóvá a növekedés fenntarthatósága szempontjából. A potenciális növekedés ütemét a gazdaságpolitika a stabilitás fenntartása mellett a versenyképesség javítását és a termelékenység növelését célzó lépésekkel emelheti.

**Mind a vállalati, mind a háztartási hitelezés dinamikusán bővül az előrejelzési horizonton, ugyanakkor a vállalati hitelezés esetében a hosszú fix kamatozású hitelek aránya továbbra is alacsony.**

A második negyedévben a vállalati hitelezés 12 százalékkal, míg a lakossági hitelállomány közel 3 százalékkal növekedett éves összevetésben. A kvv-hitelállomány a teljes vállalati hitelezést meghaladó ütemben emelkedik. A lakossági hitelezés a Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitelek térnyerésével elmozdult egy hosszabb kamatfixálású, egészségesebb szerkezetű hitelbővülés irányába. A kvv-hitelezésben ugyanakkor a hosszú lejáratú fix kamatozású hitelek aránya továbbra is alacsony. A lakossági hitelezéshez hasonlóan a hosszú távon rögzített kamatozású hitelek növekedése támogatná, hogy a hitelezés a kvv-szegmensben is egészséges szerkezetben folytatódjon. Összességében az élénk gazdasági növekedés és a tartósan negatív reálkamat-környezet mellett a hitelezés további

emelkedése várható a következő években. A teljes vállalati hitelezés növekedési üteme az előrejelzési horizonton az 5-10 százalékos sáv közepén alakul.

**A külső finanszírozási képesség stabilan magas szinten alakul az előrejelzési horizonton, amit a folyó fizetési mérleg többlete mellett az EU-források felfutása is támogat. A kedvező külső egyensúlyi pozíciónak köszönhetően folytatódik a magyar gazdaság adósságmutatóinak javulása, így a nettó külső adósság 2020-ra nullára csökken.**

2018-2019-ben a belső kereslet élénkülésének és az olajárak emelkedésének importnövelő hatásához köthetően mérséklődik a külkereskedelmi többlet, ami a folyó fizetési mérleg átmeneti csökkenésében is tükröződik. Ezt a hatást az EU-s források felhasználásának bővülésével összhangban javuló transzferegenleg ellensúlyozza, így a külső finanszírozási képesség a 2018. évi csökkenést követően a GDP 3 százaléka körül stabilizálódik. Az előrejelzési horizont végén a belföldi felhasználás lassuló bővülése mellett a kiépített exportkapacitások termelésének felfutása támogatja a nettó export növekedését, ami a folyó fizetési mérleg egyenlegének javulásával jár együtt. A tartósan kedvező külső egyensúlyi pozíciónak köszönhetően várhatóan folytatódik a külső adósságráták csökkenése, így a nettó külső adósság 2020-ra nullára mérséklődik. Prognózisunk szerint 2018-ban enyhén alacsonyabban alakul a költségvetési hiány az előirányzatban szereplő 2,4 százalékos célnál, majd 2019-ben a hiánycéllal összhangban 1,8 százalékra mérséklődik. Az adósságráta érdemi csökkenése várható a teljes előrejelzési horizonton, amit 2018-ban az uniós támogatások megelőlegezése mérsékel.

**A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.**

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A feltörekvő piacokról történő tőkeáramlás megvalósulása esetén a kockázati felárak emelkedése az alappályához képest lassabb növekedést és magasabb inflációs pályát eredményez. A fogyasztásbővülés nagyobb inflációs hatásával számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A visszafogottabb külső inflációs környezetet feltételező scenárió az alappályánál alacsonyabb inflációhoz és mérsékeltbb kereslethez vezet. Az első két esetben az inflációs cél fenntartható elérése az alappályában feltételezettnél szigorúbb, míg utóbbi esetben lazább monetáris kondíciók mellett lehetséges. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további kockázatként a globális kereskedelmi feszültségek erősödését valószínűsítő forgatókönyvet tárgyalta.

## AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

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

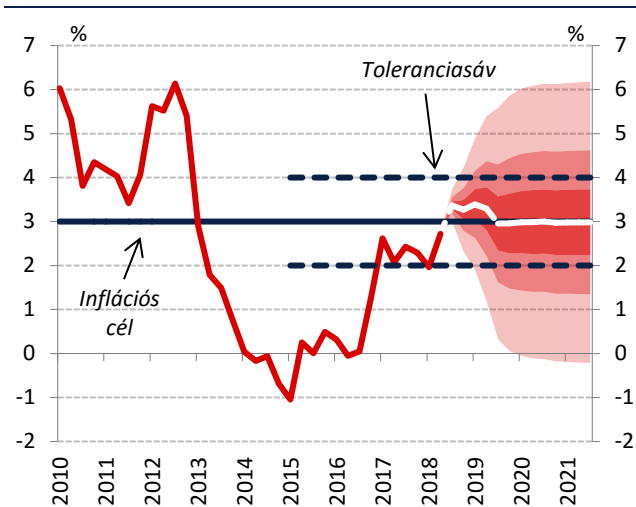
<sup>1</sup> Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.<sup>2</sup> A GDP arányában.<sup>3</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.<sup>4</sup> MNB-becslés.<sup>5</sup> Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.<sup>6</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

Rövid távú előrejelzésünkben arra számítunk, hogy a következő hónapokban a hazai infláció továbbra is enyhén 3 százalék felett alakul. Összességében az éves inflációs előrejelzésünk nem változott és az árindex korábbi prognózisunkkal összhangban továbbra is 2019 közepén éri el fenntartható módon és szerkezetben a 3 százalékos inflációs célt. Középtávon az inflációs cél fenntartható elérését a fogyasztás folytatódó bővülésével párhuzamosan az inflációs alapfolyamatok fokozatos emelkedése biztosítja. A jövő évi adóintézkedések összességében az árszínvonal növekedését okozzák, ugyanakkor ezt a hatást a maginfláción kívüli termékkör mérsékeltebb árdinamikája ellensúlyozza.

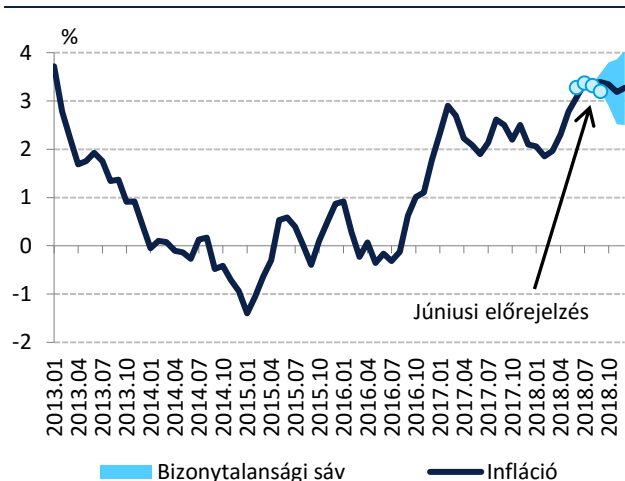
1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Megjegyzés: Igazítatlan adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

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



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

Forrás: KSH, MNB

Rövid távú előrejelzésünkben arra számítunk, hogy a következő hónapokban a hazai infláció kismértékben csökken, ugyanakkor továbbra is enyhén 3 százalék felett alakul. A mérséklődést alapvetően az üzemanyagárak bázishatása okozza, ugyanakkor ezt a hatást tompítja a bejelentett szeptemberi jövedékiadó-emelés, illetve a feldolgozatlan élelmiszerek vártnál magasabb árdinamikája (1-2. ábra).

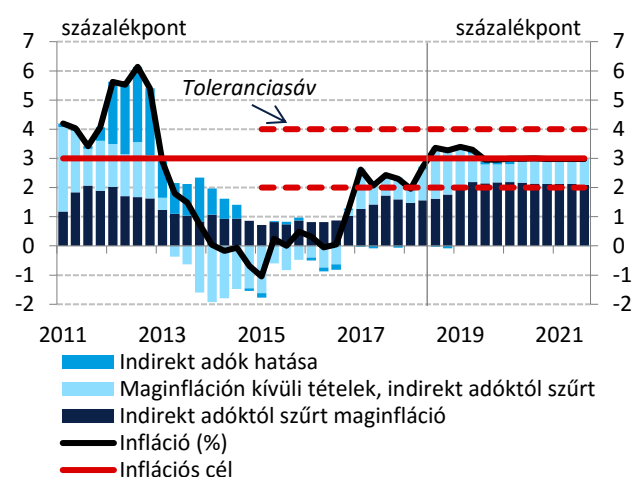
Középtávon az élénk belső kereslet és az emelkedő bérdinamika miatt az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatos emelkedésére számítunk. A bővülő lakossági fogyasztás növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ugyanakkor ennek inflációs hatása a válság előtti tapasztalatokhoz képest továbbra is mérsékeltebb marad. A fogyasztás emelkedése várakozásaink szerint elsősorban a magas helyreállítási potenciállal rendelkező tartós fogyasztási cikkekhez kötődik. A tartós fogyasztási cikkek magas importtartalma és a továbbra is visszafogott külső inflációs alapfolyamat következtében a fogyasztás bővülésének a hazai árdinamikára gyakorolt hatása mérsékelt lehet (1-1. ábra).

Az eurozóna inflációja éves átlagban a következő években is elmarad az EKB inflációs céljától. Az EKB legfrissebb előrejelzésében nem változtatta meg az inflációra vonatkozó várakozásait. Ugyanakkor a maginflációs prognózisát enyhén lefelé módosította az eurozónára vonatkozó alacsonyabb növekedési várakozások miatt. Előretekintve az inflációs alapfolyamatok folyamatosan emelkednek a feszesedő munkaerőpiac eredményeképpen.

A versenyszféra bérezését a következő években is élénk dinamika jellemzi. **A munkaerőpiacról érkező inflációs hatás azonban várhatóan továbbra is mérsékelt marad a vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó további csökkentése miatt.**

Az Európai Unió adóharmonizációs kötelezettség miatt a dohány jövedéki adója három lépésben emelkedik 2018 szeptemberében, 2019 januárjában és 2019 júliusában. A

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

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

Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: MNB

jövedéki adó emelések összességében a maginfláció emelkedése irányába mutatnak, melyet jövő év elejétől részben ellensúlyoz a tartós tej áfakulcsának 2019 januári csökkentése. **Az újonnan bejelentett adóváltozások a fogyasztói árakat az előrejelzési horizonton összességében mérsékelten emelik** (lásd 1-2. keretes írás).

**A maginfláción kívüli termékkör árdinamikája rövid távon enyhén magasabb, majd 2019 közepétől kezdve a júniusi előrejelzésünkénél alacsonyabb pályát ír le** (1-1. táblázat). A feldolgozatlan élelmiszerek árai a nyári hónapokban szokásos csökkenés helyett emelkedtek, mellyel összhangban a termékköre vonatkozó rövid távú előrejelzésünket is emeltük. A júniusi előrejelzéshez képest azonban a globális élelmiszer-jegyzésárak érdemben csökkentek. Így a horizont második felében a korábbi prognózisunknál alacsonyabb élelmiszerárakkal számolunk. Az euróban kifejezett olajárak a júniusi feltevésünkhöz képest enyhén magasabban tartózkodnak a teljes előrejelzési horizonton, ugyanakkor előretéteként a júniusi feltevésünkkel összhangban csökkenést mutatnak. Feltételezésünk szerint a szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében a júniusi előrejelzésnél mérsékeltébb dinamikákkal számolunk.

**Összességében az éves átlagos inflációs rátákra vonatkozó prognózisunk nem változott, a jegybanki 3 százalékos inflációs célt várakozásunk szerint 2019 közepén éri el a fogyasztóiár-index fenntartható módon és szerkezetben** (1-3. ábra).

**1-1. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink**

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

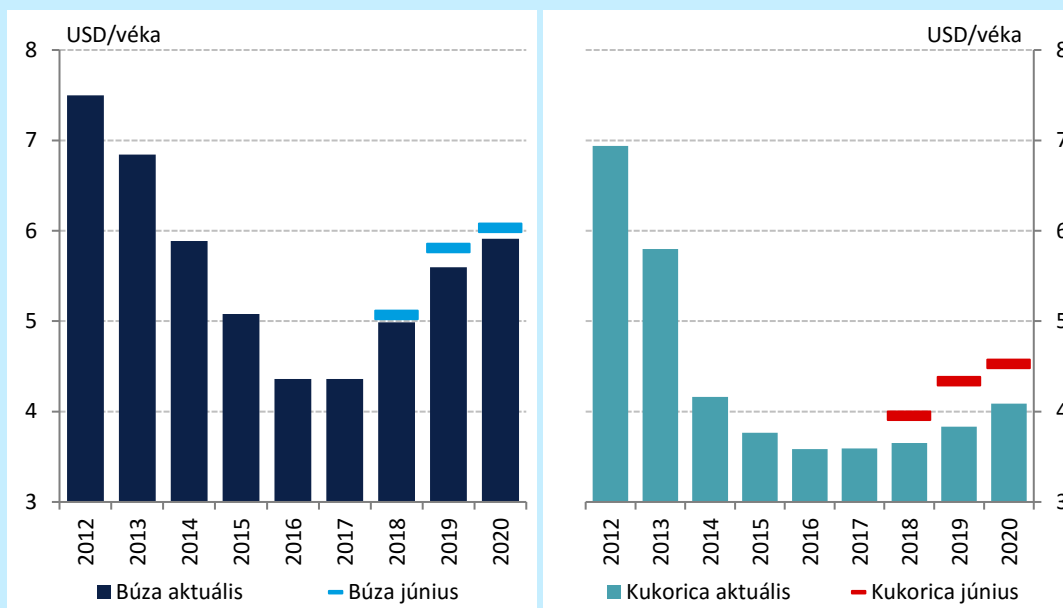
**1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása**

Meghatározó feltevések	2018		2019		2020		Változás		
	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	Előző	Aktuális	2018	2019	2020
EUR/USD	1,19	1,19	1,17	1,16	1,17	1,16	-0,2%	-0,4%	-0,4%
Olajár (USD/hordó)	73,2	73,4	72,8	75,4	69,0	71,8	0,2%	3,5%	4,0%
Olajár (EUR/hordó)	61,7	61,8	62,3	64,8	59,1	61,7	0,2%	3,9%	4,4%
Élelmiszerárak									
Búza (USD/véka)	5,07	4,99	5,81	5,60	6,04	5,91	-1,7%	-3,7%	-2,1%
Kukorica (USD/véka)	3,96	3,65	4,34	3,83	4,53	4,09	-7,7%	-11,7%	-9,8%
Eurozóna inflációja (%)	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	0 szp.	0 szp.	0 szp.
Felvetőpiacaink növekedése*(%)	2,7	2,6	2,6	2,5	2,5	2,4	-0,1 szp.	-0,1 szp.	-0,1 szp.

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

**Az elmúlt időszakban a világpiaci olajárak érdemi ingadozást mutatva a 68–78 dolláros sávban alakultak. A Brent nyersolaj hordónkénti világpiaci ára jelenleg 77 dollár körül alakul. Az olajárak elmúlt időszaki volatilis alakulását számos tényező magyarázza, melyek közül a legfontosabbak a Közel-Keleten tapasztalható geopolitikai feszültségek; a venezuelai válság; az amerikai kőolaj-készletek vártnál nagyobb mértékű csökkenése és a kitermelés historikus csúcsra történő emelkedése; továbbá az USA Iránt érintő szankciói és a Kínával szemben fokozódó külkereskedelmi feszültségek. Mindezek mellett az OPEC és a nem-OPEC országok a június végi bécsi megállapodás szerint júliustól a kitermelést fokozatosan emelik a jelenleg magas túlteljesítési arány 100 százalékra csökkentése érdekében. A hazai üzemanyagárak alakulása szempontjából meghatározó euróban kifejezett olajárak a júniusi feltevésünkhöz képest enyhén emelkedtek, de továbbra is mérséklődő pályát vetítenek előre. A feldolgozatlan élelmiszerek válság előtt megfigyelt 4–5 százalékos átlagos árváltozása a válságot követően mérséklődött és jelenlegi számításaink alapján 3–4 százalék lehet. Ennek hatására a termékkör árazásának hosszú távú trendjét mérsékeltek előrejelzésünkben. Az előző prognózisunkhoz képest a nyers élelmiszerek jegyzésárai érdemben csökkentek, 2020-tól kezdődően pedig stabilan alakulnak (1-4. ábra). A mérsékeltebb árazási folyamatok mögött elsősorban a növekvő kínálat, valamint a javuló termelési kilátások húzódnak meg. Az EUR/USD keresztárfolyamra vonatkozó várakozásunk - technikai alapon - a júniusi feltevéssel gyakorlatilag megegyezik.**

1-4. ábra: A búza és a kukorica határidős tőzsdei árának alakulása



Forrás: CBOT, MNB

Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében továbbra is az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton. Az EKB inflációs prognózisát nem módosította, az eurozóna inflációját mindhárom évben 1,7 százalékra prognosztizálják. Az EKB maginflációra vonatkozó előrejelzése enyhén lefelé módosult, az eurozónára vonatkozó alacsonyabb növekedési várakozások miatt. Az előrejelzési horizonton a maginfláció fokozatosan emelkedik, amit a feszedő munkaerőpiac felől érkező költségoldali hatások (erősödő nominális bérdinamika) és az euroövezet egyes területein megjelenő munkaerőhiány magyaráznak.

A világgazdaság teljesítményére vonatkozó növekedési előrejelzések némiképp lefelé módosultak, ezért júniusi feltevéseinkhez képest a külső kereslet enyhén alacsonyabb bővülésére számítunk. Előretekintve a európai konjunktúrát kockázatok övezik: a globális külkereskedelmi feszültségek fokozódása, a visszafogott ipari termelés, a korrekciót mutató európai konjunktúraindikátorok, az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése ronthatja felvevőpiacaink növekedési kilátásait.

**Az Országgyűlés július 20-án kisebb módosításokkal elfogadta a 2019-es költségvetési törvényt, valamint az adótörvények módosításáról szóló törvényjavaslatot.** Az adócsomag főbb intézkedései közül a tej áfájának csökkentése, valamint a nyugdíjas munkavállalók adó- és járulékterheinek részleges eltörlése hiánynövelő hatásúak. A hiány csökkentésének irányába hat ugyanakkor a cigaretta és a dohánytermékek jövedéki adójának háromlépcsős – már idén szeptemberben megkezdődő – emelése, ami az uniós szabályoknak való megfelelés miatt szükséges, valamint a Munkahelyvédelmi Akcióterv célzott kedvezményeinek átalakítása. Az adócsomag intézkedéseinek hatása összességében közel egyenlegesebb. A beérkezett tényadatok alapján az ESA-hiányra vonatkozó prognózisunk nem változott a júniusi Inflációs jelentésben közölt előrejelzéshez képest.

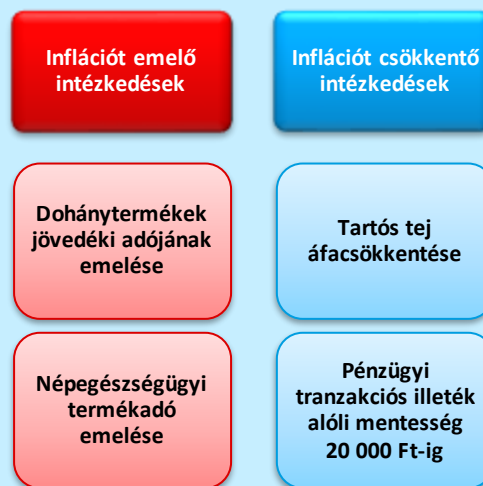


## 1-2. keretes írás: A júniusi Inflációs jelentés óta bejelentett új adóintézkedések inflációs hatása

A július végén elfogadott adótörvény érdemi új információkat tartalmazott a júniusi előrejelzésünkhöz képest. A kormányzati intézkedések a monetáris politika szempontjából külső adottságnak tekinthetők, ugyanakkor érdemben befolyásolhatják az árindex alakulását.

2018. július 20-án az Országgyűlés módosította az adótörvényt, melynek értelmében idén szeptembertől **a dohány jövedéki adója összesen 3 lépésben emelkedik** (2019 januárjában és júliusában lesznek újabb emelések). Az intézkedés célja, hogy Magyarország megfeleljen az Európai Unió dohánytermékekre vonatkozó adóminimum-követelményének. 2019 januárjától további intézkedések lépnek életbe: **a tartós tej áfája** a jelenlegi 18 százalékról 5 százalékra **csökken**, a **pénzügyi tranzakciós illeték** alól 20 000 Ft-ig mentesülnek a lakossági átutalások, továbbá **átlagosan 20 százalékkal emelkedik a népegészségügyi termékadó mértéke** (1-5. ábra).

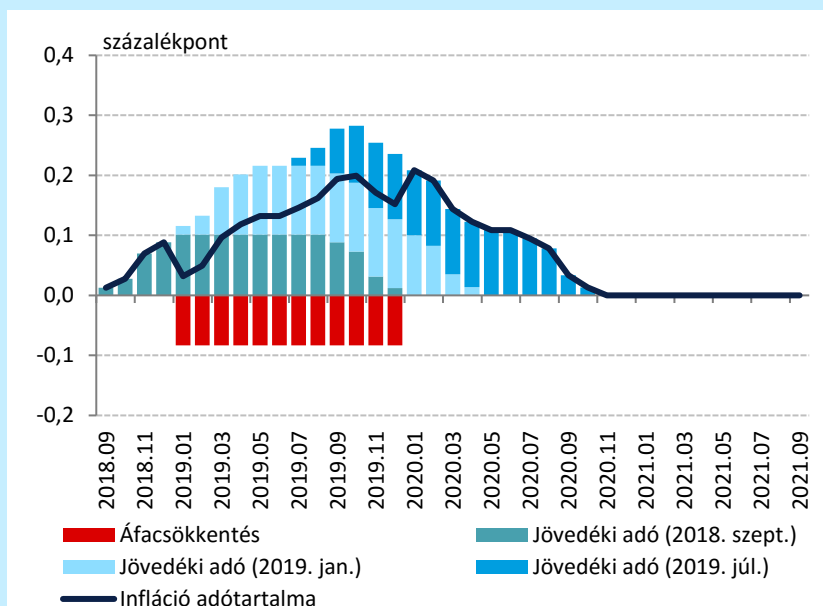
1-5. ábra: A bejelentett kormányzati intézkedések inflációs hatása



Forrás: Pénzügyminisztérium, MNB

A fenti intézkedések hazai inflációra gyakorolt hatását meghatározza, hogy azok milyen mértékben – teljesen, vagy csak részlegesen – jelennek meg az árindexben. **Historikus tapasztalatok alapján a jövedékiadó-változások esetében a begyűrűzés mértéke majdnem teljes, míg az élelmiszereket érintő adóváltozások esetén ennél alacsonyabb hatásra számíthatunk.** Várakozásunk szerint a dohánytermékek jövedékiadó-emelésének inflációt növelő hatását a tartós tej áfakulcsának csökkentése részben ellensúlyozza. A népegészségügyi termékadó emelésének hatása az inflációra elenyésző, amit a pénzügyi tranzakciós illeték részleges eltörlése ellensúlyoz. **Így az újonnan bejelentett adóváltozások összességében az árszínvonal mindössze mérsékelt emelkedésének irányába mutatnak. Ugyanakkor előretekintve – a dohánytermékek jövedékiadó-emelésének elhúzódó begyűrűzésével összhangban – a fenti intézkedések hatásainak eredőjeként az infláció adótartalma 2019 szeptemberéig fokozatosan emelkedik, majd elkezdődik az intézkedések adóhatásának mérséklődése. Összességében az új intézkedések a 2018-as inflációt érdemben nem változtatják, míg 2019-ben és 2020-ban az inflációhoz átlagosan 0,2, illetve 0,1 százalékponttal járulnak hozzá (1-6. ábra).**

1-6. ábra: A bejelentett új adóváltozások inflációs hozzájárulása



Forrás: MNB

### 1-3. keretes írás: Az inflációs cél fenntartható elérését biztosító szerkezet nemzetközi és historikus összehasonlításban

Az elmúlt időszakban az eurozónában és hazánkban is az inflációs ráta fokozatos emelkedését figyelhettük meg, így azok megközelítették, helyenként pedig el is érték a jegybanki inflációs célokat. Az inflációs ráták jegybanki célok közelébe emelkedéséhez a világpiacon olajárak számottevő növekedése is hozzájárult, mely jelentős volatilitása következtében átmeneti hatásnak tekinthető. Jegybanki szempontból releváns kérdés ezzel összefüggésben, hogy az inflációs cél fenntartható elérése milyen szerkezetben valósulhat meg. A kérdés megválaszolásához azon európai országok historikus inflációs folyamatait vizsgáltuk meg, ahol az árindex tartósan a jegybanki cél közelében alakult.

Historikus összevetés alapján a fejlett európai országok gazdaságtörténetének elmúlt két évtizedéből hét epizódot választottunk ki, mely esetében az infláció tartósabban a cél közelében alakult (1-3. táblázat). Vizsgálódásunk során azt tartottuk szem előtt, hogy az adott országban az infláció legalább egy évig tartó időszakon keresztül a jegybanki célnak megfelelően vagy akörül tartományban alakuljon. A vizsgált hét fejlett európai ország között vannak olyanok (Ausztria, Franciaország, Németország), melyek esetében az árindex tartósan, több mint tíz évig a jegybanki cél körül alakult. Az elmúlt időszakot tekintve – 2017 februárja óta – Svédország esetében tartózkodik az árindex a 2 százalékos cél közelében.

1-3. táblázat: A tartósan jegybanki inflációs cél körül alakuló árindex-periódusok

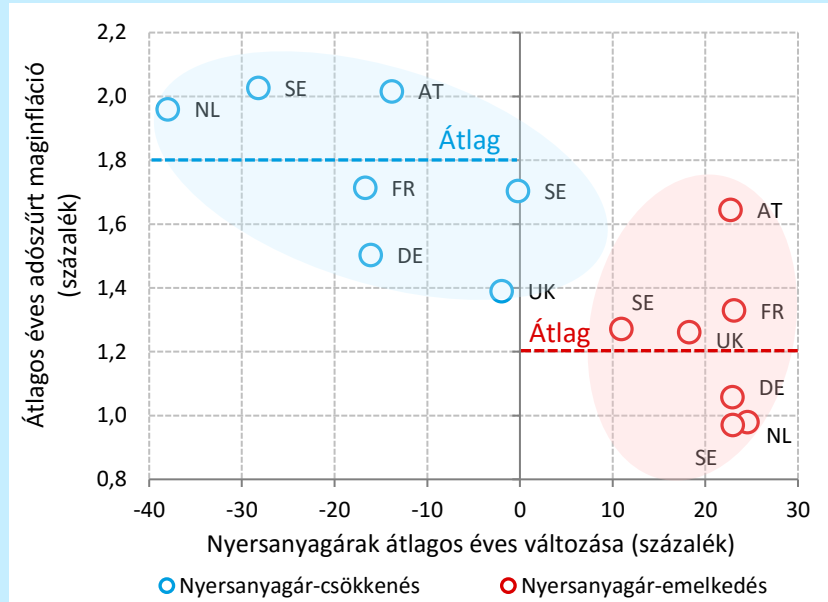
Ország	Időszak
Ausztria	2000. június – 2013. augusztus
Egyesült Királyság	2000. december – 2007. október
Franciaország	2000. augusztus – 2012. október
Hollandia	2003. szeptember – 2009. április
Németország	2000. december – 2012. december
Svédország	2002. május – 2010. szeptember
Svédország	2017. február – 2018. július

Forrás: MNB

Az inflációs folyamatok értékelésekor azonban érdemes figyelembe venni, hogy hosszabb időszakot vizsgálva a nyersanyagár-változások érdemben befolyásolják, hogy az inflációs cél elérése milyen szerkezet és milyen maginflációs dinamika mellett valósult meg. Az inflációs folyamatok szempontjából az egyik ilyen fontos tényező volt, hogy a 2000-es évek elejétől kezdve egészen 2008-ig az olajárakat emelkedő tendencia jellemezte. 2011 és 2014 között az olajárak lényegében nem változtak, majd ezt követően egészen 2016-ig érdemi csökkenést figyelhettünk meg.

A sikeres célélérés időszakait a fenti országok esetében két részre bontottuk a nyersanyagár-változások függvényében. Az egyes időszakok inflációs szerkezetét megvizsgálva jelentősebb **nyersanyagár-emelkedés** esetén a **cél körüli infláció jellemzően alacsonyabb maginfláció mellett valósult meg, míg a nyersanyagárak csökkenésekor az átlagos adózúrt maginfláció érdemben magasabban alakult** (1-7. ábra).

1-7. ábra: A fejlett európai országok átlagos adózúrt maginflációja és a nyersanyagárak változása a célélérés időszakában

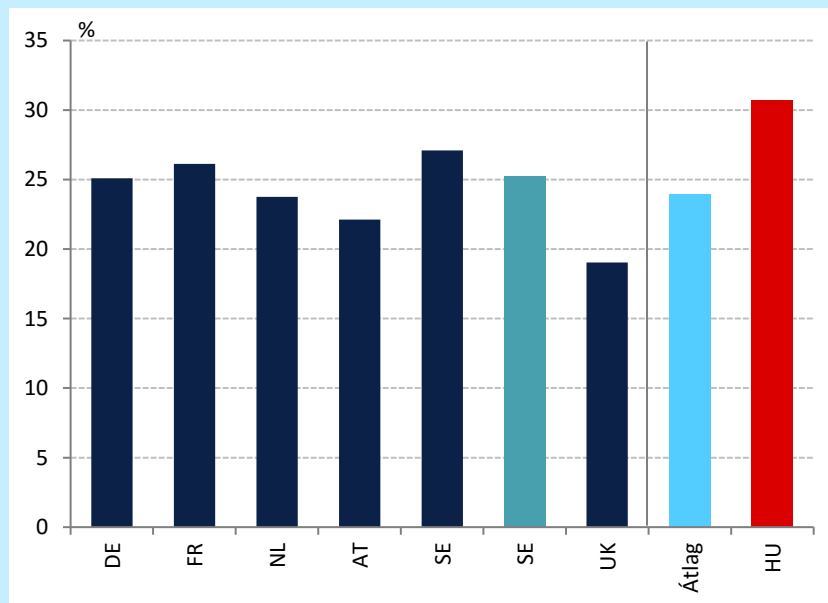


Megjegyzés: A szaggatott vonalak az átlagos adózúrt maginflációt jelölik a különböző nyersanyagár-pályák mellett.

Forrás: Eurostat, MNB, Világbank

Az összehasonlítás során a nyersanyagárak változása mellett érdemes figyelembe venni a fogyasztói kosár szerkezetét is. **A fejlett országok fogyasztás szerkezetében a maginfláción kívüli tételek súlya – különös tekintettel az üzemanyagokra – alacsonyabb**, miközben a maginflációs tételek aránya jellemzően magasabb. **A hazai fogyasztói kosár szerkezetében azonban a maginfláción kívüli tételek súlya érdemben magasabb a fejlett országokénál**, míg a maginflációs tételek aránya alacsonyabb (1-8. ábra).

1-8. ábra: A maginfláción kívüli tételek súlya a célélérés időszakában



Forrás: Eurostat, MNB

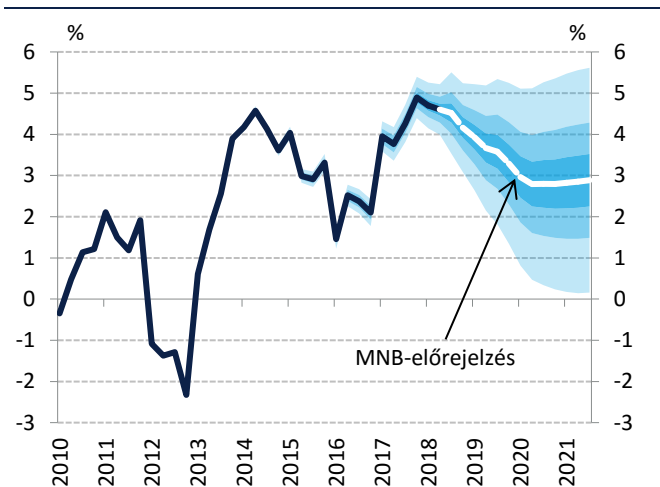
Ennek hatására az inflációs cél elérése szempontjából fontos megvizsgálni a maginfláción kívüli termékkör árdinamikájára vonatkozó feltevéseinket is. Az élelmiszerárak esetében csupán mérsékelt emelkedés várható, míg az olajár-jegyzések csökkennek. **Ennek következtében a feldolgozatlan élelmiszerárak esetében historikus összevetésben visszafogottabb emelkedés várható (összhangban a válság óta megfigyelt tapasztalatokkal), míg az üzemanyagárak 3 százaléknál kisebb mértékben emelkedhetnek középtávon.** Ráadásul az elmúlt időszak alapján a szabályozott árak esetében is csak mérsékelt emelkedés volt megfigyelhető, ami előretételeként is fennmarad a kormányzati szándékkal összhangban. Mindezek hatására összességében azt gondoljuk, hogy a nyersanyagárak várható alakulásával, a válság óta megfigyelt mérsékelt maginfláción kívüli termékkör árdinamikájával, illetve a nemzetközi tapasztalatokkal összhangban a 3 százalékos inflációs cél fenntartható elérését cél körüli maginfláció biztosíthatja.

**Előrejelzésünk alapján** arra számítunk, hogy **az előrejelzési horizonton** a maginfláció fokozatosan emelkedik. Ennek következtében **a maginfláció inflációs hozzájárulása** fokozatosan **növekszik**, mellyel párhuzamosan a maginfláción kívüli tételek hozzájárulása csökken. Várakozásunk szerint ez a szerkezet biztosítja a 3 százalékos inflációs cél fenntartható elérését a jelenlegi nyersanyagár-környezetben, ami **megfelel a fejlett európai országokban megfigyelt maginflációs hozzájárulás átlagának.**

## 1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk

Az idei évben a tavalyinál magasabb gazdasági növekedéssel számolunk, majd – az aktuális előrejelzési feltevéseink teljesülése esetén, elsősorban a beruházások ciklikus folyamatainak kiefutásához kötődően – 2019-től fokozatosan lassuló növekedést várunk. Várakozásaink szerint a hazai növekedésben továbbra is jelentős szerep jut a belföldi kereslet erősödésének, amelyben meghatározó a lakossági fogyasztás és a beruházások bővülése. A beruházásokban 2019-ig általános és dinamikus bővülés várható. 2020-ban azonban a lakossági beruházások élénkülése a lakásáfa visszaállításának következtében megtorpan, az uniós támogatások kiefutásával párhuzamosan a kormányzat beruházási aktivitása pedig várhatóan mérséklődik. A vállalati beruházások esetében az élénk dinamika fennmaradását várjuk, melyhez döntően a BMW nagyberuházás és az NHP fix hatása járul hozzá. Az idei évben az adócsökkentések következtében a fiskális politika keresletbővítő hatású. A külpiacon várható növekedése a korábbi várakozásunktól elmarad. A folyamatot ugyanakkor tompítja, hogy az új exportkapacitások kiépülésével és a szolgáltatásexport dinamikus bővülésével összhangban a kivitel növekedése meghaladja külső keresletünk bővülésének ütemét, így exportpiaci részesedésünk emelkedik. A belső kereslet élénkülésével párhuzamosan a kibocsátás potenciális szintje közelében alakul. A kibocsátási rés bezáródásával a gazdaság kínálati oldalának bővülése válik meghatározóvá a növekedés fenntarthatósága szempontjából. A potenciális növekedés ütemét a gazdaságpolitika a stabilitás fenntartása mellett a versenyképesség javítását és a termelékenység növelését megcélzó lépésekkel emelheti.

1-9. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája



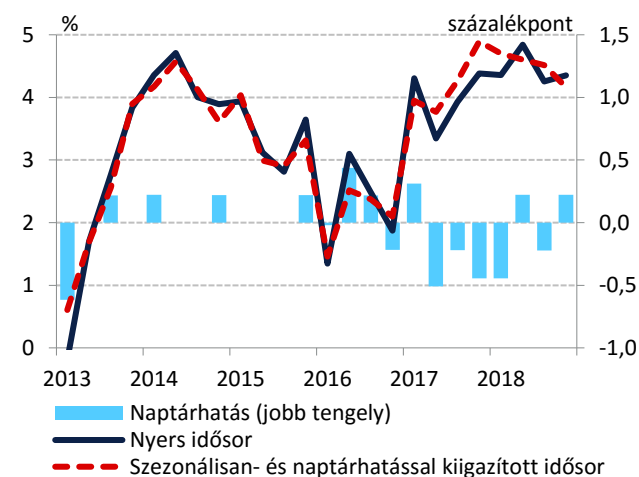
Megjegyzés: Szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján.

Forrás: KSH, MNB

**Az idei évben a tavalyinál magasabb gazdasági növekedéssel számolunk (1-9. ábra).** Várakozásaink szerint a bruttó hazai termék idén 4,4 százalékkal emelkedik, majd – az aktuális előrejelzés feltevéseinek teljesülése mellett – 2019-ben 3,5, 2020-ban pedig 3 százalékos bővülésre számítunk. **A 2020-as növekedési számunk júniusi prognózisunkhoz képesti változása három tényezőtől tevődik össze:** a Növekedési Hitelprogram Fix és a BMW beruházás pozitív hatását részben ellensúlyozza felvevőpiacaink gyengébb növekedése, így összességében 0,2 százalékponttal magasabb növekedéssel számolunk korábbi előrejelzésünkhöz képest (1-11.ábra).

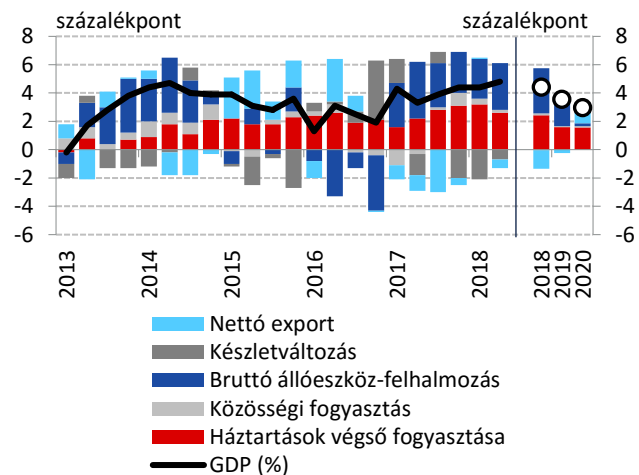
**A lakossági fogyasztás folytatódó, az előző előrejelzéshez hasonló ütemű bővülésére számítunk előrejelzési horizontunkon, így a gazdasági növekedésben továbbra is meghatározó szerepe marad a fogyasztási kiadások bővülésének.** A háztartások fogyasztási kiadásának

1-10. ábra: Rövid távú GDP előrejelzésünk nyers és igazított idősorai, valamint a naptárhatás alakulása



Forrás: KSH, MNB

1-11. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához



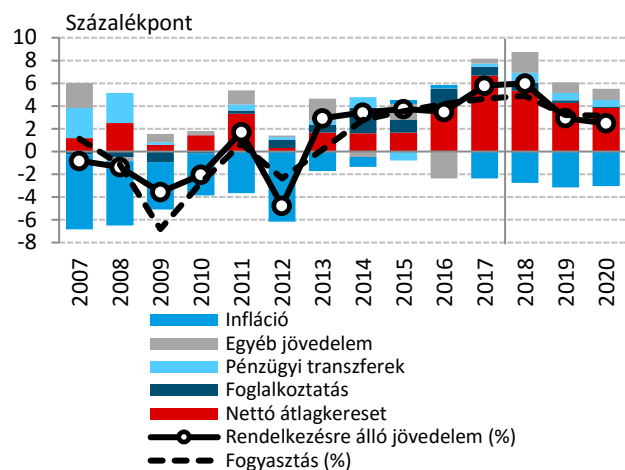
Forrás: KSH, MNB

növekedését érdemben támogatják a folytatódó erős bérkiáramlással és a foglalkoztatás bővülésével összefüggő kedvező jövedelmi alapfolyamatok, ugyanakkor az előrejelzési horizont végén a demográfiai folyamatok egyre inkább effektív korlátot jelentenek a foglalkoztatásbővülés és így a fogyasztásbővülés számára is (1-12. ábra). **A fogyasztás bővüléséhez hozzájárul** a korábban felhalmozott **magas nettó pénzügyi vagyon**, a **fogyasztói bizalom** historikusan magas szintje, valamint a **lakáspiaci élénkülés másodkörös hatásai** is. Szintén a fogyasztás élénkülésének irányába hat, hogy a háztartások fogyasztási kiadásai még mindig elmaradnak a jövedelmi alapfolyamatok által indokolt szinttől, így az elhalasztott fogyasztás miatt jelentős **helyreállítási potenciál** azonosítható, főként az importintenzív tartós termékek fogyasztásában. A fogyasztásban rejlő helyreállítási potenciálra utal, hogy mind a jövedelemarányos, mind a GDP-arányos fogyasztási ráta jelentősen mérséklődött a válságot követő alkalmazkodási folyamat következtében. A tartósan kedvező jövedelmi folyamatok és a fogyasztási hajlandóság fokozatos emelkedése következtében a **lakossági fogyasztás** mindezen okokból kifolyólag a **teljes előrejelzési horizonton a növekedés szempontjából meghatározó tényező** marad (1-11. ábra).

**Előrejelzésünkben a nemzetgazdasági beruházások általános bővülésére számítunk 2018-ban és 2019-ben**, amelyhez mindhárom szektor beruházási aktivitásának emelkedése hozzájárul. Várakozásaink szerint folytatódik a vállalatok beruházásainak bővülése. A **vállalati szektor beruházási alapfolyamatai számottevő mértékben erősödtek**, összhangban a belső kereslet alakulásával, az alacsony kamatkörnyezettel, a kkv-hitelek jelentős bővülésével. **Az előrejelzési horizonton a jelenlegi szinthez képest lassuló, átlagosan évi 7–10 százalékos teljes vállalati hitelbővülésre számítunk** (1-13. ábra). Az MNB 2019 elején elindítja a Növekedési Hitelprogram Fix elnevezésű konstrukciót (NHP *fix*), melynek 1000 Mrd forint keretösszegű új konstrukciója legfontosabb paramétereiben, illetve a lebonyolítás módjában meg fog egyezni az NHP korábbi szakaszaival.

Az új program bár várakozásunk szerint elsősorban a kkv hitelek szerkezetére hat, enyhén emeli a teljes vállalati hiteldinamikát is. Ennek eredményeként a nemzetgazdasági beruházások dinamikája 2019-ben 0,2, míg 2020-ban 0,8 százalékponttal magasabb lehet júniusi prognózisunkhoz képest, ez pedig gazdasági növekedési prognózisunkat 2020-ban 0,2 százalékponttal emeli meg (erről bővebben lásd 6. „Kiemelt témák” fejezetben). Előretekintve az uniós források – melyek jelentős hányada gazdaságfejlesztési

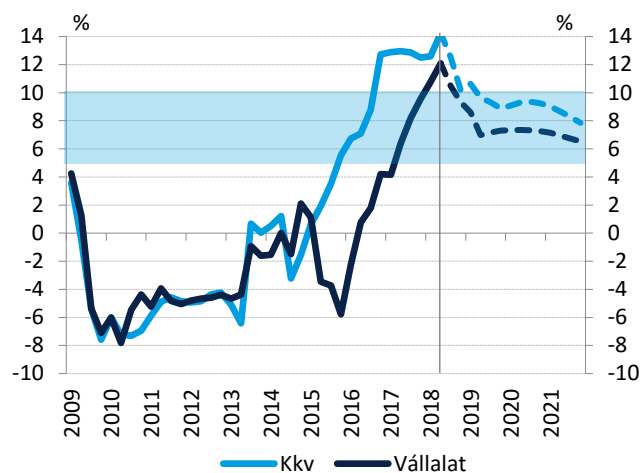
1-12. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

1-13. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, éves változás.

Forrás: MNB

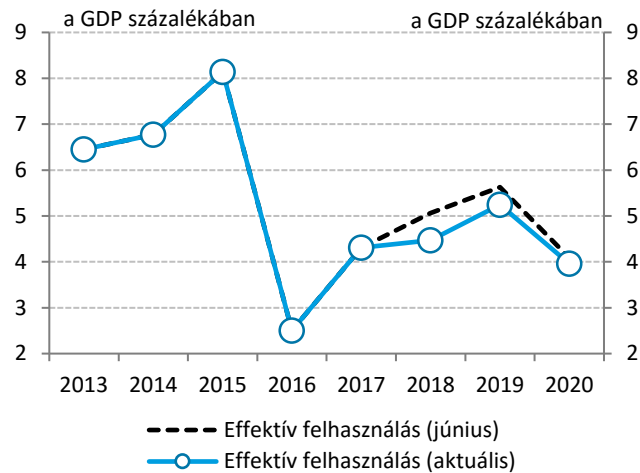
célokra irányul – is támogatják a vállalati beruházásokat. A korábban bejelentett **nagyberuházások és kapacitásbővítések** (például Mercedes, Zoltek, SK Innovation, MOL) is **élénkíthetik a vállalati beruházásokat**.

A BMW által júliusban bejelentett nagy összegű beruházás szintén hozzájárul a vállalati szektor beruházásaihoz. A beruházás jelentős volumenéből fakadóan a projekt növekedési hatása sokrétű lesz, a **beruházás teljes hatását** (a beruházás-, a termelésbővülés-, a foglalkoztatás bővüléséből adódó addicionális fogyasztás növekedési hatása, egyéb beszállítói hálózatok másodkörös hatásai) **összesítve mintegy 0,5 százalékponttal emelheti meg a hazai GDP szintjét, azonban ennek a hatásnak a jelentős része az előrejelzési horizonton túl valósul meg**. A beruházás első komolyabb költségeleme, a gyárépület kialakítása várhatóan a 2020-as év során fog csak megkezdődni, így a fejlesztés első makrogazdasági szempontból mérhető növekedési hatása is erre az évre esik. **A 2020-as GDP növekedéshez a beruházás korai szakaszával járó munkálatok 0,1 százalékponttal járulhatnak hozzá, a környéken várható infrastruktúrafejlesztéseket, illetve az átgyűrűző hatásokat is figyelembe véve (lásd 1-4. keretes írás).**

**Az előrejelzési horizont első felében az uniós forrásokból megvalósuló állami beruházások bővülését várjuk.** Az EU-forrásból megvalósuló beruházások időbeli kitolódására számítunk a korábbi várakozásokhoz képest. Az előlegfizetések – és azok később realizálódó felhasználása – 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 ugyan állami forrásból valósul meg, azonban statisztikai átsorolások miatt a vállalati beruházások bővülését segíti. **Össességében 2020-tól már az EU-források effektív felhasználásának visszaesése várható, amelynek eredményeképpen az előrejelzési horizont végén az állami beruházások mérséklődhetnek** (1-14. ábra).

A lakáspiac élénkülésével összhangban a **lakossági beruházások emelkedését várjuk**, amit a kormányzati programok is támogatnak. A lakásépítési engedélyek állományának magas szintje és az új lakásépítések fokozatos felfutása szintén a lakosság beruházási aktivitásának élénkülésére utal. A hatályos adószabályok szerint a lakásvásárláshoz kapcsolódó áfa 2019-et követően visszaáll az eredeti szintjére, aminek következtében a lakásárak emelkedése és a lakáspiac felfutásának megtorpanása várható. **Az előrejelzési horizont végén a lakáspiaci ciklus**

1-14. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása



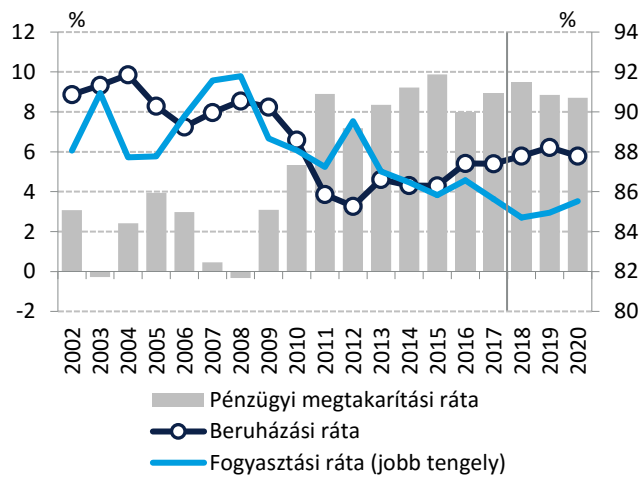
Forrás: Pénzügyminisztérium, MNB

2020-as lassulásával összhangban továbbra is a lakossági beruházások mérséklődésére számítunk (1-15. ábra).

Előretekintve a nemzetgazdasági beruházási ráta megközelíti a 25 százalékot. A beruházásokban 2019-ig dinamikus, általános bővülés várható. Az előrejelzési horizont végén a lakásberuházási ciklus kifizetését, valamint a mérséklődő állami beruházási volument ellensúlyozza a BMW nagyberuházás hatása, valamint az új NHP program felfutása is. Így 2020-ban a vállalati beruházás élénk növekedési ütemének fennmaradását várjuk. Összességében a nemzetgazdasági beruházások esetében júniusi várakozásunkhoz képest javult prognózisunk, így a korábban várt visszaeséssel ellentétben a beruházási aktivitás folytatódó bővülésére számítunk (1-16. ábra).

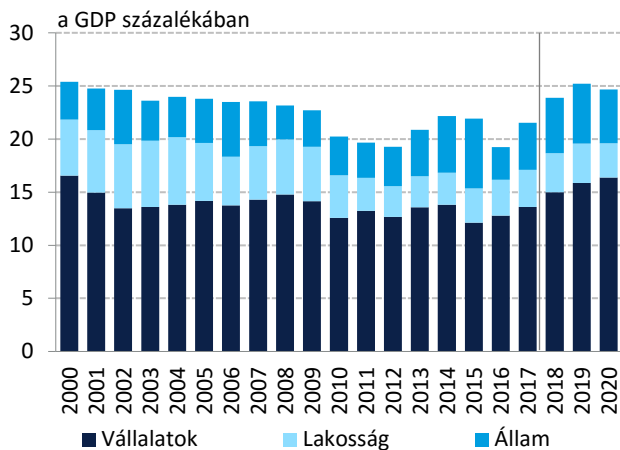
Külkereskedelmi partnereink enyhén visszafogottabb kilátásait a júniusi Inflációs jelentés óta frissülő – jellemzően lefelé módosított – nemzetközi intézmények által készített előrejelzések is alátámasztják. A mérsékeltebb GDP várakozások mellett az előrejelzések a globális külkereskedelem intenzitásának csökkenésével számolnak, ami az importra vonatkozó várakozásokat is érintette. Az európai növekedésre rövid távon lefelé mutató kockázatként azonosítható az elmúlt időszak romló ipari termelése, a nemzetközi konjunktúraindikátorok korrekciója, illetve a feltörekvő piacokon tapasztalható törekeny pénzügyi környezet miatti bizonytalanság. Az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése, illetve a folyamat körülményeinek tisztázatlansága a középtávú növekedési kilátásokra hathat kedvezőtlenül. A globális konjunktúrát tekintve az elmúlt hónapokban a globális kereskedelmi feszültségek fokozódása vált a legmagasabb pénzügyi és növekedési kockázattá (lásd 3-1. keretes írás). Emellett negatív kockázatként azonosítható a kínai lassulás, illetve adósság és árfolyamválság kialakulása miatt fokozódó pénzügyi turbulenciák esélye, illetve a magas olasz államadósság és várható fiskális politikából eredő pénzügyi és reálgazdasági kockázatok is. Ugyanakkor előrejelzési horizontunk alatt az új exportkapacitások kiépülésével és a szolgáltatásexport dinamikus bővülésével összhangban a kivitel növekedési üteme meghaladja külső keresletünk bővülésének ütemét, így exportpiaci részesedésünk javul (1-17. ábra). A hazai belső keresleti tényezők (fogyasztás, beruházás) felfutása érdemben emeli a behozatal dinamikáját, ennek következtében várakozásaink szerint a nettó export 2018-ban érdemben, míg 2019-ben enyhén lassítja a gazdasági növekedést. Az előrejelzési horizont végén azonban a lakossági fogyasztás és a beruházások lassulása nyomán a gazdaság importszükséglete mérséklődik. 2020-ban is élénk exportbővülésre számítunk,

1-15. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában



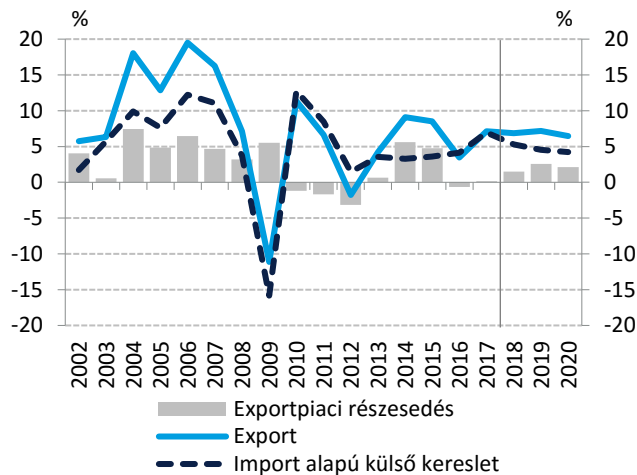
Forrás: KSH, MNB

1-16. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

1-17. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH, MNB

ami a lassuló importdinamika mellett azt eredményezi, hogy az előrejelzési horizont végén a nettó export pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez.

A mezőgazdaságról 2018-ra vonatkozóan egyelőre csak előzetes információk állnak rendelkezésre, ami a várakozásoktól elmaradó kukorica és kedvezőbb gabonatermésre utal. A nem hivatalos, várható terméseredményekről szóló információk alapján a mezőgazdaság hozzájárulása visszafogottabb lehet a korábban feltételezettnél.

Becslésünk szerint 2018 második negyedében a kibocsátás potenciális szintje közelében alakult. A hosszú ideje negatív tartományban tartózkodó kibocsátási rész tavaly év végén számításaink szerint bezáródott. A demográfiai folyamatok, valamint a feszes munkaerőpiac egyre inkább effektív korlátot jelentenek a gazdaság bővülésére nézve, ezért a termelékenység növelése kulcstényezővé válik. Előrejelzésünkben a munkatermelékenység javulására számítunk. Általánosan megfigyelhető jelenség, hogy a gazdasági konjunktúra felívelő szakaszában a munkatermelékenység emelkedése jellemző (Kaldor-Verdoorn-szabály). Előretekintve a termelékenység további javulását várjuk. Hosszabb távon a termelékenység emelkedését a versenyképesség javításával érdemben tudja a gazdaságpolitika támogatni.



**1-4. keretes írás: Az újonnan bejelentett nagyberuházás hatásai**

Az elmúlt évek során több **nagy volumenű kapacitásfejlesztő vállalati beruházás** került elindításra vagy bejelentésre, amik **az elkövetkező évek beruházási folyamatainak meghatározó elemeit képezik**. Ezen vállalati szektorban megvalósuló nagyberuházások közül kiemelkedik a Mercedes és a MOL már zajló bővítése, illetve az újonnan bejelentett BMW beruházás. A járműipari és vegyipari beruházások mellett azonban további szektorokban — például élelmiszeripar, építőipar, gépgyártás stb. — is számos nagyobb léptékű fejlesztés valósul meg a közeljövőben. A továbbiakban áttekintésre kerülnek a projektekkel kapcsolatban rendelkezésre álló információk, illetve azok növekedési hatásai (1-4. táblázat).

**A fejlesztések több, egymást követő csatornán keresztül fejtik ki növekedési hatásukat.** Első körben a beruházásokon keresztül támogatják a gazdasági növekedést, később pedig az új kapacitások termelőre fordulásával az ipari termelés járul hozzá a növekedéshez. Továbbá a termelés beindulásával párhuzamosan vagy azt megelőzően felfutó foglalkoztatás és azok további hatásai (fogyasztásbővülés, a munkaerőpiac mobilitásának függvényében lakáspiaci élénkülés) is támogathatják a gazdasági növekedést.

**1-4. táblázat: A futó és bejelentett nagy volumenű beruházások**

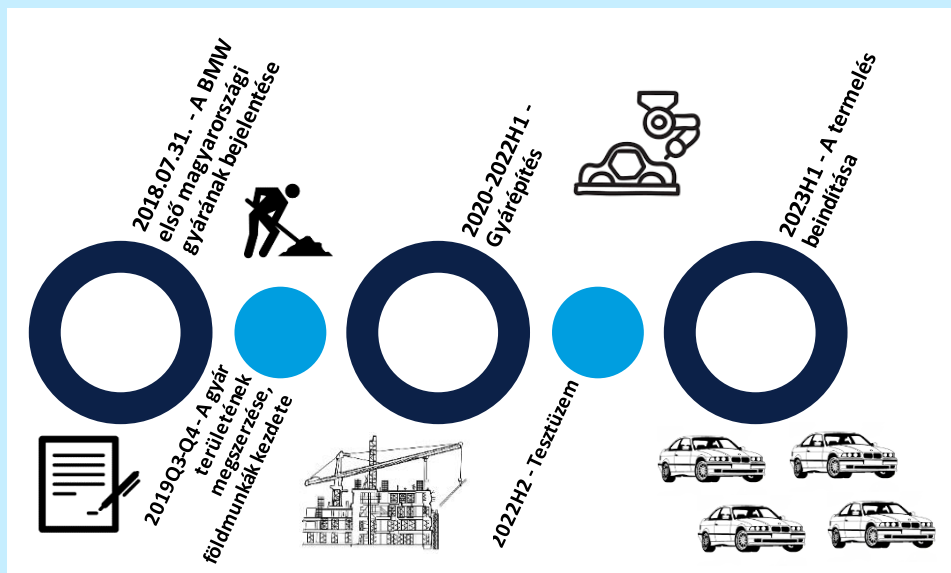
Vállalat	Beruházás értéke (mrd Ft)	Beruházás időtartama	Termelés tervezett kezdete	Tervezett létszám-bővítés (fő)
Mercedes	490	2016-2020	2020	2500
Mol	390	2018-2021	2021	200
BMW	320	2019-2023	2023	1000
SK Innovation	98	2018-2020	2020	410
Hankook	89	2018-2020	2020	150
Procter&Gamble	55	2016-		250
Rehau	47	2018-2019	2019	700
Bosch	36	2018-2021		
Arconic-Köfém	35	2018-2109	2019	200
Beckton Dickinson	34	2017-2020		220
B. Braun Medical	31	2018-2019		400
Continental	31	2018-2020	2020	450
Lego	30			1600
Zoltek	30	2018-2019	2020	350
FAG	25	2017-2018	2018	500
Audi	20			
Valeo	19	2018-2020		220
Glaxosmithkline	18	2017-	2023	104
SRF Group	18	2018-2019	2019	100
Borgwarner	15	2017-2018		600
Giant Global Group	15	2018-2019	2019	591
Master Good	15	2018-2019	2019	0
Dana	15	2017-	2018	200
Richter Gedeon	15	2016-2018		125
Krones AG	15	2018-2020	2019	500
Erbslöh	14			190
Mondi	13	2016-2018		220
HUNENT	13	2017-2018		350
Alföldi Tej Kft.	12	2017-2018	2019	180
Siemens	10	2016-2018	2018	150
Le Bélier	10	2016-2018		350
ECM-Clean Kft.	10	2018-2019	2019	350
Viatec	10	2018-2020	2020	180
Stadler	10	2018-2019	2019	15
Egyéb beruházások*	90			1831
<b>Összesen</b>	<b>2097</b>			<b>15186</b>

Megjegyzés: Az egyéb beruházások a következő projekteket tartalmazzák (zárójelben a beruházás összege).  
GS Yuasa (9), Linamar (8,6), Árklub Kft. (8,3), CooperVision (8), Shinheung (8), SMR (8), Gyermelyi (7,1), Leier Hungaria (7,1), SAPA Profiles (6,8), Ravaber (6,4), Hell (5), ADA (4), Zalacon Sütőipar (4).  
Forrás: Sajtóinformációk

Ezek a nagy volumenű beruházások a lefutásukról elérhető információk alapján **az elkövetkező évek során meghatározó elemei lehetnek a hazai gazdasági növekedésnek**. Méretük alapján a MOL, a Mercedes korábban és a BMW újonnan bejelentett beruházásai jelentős súllyal bírnak a nagyberuházásokon belül is. A három kiemelkedő mértékű projekt az általuk érintett hat évre szétszétva, évente átlagosan közel 200 milliárd forinttal emeli a nemzetgazdasági beruházások pályáját. **A korábbi nagy kapacitásbővítő beruházások alapján azonban a projektek lefutása feltehetően farnehez lehet**, mely jelen esetben az előrejelzési horizonton túlra nyúlik. A nagyberuházások egymással átfedésben valósulnak meg, így összességében **a legnagyobb közvetlen hatást a 2018-2019 években gyakorolhatják**. A kapacitásbővítő beruházások közvetlen, importvonzattal korrigált hatása **0,3 százalékkal emelheti a hazai GDP szintjét** 2018 és 2020 között.

A legfrissebb beruházás a BMW által júliusban bejelentett kapacitásbővítés, ami előret tekintve érdemben támogatja a hazai gazdaság növekedését. Az eddig rendelkezésre álló információk alapján a BMW gyár építése 2020-tól indul, így a beruházás jelentős része az előrejelzési horizonton kívülre esik (1-18. ábra). **A BMW beruházás hosszútávon** (a beruházás, a termelésbővítés és egyéb másodkörös hatások) **mintegy 0,5 százalékponttal emelheti meg a hazai GDP szintjét**. A beruházás kezdeti szakasza során feltehetően alacsonyabb hozzáadott értékkel bíró munkálatok zajlanak. A beruházás első jelentősebb költségeleme, a gyárépület kialakítása várhatóan a 2020-as év során fog csak megkezdődni, így a fejlesztés első makrogazdasági szempontból mérhető növekedési hatása is erre az évre esik. Így **érdemi növekedési hozzájárulás először 2020-ban jelentkezhet** az ekkor várható infrastruktúrafejlesztéseket, valamint a beszállítói hálózat várható beruházásait is figyelembe véve **0,1 százalékponttal járulhat hozzá a fejlesztés a hazai GDP növekedéshez**.

1-18. ábra: A BMW beruházás menetrendje

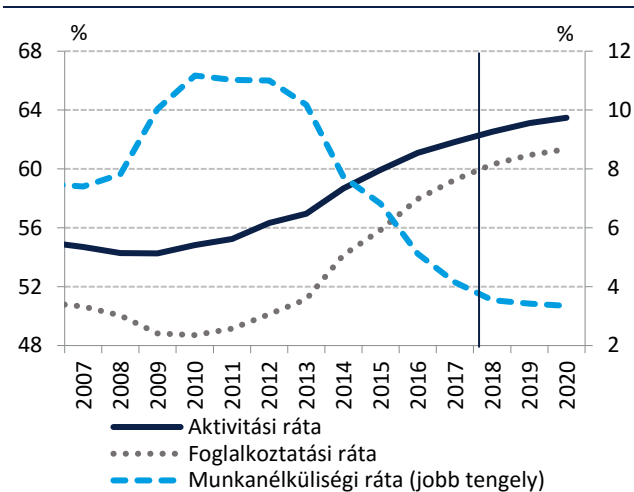


Forrás: Sajtóinformáció

### 1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

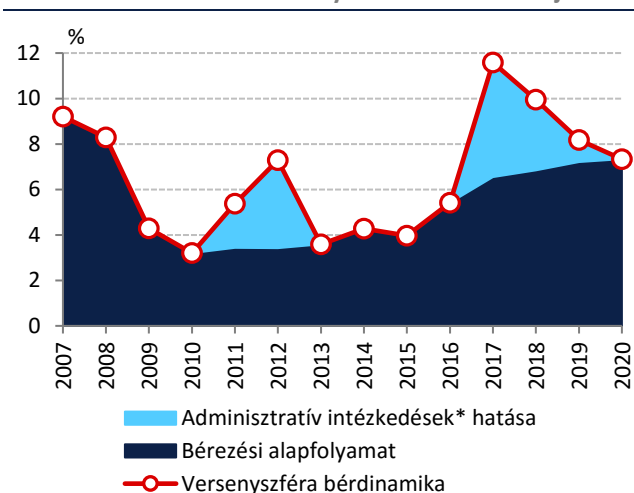
Előrejelzési horizontunkon a gazdasági növekedéssel párhuzamosan a versenyszféra tartósan magas munkaerő-kereslete támogatja a foglalkoztatás bővülését, így a jelenleg 3,6 százalékos szinten tartózkodó munkanélküliségi ráta az előrejelzési horizont végére 3,3 százalékra csökken. A bérezési alapfolyamat a csökkenő szabad munkaerő-kapacitással párhuzamosan tovább erősödik, a költségoldalról jelentkező inflációs hatás azonban továbbra is mérsékelt maradhat.

1-19. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH, MNB

1-20. ábra: A bérezési alapfolyamat és az adminisztratív intézkedések hatása a versenyszféra bérdinamikáján belül



Megjegyzés: Az adminisztratív intézkedések: érdemi minimálbér- és garantált bérminimum emelések, cafeteria rendszer átalakítása.

Forrás: KSH, MNB-beccsés

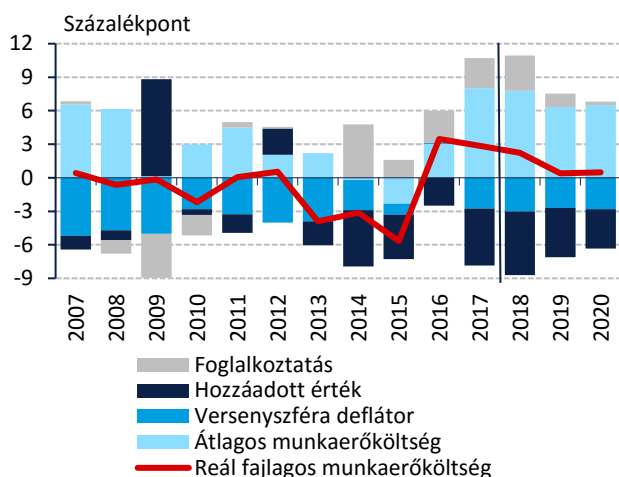
Várakozásunk szerint a demográfiai folyamatok (a munkaképes korúak összlétszámának és kor-nem szerinti összetételének változása) egyre effektívebbé válásával az aktívak száma csökkenő ütemben emelkedik tovább az előrejelzési horizont első felében, 2020-ban pedig nem folytatódik a munkaerő-kínálat bővülése. A demográfiai folyamatok tehát egyre inkább effektív korlátot jelentenek a foglalkoztatásbővülés számára (1-19 ábra).

A költségvetési intézkedésekkel összhangban a közfoglalkoztatottak száma tartósan 150 ezer fő alá csökken az előrejelzési időszakban. A feszes munkaerőpiaci környezetben a közfoglalkoztatásból kikerülők nagy része visszaáramolhat az elsődleges munkaerőpiacra. Az állami szféra közfoglalkoztatás nélküli foglalkoztatottsága érdemben nem változik a következő években.

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 3,6 százalékos szinten tartózkodó munkanélküliségi ráta az előrejelzési horizont végére 3,3 százalékra csökken.

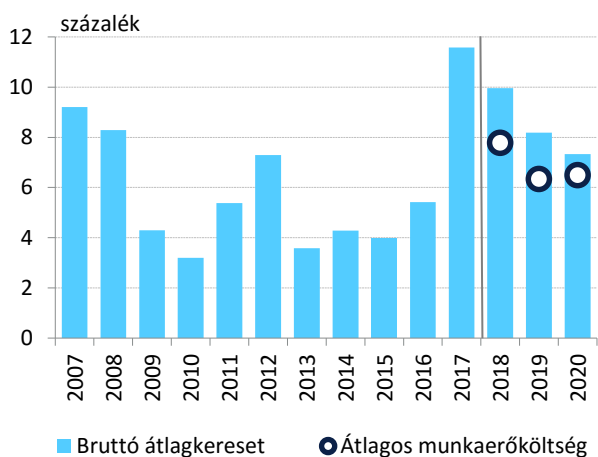
A historikusan feszes munkaerőpiaci környezetben a vállalatok erőteljes versenyt folytatnak a munkaerő megtartásáért és felvételéért, így a munkavállalók béralkupozíciója folyamatosan javul, ami erőteljes bérdinamikához vezet. A bérezési alapfolyamat tehát a csökkenő szabad munkaerő-kapacitással párhuzamosan tovább erősödik, a 2017-estől elmaradó mértékű minimálbér- és garantált bérminimum emelés miatt azonban a tavalyi évnél alacsonyabb bérdinamikára számítunk idén (1-20. ábra). Az előrejelzési időszak további részében a reál munkaerőköltség növekedése a termelékenység emelkedésével összhangban alakul (1-21. ábra).

1-21. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása



Forrás: KSH, MNB

1-22. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása



Forrás: KSH, MNB

A cafeteria rendszer 2019-ben történő szűkítésére<sup>1</sup> adott vállalati reakciókat és így a jövő évi bérezési döntéseket nagyfokú bizonytalanság övezi. Előrejelzésünkben azzal a feltételezéssel élünk, hogy a feszes munkaerőpiaci környezetben a vállalatok nagy része a megmaradó cafeteria elemek (SZÉP kártya alszámlák) bővítése mellett béremelésekkel reagál, amelynek költsége főként a munkavállalókra hárul. A bérezési szerkezet előrejelzésünkben feltételezett átrendeződése összességében a 2019. évi bruttó átlagkereset dinamikát 1 százalékponttal emeli, míg az átlagos munkaerőköltség dinamikát kismértékben csökkenti. A Munkahelyvédelmi Akcióterv (MAT) célzott kedvezményeinek 2019-ben történő átalakítása következtében várakozásunk szerint csökken az igénybe vett kedvezmények összege. Összességében a két hatás eredőjeként előrejelzésünkben az átlagos munkaerőköltség érdemben nem változik korábbi előrejelzésünkhöz képest.

A bérdinamika munkaerőköltségre gyakorolt hatását a bérmegállapodásban rögzített járulékcsoökkentések tompítják. A szociális hozzájárulási adó a tavalyi és az idei év eleji – 5, illetve 2,5 százalékos – mérséklődést követően még négy lépésben 2–2 százalékponttal fog csökkenni a reálbérek emelkedésének függvényében. A jövő évi költségvetés tervezete alapján a következő, 2 százalékpontos járulékcsoökkentéssel 2019. július 1-től számolunk (1-22. ábra). A költségoldalról jelentkező inflációs hatás tehát várakozásunk szerint továbbra is mérsékelt maradhat.

<sup>1</sup> A cafeteria rendszer három eleme közül az adómentes juttatások csaknem teljeskörűen megszűnnek, a kedvezményes béren kívüli juttatások kategóriában a készpénz juttatás eltörlésével csak a SZÉP kártya marad évi 450 ezer forintos összeghatárig, míg az egyes meghatározott juttatások szintén nagyrészt megszűnnek vagy bérként adóznak tovább.

1-5. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest

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

<sup>1</sup> Szezonálisan igazítatlan adatok alapján.

<sup>2</sup> A GDP arányában.

<sup>3</sup> A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

<sup>4</sup> MNB-becslés.

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

<sup>6</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján.

1-6. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal

	2018	2019	2020
<b>Fogyasztóiár-index (éves átlagos növekedés, %)</b>			
MNB (2018. szeptember)	2,8	3,1	3,0
Consensus Economics (2018. augusztus) <sup>1</sup>	2,4 – 2,7 – 3,1	2,2 – 3,2 – 4,0	
Európai Bizottság (2018. július)	2,7	3,2	
IMF (2018. április)	2,7	3,3	3,1
OECD (2018. május)	2,6	3,4	
Reuters-felmérés (2018. szeptember) <sup>1</sup>	2,6 – 2,8 – 2,9	2,4 – 3,1 – 3,5	3,0 – 3,1 – 3,3
<b>GDP (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2018. szeptember) <sup>5</sup>	4,4	3,5	3,0
Consensus Economics (2018. augusztus) <sup>1</sup>	3,5 – 4,1 – 4,6	2,0 – 3,1 – 4,1	
Európai Bizottság (2018. július)	4,0	3,2	
IMF (2018. április)	3,8	3,0	2,6
OECD (2018. május)	4,4	3,6	
Reuters-felmérés (2018. szeptember) <sup>1</sup>	4,0 – 4,3 – 4,6	2,5 – 3,4 – 4,1	
<b>Folyó fizetési mérleg egyenlege<sup>3</sup></b>			
MNB (2018. szeptember)	1,0	0,7	1,3
Európai Bizottság (2018. május)	1,2	0,9	
IMF (2018. április)	2,5	2,4	2,3
OECD (2018. május)	2,5	0,8	
Reuters-felmérés (2018. szeptember) <sup>1</sup>	2,5 – 3,1 – 3,4	1,9 – 3,4 – 4,6	
<b>Államháztartás egyenlege (ESA 2010 szerint)<sup>3,4</sup></b>			
MNB (2018. szeptember)	(-2,2) – (-2,3)	(-1,7) – (-1,8)	(-1,4) – (-1,8)
Consensus Economics (2018. augusztus) <sup>1</sup>	(-2,2) – (-2,4) – (-3,0)	(-1,8) – (-2,2) – (-3,0)	
Európai Bizottság (2018. május)	-2,4	-2,1	
IMF (2018. április)	-2,1	-1,9	-1,9
OECD (2018. május)	-2,6	-2,1	
Reuters-felmérés (2018. szeptember) <sup>1</sup>	(-2,0) – (-2,4) – (-2,8)	(-1,8) – (-2,1) – (-2,8)	
<b>Exportpiacunk méretére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2018. szeptember)	5,3	4,5	4,2
Európai Bizottság (2018. május) <sup>2</sup>	5,9	5,0	
IMF (2018. április) <sup>2</sup>	5,7	4,9	4,5
OECD (2018. május) <sup>2</sup>	5,0	5,1	
<b>Külkereskedelmi partnereink GDP-bővülésére vonatkozó előrejelzések (éves növekedés, %)</b>			
MNB (2018. szeptember)	2,6	2,5	2,4
Consensus Economics (2018. augusztus) <sup>2</sup>	2,5	2,2	
Európai Bizottság (2018. július) <sup>2</sup>	2,6	2,4	
IMF (2018. július) <sup>2</sup>	2,7	2,4	2,0
OECD (2018. május) <sup>2</sup>	2,7	2,5	

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

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

<sup>3</sup> A GDP arányában.

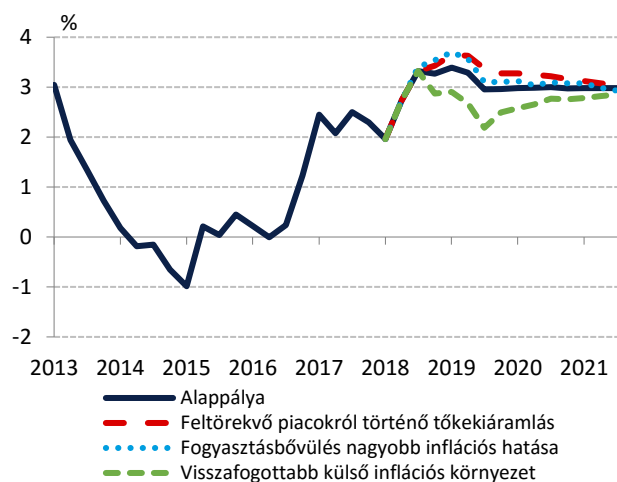
<sup>4</sup> Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.

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

## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a szeptemberi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A feltörekvő piacokról történő tőkeáramlást bemutató scenárió megvalósulása esetén a kockázati felárak emelkedése az alappályához képest lassabb növekedést és magasabb inflációs pályát eredményez. A fogyasztásbővülés nagyobb inflációs hatásával számoló alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. A visszafogottabb külső inflációs környezetet feltételező scenárió megvalósulása az alappályánál alacsonyabb inflációhoz és mérsékeltbb kereslethez vezet. Az első két esetben az inflációs cél fenntartható elérése az alappályában feltételezettnél szigorúbb, míg utóbbi esetben lazább monetáris kondíciók mellett lehetséges. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további kockázatként a globális kereskedelmi feszültségek erősödését valószínűsítő forgatókönyvet tárgyalta.

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



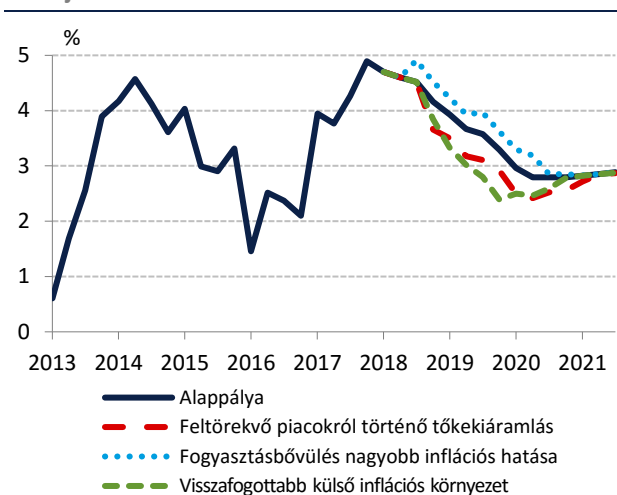
Forrás: MNB

### Feltörekvő piacokról történő tőkeáramlás

Az elmúlt hónapokban a Fed irányadó rátájának további emelése és a növekvő amerikai hozamvárakozások, erősödő kockázatkerülés mellett tőkeáramlást indítottak meg a feltörekvő piacokról. A feltörekvő országokkal kapcsolatos bizonytalanságok fokozódása a pénzügyi piacok volatilitásának emelkedésével járt és elsősorban a sérülékenyebb és kockázatosabb feltörekvő országok (pl. Argentína, Törökország) deviza- és kötvénypiacát érintette, ugyanakkor hozzájárult a KKE-régióban fennálló monetáris politikai divergencia erősödéséhez is. A Fed részéről a döntéshozók és a piaci szereplők az idei évben további két kamatemelést várnak. A magyar gazdaság fundamentumai stabilak, ugyanakkor a Fed monetáris politikájának további gyors ütemű szigorodása, valamint a folytatódó tőke kivonás és az ezzel párhuzamosan gyengülő feltörekvő piaci devizák hatására a hazai és régiós monetáris kondíciók összességében lazábbá válhatnak a következő időszakban. Ezenkívül az eltérő jegybanki válaszok hatására a régiós monetáris politikai divergencia további erősödése eszközátrendeződéshez, illetve a hazai relatív monetáris kondíciók lazábbá válásához vezethet. Az alappálya mentén arra számítunk, hogy az amerikai hozamemelkedés hatására csak mérsékelt ütemben folytatódik a tőkeáramlás a feltörekvő piacokról, miközben a pénzügyi piaci hangulat kedvező marad.

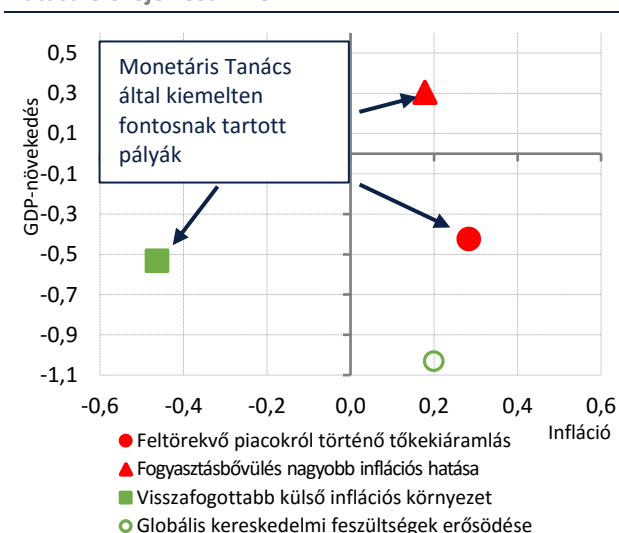
Az alternatív pályában azt feltételezzük, hogy a feltörekvő piaci országokhoz köthető bizonytalanságok növekedése miatt a tőkeáramlás mértéke gyorsul, aminek hatására a pénzügyi piacok volatilitása emelkedik. Az erősödő régiós jegybanki divergencia következtében eszközátrendeződés valósul meg a térség országai között. A hazai relatív monetáris kondíciók lazulnak, ami a megnövekedett pénzügyi piaci volatilitással együtt a hazai eszközáruk

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



Forrás: MNB

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

csökkenéséhez és az alappályánál magasabb inflációhoz vezet. Az alappályához képest összességében lazábbá váló hazai monetáris kondíciók **szigorúbb monetáris politikát indokolnak**.

Fogyasztásbővülés nagyobb inflációs hatása

Az elmúlt időszakban várakozásunknak megfelelően  **folytatódott a lakossági fogyasztás dinamikus bővülése. A lakossági fogyasztás** ugyanakkor elsősorban a jelentős helyreállítódási potenciállal rendelkező, **magasabb importigényű, tartós és félig tartós fogyasztási cikkek felé irányult.** Előrejelzésünkben a bérek emelkedéséből adódóan **a lakossági fogyasztás folytatódó, élénk ütemű, és a jelenlegi szerkezetben megvalósuló bővülésére számítunk.** Tekintve, hogy a fogyasztásbővülés leginkább a visszafogott árdinamikával jellemezhető, magasabb importigényű tartósabb cikkeket jellemzi, **előretekintve a maginfláció visszafogott emelkedésére számítunk.**

**Alternatív pályánk** feltevései szerint a feszes munkaerőpiaci környezetben tovább erősödő bériáramlás nyomán **a belső kereslet várakozásainkat meghaladó mértékben és valamennyi termékcsoporthoz érintve bővül, így az inflációra gyakorolt hatás az alappályához képest jelentősebb lehet.** Az alappályánál magasabb infláció **szigorúbb monetáris kondíciók irányába mutat.**

Visszafogottabb külső inflációs környezet

**A jövőbeli nyersanyagárakra vonatkozó várakozásokat** a fejlődő világban, illetve áttételesen a fejlett országokban **várható konjunktúraciklusok együttesen a határozzák meg.** **A világkereskedelem,** illetve a fejlődő országok növekedési kilátásainak **romlása a nyersanyagok iránti kereslet csökkenését vonhatja maga után.** Az elmúlt hónapokban **a nyersanyagárak összességében mérséklődtek.** **A Nemzetközi Valutaalap** szokásos júliusi előrejelzésében **lefelé módosította mind a fejlett gazdaságokra vonatkozó, mind a világkereskedelem alakulására vonatkozó növekedési előrejelzését.** Ezenkívül a jelenlegi globális konjunktúraciklus a múltbeli adatok alapján az egyik leghosszabb felívelő szakasznak tekinthető, ami szintén a **globális növekedés tartós lassulását jelezheti előre.** **Magyarország** közvetett, illetve közvetlen csatornákon keresztül **érintett a világkereskedelemben,** elsősorban Németországon keresztül. **A globális növekedés lassulása** így **érdemben visszafoghatja hazánk külső inflációs környezetét.** **Alappályánk** feltevései szerint továbbra is élénk külkereskedelmi aktivitás figyelhető meg, a globális növekedés az előrejelzési horizonton jelentős mértékben nem lassul.



**Alternatív pályánk** szerint **a fejlett országok növekedési kilátásainak romlása** keresleti oldalról **csökkenti a külső inflációs környezetet**. Emellett a másodkörös csatornákon keresztül az energaintenzív növekedést mutató **fejlődő gazdaságok növekedése is lelassul**, ami **a nyersanyagárak további mérséklődését eredményezi**. A két hatás eredőjeként gyengébb külső kereslettel és alacsonyabb importált inflációval számolhatunk, ami összességében **az alappályánál lazább monetáris kondíciókat** indokol.

#### További kockázatok

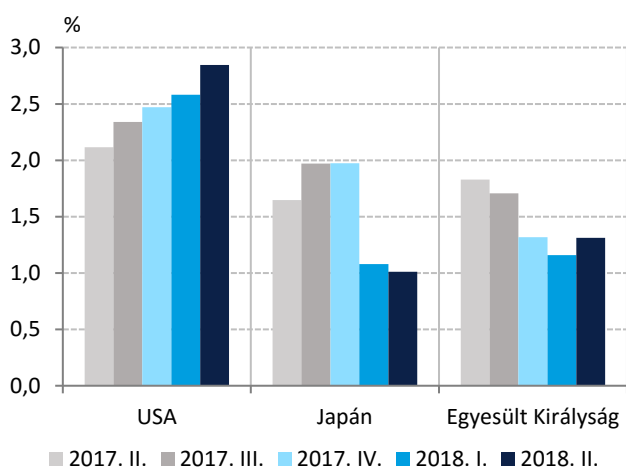
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács egy további alternatív pályát mérlegelt. A **globális kereskedelmi feszültségek erősödését** feltételező kockázati forgatókönyv az alappályánál visszafogottabb növekedés, valamint kis mértékben magasabb infláció irányába mutat.

## 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

### 3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2018 második negyedében folytatódott a világgazdaság bővülése a kockázatok erősödése mellett. A visegrádi régió továbbra is az Európai Unió növekedési centruma. A világi piaci olajárak alakulásával összefüggésben az elmúlt hónapokban az eurozónában az inflációs cél közelébe emelkedett az árindex, miközben a maginfláció visszafogott maradt. A Fed döntéshozóinak előrejelzésével összhangban a piaci szereplők további két emelést várnak az idei évre. Az EKB idén fokozatosan mérsékli az eszközvásárlások ütemét, amelyek 2018 december végén fejeződnek be. Az irányadó ráták az euroövezetben legalább 2019 nyaráig, illetve szükség esetén azt követően is a mostani szinteken maradnak. A cseh jegybank döntéshozói júniusban, majd augusztusban is az irányadó ráta emelése mellett döntöttek, míg a román jegybank piac által várt kamatemelése elmaradt. A lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedévben.

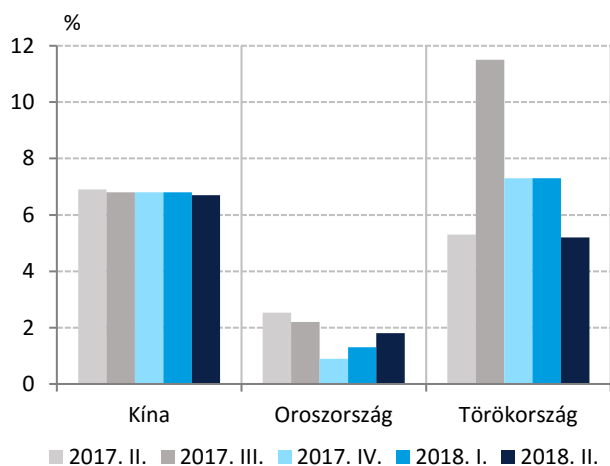
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

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



Forrás: Trading Economics

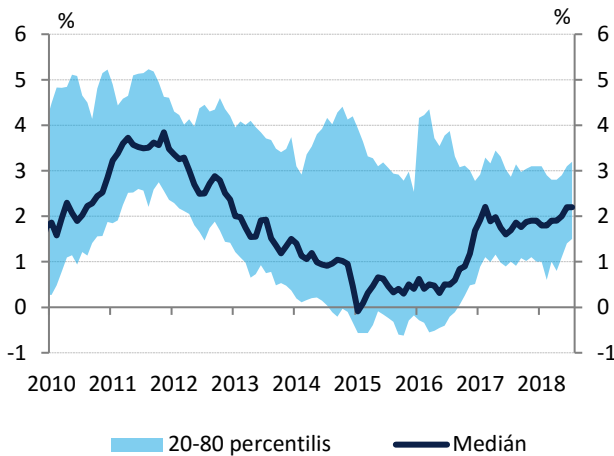
#### 3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

**Az Egyesült Államok gazdaságának növekedése 2018 második negyedében negyedéves és éves összevetésben egyaránt gyorsult** (3-1. ábra). A gazdaság bővülését elsősorban a vállalati beruházások, valamint a lakossági fogyasztás magyarázza, azonban a kormányzati kiadások is hozzájárultak a növekedéshez. A belső keresleti tételek növekedése mellett az export az importot meghaladó mértékben emelkedett. Az amerikai adminisztráció által bejelentett infrastrukturális beruházási program és adócsökkentések következtében **továbbra is kedvezőek a gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások**. Azonban a **külkereskedelmi feszültséget növelő intézkedések** – az Egyesült Államok világimporton belüli jelentős súlya miatt – **érdemi hatást gyakorolhatnak a globális gazdaságra**. Előretekintve az importvámokkal kapcsolatos bizonytalanságok érdemi kockázatokat hordoznak az USA növekedésére és a globális konjunktúrára egyaránt.

**Az Egyesült Királyság gazdasági növekedése enyhén gyorsult a második negyedév során**, azonban továbbra is elmarad a tavalyi évhez képest. A bővülést a belső keresleti tételek (háztartási fogyasztás, bruttó állászköz-felhalmozás) támogatták. A stagnáló import mellett csökkent a kivitel, így a nettó export lassította a növekedést. 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 1,0 százalékkal, míg az előző negyedévhez képest 0,5 százalékkal bővült a második negyedévben** (3-1. ábra). A növekedés elsősorban a háztartások fogyasztásának, valamint a vállalati beruházások élénkülésének köszönhető.

**A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasága 6,7 százalékos növekedést mutatott 2018 második negyedében** (3-2. ábra), az elemzői várakozásokkal

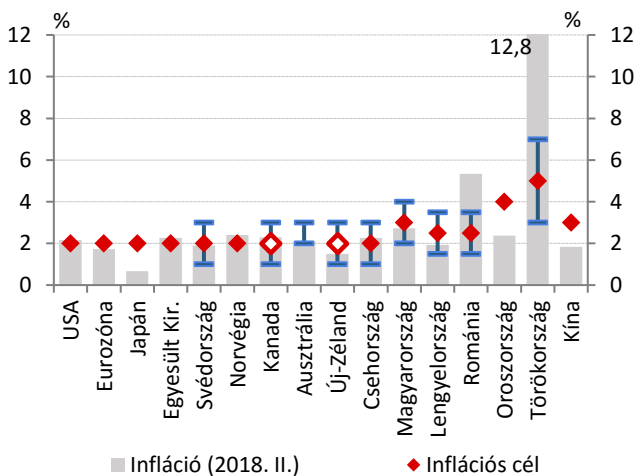
3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok



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

összhangban. A bővülés elsősorban a háztartások fogyasztásához köthető, azonban a beruházások is támogatták a növekedést. A kínai külkereskedelmi egyenleg elmaradt a várakozásoktól a második negyedév során, ami az import érdemi bővülésének tudható be. A külkereskedelmi feszültségek fokozódása lefele mutató kockázatokat jelent a kínai gazdaság növekedési kilátásaira. Oroszországban a második negyedév során ismét gyorsult a gazdasági növekedés üteme, ami részben a labdarugó világbajnokság következtében élénkülő kiskereskedelemhez köthető.

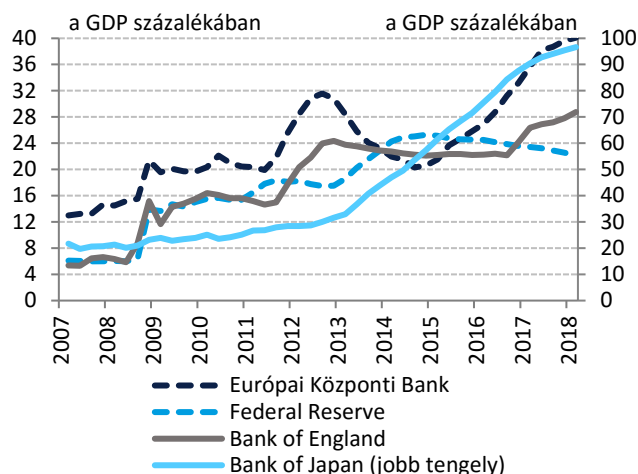
**A globális infláció az elmúlt negyedévben enyhén tovább emelkedett** (3-3. ábra). Ezzel összhangban az infláció a fejlett országok többségében megközelítette, néhány esetben el is érte a jegybanki célértékeket (3-4. ábra). A világpiacon az olajárak az elmúlt évben jelentős növekedést mutattak, ami hozzájárult az inflációs ráták emelkedéséhez (3-7. ábra).

**A Fed döntéshozói a júniusi, 25 bázispontos kamatemelést követően augusztusban a várakozásoknak megfelelően nem változtattak az irányadó rátán.** A döntéshozók júniusi előrejelzéseinek mediánja alapján idén további két 25 bázispontos emelés várható. A piaci árazások ezzel összhangban idén szeptemberre és decemberre valószínűsítik a kamatemelést. A kamatemelések mellett idén még folytatódik a jegybankmérlegben lejáró eszközök újrabefektetésének korlátozása is.

**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 hozamgörbe-célzás bejelentése óta tovább csökkent a havi vásárlások üteme (3-5. ábra). A jegybank jelezte, hogy tartósan fent kívánja tartani a rövid- és hosszú kamatlábak jelenlegi extrém alacsony szintjét. A júliusi előrejelzés szerint a növekedést a laza monetáris kondíciók, a fiskális élénkítés elhúzódó hatása és a nemzetközi növekedési trendek támogatják. A jegybank kommunikációja szerint az inflációs cél elérését továbbra is mérsékelt kockázatok övezik.

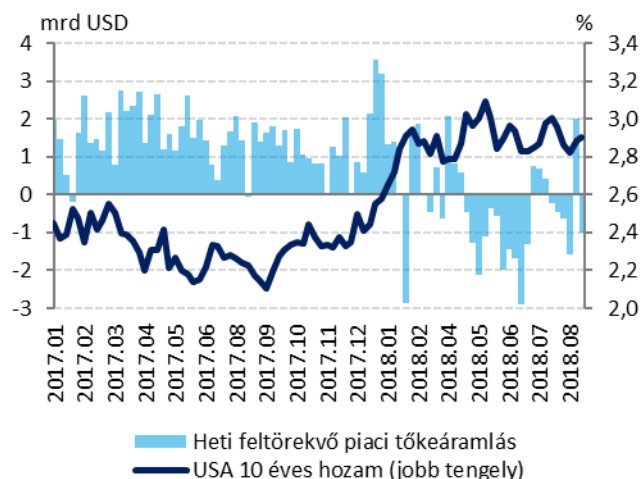
**A Bank of England augusztusban a külső tényezők miatt cél fölé emelkedő infláció következtében 25 bázisponttal 0,75 százalékra emelte irányadó rátáját.** Az augusztusi előrejelzés szerint az előrejelzési időszakban végrehajtott további szigorítással biztosítható, hogy az infláció fenntarthatóan visszatérjen a célra a releváns horizonton. A Bank of England szerint a következő években néhány kamatemelés lehet szükséges, amelyek fokozatosak és korlátozott mértékűek lesznek.

3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



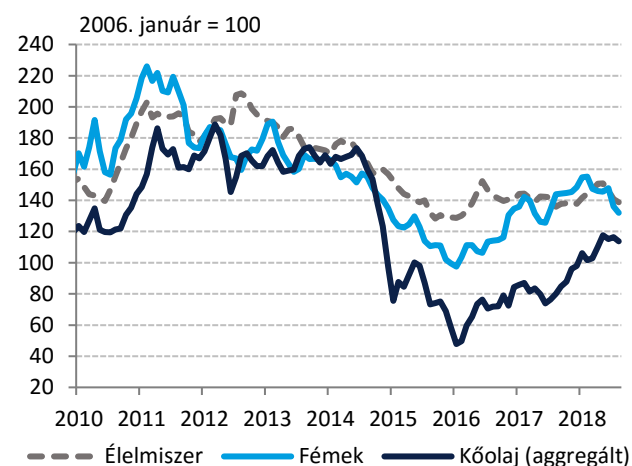
Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

3-6. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása



Forrás: EPFR, Bloomberg

3-7. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árból számítva.

Forrás: Világbank

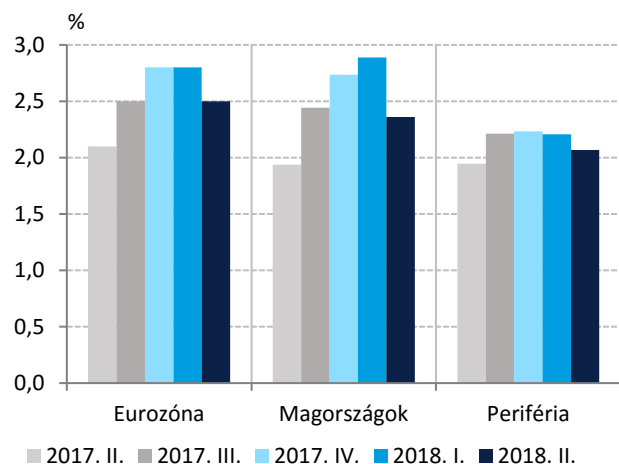
A feltörekvő országok jegybankjai közül a török jegybank augusztusban a pénzpiac egészséges működésének támogatása érdekében minden lejáraton csökkentette a kötelező tartalékrátákat, továbbá likviditásbővítő intézkedéseket tett. A török pénzpiacokon jelentős turbulencia volt tapasztalható augusztusban, amely az ország gyenge makrofundamentumai mellett az amerikai-török diplomáciai kapcsolatok gyors romlásához volt köthető. A kialakult turbulenciában a török líra erősen leértékelődött és az ország hitelkockázati mutatói is nagymértékben megemelkedtek. Ennek hatására a török jegybank szeptemberi ülésén 17,75 százalékról 24 százalékra emelte az irányadó rátát. A török jegybank jelezte, hogy fenntartja a szigorú monetáris politikai irányultságot, amíg az inflációs kilátások jelentős javulást nem mutatnak.

Az argentin jegybank augusztus elején rendkívüli ülés keretében 45 százalékra, majd augusztus végén 60 százalékra emelte az alapkamatot. A jegybank mindkét döntés keretében megemelte a kötelező tartalékkövetelményt. Az argentin jegybank kamatemelésére a nemzetközi tőzsdék nem reagáltak, a peso árfolyama azonban jelentős mértékben leértékelődött a dollárral szemben. A feltörekvő piacokon az év elején tapasztalt tőke kivonás (3-6. ábra) érdemi hatást gyakorolt az argentin pesora. A júniusban elfogadott IMF megállapodás és a további jegybanki intézkedések hatására csillapodott a pénzpiaci turbulencia és a jegybank előrejelzése alapján az infláció év végére mérséklődik. Az argentin jegybank mindaddig fenntartja szigorú monetáris politikai irányultságát, amíg az infláció a 2019 decemberére vonatkozó 17 százalékos céllal összhangba nem kerül.

A kínai jegybank augusztus elején a határidős devizaügyletekhez kötelező 20 százalékos devizatartalékot írt elő. Majd a renminbi túlzott leértékelődésének megakadályozása érdekében a jegybank kontraciklikus elemeket is beépített az árfolyamfixing rendszerébe. Az intézkedésekre azért volt szükség, mert az elmúlt időszakban a kereskedelmi feszültségek, valamint a nemzetközi devizapiaci változások miatt a kínai devizapiaci prociklikus fluktuációkat mutatott.

Az elmúlt negyedévben elsősorban a feltörekvő piacokon csökkent a kockázatvállalási hajlandóság. Az elmúlt időszakban továbbra is érezhető volt a kereskedelmi feszültségek erősödése, amely a fejlett piacokon is negatív hatásokat fejtett ki. Az időszak alatt romlott a török és argentin piacok befektetői megítélése, illetve az időszak második felétől ismét felerősödtek az olasz bankszektorttal és adósságválsággal kapcsolatos aggodalmak.

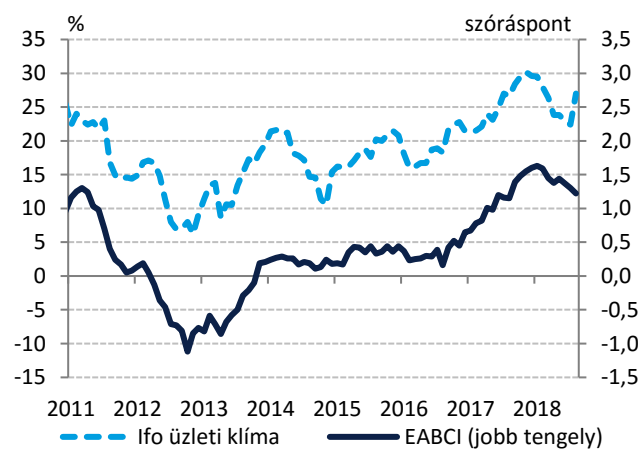
3-8. ábra: A GDP éves változása az eurozónában



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

Forrás: Eurostat

3-9. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása



Forrás: Európai Bizottság, Ifo

Az időszak összességében az amerikai kamatemelési várakozások emelkedtek. Az amerikai 10 éves hozam a harmadik negyedév során lényegében a 2,8-3,0 százalékos közötti sávban mozgott. A feltörekvő kötvénypiacokon ebben a negyedévben is megfigyelhető volt az amerikai kamatemelési várakozások fokozódásával párhuzamosan a kockázatkerülés.

### 3.1.2. Az eurozóna folyamatai

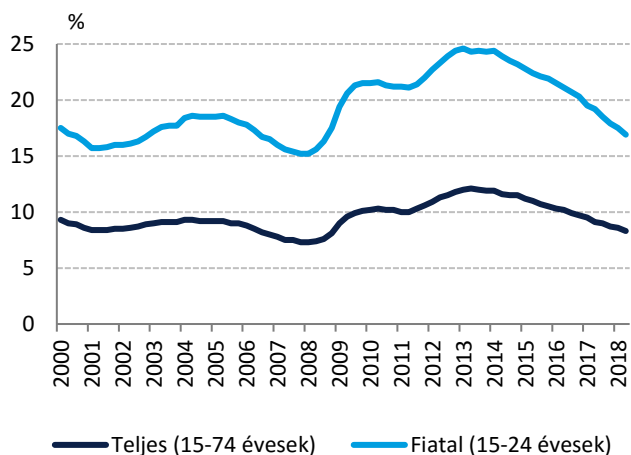
A második negyedévben folytatódott az eurozóna gazdasági növekedése (3-8. ábra). A legfontosabb külkereskedelmi partnerünk, Németország gazdasága 1,9 százalékkal bővült. A növekedéshez elsősorban a bővülő beruházások, illetve a stabilan alakuló háztartási fogyasztás járultak hozzá. Az eurozóna magországok növekedése felülmúlta a perifériaországok növekedését, amit a német mellett az osztrák (+3,0%) és a holland (+2,8%) gazdaság bővülése is támogatott. A perifériaországok növekedése a régiót alkotó országok többségében lassult.

Az előretekinő konjunktúraindikátorok tovább mérséklődtek az elmúlt időszakban (3-9. ábra). Az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABC), illetve a német gazdaságra vonatkozó várakozások (Ifo) egyaránt mérséklődtek júliusban. A csökkenés elsősorban a megkérdezett vállalatok üzleti kilátásainak gyengülésével magyarázható. Historikus összevetésben ugyanakkor mindkét mutató változatlanul magas szinten áll. Az euroövezet javuló konjunktúrális folyamataihoz ciklikus tényezők is hozzájárultak, ugyanakkor a növekedési kilátásokat illetően a lefele mutató kockázatok (olasz államadósság, külkereskedelmi feszültségek élénkítése stb.) erősödtek. A hosszabb távú növekedési kilátásokat illetően a termelékenység lassú bővülése, valamint a változatlanul magas munkanélküliségi ráta (3-10. ábra) továbbra is kockázatot jelent.

A globális folyamatokkal összhangban az eurozónában 2018. második negyedévében az átlagos éves infláció 1,7 százalékra emelkedett. Júliusban, főként az energiaárak növekedése következtében, az infláció 2,1 százalékra emelkedett, míg az augusztusi előzetes adatok alapján 2,0 százalékon alakult. Az infláció így a legtöbb tagállam esetében a 2 százalékos inflációs cél közelébe emelkedett. A maginfláció ugyanakkor továbbra is visszafogott dinamikát jelez. Az eurozónában az 5 év múlva kezdődő 5 éves inflációs várakozások továbbra is elmaradnak az EKB inflációs céljától.

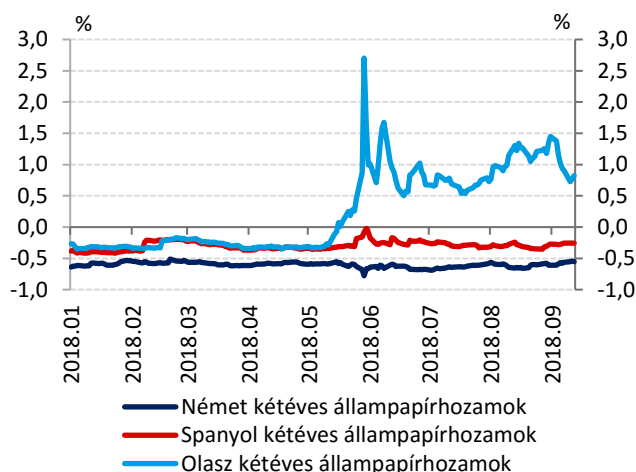
Az Európai Központi Bank kormányzótanácsa júliusi és szeptemberi ülésén változatlanul hagyta az irányadó kamatozat. A Kormányzótanács megismételte, hogy a jelenlegi 30 milliárd eurós havi vásárlásokat 2018

3-10. ábra: Eurozóna munkanélküliségi rátája



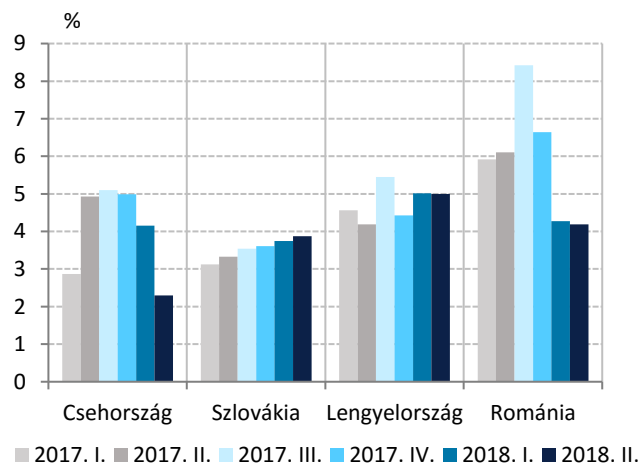
Forrás: Eurostat

3-11. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok



Forrás: Bloomberg

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



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

Forrás: Eurostat

szeptember végéig folytatja, majd ezt követően 15 milliárd euróra mérsékli az összeget és a középtávú inflációs kilátások függvényében a nettó vásárlások 2018. december végén befejeződnek. A Kormányzótanács arra számít, hogy **az irányadó ráták legalább 2019 nyaráig, illetve szükség esetén azt követően is a mostani szinteken maradnak.** Az eszközvásárlási programok keretében vásárolt, lejáró értékpapírok újrabefektetésén keresztül 2019-ben továbbra is jelentős összegű havi vásárlások várhatók. A piaci várakozások alapján 2019 második felében kerülhet sor az első kamatemelésre.

**Az időszak első felében az eurozóna perifériaországaiiban csökkent a kockázatvállalási hajlandóság.** Az olasz belpolitikai feszültségek enyhülésével az eszközárak volatilitása ugyan az időszak elején átmenetileg csökkent, július közepétől a költségvetési kockázatokhoz kapcsolódóan erősödtek a leminősítési várakozások, amely negatívan érintette az eszközárakat, ezek a kockázatok azonban szeptemberben nagyrészt kiárazódtak (3-11. ábra).

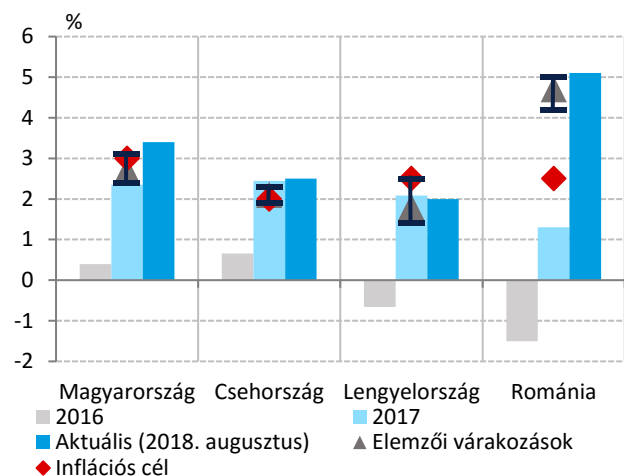
### 3.1.3. A visegrádi régió folyamatai

**Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2018 második negyedévében ismét a visegrádi régió bizonyult az Európai Unió leggyorsabban bővülő régiójának** (3-12. ábra). Lengyelországban 5,0, Szlovákiában 4,1, míg Csehországban 2,7 százalékos GDP-növekedést regisztráltak a második negyedévben. A régió egészét vizsgálva a növekedést elsősorban a belső kereslet támogatta. Romániában a 2017-es kimagasló növekedés után 2018 második negyedévében 4,2 százalékkal bővült a gazdaság.

**Az infláció a régió országaiban az elmúlt hónapokban némileg emelkedett** (3-13. ábra). Csehországban az elmúlt hónapokban az infláció enyhén meghaladta az inflációs célt, augusztusban 2,5 százalékon alakult. Lengyelországban nem változott az áremelkedés üteme, így a júliusi árindex 2,0 százalék volt. Romániában az infláció augusztusban 5,1 százalékra emelkedett, így továbbra is jelentősen meghaladja az inflációs cél körüli toleranciasáv felső határát. A maginfláció Csehországban az infláció emelkedésével párhuzamosan nőtt, Romániában nem változott érdemben, míg Lengyelországban mérsékelt szinten alakult az időszak során.

**A régiós jegybankok közül a cseh jegybank döntéshozói júniusban, majd augusztusban is az irányadó ráta 25-25 bázispontos emelése mellett döntöttek.** A jegybank előrejelzése alapján a várhatóan gyengülő árfolyam és az erőteljes bérnövekedés következtében az infláció idén az előző előrejelzéshez képest magasabban, 2019 közepéig a 2 százalékos cél fölött fog alakulni, azonban mindvégig a

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



Megjegyzés: Az elemzői várakozások 2018 éves átlagára vonatkoznak.

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

toleranciasávon belül marad. Az előző előrejelzéssel összhangban folytatódik az irányadó ráta emelkedése. **A lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedévben.** A jegybanki nyilatkozatok alapján az alapkamat legalább 2019 végéig változatlan maradhat. Az új előrejelzés szerint az infláció a cél közelében alakulhat a monetáris politika transzmissziós horizontján. A tanácsstagok többségének értékelése alapján a stabil kamatok támogatják az inflációs cél elérését, valamint a lengyel gazdaság fenntartható növekedését és stabilitását. **A román jegybank piaci elemzők által várt kamatemelése elmaradt augusztusban.** A jegybank legfrissebb előrejelzése alapján az év hátralevő részében az infláció a toleranciasáv felső széléig, 3,5 százalékra lassulhat.

### 3-1. keretes írás: A bejelentett vámintézkedések és azok gazdasági hatásai

Az Egyesült Államok és kereskedelmi partnerei közti feszültségek alakulása az elmúlt hónapokban a globális konjunkturális kilátások szempontjából is meghatározó piacmozgató témává vált. Az amerikai kormányzat prioritásként jelölte meg a külkereskedelmi deficit csökkentését, így az idei évben először egyre erősödő üzenetek, majd konkrét intézkedések formájában is lépéseket tett ennek megvalósítása érdekében. **A 800 milliárd dolláros külkereskedelmi deficit szerkezete kijelölte az intézkedések irányát is: a deficit mintegy fele Kínához kapcsolódik, illetve az EU-val szemben is jelentős, 150 milliárdos az amerikai külkereskedelmi hiány.**

A bevezetett, illetve a kilátásba helyezett vámemelések következménye szerteágazó lehet, ami az európai, azon belül pedig a hazai gazdasági növekedést is több csatornán keresztül lassíthatja. **A legfontosabb csatorna a közvetlen és közvetett külkereskedelmi kapcsolatokon keresztül jelentkezik, de az FDI áramlás irányára és a konjunkturakilátásokra is negatív hatást gyakorolhat a kereskedelmi vámok emelkedése (3-14. ábra).**

3-14. ábra: A kereskedelmet korlátozó intézkedések reálgazdasági csatornái

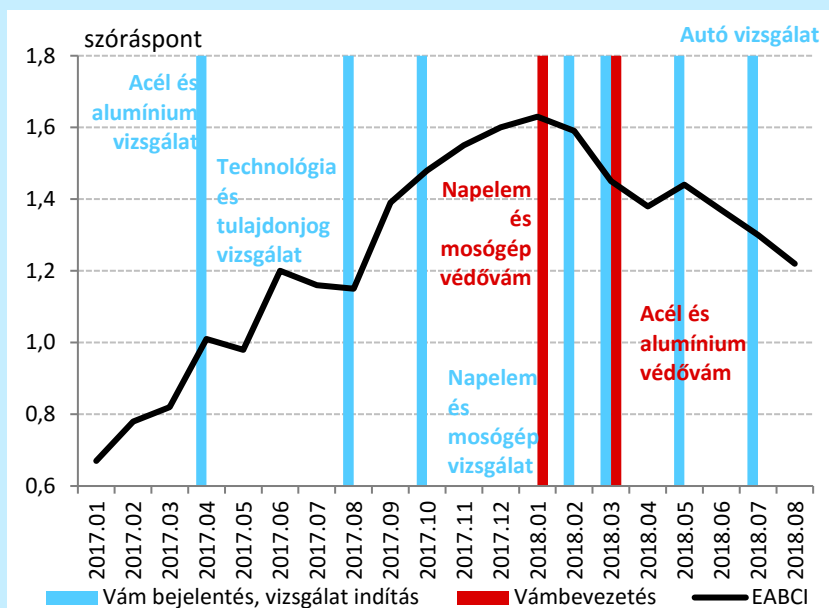


Forrás: MNB

A legfontosabb csatorna a külkereskedelmi kapcsolatokon keresztül jelentkezik. Az európai és az amerikai gazdaságok közötti kereskedelmi kapcsolat ugyanis kiterjedt, a kilátásba helyezett járműipart sújtó büntetővám pedig az európai kontinens egyik kiemelkedő súlyú exportcikkét érintené. **A közvetlen külkereskedelmi csatorna mellett további lefelé mutató növekedési kockázatot jelent a feldolgozóipari importvámok és az üzleti bizalom alakulása között fennálló kapcsolat.** A konkrét vámintézkedések bevezetése ugyanis az import input költségeinek emelése mellett az üzleti bizalom romlását okozhatja, ami a beruházási aktivitásra, így a gazdasági növekedésre is negatív hatást gyakorolhat (3-15. ábra).



3-15. ábra: Az USA által kivetett feldolgozóipari importvámok és az európai konjunktúrakilátások alakulása



Forrás: Sajtóértesülések, Európai bizottság

**Az első hullámban, 2018 januárja során bevezetett kereskedelmi védővámok viszonylag szűk piacot** (mosógépekre és napelemekre kivetett 20, illetve 30 százalékos vám), **az áruimport egy kis szeletét érintették** (körülbelül 10 milliárd dolláros import). Ugyanakkor ezen termékek legfőbb exportőre Kína, tehát részben már ez is célzott intézkedésnek volt tekinthető.

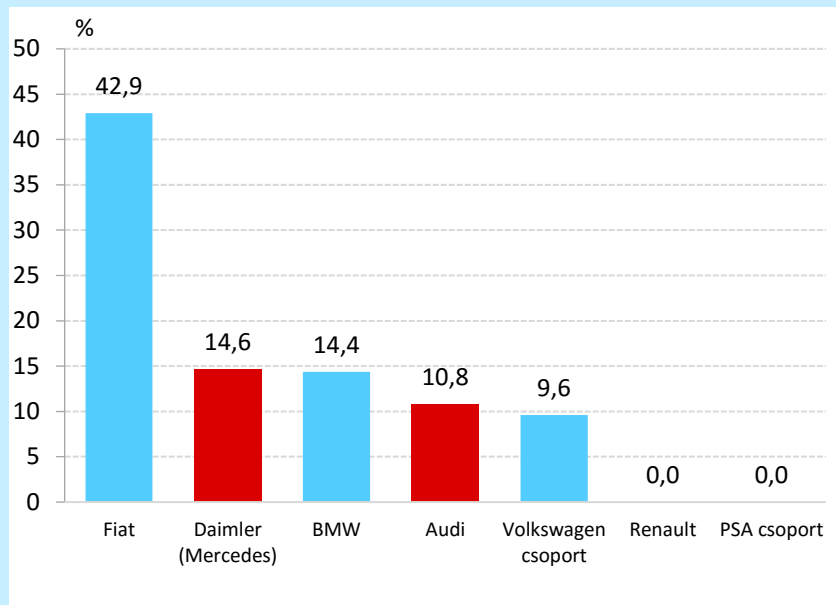
**A második hullámban az USA az acél- és alumíniumipari termékeket érintő védővámokat emelte meg márciusban.** Az acélra 25 százalékos, az alumíniumra 10 százalékos vám került kivetésre, ami körülbelül 50 milliárdos importot érint. Az első hónapokban több partner is mentességet kapott (pl. EU, Kanada, Mexikó), azonban június 1-jétől a mentességek lejártak. Válaszul az EU és Kanada is vámokat vetett ki elsősorban acél- és alumínium árukra, valamint hagyományos amerikai termékekre (az EU vámjai 3 milliárd dolláros, Kanada vámjai 13 milliárd dolláros importot fednek le). Bár ez a lépés Kínát kevésbé érintette (3 milliárd dolláros termékkör), válaszként egy hasonlóan szűk termékkörre (alumínium, mezőgazdasági termékek) vetettek ki vámokat az Amerikából származó importra.

**Márciustól már nyíltan a Kínából származó importot célzó lépések is kezdtek körvonalazódni, melyek a fentiekhez képest már sokkal jelentősebb termékkört érintenek és a globális kereskedelemre is érezhető hatást gyakorolhatnak.** Amerika oldaláról két lépésben 25 százalékos vám került kivetésre összesen 50 milliárdos termékkörre. Kína lényegében azonnal reagált mindkét lépésre és azonos mértékű vámot vetett ki szintén 50 milliárdos termékkörre. Előretekintve a legnagyobb lépést annak a 200 milliárdos termékkört érintő intézkedéscsomagnak a bevezetése jelentheti, melynek részleteit az USA a nyár folyamán fokozatosan hozta nyilvánosságra. Ennek hatályba lépése várhatóan szeptemberben történik meg. A korábbi gyakorlatnak megfelelően Kína előre bejelentette tervezett válaszreakcióját, amely az amerikai lépés konkrét formájától függően négy külön csomagból állhat (5-25 százalékos kulcsok, összesen 50-60 milliárdos termékkörre).

**A két ország kereskedelmi kapcsolatait vizsgálva megállapítható, hogy Kína mozgásterét a további lépésekre sokkal inkább korlátozott.** Ennek oka egyrészt, hogy a tervezett 200 milliárdos amerikai csomagnak csak töredékét éri el az a termékkör, amit a kínai válaszreakció érinthet. Másrészt azt is fontos kiemelni, hogy az alacsonyabb vámmal megcélzott, illetve eddig kihagyott Amerikából származó importtermékek nehezen lennének helyettesíthetők (precíziós termékek, vegyipari termékek, repülőgépek).

**Az EU és az Egyesült Államok közt az említett viszonylag korlátozott termékkört érintő lépéseken túl egyelőre nem történt további konkrét intézkedés.** Bár az Egyesült Államok oldaláról felmerült az Európából származó autóimportra vonatkozó 20 százalékos vám bevezetése, ugyanakkor vezetői szintű egyeztetések után július végén megállapodás született arról, hogy a felek a helyzetet igyekeznek tárgyalásos úton rendezni. **Az autógyárak bevallásai alapján a Fiat érintett leginkább az autógyártást érintő kereskedelmi politikai kérdésekben, míg a hazai szempontból meghatározó autógyárak kitérte alacsonyabb** (3-16. ábra).

3-16. ábra: Az USA részesedése az európai autógyártók eladásában (2017)

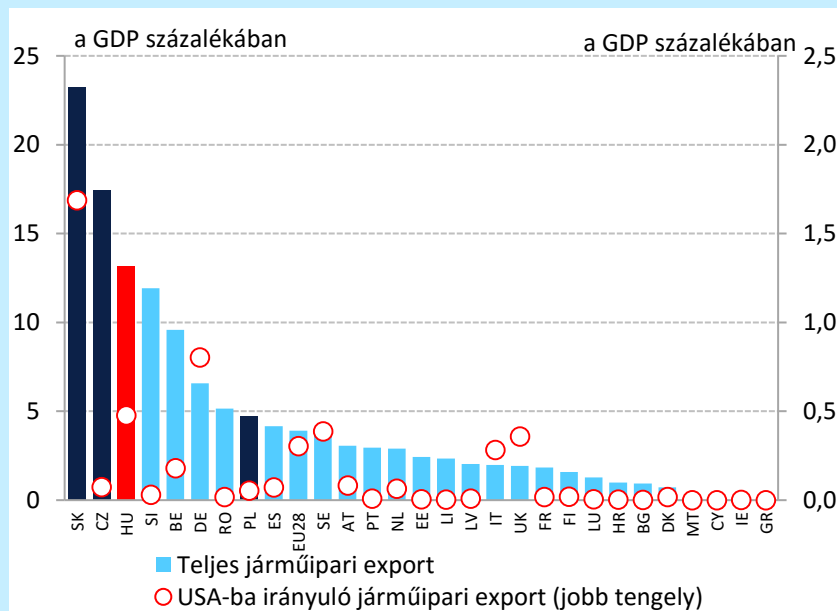


Megjegyzés: pirossal a Magyarország szempontjából releváns autógyárakat jelöltük.

Forrás: autógyárak beszámói

A régiós országok USA-ba irányuló közvetlen járműipari exportja GDP arányosan Szlovákiában a legmagasabb (1,7 százalék), meghaladva ezzel az EU átlagát. Hazánk esetében az USA-ba irányuló közvetlen járműipari export mértéke a GDP alig 0,5 százalékát tette ki 2017-ben (3-17. ábra). A visegrádi országok Németországba irányuló exportja viszont jelentős, így az intézkedések Németországból az USA-ba irányuló exporton keresztül közvetetten nagyobb mértékben befolyásolják a hazai kivittelt.

3-17. ábra: Az EU 28 járműipari exportja a GDP arányában (2017)



Forrás: UNCTADStat, WDI

A nagyobb nemzetközi intézmények és elemzőházak (OECD, IMF, EKB, CPB) az eddig bejelentett vámintézkedések és a kereskedelmi feszültségek fokozódása esetében is végeztek szimulációkat a várható gazdasági következmények kapcsán. Az USA és Kína közötti, pusztán az acél és alumínium termékeket érintő vámok estében korlátozott negatív következményekkel számolnak. A megemelt vámok egyéb termékcsoportokra történő kiterjesztése azonban már számításaik szerint a globális kereskedelem intenzitására és így a növekedésre is negatívan hatna. A kereskedelmi feszültségek fokozódása és az autóiparra való kiterjedése a becslések szerint az USA esetében 0,3-0,4 százalékponttal,

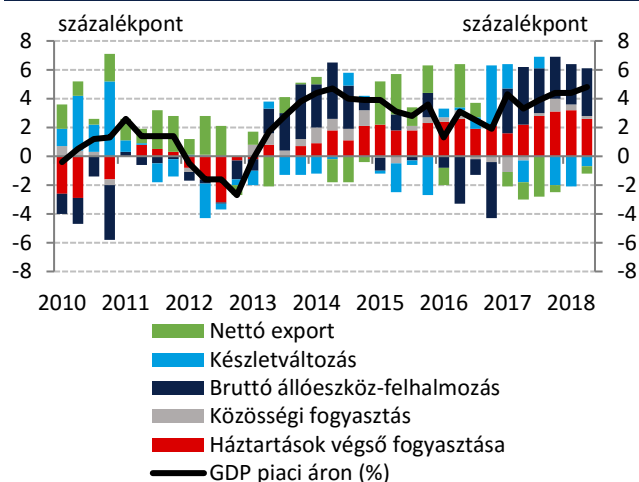
**míg Kína estében 1,2-1,3 százalékponttal lassítaná a növekedést**, miközben az országok közötti kereskedelem 8-13 százalékkal csökkenne. **Mindez a globális növekedést csupán 0,2 százalékponttal lassítaná**. A megemelt vámok a közvetlenül érintett országokban pozitív inflációs hatással járnának, míg a közvetetten érintett gazdaságok esetében az inflációs hatás mérsékelt marad.

A hazai gazdasági teljesítményt a közvetlen kereskedelmi csatornák mellett a közvetett hatások is befolyásolhatják, elsősorban Németországon keresztül, ami az eddig bemutatott szimulációk alapján csupán kis mértékben vetné vissza a magyar növekedést. **Beckléseink szerint a hazai gazdasági növekedést 0,1-0,2 százalékponttal lassíthatná a kereskedelmi feszültségek fokozódásának hatása, illetve a kereskedelmi vámok bevezetése a közvetlen és közvetett kereskedelmi csatornákon keresztül, a magasabb importált infláció a hazai inflációs pályát kis mértékben emelné**. A kereskedelmi feszültségek fokozódása esetén azonban felléphetnek nem-lineáris reakciók is, mely a világkereskedelem irányának átrendeződését eredményezné, melynek gazdasági hatásait és végső kimenetelét nagy fokú bizonytalanság övezi.

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

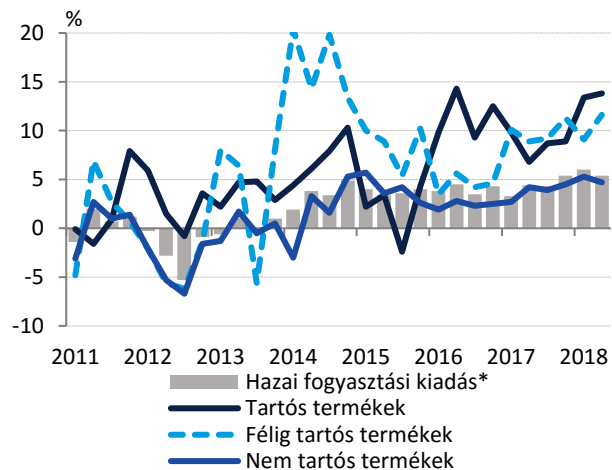
A hazai gazdasági növekedés tovább élénkült az idei év második negyedében. A bruttó hazai termék 4,8 százalékos növekedéséhez valamennyi ágazat hozzájárult, így a gazdaság bővülése széles bázison folytatódott. Felhasználási oldalról továbbra is a belső keresleti tételek – a fogyasztás és a beruházások élénkülése – támogatták a növekedést. Termelési oldalon a belső kereslettel összhangban a legnagyobb mértékben a piaci szolgáltatások járultak hozzá a növekedéshez, mindemellett az ipar és az építőipar teljesítménye is tovább emelkedett.

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



Forrás: KSH

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



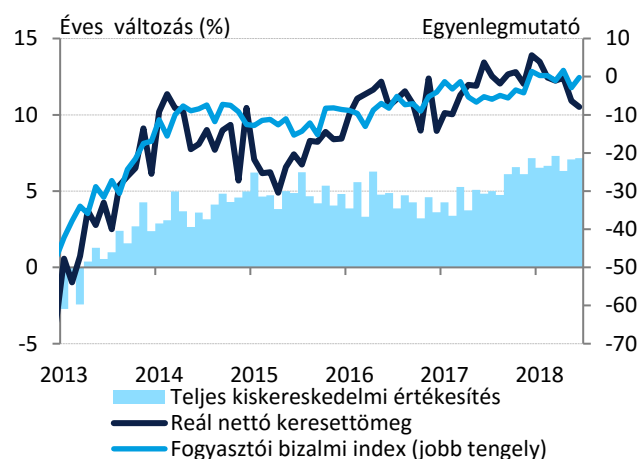
Megjegyzés: \*A hazai fogyasztási kiadás nem tartalmazza a turisztikai egyenleg korrekcióját, emiatt eltér a nemzeti számlákban szereplő háztartások fogyasztási kiadása tételtől.

Forrás: KSH

A KSH közlése alapján **2018 második negyedében a bruttó hazai termék 4,8 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva**, míg negyedéves összevetésben 1 százalékkal bővült a GDP. A gazdaság növekedését továbbra is a belső kereslet támogatta a fogyasztás, valamint a beruházások élénkülésén keresztül. Az áru- és szolgáltatás export növekedése gyorsult a második negyedévben. A belső keresleti tételek emelkedésével párhuzamosan az áruimport növekedési dinamikája azonban meghaladta a kivitel növekedési ütemét, így a nettó export lassította a gazdasági növekedést a második negyedévben. (3-18. ábra).

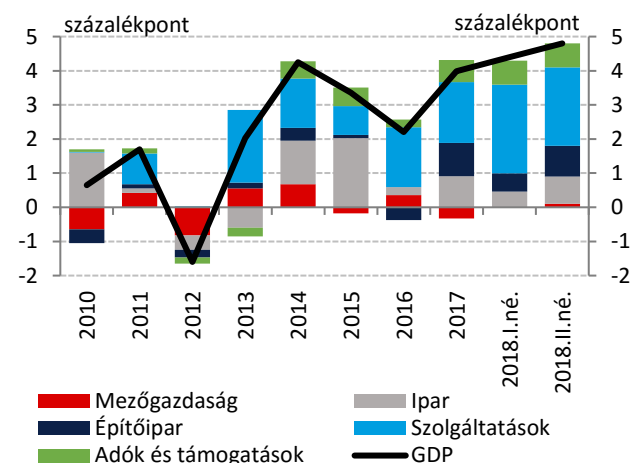
**2018 második negyedében folytatódott a háztartások fogyasztásának bővülése.** A jelentős helyreállítódási potenciállal rendelkező **tartós és félig tartós termékek vásárlására fordított kiadások növekedése** – a lakáspiaci ciklus felfutásával párhuzamosan – **továbbra is meghaladta a fogyasztás aggregált bővülését.** A tartós termékek fogyasztása 13,8 százalékkal, míg a félig tartós termékek vásárlása 11,6 százalékkal bővült a második negyedévben (3-19. ábra). A növekedést a dinamikus béremelkedés és tovább bővülő foglalkoztatottság mellett a historikusan magas fogyasztói bizalom és nettó pénzügyi vagyon is támogatta. A fogyasztás emelkedését támasztja alá a júliusi kiskereskedelmi forgalom alakulása is, ami az előzetes adatok alapján 5,4 százalékos emelkedést mutat (3-20. ábra). A háztartások beruházási aktivitásának élénkülése mellett érdemben emelkedett a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása is.

**A háztartások hitelállománya 119 milliárd forinttal bővült 2018 második negyedében, ami közel 3 százalékos bővülés éves összevetésben.** A hitelállomány bővülés ellenére a GDP arányos eladósodottság tovább csökkent és nemzetközi összehasonlításban még mindig alacsonynak számít. A hitelintézeti új szerződéskötések volumene éves átlagban 31 százalékkal nőtt, ezen belül az új lakáshitelek kihelyezése 39 százalékkal, míg a személyi kölcsönöké 48 százalékkal emelkedett a negyedév során. A negyedév végére a kibocsátott lakáshitelek 82 százalékát éven túli kamatfixálás jellemezte, és a legalább egy évre fixált kamatozású hitelek fele rendelkezett Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel minősítéssel. A Hitelezési felmérés keretében adott banki válaszok alapján 2018

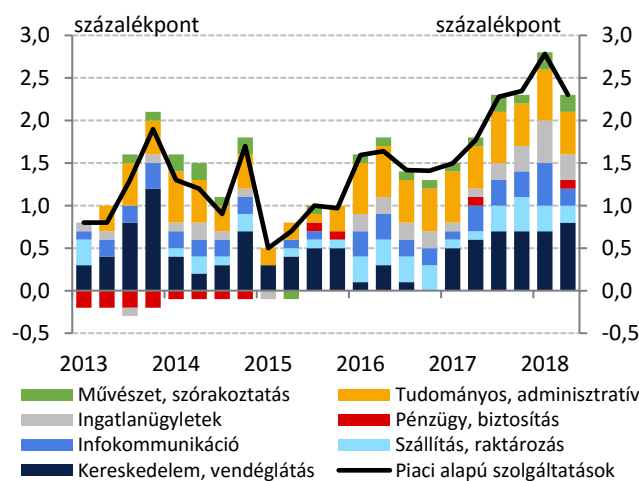
**3-20. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása**


Megjegyzés: Szezonálisan igazított kiskereskedelmi adat.

Forrás: Eurostat, KSH

**3-21. ábra: A GDP termelésének éves változásához való hozzájárulás**


Forrás: KSH

**3-22. ábra: A piaci alapú szolgáltatások alágazatainak növekedési hozzájárulása**


Forrás: KSH

második felében is dinamikus lakáspiaci folyamatokra és erős piaci versenyre számítanak a bankok, így továbbra is élénk keresletet várnak a lakáscélú hitelek iránt, miközben nem várható érdemi enyhítés a hitelfeltételeken. A lakáspiaci konjunktúra és a reáljövedelem érdemi növekedése a lakossági fogyasztás és beruházás bővülésének irányába mutatnak.

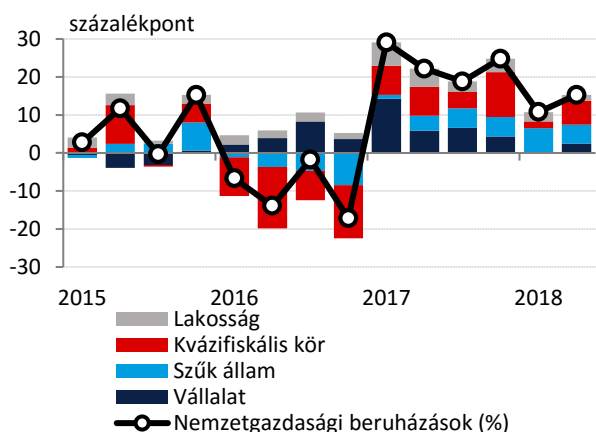
**A belső kereslet növekedésével összhangban a piaci szolgáltatások a második negyedévben érdemben támogatták a gazdasági növekedést (3-21. ábra). A piaci szolgáltató ágazatok mindegyikében emelkedett a hozzáadott érték.** Mindemelllett a kereskedelem, a szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás, a szakmai, tudományos, műszaki ágak és az adminisztratív szolgáltatási ág növekedése is érdemi volt. A közösségi szolgáltatások dinamikája semlegesen alakult az előző év azonos időszakához képest (3-22. ábra).

2018 második negyedévében a közösségi fogyasztás ismét bővült, míg a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatások volumene nem változott érdemben a tavalyi év azonos időszakához képest.

**2018 második negyedévében 15 százalékkal emelkedtek a nemzetgazdasági beruházások az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-23. ábra).** A belföldre termelő és szolgáltató vállalatok beruházásai enyhén lassultak az előző negyedévhez képest, amit részben az információ-kommunikáció szektor beruházási aktivitásának mérséklődése magyaráz. Az elsősorban külpiacra termelő ágazatok beruházásai kis mértékben bővültek, amit számos feldolgozóipari alágazat (például gumi-, műanyag- és építőanyagipar, gép és gépi berendezés gyártása) növekedése támogatott. A nagy súlyú járműgyártás ágazat teljesítménye mérséklődött. Az állami (egészségügy, közigazgatás, oktatás) és az állami szektorhoz szorosan kötődő ágazatok (energetika, szállítás) beruházásai élénk ütemben bővültek, elsősorban az uniós és saját forrásokból megvalósított fejlesztéseknek köszönhetően. Az állam beruházási aktivitása az uniós projektek nagy mértékű előfinanszírozása, valamint egyéb saját forrásból finanszírozott projektek felfutása következtében is növekedett. **Az élénk beruházási aktivitással összhangban a második negyedévben folytatódott az építőipar kibocsátásának dinamikus emelkedése.**

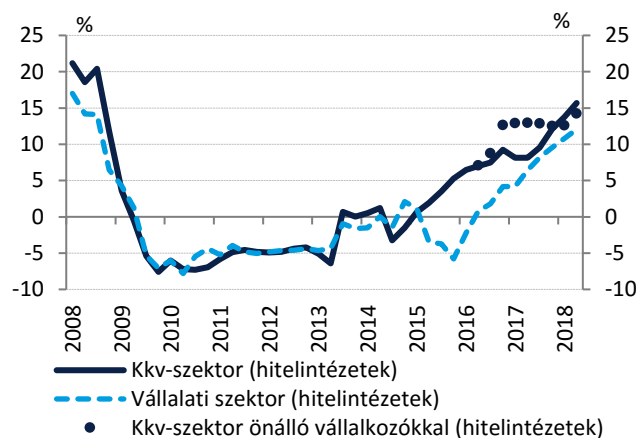
**A beruházás-élénkülés jól tükröződik a vállalatok hitelezési folyamataiban is. A teljes vállalati hiteldinamika gyorsult az első negyedévhez képest 12 százalékot elérve 2018 második negyedévében.** A nem pénzügyi vállalatok pénzügyi közvetítőrendszerrel szembeni hitelállománya 252

3-23. ábra: A beruházások éves változásának felbontása



Forrás: KSH

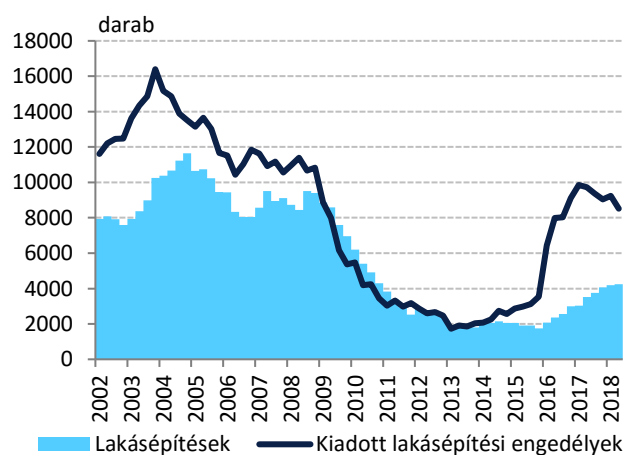
3-24. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: A vállalati szektor időszora tranzakciók alapján. A kkv-idősor a 2013. év végétől becslést tranzakciók alapján készült.

Forrás: MNB

3-25. ábra: Az újlakásépítések és építési engedélyek alakulása



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adat.

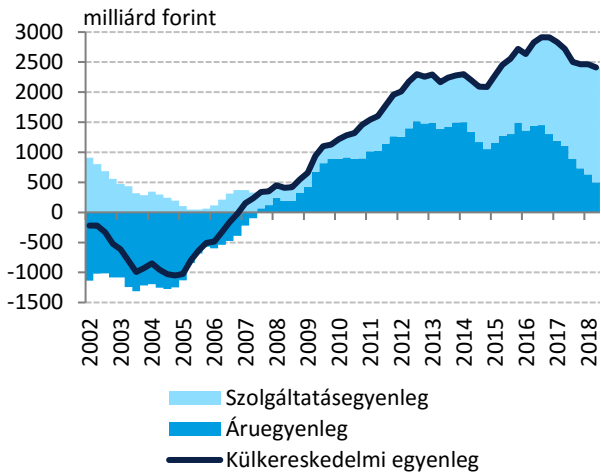
Forrás: KSH

milliárd forinttal bővült a negyedév során a folyósítások és törlesztések eredményeként, mely az év elejére szezonálisan jellemzőnél alacsonyabb állománybővülést jelent. Így a vállalati hitelállomány 12 százalékkal, míg a kkv-szektor hitelállománya 14 százalékkal bővült éves összevetésben (3-24. ábra). A bankok a Hitelezési felmérésben adott válaszaik alapján 2018 második negyedévében kismértékben enyhítettek a vállalati hitelek ár jellegű feltételein, amelyhez a banki verseny mellett ismét hozzájárult a gazdasági kilátások javulása is. A felmérésben részt vevő intézmények érzékelése szerint a hitelkereslet erősödése inkább a hosszú futamidejű hitelek iránt jelentkezett és a kkv-szegmensen belül a kis- és mikrovállalatokra volt jellemző. Az üzleti célú ingatlanhitelek esetében a feltételeket összeségében változatlanok ítélték meg, ugyanakkor előretekintve a következő fél évre már a bankok nettó értelemben vett ötöde szigorítást tervez. Emellett várakozásuk szerint a következő fél évben továbbra is erősödő hitelkereslet és fokozódó banki verseny lesz jellemző.

A lakosság beruházási aktivitása tovább élénkült a második negyedévben, a kedvező keresleti feltételekkel párhuzamosan folytatódott a lakásépítések dinamikus bővülése (3-25. ábra). A korábban kiadott építési engedélyekkel összhangban 2018 második negyedévében 3123 új lakás került átadásra, ami 6,1 százalékos bővülést jelent éves összevetésben. Az újonnan kiadott lakásépítési engedélyek száma bár 20,2 százalékkal csökkent az előző év azonos időszakához képest (az előző évi bázishoz kötődően), a kiadott építési engedélyek szintje továbbra is magas, így a következő negyedévekben a lakásépítések további bővülésére számíthatunk. Az élénk kereslet hatására folytatódott a lakásárak emelkedése, amihez az új lakások árváltozása egyaránt hozzájárult. Továbbra is megfigyelhető a lakásárak emelkedésének elmúlt negyedévekben tapasztalt lassulása, ami azzal magyarázható, hogy a jellemzően alacsonyabb árszinttel rendelkező, nem fővárosi lakások súlya emelkedett a lakáspiaci forgalomban.

A nettó export a második negyedévben összeségében negatívan járult hozzá a hazai gazdaság növekedéséhez. Az áruexport növekedése az ipari termelés alakulásával összhangban gyorsult a második negyedévben. A belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás, beruházások) emelkedésével párhuzamosan az áruimport növekedési dinamikája szintén gyorsulást mutatott a második negyedévben. Az időszak során tovább bővült a hazai szolgáltatásexport. A hazai szolgáltatásexport idei évben látott, élénk ütemű növekedése a turisztikai és a szállítási szolgáltatások mellett a pénzügyi és egyéb üzleti

3-26. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



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

Forrás: KSH

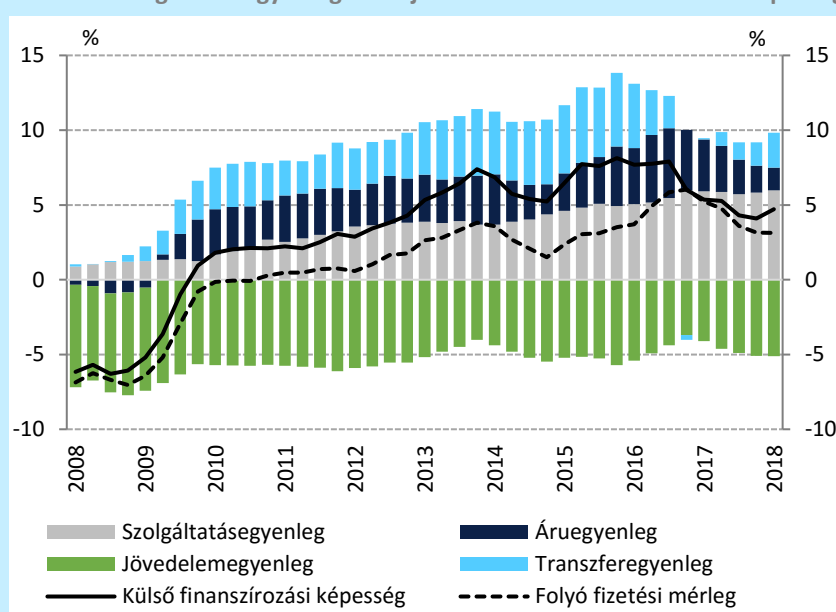
szolgáltatások exportjához kötődött (lásd 3-2. keretes írás). A második negyedévben a szolgáltatásimport továbbra is visszafogott növekedést mutatott, így a **szolgáltatásegyenleg tovább emelkedett és jelentős mértékben tompította a negatív áruegyenleget** (3-26. ábra). A teljes export éves dinamikáját a belső keresleti tételek importigényének következtében az import növekedése 1,3 százalékponttal haladta meg, így **összeségében a nettó export negatívan befolyásolta a gazdasági növekedést a második negyedévben.**

**A mezőgazdaság teljesítménye csupán kis mértékben járult hozzá a gazdasági növekedéshez 2018 második negyedévében.** Az idei évi terméseredmények csak az év második felében lesznek elérhetőek, ami alapján a KSH a második negyedévi növekedési hozzájárulást revideálhatja. A búza- és kukoricatermést övező bizonytalanságok a mezőgazdasági termelés alakulását érdemben befolyásolhatják. A készletváltozás a második negyedévben ismét lassította a gazdasági növekedést, ugyanakkor annak mértéke elmarad az első negyedévben tapasztalttól.

### 3-2. keretes írás: A szolgáltatások jelentősége a külkereskedelemben

Az elmúlt években a külkereskedelmi többlet egyre nagyobb része köthető a szolgáltatásokhoz, ami így a folyó fizetési mérleg többletében is meghatározó tényezővé vált. A válság után a szolgáltatások egyre szélesebb körű megjelenése a külkereskedelemben általános jelenséggé vált, a nemzetközi forgalomban egyre nagyobb mértékben jelentek meg hagyományos és nem hagyományos ágazatokhoz köthető szolgáltatások. A szolgáltatások külkereskedelemben betöltött szerepének növekedése Magyarországon is tetten érhető volt. A **külkereskedelmi egyenleg többletén belül a szolgáltatások súlya 2018 közepére 80 százalékra emelkedett**, miközben a teljes kivitelben belül a szolgáltatási szektor részaránya csak 20 százalék körül alakult (3-27. ábra). A válság alatt a szolgáltatásexport csak kisebb mértékű csökkenést szenvedett el, és 2012 után növekedési üteme meg is haladta az áruexportét. Emellett az elmúlt időszakban a **szolgáltatások exportjának növekedési üteme stabilabbnak is bizonyult az áruexporténál**, aminek háttérében részben az áll, hogy míg az áru egyenleget jelentősen befolyásolják a beruházási és fogyasztási döntések, addig a szolgáltatások iránti kereslet kevésbé függ a gazdaság ciklikusságától, valamint a protekcionista gazdaságpolitikai intézkedésektől.

3-27. ábra: A szolgáltatás egyenleg hozzájárulása a külső finanszírozási képességhez



Megjegyzés: Négy negyedéves érték a GDP arányában.

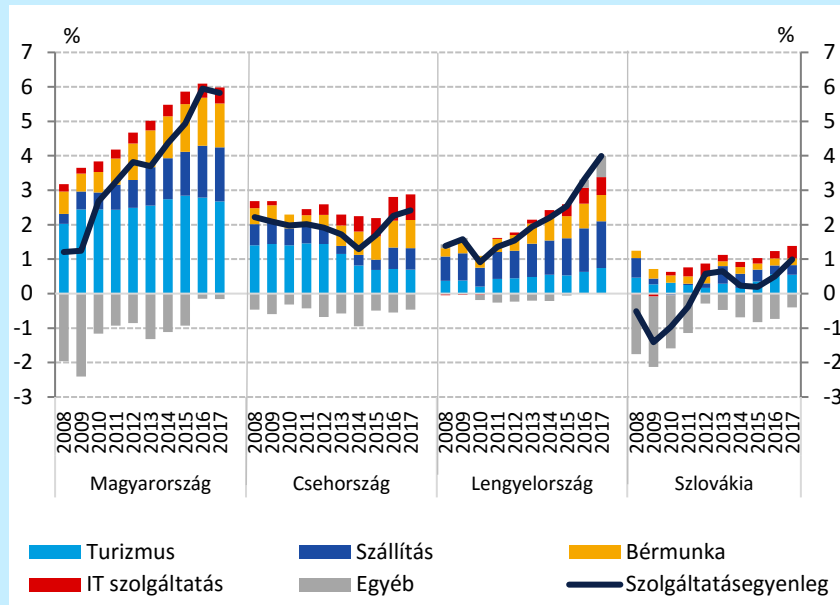
Forrás: KSH

A szolgáltatás egyenleg többletében a turizmus, a szállítási szolgáltatások és a bér munka meghatározó, és ezek az ágazatok a régió többi országához képest is jelentősen nagyobb egyenleget biztosítanak. A turizmus többletében, illetve a szállítási szolgáltatások dinamikus bővülésének háttérében hazánk kiemelt földrajzi elhelyezkedése, valamint kedvező infrastruktúrája<sup>2</sup> állhat. Emellett a bér munka, és az IT szolgáltatások többlete is hozzájárul a magas szolgáltatás egyenleghez – ezen ágazatok külkereskedelme elmarad a többi fő ágazatétól, azonban összességében jelentősen hozzájárul ahhoz, hogy hazánk szolgáltatás egyenlege számottevő mértékben meghaladja a régiós országokét. A válság után ugyanis Magyarország szolgáltatás egyenlege javult a legdinamikusabban a környező országok közül, aminek eredményeként hazánk többlete számottevően meghaladja a régióra jellemző szintet (3-28. ábra).

<sup>2</sup> Magyarországon az ezer négyzetkilométerre jutó autópályák hossza a 2015-ös adatok alapján 20,3 kilométer volt, ami érdemben meghaladja a régiós országokban tapasztalt szintet (<https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/jelszall/jelszall16.pdf>).



3-28. ábra: A szolgáltatásegyenleg alakulása a régióban



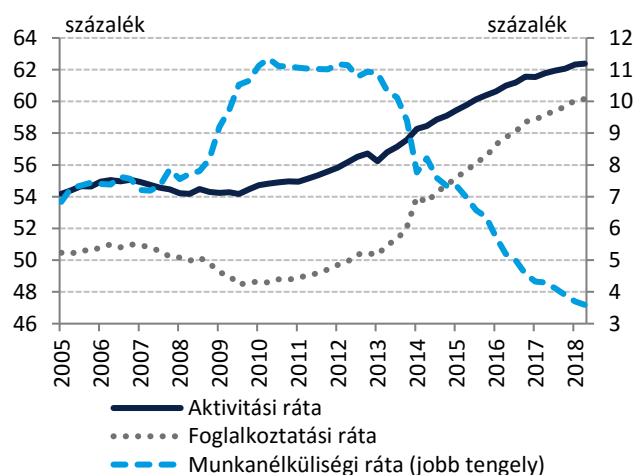
Megjegyzés: A GDP százalékában.

Forrás: Eurostat, MNB

### 3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2018 második negyedében tovább emelkedett a versenyszféra foglalkoztatottsága, amihez – az építőipar kibocsátásának dinamikus emelkedésével összhangban – döntően az építőipar foglalkoztatásbővülése járult hozzá, a feldolgozóipar és a piaci szolgáltató szektor foglalkoztatása érdemben nem változott. A foglalkoztatás emelkedésével párhuzamosan a munkanélküliségi ráta 3,6 százalékra mérséklődött.

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



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

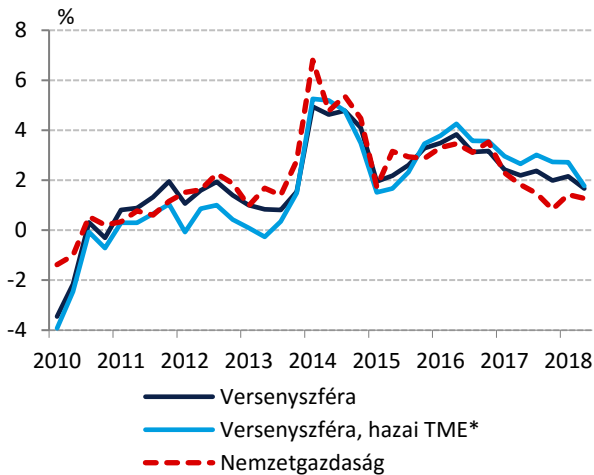
Forrás: KSH

2018 második negyedében a 15–74 éves korosztály aktivitási rátája 62,4 százalékon alakult, míg a 15–64 éves népességben belül az aktívak aránya 71,9 százalékot tett ki. A szezonálisan igazított adatok alapján enyhén növekedett a gazdaságilag aktívak száma (3-29. ábra).

A nemzetgazdasági foglalkoztatottság 1,3 százalékkal bővült éves összevetésben, amelyhez az állam és a versenyszféra foglalkoztatottságának emelkedése egyaránt hozzájárult. Az állami szférán belül folytatódott a közfoglalkoztatásban résztvevők számának csökkenése, míg a közfoglalkoztatáson kívüli foglalkoztatás ezt meghaladó mértékben emelkedett.

A versenyszféra létszámnövekedéséhez – az építőipar kibocsátásának dinamikus emelkedésével összhangban – döntően az építőiparban foglalkoztatottak számának emelkedése járult hozzá, a feldolgozóipar és a piaci szolgáltató szektor foglalkoztatása érdemben nem változott. A külföldi telephelyen foglalkoztatottak száma növekedett a második negyedében. A ledolgozott munkaórátömegeggyel korrigált, hazai teljes munkaidő

3-30. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása



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

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

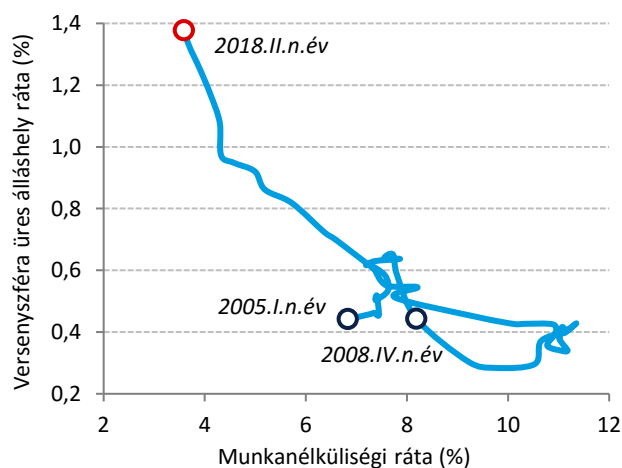
egyenértékes létszám a foglalkoztatottsághoz hasonló ütemben emelkedett (3-30. ábra).

A foglalkoztatás bővülésével párhuzamosan a munkanélküliek száma tovább mérséklődött, a munkanélküliségi ráta 3,6 százalékra csökkent. Az üres álláshelyek száma alapján mind a feldolgozóiparban, mind a piaci szolgáltatások szektorban tovább emelkedett a vállalatok munkaerő-kereslete. A Beveridge-görbe tovább feszesedő munkaerőpiaci környezetet jelez (3-31. ábra).

### 3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Becslésünk alapján a hazai kibocsátás 2018 második negyedévében a potenciális szintje körül alakulhatott. A hazai kibocsátási rés bezáródására utal a belső kereslet élénkülése mellett a hazai termelőegységek emelkedő kapacitáskihasználtsága, illetve a munkaerőpiac egyre feszesebbé válása is. A kibocsátási rés bezáródásával a gazdaság kínálati oldalának bővülése válik meghatározóvá a növekedés fenntarthatósága szempontjából. A potenciális növekedés ütemét a gazdaságpolitika a stabilitás fenntartása mellett a versenyképesség javítását és a termelékenység növelését megcélzó lépésekkel emelheti.

3-31. ábra: A Beveridge-görbe alakulása



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

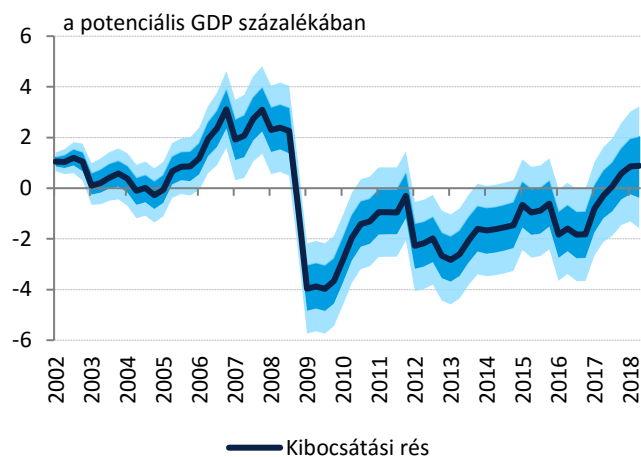
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

A Beveridge-görbe tovább feszesedő munkaerőpiaci környezetet jelez, amit az üres álláshelyek számának további emelkedése is alátámaszt. (3-31. ábra). A hazai vállalati konjunktúrahangulatot és kapacitáskihasználtságot megmagadó felmérések többsége tovább emelkedett. Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan a munkaerő a vállalatok válaszai alapján szűk keresztmetszetként jelentkezett a termelésben. Az ipar esetén 2018 második negyedévében a historikus csúcshoz közel alakult azon vállalatok aránya, amelyek a munkaerőt jelölték meg a termelést elsősorban akadályozó tényezőként. Ugyanakkor az elmúlt időszakban tovább nőtt a foglalkoztatottak száma.

A historikusan alacsony, 3,6 százalékos 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.

Becslésünk szerint a hazai kibocsátás az elmúlt negyedévekben a potenciális szintje körül alakulhatott,

3-32. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv



Megjegyzés: A kék terület a becslési bizonytalansági sávot mutatja.

Forrás: MNB

melyben jelentős szerepet játszik a belső kereslet tartós élénkülése (3-32. ábra). A becslések alapján az **idei év során az eurozóna kibocsátási rése záródik, a régiós gazdaságok ciklikus pozíciója pedig már tartósan pozitív tartományban alakul. Mindez hatással van a magyar gazdaság ciklikus pozíciójára is.** Mindemellett a hazai gazdaságra jellemző magas fokú kapacitáskihasználtság és a historikusan alacsonyan lévő munkanélküliségi ráta is a kibocsátási rés záródására utal.

### 3.5. Költségek és infláció

Az elmúlt hónapokban az infláció várakozásainknak megfelelően enyhén meghaladta a 3 százalékot. Az árindex alakulását a nyári hónapokban döntően az üzemanyagok és a feldolgozatlan élelmiszerek árának emelkedése határozta meg. A júniusi Inflációs jelentés prognózisával összhangban a maginfláció az elmúlt időszakban 2,4 százalék körül stabilan alakult. Az inflációs várakozások változatlanul alacsony szinten horgonyoztak. A historikusan feszes munkaerőpiaci környezet és a bérmegállapodásban foglalt intézkedések közvetlen és átgyűrűző hatása következtében a versenyszféra bruttó átlagkeresete 10,3 százalékkal emelkedett a második negyedévben az előző év azonos időszakához képest.

#### 3.5.1. Fogyasztói árak

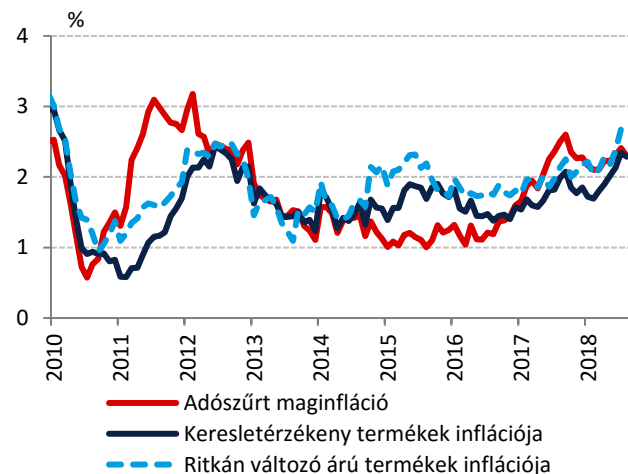
**Az elmúlt hónapokban az infláció várakozásainknak megfelelően enyhén meghaladta a 3 százalékot.** Az árindex alakulását a nyári hónapokban döntően az üzemanyagok és a feldolgozatlan élelmiszerek árának emelkedése határozta meg. **A maginfláció** az elmúlt időszakban a júniusi Inflációs jelentés prognózisával összhangban **2,4 százalék körül stabilan alakult.**

**A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók** (a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) **az elmúlt hónapokban emelkedtek** (3-33. ábra).

**Az iparcikkek inflációja az elmúlt hónapokban visszafogott szinten alakult.** A nem tartós iparcikkek árai nem mutattak számottevő változást. A tartós termékkörön belül mérsékelt árdinamikát figyelhettünk meg. Az iparcikkek árait továbbra is a mérsékelt importált infláció és a folyamatosan élénkülő belső kereslet egymást ellensúlyozó hatása alakítja.

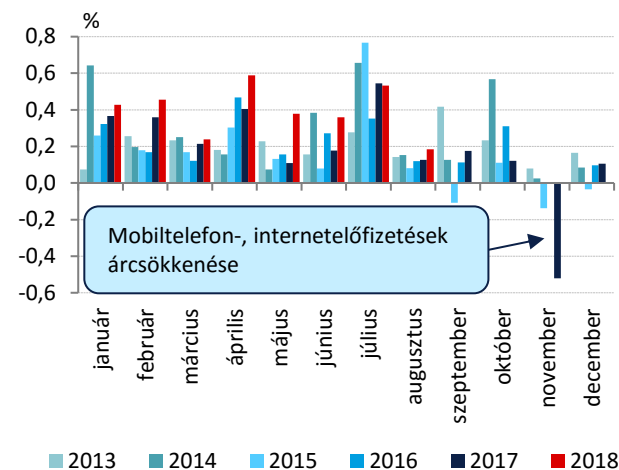
**A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban enyhén emelkedett.** A piaci szolgáltatások nyári hónapokban tapasztalt áremelkedése meghaladja a tavalyi év azonos időszakának árdinamikáját (3-34. ábra). Mind a munkaintenzív, mind pedig a technológiaintenzív

3-33. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

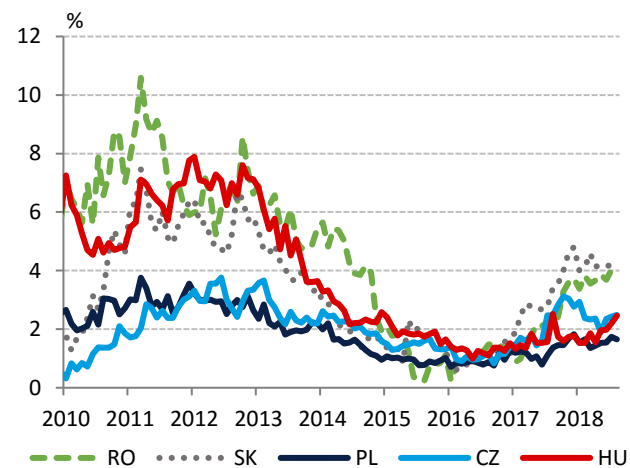
3-34. ábra: A piaci szolgáltatások árváltozása



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

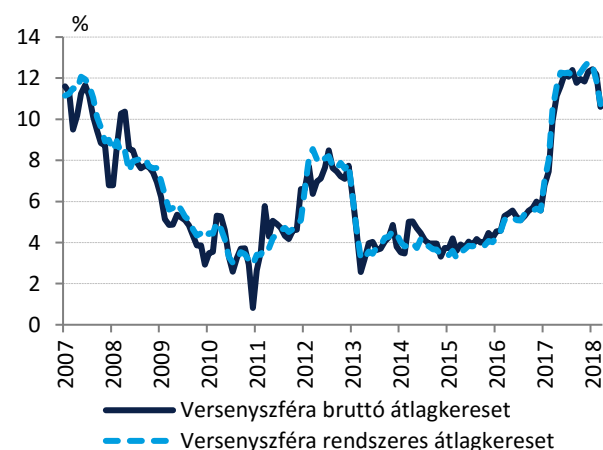
Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

3-35. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3-36. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása



Megjegyzés: Negyedéves mozgóátlagok.

Forrás: KSH

szolgáltatások inflációja enyhén tovább emelkedett az elmúlt hónapokban.

**Az élelmiszerek** – mind a feldolgozatlan, mind a feldolgozott élelmiszerek – **szезonálisan igazított és adózúrt árai emelkedtek az elmúlt hónapokban.** Előbbi termékcsoportban az árak emelkedése főként a friss zöldség és gyümölcsök áraihoz köthető, utóbbi termékcsoportban pedig a tej és a tejtermékek, továbbá a feldolgozott hústermékek járultak hozzá az árak növekedéséhez.

**Az üzemanyagok árszintje az elmúlt hónapokban emelkedett.** Ehhez hozzájárult a dollárban kifejezett világszerte olajárak – érdemi volatilitás mellett megvalósuló – emelkedése. A szabályozott árú termékeknel nem volt számottevő mértékű árváltozás az elmúlt hónapokban.

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

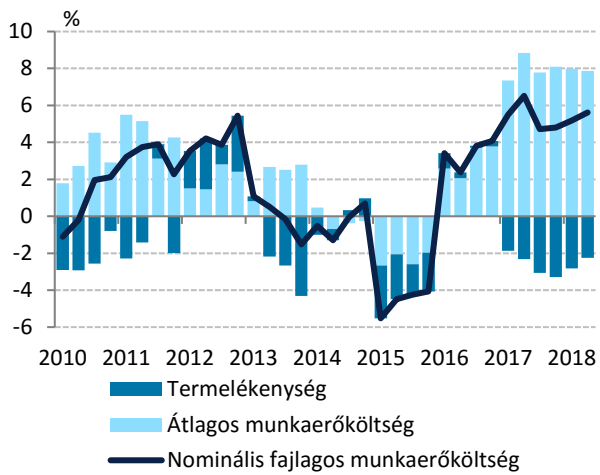
### 3.5.2. Inflációs várakozások

**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).

### 3.5.3. Bérek

**2018 második negyedében 10,3 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest (3-36. ábra).** A folytatódó erőteljes bérdinamikához a bérezési alapfolyamatot meghatározó historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a minimálbér és a garantált bérminimum idei évi 8, illetve 12 százalékos emelése járult hozzá, valamint a szociális hozzájárulási adó ideje évi 2,5 százalékpontos mérséklődése is támogatta a vállalatok bérezését. A rendszeres átlagkereset havi dinamikája a szokásos szezonálisnál érdemben erőteljesebben alakult májusban, júniusban azonban korrekciót mutatott. A bérdinamika az átlagbér alatt fizető ágazatokban továbbra is magasabb volt, mint az átlagbér felettiekben. **Az erőteljes bérdinamika munkaerőköltségre gyakorolt hatását a szociális hozzájárulási adó csökkentése mérsékelte.** 2018 második negyedében a **fajlagos munkaerőköltség éves dinamikája kismértékben meghaladta az előző negyedében tapasztalt mértéket,** amit a termelékenység növekedésének enyhe lassulása magyarázott (3-37. ábra).

3-37. ábra: A versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

### 3.5.4. Termelői árak

**A mezőgazdasági termelői árak éves összehasonlításban lényegében nem változtak az idei év második negyedévében.** A szezonális termékek árai éves összehasonlításban emelkedtek, amit az állati eredetű termékek árcsökkenése ellensúlyozott. A gabona termelői ára számottevő mértékű változást nem mutatott.

A fogyasztási cikkek termelői árai mérsékelten, míg a teljes ipar belföldi értékesítési árai a historikus átlagnál enyhén magasabb mértékben emelkedtek az előző év azonos időszakához képest, mely főként az energiatermelő ágazatokhoz köthető.

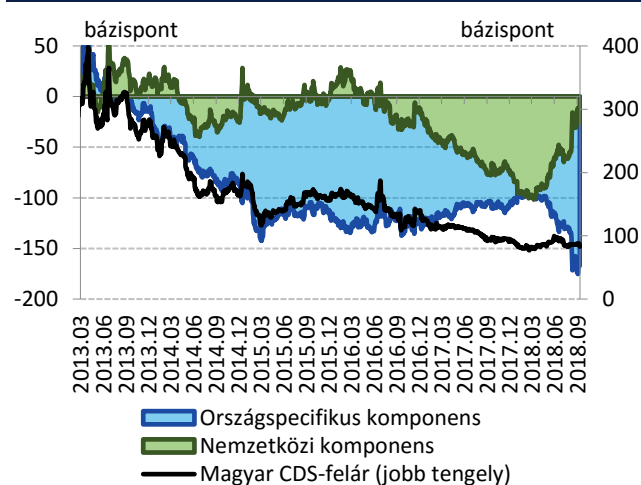
## 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

### 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az idei évben folytatódott a feltörekvő piacokon, illetve az eurozóna perifériaországokban a kockátvállalási hajlandóság csökkenése. A fejlett piacokat is negatívan érintő kínai-amerikai kereskedelmi feszültségek tovább fokozódtak, illetve a geopolitikai kockázatok erősödtek. A törökországi eseményekkel összefüggésben a feltörekvő régió belül a külső és fiskális egyensúly oldaláról sérülékenyebb országok hozamai volatilisen alakultak, míg a kedvezőbb fundamentumokkal rendelkező visegrádi régió hozamai csak mérsékeltebben emelkedtek.

A magyar hosszú hozamok a második negyedévben a régiós átlaghoz képest valamivel jobban nőttek, azonban július óta kissé csökkentek és relatív szűk sávban stabilizálódtak. A hitelkockázati mutatóban ugyanakkor kis mértékű csökkenés volt tapasztalható. A forint a lengyel zlotyival együtt, de annál kissé nagyobb mértékben gyengült az euróval szemben.

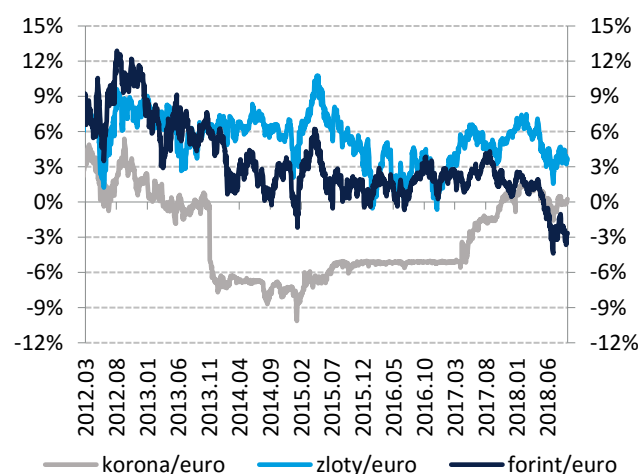
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

**Hazánk hitelkockázati felárának második negyedév végi enyhe emelkedése június közepe óta korrigált** (4-1. ábra). A magyar hitelkockázati felár kismértékű csökkenése a nemzetközi tényezők relatív emelkedése mellett következett be, így a dekompozíciós módszertan az egyedi (országspecifikus) komponens csökkenését mutatja. A nemzetközi komponens emelkedésének háttérben ugyanakkor elsősorban a török felár jelentős megugrása áll, amit a hazai CDS prémium mellett a szűkebb közép-kelet-európai régiós felárak sem követek. Az egyedi tényező javulása ezért inkább a szűkebb régió relatív megítélésének javulását tükrözi.

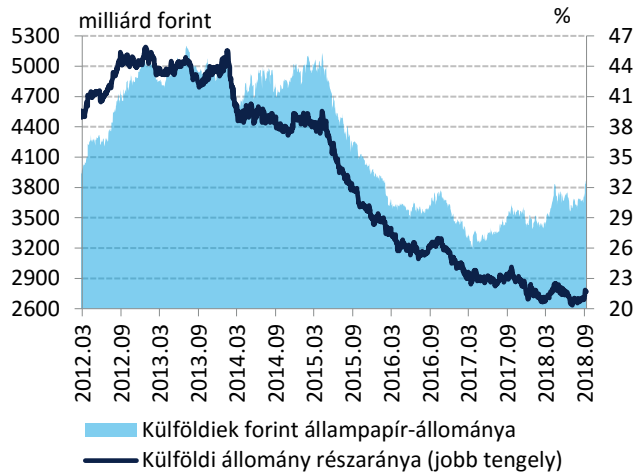
#### 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

**A forint euróval szembeni árfolyama 1,4 százalékkal értékelődött le, míg a lengyel zloty ennél kisebb mértékben 0,7 százalékkal gyengült. A cseh korona és a román lej 0,4 és 0,7 százalékkal erősödött az időszak alatt** (4-2. ábra). A forint árfolyama június közepe óta a korábbi negyedéveknél magasabb szinten és szélesebb sávban, 319-330-as árfolyam között mozgott. Az időszak első felében a forint leértékelődött, majd július elejétől folyamatosan erősödött, az időszak végén a 325-327-es szint között ingadozott. A dollár időszak végi erősödése és a nemzetközi kockázatkerülés miatt a KKE-devizák is enyhén gyengültek az amerikai fizetőeszközzel szemben.

#### 4.1.3. Állampapírpiaac és hozamalakulás

**Emelkedett a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben** (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta tartó gyakorlatilag folyamatos csökkenését követően előbb stabilizálódott, majd 2018 márciusától emelkedni kezdett. A harmadik negyedévben előbb folytatódott a csökkenés, majd szeptember elején számottevően nőtt, így összességében közel 100 milliárddal nőtt a külföldiek állománya, miközben

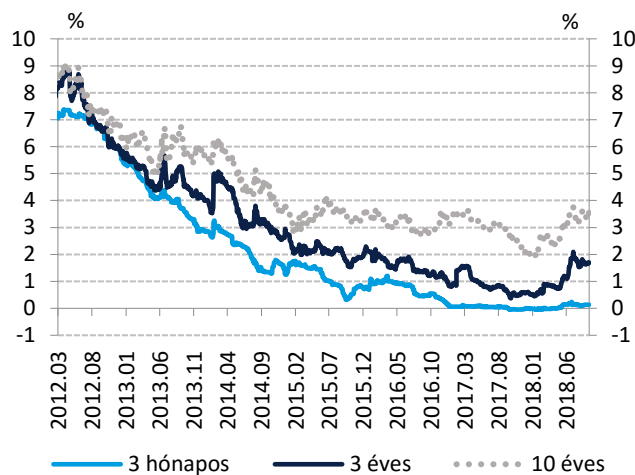
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra kizárólag diszkontkincstárjegyek és állampapírok állományát mutatja.

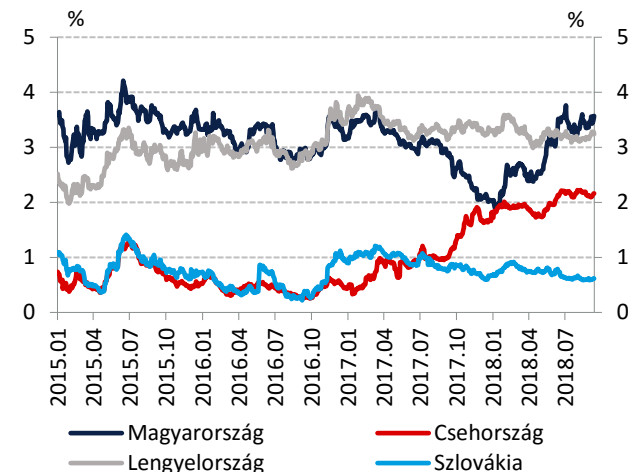
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

a külföldiek tulajdoni részaránya is bő egy százalékponttal, 22 százalék közelébe emelkedett.

**Az állampapírok elsődleges piacán a megemelt kínálat mellett is erős volt a kereslet, a hosszabb papíroknál sok esetben a meghirdetett összegnél többet fogadott el az ÁKK.** Éven belüli lejáratokon a 3 hónapos lejáraton csökkent az átlaghozam, míg a 12 hónapos lejáraton emelkedett. A globális kockázatkerülés növekedésével összhangban az időszak elején jobban emelkedett a 3 és 5 éves lejáratok hozama, majd az időszak végén csökkentek. A 10 éves lejáraton stagnált az aukciós átlaghozam.

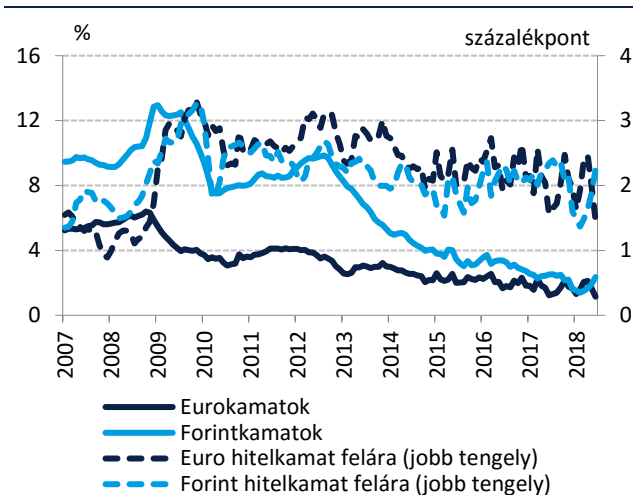
**A másodpiaci állampapír-piaci hozamgörbe 5-40 bázispontos mértékben emelkedett** (4-4. ábra). Az év eleje óta megfigyelhető volatilis feltörekvő piaci hangulatban június közepe óta a magyar benchmark hozamok tovább emelkedtek a közepes futamidőkön, bár a 100 bázispont körüli növekedést több mint felét a július közepi benchmarkváltás magyarázta. Az 5 éven túli szakaszon előbb szintén emelkedtek, majd kissé korrigálták. A 10 éves hozam így az időszak végére minimálisan, 3,6 százalékra emelkedett. A bankközi hozamoknál az állampapírpiaci folyamatokkal lényegében megegyező elmozdulás volt megfigyelhető.

**A hosszú referenciahozamok vegyesen alakultak a régióban a negyedév során** (4-5. ábra). Míg a tízéves forint-hozam 10 bázisponttal a cseh 5 bázisponttal emelkedett. A szlovák hozam közel 20, míg a lengyel 3 bázisponttal csökkent.

## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2018 második negyedévében a bankok egy szűkebb köre enyhített a vállalati és a háztartási hitelkondíciókon, előretekintve azonban a hitelezők további lazítást helyeztek kilátásba a vállalati szegmensben, melyet elsősorban a versenyhelyzet ösztönöz. A negyedév során emelkedett a vállalati forinthitel felára, míg az eurohitel felárában csökkenés volt megfigyelhető. A kamatfixált lakáscélú hitelek felárának csökkenésével a változó kamatozású hitelek szintjéhez közelítettek a felárak. Az inflációs várakozások emelkedésének hatására nőtt az egyéves előretekintő reálkamat 2018 második negyedévében.

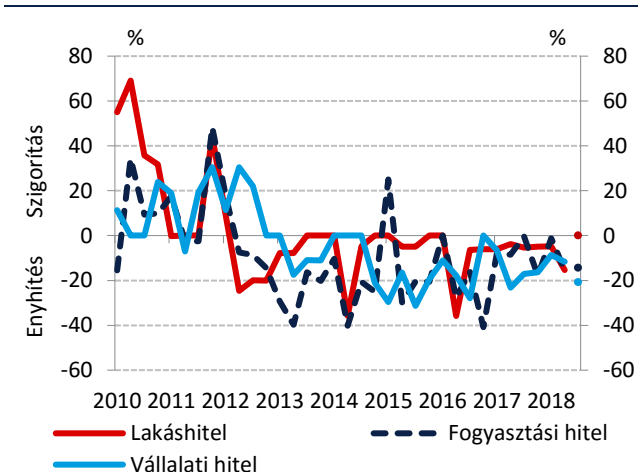
4-6. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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

Forrás: MNB

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



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Előrejelzés 2018 második félévére.

Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján

### 4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

**A vállalati forinthitel felára emelkedett 2018 második negyedévében.** A piaci alapú, money market ügyletektől szűrt új vállalati forint hitel-szerződések kamatlába a kisösszegű forinthitel esetében nem változott előző negyedévhez képest, míg a nagyösszegűek esetében 0,9 százalékponttal nőtt, így összességében 2,3 százalékra emelkedett az átlagos forintkamat a negyedév végére. Az eurohitel tekintetében a kisösszegű hitelek átlagos kamatlába 0,2 százalékponttal csökkent, a nagyösszegű hitelek esetében pedig 1,6 százalékpontos csökkenés volt megfigyelhető az előző negyedévhez képest, amiben jelentős szerepet játszottak nagy összegű tételek is. Így az eurohitel átlagos kamatlába 1,1 százalékra mérséklődött a vizsgált időszak végére (4-6. ábra). A vállalati kamatok csökkenése főként a felárak mérséklődésével magyarázható, így az átlagos felár az eurohitel esetében 1,5 százalékponttal süllyedt, míg a forinthitel felára 2,2 százalékponttal emelkedett 2018 második negyedév végére.

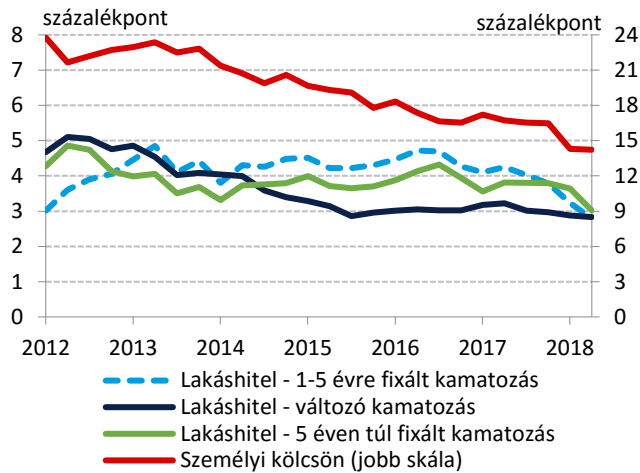
**A vállalati hitelfeltételek tovább enyhültek.** A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a második negyedévben a bankok nettó értelemben vett 12 százaléka enyhített összességében a vállalati hitelfeltételeken, azonban a mikro- és kisvállalati szegmensben ennél is nagyobb arányban, a bankok 22 százaléka jelezte a hitelfelkondíciók lazítását (4-7. ábra). Az enyhítés elsősorban a felárak csökkentésében jelentkezett, melyet a piaci versenyhelyzet további fokozódásával és a kedvező gazdasági kilátásokkal indokoltak. 2018 második félévére előretekintve a válaszadó bankok ötöde tervez enyhíteni a feltételeken, elsősorban a felárak csökkentése révén, amelyet továbbra is a versenyhelyzet alakulása ösztönöz.

### 4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

**A fix kamatozású lakáshitelek felára megközelítette a változó kamatozású hitelek szintjét.** A kamatozás módja szerint a változó kamatkonstrukciójú lakáshitelek THM-szintje 0,1 százalékponttal nőtt, míg az 1-5 évre és az 5 éven túl rögzített kamatozású hiteleké rendre 0,1 és 0,2 százalékponttal csökkent 2018 második negyedévében. A lakáscélú hitelek felára mind a változó, mind az éven túl



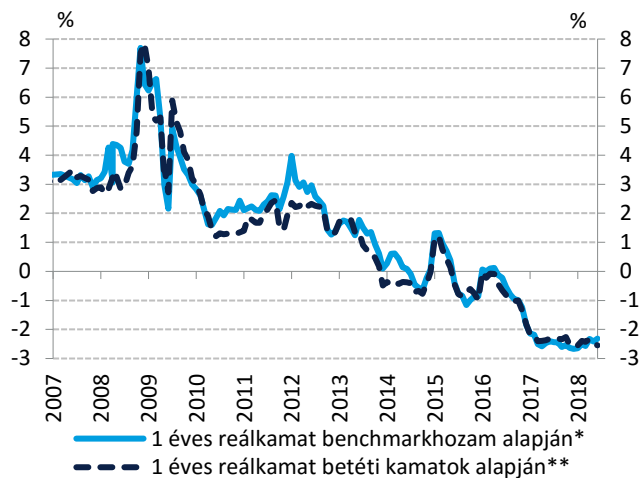
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek kamatfelára



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

Forrás: MNB

4-9. 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

kamatfixált hitelek esetében csökkent. Az 1-5 évre kamatfixált hitelek esetében 0,4 százalékponttal 2,8 százalékpontra, míg az 5 éven túl rögzített kamatozású lakáshitelek esetében 0,6 százalékponttal 3 százalékpontra süllyedt a simított felár, ezzel megközelítve a változó kamatozású lakáshitelek felárát (4-8. ábra). A személyi kölcsönök átlagos teljes hitelköltsége enyhe csökkenést követően 14 százalékon alakult a vizsgált időszakban.

**A bankok szűk köre enyhített a lakáshitelek és a fogyasztási hitelek kondícióin.** A Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 15 százaléka enyhített a lakáshitelek feltételein 2018 második negyedévében (4-7. ábra), ami elsősorban a felárak csökkenésében jelentkezett. A válaszadó bankok közel kétharmada elsősorban a lakáspiaci folyamatok alakulását, több mint 40 százalékuk a piaci részesedési célokat említette enyhített támogató tényezőként. A fogyasztási hitelek feltételein szintén a bankok nettó értelemben vett 15 százaléka enyhített a negyedév során, mely leginkább a személyi kölcsönöket érintette. A részfeltételeket tekintve a bankok elsősorban a hitelek maximális futamidejét növelték. Az év második felében a bankok 14 százaléka tervez lazítani a fogyasztási hitelek feltételein a felárak további csökkentése révén, azonban egyes bankok már szigorítási szándékot is kilátásba helyeztek. A lakáshitelek feltételein nem terveznek változtatást a megkérdezett intézmények.

#### 4.2.3. Reálkamatok alakulása

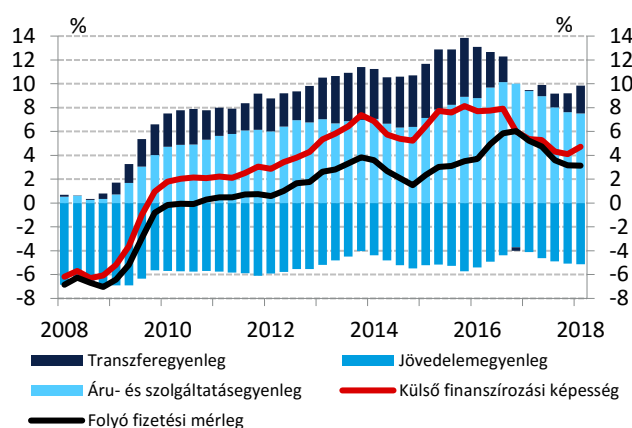
**Az egy évre előretekinthető reálkamat emelkedett a negyedév során (4-9. ábra).** Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint 2018 második negyedévében az állampapírpiacon hozamokból becsült hozam alapján 0,3 százalékponttal emelkedett az előző negyedévhez képest, így -2,3 százalékos tette ki az időszak végén. A betéti kamatok alapján számított reálkamat 0,1 százalékpontos csökkenéssel -2,6 százalékos szinten állt 2018 júniusában. A reálkamat szint emelkedését az inflációs várakozások emelkedése magyarázza.

## 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

### 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

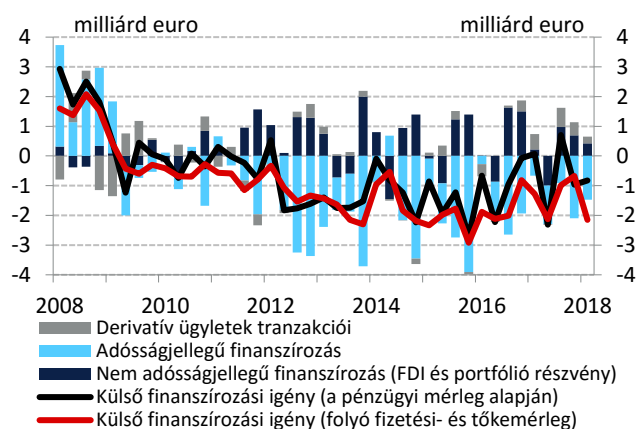
Magyarország külső finanszírozási képessége 2018 első negyedévében a GDP 4,7 százalékára emelkedett. Mivel ennek háttérében elsősorban a tőkemérleg részét képező EU-transzferek bővülő felhasználása állt, a folyó fizetési mérleg egyenlege továbbra is a GDP 3,1 százaléka körül alakult. A belső kereslet élénkülésével összhangban történő importbővülés a külkereskedelmi többlet folytatódó mérséklődésében tükröződött, ugyanakkor a csökkenés üteme – a készletek visszafogottabb év eleji növekedése és a szolgáltatásegyenleg javulása miatt – lelassult. A jövedelemegyenleg hiánya nem változott a negyedév során, mivel a külföldről származó bérjövödelmek csökkenését ellensúlyozta a külföldi hitelekre fizetett nettó kamatkiadás mérséklődése. A finanszírozás oldali folyamatok alapján tovább mérséklődött a nettó külső adósság, miközben a közvetlentőke-befektetések emelkedtek. 2018 első negyedévének végén a nettó külső adósság – a tranzakciók, az átértékelődési hatások és a GDP növekedés együttes eredményeként – a GDP 11 százalékára, míg a bruttó külső adósság 59 százalékra mérséklődött. Az előzetes havi adatok alapján 2018 második negyedévében a gazdaság finanszírozási képessége és a folyó fizetési mérleg többlete is mérséklődött, ami mellett vélhetően folytatódott a külső adósságráták csökkenése.

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



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában. Forrás: MNB

5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

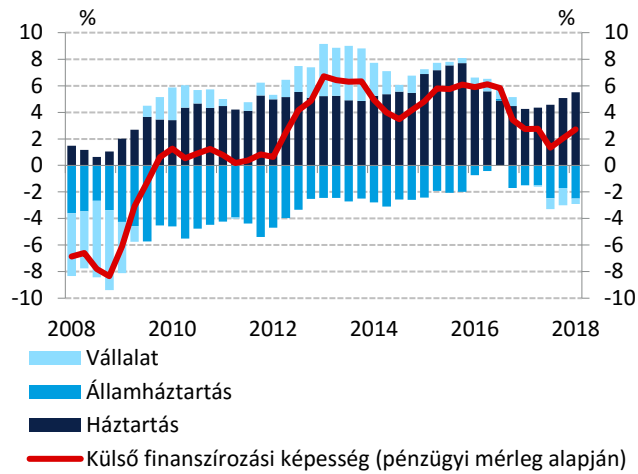
#### 5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

**2018 első negyedévében a külső finanszírozási képesség a GDP 4,7 százalékára emelkedett, míg a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP 3,1 százalékán stabilizálódott** (5-1. ábra). A külső finanszírozási képesség emelkedése elsősorban az EU-transzferek bővülő felhasználása miatt javuló tőkemérleghez kötődött. A folyó fizetési mérleg közel változatlan szintje a külkereskedelmi többlet enyhé csökkenése és a folyó transzferek bővülése mellett alakult ki. A **külkereskedelmi többlet** az áru egyenleg – lassabb ütemben folytatódó – csökkenése és a szolgáltatásegyenleg javulásának eredményeként enyhén mérséklődött. A negyedév során megállt a **jövedelemegyenleg** hiányának 2016 vége óta tartó emelkedése: az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozók jövedelmeinek folytatódó mérséklődését ellensúlyozta a külföldi hitelek kamategyenlegének javulása. A **transzferegyenleg** érdemben emelkedő többlete az EU források bővülő felhasználásához kötődött. Az előzetes, részben becslésen alapuló havi adatok alapján a második negyedévben a folyó fizetési mérleg és a külső finanszírozási képesség is mérséklődött. Ennek háttérében a külkereskedelmi egyenleg csökkenése és az első negyedévben tapasztaltnál enyhén visszafogottabb EU-transzfer-felhasználás állt.

#### 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

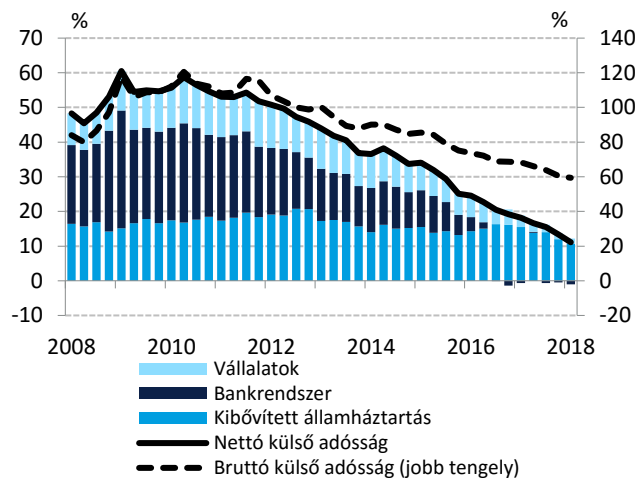
**A finanszírozás oldali folyamatok alapján folytatódott a nettó külső adósság jelentős csökkenése és a nettó FDI beáramlása** (5-2. ábra). A pénzügyi mérleg alapján számolt finanszírozási képesség 2018 első negyedévében az előző két év átlaga körül alakult, és 0,8 milliárd eurót tett ki. A nettó forráskiáramlás a közvetlentőke befektetések 0,4 milliárd euro körüli nettó beáramlása és 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

adósságjellegű források 1,5 milliárd eurós csökkenése mellett alakult ki. Az adósságkiáramlás közel fele a bankszektorhoz kötődött, miközben a tranzakciók szerint az államháztartás és a vállalatok külső adóssága is mérséklődött. A havi adatok alapján 2018. második negyedévében a külső adósság első negyedévinél kisebb csökkenésének hatását némiképp ellensúlyozta, hogy – részben az időszakban szokásos osztalékfizetések miatt – az FDI források beáramlása is elmaradt az első negyedévből tapasztalttól.

**A szektorok megtakarítását tekintve a magánszektor finanszírozási képességének emelkedése meghaladta az államháztartás finanszírozási igényének növekedését (5-3. ábra).** Az államháztartás négy negyedéves GDP-arányos finanszírozási igénye enyhén emelkedett 2018 első negyedévében, elsősorban a beruházási kiadásokhoz kapcsolódóan. A magánszektor nettó finanszírozási képessége a háztartások nettó pénzügyi megtakarításának – elsősorban a gyors bérnövekedés hatására bekövetkezett – növekedése és a vállalatok finanszírozási igényének mérséklődése hatására emelkedett. Az előzetes havi adatok alapján 2018 második negyedévében a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása tovább nőtt, miközben az államháztartás és a vállalati szektor finanszírozási igénye emelkedett.

**A magyar gazdaság nettó külső adóssága az első negyedév végén a GDP 11 százalékára mérséklődött (5-4. ábra).** Az adósságeneráló források számottevő kiáramlása, a GDP növekedése, valamint az állományok átértékelődése együttesen 2,2 százalékponttal csökkentették az ország nettó külső adósságát. Az adósságráta csökkenéséhez nagyobb részben az államháztartás járult hozzá, de kisebb mértékben a vállalatok és a bankszektor nettó külső adóssága is mérséklődött. Ezzel párhuzamosan a bruttó külső adósság is csökkent, 2018 első negyedévének végén a GDP 59,4 százalékát tette ki. A lassabb ütemben folytatódó nettó adósságkiáramlás az előzetes havi adatok alapján támogatta a nettó külső adósság tranzakciókból eredő csökkenését, amit ugyanakkor ellensúlyozhattak a forint árfolyamának gyengülésével összefüggő átértékelődési hatások.

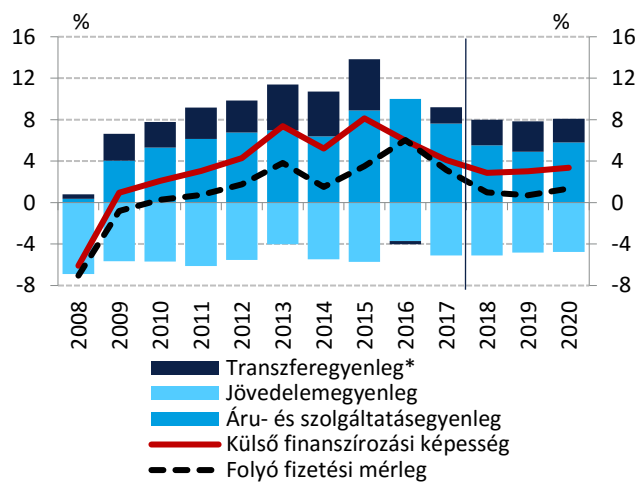
## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

A külső egyensúlyi pozíció az előrejelzési horizonton stabilan magas szinten alakul, amihez a tartósan pozitív folyó fizetési mérleg mellett a bővülő transzferegyleg is hozzájárul. 2018-2019-ben a jelentős fogyasztás és beruházási aktivitás importnövelő hatása, illetve az emelkedő olajárak a folyó fizetési mérleg többletének átmeneti mérséklődését eredményezik. Ezt a hatást az EU-transzferek bővülő felhasználásának köszönhetően javuló transzferegyleg ellensúlyozza, így a külső finanszírozási képesség a 2018-as csökkenést követően a GDP 3 százaléka körül stabilizálódik. 2019-től a korábban kiépített exportkapacitások termelésének növekedése és a visszafogottabb beruházásbővülés javítja a külkereskedelmi egyenleget, így a folyó fizetési mérleg csökkenése lassul, majd 2020-ban emelkedésbe fordul. Előretekintve a kamategyleg javulásának köszönhetően enyhén mérséklődik a jövedelemegyleg hiánya. A transzferegyleg magas többlete az előrejelzési horizonton ellensúlyozza a folyó fizetési mérleg változását, így támogatja a stabilan magas külső egyensúlyi pozíció kialakulását. A szektorok megtakarítása felől tekintve a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a kedvező jövedelmi folyamatoknak köszönhetően 2018-ban emelkedik, majd 2019-től a nettó hitelfelvétel fokozatos emelkedésével enyhe csökkenésbe fordul, ugyanakkor továbbra is jelentős marad. A beruházások bővülésének hatására 2018-ban emelkedik a vállalatok finanszírozási igénye, majd az export élénkülésével párhuzamosan a GDP 2 százaléka közelében stabilizálódik. A gazdasági növekedés bevételeket növelő hatásának következtében a költségvetési hiány mérséklődik, amit 2018-ban átmenetileg ellensúlyoznak az adó és járulékok csökkentései. Az előrejelzési horizonton magas külső finanszírozási képesség javítja a külső adósságmutatásokat, így a nettó külső adósság 2020-ra várhatóan nulla közelébe mérséklődik.

**A gazdaság külső finanszírozási képessége 2018-ban a GDP 3 százaléka alá csökken, majd e szint körül stabilizálódik** (5-5. ábra). 2018-ban az importintenzív

beruházások, valamint a lakossági fogyasztás jelentős bővülése mellett folytatódik az áru- és szolgáltatáseregyleg mérséklődése, ami a folyó fizetési mérleg és a finanszírozási képesség csökkenését eredményezi. A külkereskedelmi többlet csökkenéséhez a cserearányok olajár-emelkedéshez köthető romlása is hozzájárul. 2018-ban a jövedelemegyleg hiánya stabilizálódik: az egy évnél rövidebb ideig külföldön dolgozók jövedelmének csökkenését ellensúlyozza a külső adósság folytatódó csökkenésével összefüggésben mérséklődő kamatkidás. A transzferegyleg többlete az EU-források bővülő felhasználásának köszönhetően a GDP 2,4 százaléka alá nő 2018-ban, ami jelentősen javítja a külső egyensúlyi pozíciót. A fogyasztás és a beruházások növekedése 2019-ben is jelentős importdinamikát eredményez, ami a cserearányok enyhe romlásával együtt a folyó fizetési mérleg további csökkenésével jár. A korábban kiépített kapacitások termelésének felfutása miatt élénkülő exporttal és a belső felhasználás lassabb ütemben folytatódó bővülésével összefüggésben a külkereskedelmi többlet mérséklődése lelassul, majd 2020-tól emelkedésbe fordul. A jövedelemegyleg 2019-től enyhén javul a kamatkidások folytatódó csökkenésének köszönhetően, amit részben ellensúlyoz a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának emelkedése, valamint a külföldön átmenetileg munkát vállalók jövedelmeinek mérséklődése. E tényezők hatására a folyó fizetési mérleg többlete 2019-ben a GDP 1 százaléka alá

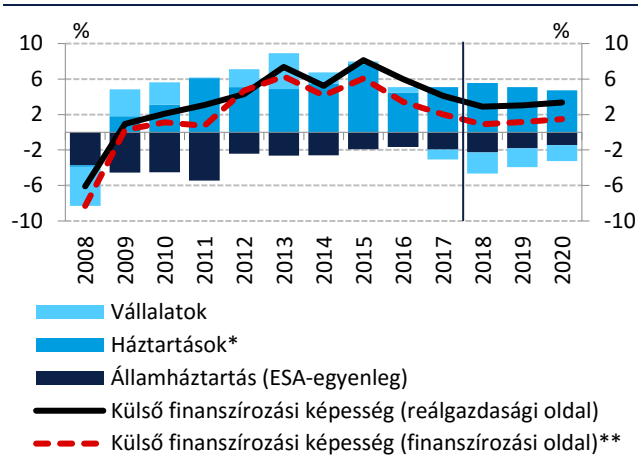
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



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

Forrás: MNB

5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása



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

Forrás: MNB

mérséklődik, majd 2020-ban újra emelkedik. A külső finanszírozási képesség az előrejelzési horizonton stabilan magas szinten, a GDP 3 százaléka körül alakul a transzferegyenleg 2019. évi folytatódó bővülésének köszönhetően.

**2018-ban a külső finanszírozási képesség csökkenése a vállalati szektor és az állam finanszírozási igényének emelkedése mellett valósul meg, miközben a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása emelkedik** (5-6. ábra). A kedvező munkapiaci helyzet és a jelentős béremelkedés a háztartások jövedelmi pozíciójának javulását eredményezik, ami a fogyasztás bővülése mellett a szektor pénzügyi követeléseinek növekedését is támogatja. Ennek köszönhetően a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása 2018-ban átmenetileg emelkedik, majd a hitelfelvétel fokozatos élénkülésével párhuzamosan enyhe mérséklődésbe fordul, de továbbra is magas marad a teljes előrejelzési horizonton. 2018-ban a beruházások élénkülésével összhangban emelkedik a vállalati szektor finanszírozási igénye. Ezt a hatást a következő években várhatóan ellensúlyozza az export felfutása és az EU-transzfer felhasználás bővülése, így a szektor finanszírozási igénye a GDP 2 százaléka körüli szinten stabilizálódik. A költségvetés hiánya 2018-ban a GDP 2,3 százalékára emelkedik a szociális hozzájárulási adó, a célzott áfacsökkentések, valamint a növekedési adóhitelből és földértékesítésből származó bevételek kiesésének hatására. Az előrejelzési horizont második felében a hiány a GDP 2 százaléka alá csökken, amit a gazdasági növekedéssel összefüggésben növekvő bevételek, valamint a mérséklődő kamatkiadások is támogatnak.

**Előretekintve a stabilan magas külső finanszírozási képesség támogatja a gazdaság sérülékenységének további csökkenését.** Az előrejelzési horizonton a tartósan pozitív finanszírozási képesség, illetve a nemrég bejelentett autóiipari beruházásokhoz köthetően várhatóan továbbra is magas FDI-beáramlás hatására folytatódik az adósságráták csökkenése, így a nettó külső adósság 2020-ig várhatóan nullára csökken.

### 5.3. Költségvetési folyamatok

Előrejelzésünk szerint idén és a következő években is alacsony lehet a költségvetés hiánya, ami a dinamikus gazdasági növekedéssel együtt a GDP-arányos államadósság-ráta folyamatos csökkenését eredményezi. Prognózisunk alapján 2018-ban a kormányzati szektor eredményszemléletű hiánya kismértékben a törvényi előirányzat alatt alakul, míg 2019-ben a hiánycéllal összhangban 1,8 százalékra mérséklődik. 2018-ban a folytatódó adócsökkentések következtében a fiskális politika keresletbővítő hatású, az előrejelzési horizont második felében pedig a csökkenő hiánynak köszönhetően a költségvetési politika anticiklikus tartalékot képez. Előrejelzésünk szerint a változatlan tavalyi év végi árfolyammal számított GDP-arányos maastrichti államadósság-mutató 2018. év végére a GDP 72,4 százalékára csökken, majd a horizont végére 67 százalék közelébe mérséklődik a devizaadósság folytatódó csökkenése mellett.

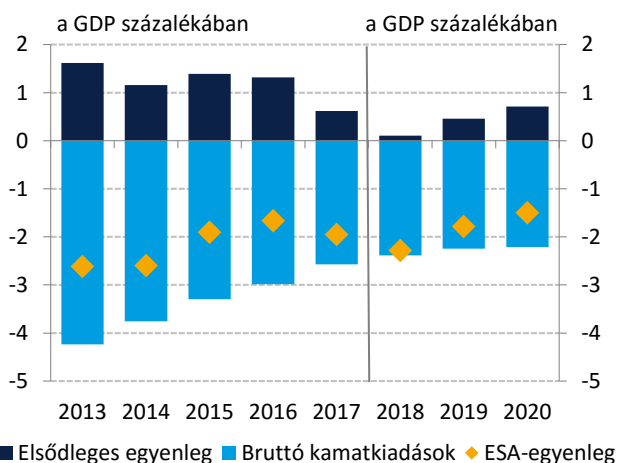
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

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

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



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

Forrás: Eurostat, MNB

#### 5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

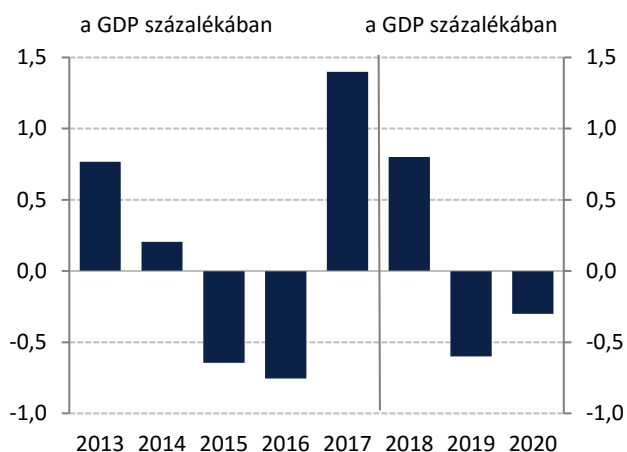
Előrejelzésünk alapján 2018-ban a GDP 2,2–2,3 százaléka között alakul a kormányzati szektor hiánya, míg 2019-ben a törvényi előirányzattal összhangban 1,7–1,8 százalék, 2020-ban pedig 1,4–1,8 százalék lehet az eredményszemléletű deficit (5-1. táblázat). 2017-hez képest az adócsökkentések és az előző években jelentkező egyedi bevételek (termőföld-értékesítés, növekedési adóhitel) kifizetésének következtében idén kismértékben emelkedik az ESA-hiány. 2019-ben a költségvetési törvénnyel összhangban ismét mérséklődik a deficit, amit a kedvező makrogazdasági folyamatok következtében emelkedő adóbevételek támogatnak. Az elsődleges egyenleg prognózisunk szerint a teljes előrejelzési horizonton pozitív marad, a kamatkidadások pedig folyamatosan mérséklődve megközelítik a GDP 2 százalékát (5-7. ábra). A közelmúltban tapasztalt hozamemelkedések ellenére, az előrejelzési horizonton továbbra is a kamatkidadások csökkenésének folytatódásával számolunk. A csökkenést az okozza, hogy az adósság fokozatosan árazódik át, így az elmúlt években végbement jelentős hozamcsökkenés következtében az alacsony kamatozású adósságelemek részaránya középtávon növekedni fog.

2018-ban a folytatódó adócsökkentések következtében a fiskális politika keresletbővítő lehet, míg 2019-ben és 2020-ban a csökkenő hiány következtében enyhe keresletszűkítő hatásra számítunk (5-8. ábra). 2018-ban folytatódott a szociális hozzájárulási adó és egészségügyi hozzájárulás kulcsainak csökkentése, valamint növekedett a kétgyermekesek családi adókedvezménye, illetve újabb termék- és szolgáltatáskörök áfakulcsa csökkent. 2019-ben és 2020-ban a költségvetés enyhe keresletszűkítő hatása anticiklikus fiskális politikát eredményez.

#### 5.3.2. A 2018. évi egyenleg

Előrejelzésünk szerint 2018-ban a GDP 2,2–2,3 százaléka lesz a költségvetési deficit, ami megegyezik a júniusi várakozásunkkal. A fogyasztási adók prognózisunkat meghaladó június-augusztus havi teljesülése, a cigaretta és

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 alfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,3	0,0
Általános forgalmi adó	0,2	
Jövedéki adó	0,1	
II. Központi kiadások	-0,1	-0,3
EU támogatás önrész		0,1
Költségvetési szervek kiadásai		-0,3
Nyugdíjak és nyugdíjszerű kiadások	-0,1	
<b>Összesen (I.+II.)</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,3</b>

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

Forrás: MNB

a dohánytermékek jövedéki adójának idén szeptemberben megkezdődő háromlépcsős emelése, valamint az uniós támogatások várakozásunkhoz képest lassabb effektív felhasználása a hiány csökkenésének irányába hatnak. A magasabb bevételi várakozások hatását ellensúlyozza ugyanakkor, hogy a beérkező tényadatok alapján a költségvetési szervek dologi és személyi kiadásaira, valamint a nyugdíjkifizetésekre vonatkozó prognózisunk emelkedett júniusi előrejelzésünkhöz képest (5-2. táblázat).

**Az idei évre vonatkozó hiányprognózisunk enyhén alacsonyabb a 2,4 százalékos törvényi előirányzatnál.** A munkát terhelő adókból származó bevételek mértéke előrejelzésünk szerint jelentősen meghaladhatja az előirányzatot, amit a törvényben szereplőnél kedvezőbb munkaerőpiaci folyamatok magyaráznak. Szintén az előirányzat felett alakulhatnak az általános forgalmi adóból és a pénzügyi tranzakciós illetékből származó bevételek. Kiadási oldalon a költségvetési szervek dologi és személyi kiadásaira vonatkozó prognózisunk haladja meg az előirányzatot, melyet részben ellensúlyoz, hogy alacsonyabb eredményszemléletű kiadást várunk az uniós kifizetésekhez kapcsolódó önrész esetében, amit a számlás kifizetések és az előlegfelhasználás várttól elmaradó alakulása magyaráz. Emellett továbbra is több olyan megvalósult intézkedés hatásával számolunk, amelyet a költségvetési törvény még nem tartalmazott (előrehozott egészségügyi béremelés, az Erzsébet-utalvány formájában nyújtott nyugdíjkiegészítés, téli rezsicsökkentés) (5-3. táblázat).

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

**2019-ben előrejelzésünk szerint a költségvetés hiánya a 2019. évi költségvetési törvényben szereplő céllal összhangban a GDP 1,8 százalékán alakul.** Prognózisunk alapján a munkát terhelő adókat érintő bevételek alacsonyabbak az előirányzatokhoz képest, melyet az indokol, hogy a törvény 3 százalékponttal magasabb ütemű bértömeg-növekedést vár előrejelzésünknel. Figyelembe vettük a szociális hozzájárulási adó 2 százalékpontos csökkentését, amivel a költségvetési törvény 2019. július 1-től számol. A fogyasztási adókon belül az áfa bevételek a 2018-as tényadatok magas teljesülése, míg a jövedéki adóbevételek a cigaretta és a dohánytermékek jövedéki adójának többlépcsős emelése következtében meghaladják az előirányzatot. Az uniós programok effektív felhasználását, valamint ennek következtében az ESA-hiányként elszámolásra kerülő állami önrész mértékét 2019-ben is alacsonyabbra becsüljük, mint a költségvetési törvény (5-4. táblázat).

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

	Eltérés az előirányzattól
<b>I. Központi kormányzat bevételei</b>	<b>0,5</b>
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,2
Munkát terhelő adók	0,3
<b>II. Központi kormányzat kiadásai</b>	<b>-0,6</b>
Téli rezsicsökkentés	-0,1
Előrehozott egészségügyi béremelés	-0,1
Egyszeri nyugdíjkiegészítés	-0,1
Start-munkaprogram	0,1
Költségvetési szervek és EU támogatás önrész	-0,4
<b>III. Egyéb hatások</b>	<b>0,1 - 0,2</b>
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 - 0,1
Módszertani változások	0,1
Egyéb	0,1
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,1 - 0,2</b>

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

Forrás: MNB

**5-4. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2019. évi költségvetési törvény előirányzataitól**

	Eltérés az előirányzattól
<b>I. Központi kormányzat bevételei</b>	<b>-0,2</b>
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,1
Munkát terhelő adók	-0,3
<b>II. Központi kormányzat kiadásai</b>	<b>0,2</b>
EU támogatás önrész	0,4
Költségvetési szervek és fejezetek	-0,3
<b>III. Egyéb hatások</b>	<b>0,1 - 0,2</b>
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 - 0,1
Egyéb	0,1
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,0 - 0,1</b>

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

Forrás: MNB

**A 2019. évi költségvetési törvénnyel együtt 2018. július 20-án elfogadásra került a jövő évi adócsomag is.** Az adócsomag főbb intézkedései közül a tej áfájának csökkentése, valamint a nyugdíjas munkavállalók adó- és járulékkerheinek részleges eltörlése hiánynövelő hatásúak. A hiány csökkentésének irányába hat ugyanakkor a cigaretta és a dohánytermékek jövedéki adójának háromlépcsős emelése, valamint a béren kívüli juttatások és a Munkahelyvédelmi Akcióterv (MAT) célzott kedvezményeinek átalakítása. Az adócsomag összesített hatása becsléseink szerint mindössze 11 milliárd forint, azaz közel egyenlegsemleges.

**A MAT átalakítása során bevezetésre kerül a munkaerőpiacra lépők kedvezménye,** mely az anyasági ellátásról visszatérők, a tartósan álláskereső személyek, illetve a pályakezdők mellett a korábban inaktívak számára is elérhető lesz. Kikerülnek ugyanakkor a célcsoportokból az 55 év feletti, illetve a 25 év alatti foglalkoztatottak. A módosítás következtében várakozásunk szerint csökken a kedvezményezett létszám és az igénybe vett kedvezmények összege.

**A béren kívüli juttatások rendszerének átalakítása** következtében az adómentes és az egyes meghatározott juttatások csaknem teljesen megszűnnek, a béren kívüli juttatások körében pedig csak a SZÉP kártya marad, a készpénz juttatások eltörlésre kerülnek. Várakozásunk szerint az adómentes és egyes meghatározott juttatások igénybevétele számottevően visszaesik, míg a béren kívüli juttatások mértéke mérséklődik, és a vállalatok a cafetéria alacsony kihasználtsága miatt az arra el nem költött bérköltségeik döntő részét béremelés formájában átadják a munkavállalóknak. Ennek következtében kismértékű költségvetési többletbevétel várható.

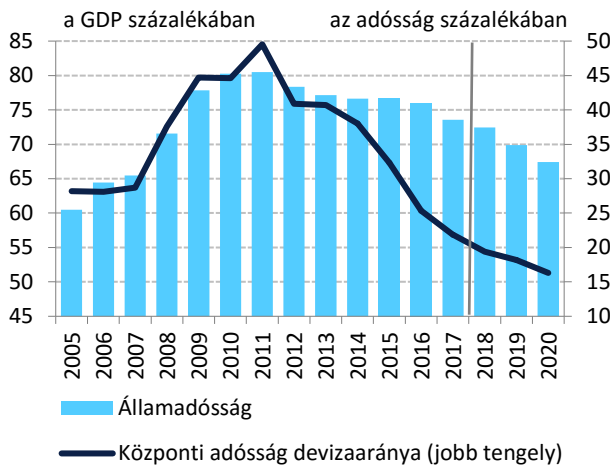
**Törvényi előirányzat hiányában 2020-ra technikai előrejelzést készítünk, amely a Konvergencia Programmal összhangban csökkenő hiánypályát mutat.** A deficit 2019-hez viszonyított csökkenését főként a gazdaság bővülésének köszönhetően növekvő adóbevételek okozzák. Júniusi előrejelzésünkhöz hasonlóan 2020-ra továbbra is a GDP 1,4-1,8 százalékát kitevő eredményszemléletű hiányt várunk.

#### 5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

Előrejelzésünk alakulását továbbra is jelentősen befolyásolja az európai uniós támogatások felhasználásával, a kifizetések szerkezetével és az uniótól érkező átutalásokkal kapcsolatos bizonytalanság. A transzferek felhasználása az eredményszemléletű egyenleget és a reálgazdasági folyamatokat, míg a



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



Forrás: MNB

támogatások megelőlegezése és beérkezése az államadósság alakulását befolyásolja. 2018-ban a magas előlegkifizetés, valamint a pénzforgalmi bevételek jelentős mértékű elmaradása lassíthatja az államadósság-ráta csökkenését. A következő években várakozásunk szerint csökkenni fog a megelőlegezés mértéke, valamint a korábban kifizetett előlegek ellenértéke is fokozatosan beérkezhet a költségvetésbe, így az uniós transferek a jövőben segíthetik az adósság gyorsabb leépítését. A kifizetések reálgazdasági hatása, vagyis az uniós források effektív felhasználása 2019-ben lehet a legmagasabb. Ez a hatás élénkíti a gazdaságot, ugyanakkor az önrész emelkedésén keresztül növeli a költségvetési hiányt.

### 5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

**Az előzetes adatok alapján 2018. második negyedének végén a bruttó államadósság – az Eximbank adósságát is figyelembe véve – a GDP 74,5 százalékát tette ki.** Az előző év azonos időszakához képest az adósságráta 1,7 százalékponttal mérséklődött. Az év első felében a nettó adósságkibocsátás mellett az átértékelődés is növelte az adósság értékét.

**Előrejelzésünk szerint – 2017. év végi, változatlan forint árfolyamot feltételezve – 2018. év végére 72,4 százalékra csökken a GDP-arányos bruttó államadósság, így az Alaptörvény adósságszabálya várhatóan idén is teljesülni fog** (5-9. ábra). A mérsékelt költségvetési hiány és a gazdaság dinamikus bővüléséből az előrejelzési horizonton az államadósság érdemi csökkenése rajzolódik ki, melyet 2018-ban az uniós támogatások megelőlegezése és a pénzforgalmi uniós bevételek elmaradása mérsékel. Az előlegkifizetések és az uniós bevételek elmaradásának többlet finanszírozási igényét enyhítheti ugyanakkor, hogy egy júliusi törvénymódosítás<sup>3</sup> következtében a kormányzati szektor szereplőinek 2018. szeptember 30-ig át kell vezetniük a részükre korábban kiutalt, még fel nem használt, 50 millió forintot meghaladó uniós előlegeket a Magyar Államkincstárnál vezetett számláikra. A fenti információkat figyelembe véve idén prognózisunk szerint 1,2 százalékponttal, 2019-ben és 2020-ban pedig 2,5-2,5 százalékponttal csökkenhet az államadósságráta értéke, ami így az előrejelzési horizont végére megközelítheti a 67 százalékot. Prognózisunk alapján 2018. év végére a központi államadósság devizaaránya 19,4 százalékra csökken, míg 2020. év végére 16 százalék közelébe mérséklődik.

<sup>3</sup> Az államháztartásról szóló 2011. évi CXCV. törvény 111. §-ának kiegészítése a 2018. évi XL. törvény 76. §-a szerint.

## 6. Kiemelt témák

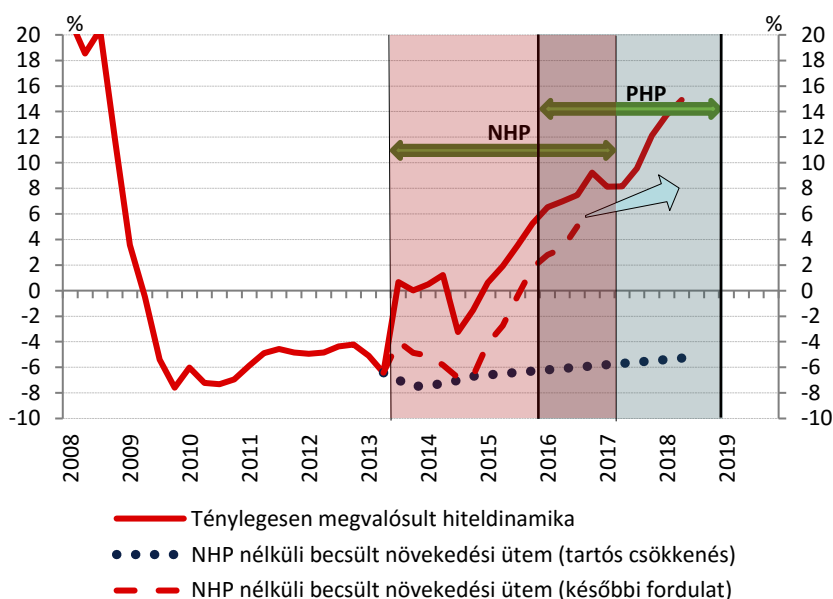
### 6.1. Az NHP fix elindítása a kkv-hitelezés szerkezetének javítása céljából

A pénzügyi és gazdasági válság kitörését követően **Magyarországon a vállalati hitelállomány nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő mértékű csökkenésen ment keresztül.** A jegybanki alapkamat-csökkentéseket a bankok csak a kis- és középvállalkozások korlátozott körénél érvényesítették, a kkv-k jelentős része túlzottan magas kamatokkal szembesült, ezzel a monetáris transzmisszió sérült. A kkv-hitelpiac működésének helyreállítása, a gazdasági növekedés elősegítése és a pénzügyi stabilitás megerősítése érdekében **az MNB 2013 júniusában elindította a Növekedési Hitelprogramot (NHP).**

**Az NHP 2013. június és 2017. március közötti** működése során sikeresen teljesítette az elindításakor kitűzött célokat: a kkv-hitelpiac – mint a monetáris politika transzmisszió egyik meghatározó csatornájának – helyreállítását és a gazdasági növekedés elősegítését. A program **nemcsak a kkv-hitelállomány mennyiségére gyakorolt jelentős hatást, de kedvező irányban befolyásolta a hitelállomány szerkezetét is,** köszönhetően a hosszú, akár 10 éves futamidőre elérhető fix, alacsony kamatozású hiteleknek. A program keretében közel 40 ezer vállalkozás jutott finanszírozáshoz több mint 2800 milliárd forint összegben.

Az MNB becslései alapján **a program gazdasági növekedésre gyakorolt hatása 2013–2017 között 2–2,5 százalék között lehetett** egy olyan alternatív pályához képest, amelyben az NHP hiányában csak lassabban állt volna helyre a hitelezés (a hitelösszeomláshoz mint alternatív pályához viszonyítva pedig akár a 6 százalékot is elérhette). A program **hozzájárult a hitelezési fordulat bekövetkezéséhez:** a korábban tapasztalt csökkenő trend megállását követően a kkv-hitelállomány 2015-től növekedést mutat.

6-1. ábra: A kkv-hitelezés megvalósult éves dinamikája és annak két NHP nélküli becsült alternatív pályája



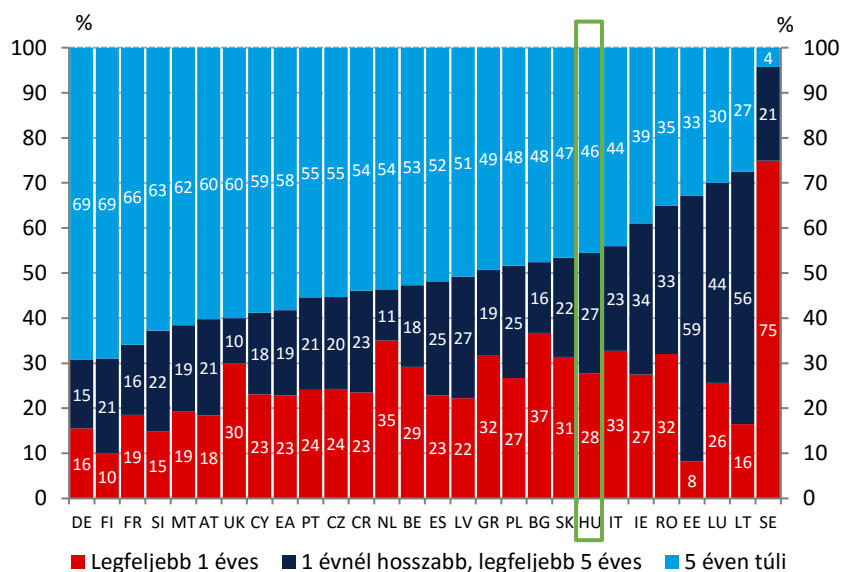
Megjegyzés: Tranzakció alapú, a kkv-szektor 2015 IV. előtt bankrendszeri adatok alapján becsülve. PHP=Piaci Hitelprogram.

Forrás: MNB

**Az MNB 2016-ban elindította a Piaci Hitelprogramot (PHP),** amelynek célja a bankok piaci alapú hitelezésre való gördülékeny visszaállításának elősegítése volt. **2018 második negyedévének végére a kkv-hitelállomány növekménye tranzakciós alapon 15 százalék körülire gyorsult,** amiben szerepet játszhatott a bankok PHP keretében tett hitelezési vállalása is (6-1. ábra). Hitelezési vállalását a 2018-as évre vonatkozóan önkéntes alapon egyetlen hitelintézet sem csökkentette, így a kkv-hitelállomány mintegy 6 százalékának megfelelő összegű vállalás idén év végéig továbbra is támogatja a kkv-hitelezés bővülését. **A PHP tehát hozzájárult a hitelállomány növekedéséhez, annak szerkezetére azonban jellegéből adódóan nem gyakorolt érdemi pozitív hatást.**

**A vállalati hitelezés volumene jelenleg megfelelő, de szerkezete nem elég egészséges.** Az NHP kivezetése 2017 első negyedében nem okozott visszaesést sem a megkötött új hitelszerződések volumenében, sem a folyósításokban. Ugyanakkor az NHP kivezetését követően a **kkv-hitelek futamidejének eloszlása a rövidebb lejáratok irányába tolódott el.** Ebben szerepet játszhat az is, hogy egyes vállalkozások a kedvező kondíciókra tekintettel előrehozottan, az NHP időszakában valósították meg beruházásaikat, így az NHP-t követő időszakban nem jelentek meg a hitelpiacon beruházási hitel-igénnyel. Az utóbbi negyedévek során már bővülés volt megfigyelhető, a hosszú hitelek részaránya megközelítette az NHP harmadik szakasza idején megfigyelt szintet. Az elmúlt negyedévek során az MNB által lefolytatott hitelezési felmérések során a bankok szintén arról számoltak be, hogy a vállalkozások részéről érdemi kereslet mutatkozik a hosszú futamidejű hitelek iránt. **A teljes vállalati hitelállományon belül a hosszú lejáratú hitelek aránya nemzetközi összehasonlításban továbbra is alacsony.** Még az NHP alatt is csak kismértékben sikerült e tekintetben közelebb kerülni a fejlettebb országokban jellemző arányhoz. 2018 második negyedévének végén az 5 éven túli hitelek 46 százalékos részesedése a hitelállományon belül több mint 10 százalékponttal maradt el az eurozóna átlagától (6-2. ábra).

6-2. ábra: A vállalati hitelállomány futamidő szerinti megoszlása nemzetközi összehasonlításban (2018. június)

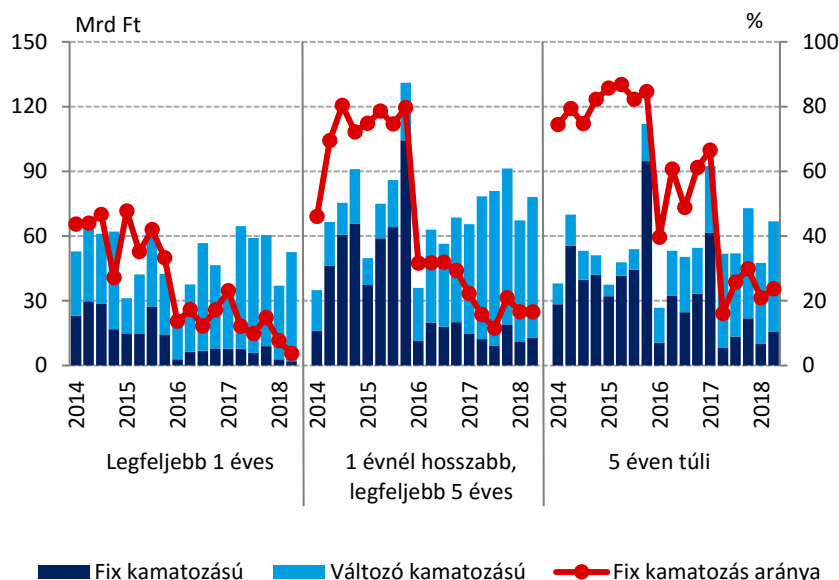


Forrás: EKB

**Az NHP ideje alatt teret nyertek a fix kamatozású vállalati hitelek.** A program keretében nyújtott, akár 10 éves futamidőre is elérhető hitelek egyik legfontosabb vonzereje a kamat kedvező szintje mellett annak fix jellege volt. Ezt mind a hitelintézetektől, mind a vállalkozásoktól kapott visszajelzések megerősítették. A fix kamatból adódó kiszámíthatóság főként azon vállalkozások hitelfelvételi kedvét növeli, illetve kockázatát csökkenti, amelyek nem rendelkeznek tartalékokkal az esetlegesen megváltozó hozamkörnyezetben a magasabb kamatok kifizetéséhez. Ez jellemzően a kisebb vállalkozásokat érinti, amelyek nemcsak alacsonyabb jövedelemtermelő képességgel és felhalmozott tartalékkal rendelkeznek, de kamatozó eszközök hiányában – egyes nagyobb vállalatokkal ellentétben – az azokon keletkező kamatbevétel sem ellensúlyozza a megemelkedő kamatkiadást.

**Az NHP második szakaszát, illetve teljes kivezetését követően visszaesett a fix kamatozású kkv-hitelek aránya is, különösen a hosszabb futamidők esetében.** Az NHP lezárását követően a bankok – fix kamatú forrás hiányában – vélhetően kevésbé voltak hajlandók az NHP-hoz hasonló kondíciókkal fix kamatú kölcsönt nyújtani, vagy csak olyan felár, illetve kamatszint mellett, amelyet a vállalkozások már túl magasnak ítélt meg. Az elmúlt öt negyedévben nyújtott 5 éven túli új kkv-hitelek mindössze 20-30 százaléka volt fix kamatozású, ami továbbra is elmarad az NHP idején tapasztalt, jellemzően inkább 60-80 százalék közötti aránytól (6-3. ábra).

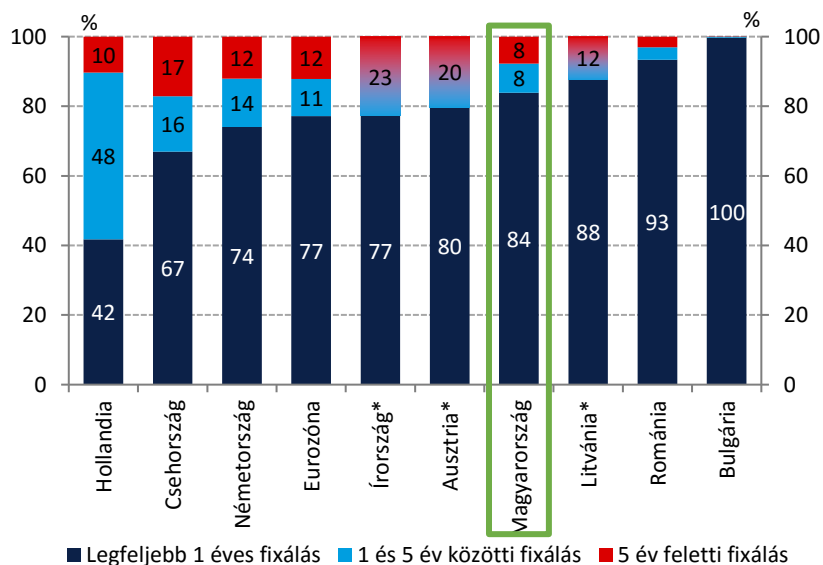
6-3. ábra: A kkv-forinthitelek kamatfixálás szerinti megoszlása



Forrás: MNB

**A fejlett országokban a hazainál jellemzően magasabb a kamatfixálási arány.** Míg Magyarországon az elmúlt egy évben a kisösszegű hiteleknek mintegy 84 százaléka volt változó kamatozású vagy legfeljebb 1 éves fixálású, az eurozónában ez az arány 77 százalékos körüli, a régiós országok közül pedig Csehországban például kétharmad körüli (6-4. ábra). Így a fejlettebb nyugat-európai piacok tapasztalatai alapján **az éven túli kamatfixálással rendelkező kkv-hitelek arányának megduplázása** – az új kibocsátásokban – hazánkban is elérhető, ami egyben a törlesztések kiszámíthatóságát és a versenyképességünket is megfelelően javítaná. **Mivel piaci alapon nem jönnek létre széles körben hosszú lejáratú, fix kamatozású hitelek, a monetáris transzmisszió sérül.** A vállalkozások érdemi része hosszú távra nem tudja kihasználni a jelenlegi kedvező kamatszintet, ami indokolttá teszi a jegybanki beavatkozást. Az elmúlt évek tapasztalatai alapján az **egészséges hitelezés jegybanki elősegítése az NHP-hoz való, célzottabb formában történő visszatérés útján valósulhat meg.**

6-4. ábra: A legfeljebb 1 millió eurós vállalati hitelek megoszlása a kamatfixálási periódus szerint



Megjegyzés: \*Az éven túli fixálású hitelekre részletesebb bontás nem állt rendelkezésre. 2017. július – 2018. június közötti szerződéskötések. Forrás: Nemzeti jegybankok, EKB

Az MNB ezért 2019 elején elindítja a Növekedési Hitelprogram Fix (NHP *fix*) elnevezésű konstrukciót, 1000 Mrd forintos keretösszeggel. Az új konstrukció legfontosabb paraméterei, illetve a lebonyolítás módja tekintetében meg fog egyezni az

NHP korábbi szakaszaival. Így az MNB 0 százalékos kamat mellett biztosít majd a hitelintézeteknek refinanszírozási forrást, amelyet azok maximum 2,5 százalékos kamatmarzs mellett hitelezhetnek tovább a kkv-nak, új beruházások forintban történő finanszírozására. **Az NHP *fix* az NHP korábbi szakaszainál célzottabbnak tekinthető.** Az új konstrukcióval az MNB-nek nem célja a bankrendszerben lévő likviditás mennyiségének növelése, mindössze a **kkv-hitelezés szerkezetére kíván hatást gyakorolni.** Ezért az NHP *fix* keretében történt folyósításokból adódó többlet pénzmennyiséget az MNB a – megváltozott funkciójú – preferenciális betéti konstrukcióval ki kívánja vonni a rendszerből (sterilizálja). Az MNB várakozásai szerint az új NHP konstrukció elsősorban a hitelezés szerkezetére fog hatást gyakorolni, a kkv-hitelállomány nagyságának alakulását csak kisebb mértékben befolyásolja majd. Várakozásunk szerint a konstrukció keretében nyújtott hitelek mintegy ötöde lehet addicionális, azaz ami egyébként nem jönne létre, mivel kkv-k részéről jelentős hitelkereslet mutatkozik, és a hitelkínálati korlátok is oldódtak az elmúlt években. Az előrejelzésben azzal számolunk, hogy az NHP *fix* keretösszegének mintegy kétharmada olyan hiteleket fog refinanszírozni, amelyek annak hiányában változó kamatozás mellett jönnének létre. Mindezek alapján **az NHP *fix* a nemzetgazdasági beruházások szintjét 2019-ben 0,2, míg 2020-ban 0,8 százalékponttal emeli, ennek következtében pedig a 2020-ban várt gazdasági növekedéshez 0,2 százalékponttal járul hozzá.**

## 7. A 2018. és 2019. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása

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

	Inflációs hatás 2018-ra			Inflációs hatás 2019-re		
	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index	Áthúzódo hatás	Bejövő hatás	Éves index
Szabályozott	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Piaci	0,7	2,1	2,8	1,1	1,7	2,8
Indirekt adók és intézkedések	0,2	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,2
<b>Infláció</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>3,1</b>

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

Forrás: MNB

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

	2018					2019				
	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index	Átlagos áthúzódo hatás	Áthúzódo Indirekt-adó-hatás	Átlagos bejövő hatás	Bejövő Indirekt-adó-hatás	Átlagos éves index
Élelmiszerek	0,9	0,0	3,3	-0,1	4,1	0,8	0,0	3,4	-0,4	3,8
nem feldolgozott	0,3	0,0	6,2	-0,3	6,2	0,3	0,0	5,2	0,0	5,5
feldolgozott	1,3	0,0	1,8	0,0	3,1	1,1	0,0	2,6	-0,7	3,0
Ipari termékek	0,6	0,0	0,3	0,0	0,9	0,9	0,0	0,5	0,0	1,4
tartós	-0,4	0,0	0,2	0,0	-0,2	0,9	0,0	0,2	0,0	1,1
nem tartós	1,0	0,0	0,4	0,0	1,4	0,9	0,0	0,7	0,0	1,6
Piaci szolgáltatások	0,5	0,0	2,4	-0,6	2,3	1,2	0,0	3,0	0,0	4,2
Piaci energia	6,8	0,0	2,3	0,0	9,1	0,9	0,0	0,0	0,0	0,9
Alkohol, Dohány	0,9	1,9	2,3	0,2	5,3	1,3	0,7	2,3	1,5	5,8
Üzemanyag	1,5	-0,5	8,2	0,0	9,2	4,7	0,0	1,2	0,0	5,9
Szabályozott árak	-0,3	0,0	0,4	0,0	0,1	0,3	0,0	0,4	0,0	0,7
<b>Infláció</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>2,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>3,1</b>
Maginfláció	0,7	0,3	1,6	-0,2	2,4	1,1	0,1	2,0	0,1	3,3

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

Forrás: MNB

# Ábrák és táblázatok jegyzéke

## Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája .....	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása .....	11
1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója .....	12
1-4. ábra: A búza és a kukorica határidős tőzsdei árának alakulása .....	14
1-5. ábra: A bejelentett kormányzati intézkedések inflációs hatása .....	15
1-6. ábra: A bejelentett új adóváltozások inflációs hozzájárulása .....	16
1-7. ábra: A fejlett európai országok átlagos adószűrt maginflációja és a nyersanyagárak változása a célelérés időszakában .....	17
1-8. ábra: A maginfláción kívüli tényezők súlya a célelérés időszakában .....	17
1-9. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája .....	18
1-10. ábra: Rövid távú GDP előrejelzésünk nyers és igazított idősorai, valamint a naptárhatás alakulása .....	19
1-11. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához .....	19
1-12. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása .....	20
1-13. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	20
1-14. ábra: Az uniós támogatások effektív felhasználása .....	21
1-15. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában .....	21
1-16. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként .....	22
1-17. ábra: Az exportpiaci részesedés változása .....	22
1-18. ábra: A BMW beruházás menetrendje .....	24
1-19. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban .....	25
1-20. ábra: A bérezési alapfolyamat és az adminisztratív intézkedések hatása a versenyszféra bérdinamikáján belül .....	25
1-21. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása .....	26
1-22. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása .....	26
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre .....	29
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre .....	30
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	30
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban .....	32
3-2. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban .....	32
3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok .....	33
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása .....	33
3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban .....	34
3-6. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása .....	34
3-7. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása .....	34
3-8. ábra: A GDP éves változása az eurozónában .....	35
3-9. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása .....	35
3-10. ábra: Eurozóna munkanélküliségi rátája .....	36
3-11. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok .....	36
3-12. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában .....	36
3-13. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások .....	37
3-14. ábra: A kereskedelmet korlátozó intézkedések reálgazdasági csatornái .....	38
3-15. ábra: Az USA által kivetett feldolgozóipari importvámok és az európai konjunktúra-kihívások alakulása .....	39
3-16. ábra: Az USA részesedése az európai autógyártók eladásában (2017) .....	40
3-17. ábra: Az EU 28 járműipari exportja a GDP arányában (2017) .....	40
3-18. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás .....	42

3-19. ábra: A lakossági fogyasztási kiadás és altételeinek éves változása .....	42
3-20. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása .....	43
3-21. ábra: A GDP termelésének éves változásához való hozzájárulás .....	43
3-22. ábra: A piaci alapú szolgáltatások ágazatainak növekedési hozzájárulása .....	43
3-23. ábra: A beruházások éves változásának felbontása .....	44
3-24. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	44
3-25. ábra: Az újlakásépítések és építési engedélyek alakulása .....	44
3-26. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása .....	45
3-27. ábra: A szolgáltatásegyenleg hozzájárulása a külső finanszírozási képességhez .....	46
3-28. ábra: A szolgáltatásegyenleg alakulása a régióban .....	47
3-29. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban .....	47
3-30. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása .....	48
3-31. ábra: A Beveridge-görbe alakulása .....	48
3-32. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv .....	49
3-33. ábra: Az inflációs alapmutatók .....	49
3-34. ábra: A piaci szolgáltatások árváltozása .....	50
3-35. ábra: Inflációs várakozások a régióban .....	50
3-36. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset éves változása .....	50
3-37. ábra: A versenyszféra nominális fajlagos munkaerőköltség éves változásának dekompozíciója .....	51
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői .....	52
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása .....	52
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya .....	53
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása .....	53
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása .....	53
4-6. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban .....	54
4-7. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben .....	54
4-8. ábra: Az új háztartási hitelek kamatfelára .....	55
4-9. ábra: Az előretekintő reálkamatlábak alakulása .....	55
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei .....	56
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása .....	56
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint .....	57
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása .....	57
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása .....	58
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása .....	59
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása .....	60
5-8. ábra: A fiskális keresleti hatás .....	61
5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása – előretekintve változatlan, 2017. végi árfolyamon számítva .....	63
6-1. ábra: A kkv-hitelezés megvalósult éves dinamikája és annak két NHP nélküli becsült alternatív pályája .....	64
6-2. ábra: A vállalati hitelállomány futamidő szerinti megoszlása nemzetközi összehasonlításban (2018. június) .....	65
6-3. ábra: A kkv-forinthitelek kamatfixálás szerinti megoszlása .....	66
6-4. ábra: A legfeljebb 1 millió eurós vállalati hitelek megoszlása a kamatfixálási periódus szerint .....	66

## Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei .....	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása .....	13
1-3. táblázat: A tartósan jegybanki inflációs cél körül alakuló árindex-periódusok .....	16
1-4. táblázat: A futó és bejelentett nagy volumenű beruházások .....	23
1-5. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest .....	27
1-6. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal .....	28



5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	60
5-2. táblázat: A 2018. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest) .....	61
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2018. évi költségvetési törvény előirányzataitól .....	62
5-4. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2019. évi költségvetési törvény előirányzataitól .....	62
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	68
7-2. táblázat: Előrejelzésünk részleteinek dekompozíciója áthúzódó és bejövő hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	68

---

# Hunyadi Mátyás

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

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

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

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

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

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

## **INFLÁCIÓS JELENTÉS**

**2018. szeptember**

Nyomda: Pauker–Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.