



# INFLÁCIÓS JELENTÉS



2018  
JÚNIUS

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

*Zrínyi Miklós: Mátyás király életéről*



# INFLÁCIÓS JELENTÉS

2018  
JÚNIUS

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. június 14-ig rendelkezésünkre álló információkat vettük figyelembe.*



# Tartalom

A Monetáris Tanács fő megállapításai az inflációs jelentéshez .....	7
1. Inflációs és reálgazdasági kilátások .....	11
1.1. Inflációs előrejelzésünk .....	11
1.2. Reálgazdasági előrejelzésünk .....	15
1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk .....	20
2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	26
3. Makrogazdasági helyzetértékelés .....	29
3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése .....	29
3.2. A hazai GDP termelési és felhasználási oldali elemzése .....	35
3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség .....	41
3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója .....	42
3.5. Infláció és költségek .....	46
4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók .....	49
4.1. Hazai pénzügyi folyamatok .....	49
4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói .....	56
5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója .....	58
5.1. Külső egyensúly és finanszírozás .....	58
5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra .....	60
5.3. Költségvetési folyamatok .....	62
6. Kiemelt témák .....	66
6.1. A demográfiai trendek inflációra gyakorolt hatása .....	66
6.2. A munkaerőpiaci feszesség hatása a vállalati viselkedésre .....	71
7. A 2018. évi átlagos fogyasztóiár-index felbontása .....	77
Ábrák és táblázatok jegyzéke .....	78

## Keretes írások jegyzéke

1-1. keretes írás: A magasabb világpiaci olajár hatása inflációs előrejelzésünkre .....	13
1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink .....	18
1-3. keretes írás: Továbbra is mérsékelt inflációs hatás a munkaerőpiac felől .....	21
3-1. keretes írás: Az építőipari termelést övező kihívások .....	39
3-2. keretes írás: A versenyképesség javításával a fenntartható reálgazdasági konvergenciáért .....	43
4-1. keretes írás: A feltörekvő piaci tőkekiáramlás ellenére a régiós országok nincsenek kiemelt piaci fókuszban .....	51
4-2. keretes írás: A monetáris és fiskális politikai irányultság alakulása az egyes régiókban .....	53





# 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 olajár-változás átmeneti, inflációt emelő hatásainak kifutásával az inflációs cél fenntartható elérése továbbra is 2019 közepétől várható.*

A magyar gazdaságot változatlanul stabil fundamentumok jellemzik. Dinamikus gazdasági növekedés mellett az ország külső adóssága jelentősen csökkent, finanszírozási képessége tartósan magas. A fiskális folyamatok fenntarthatóak, a költségvetés hiánya alacsony, a GDP-arányos államadósság folyamatosan zsugorodik. A devizaadósság aránya jelentősen csökkent.

**Az elmúlt hónapokban folytatódott a világgazdaság kibocsátásának bővülése, ugyanakkor a növekedési kilátásokat övező kockázatok erősödtek. A kelet-közép-európai régió továbbra is az Európai Unió növekedési centrumának bizonyult. A világgazdasági olajárak jelentős növekedése globálisan az infláció emelkedése irányába hatott, ugyanakkor a tartósabb tendenciákat megragadó maginflációs mutatók változatlanul mérsékelt szinten alakultak.**

2018 első negyedében folytatódott a világgazdaság és azon belül az eurozóna növekedése is. Az Egyesült Államok GDP-növekedése 2018-ban várhatóan ismét élénkül, miközben a kínai gazdaság változatlanul dinamikus nő. Az euroövezet első negyedéves reálgazdasági adatai kedvezőbbek voltak a várakozásoknál, ugyanakkor az előretekintő indikátorok értékei mérséklődtek az elmúlt hónapokban. Az Egyesült Királyság EU-ból való kilépési folyamatát érintő bizonytalanságok, a felerősödő geopolitikai feszültségek, valamint a pénzügyi turbulenciák esetleges tartóssá válása az euroövezeti GDP bővülési ütemét mérsékelhetik. A stabil fundamentumokkal rendelkező kelet-közép-európai régió élénk növekedése a feltörekvő piacokat jellemző tőkekiáramlás ellenére folytatódott.

A globális infláció továbbra is mérsékelt szinten alakult. A világgazdasági olajárak összességében jelentősen növekedtek, aminek közvetlen hatásai az elmúlt hónapokban az inflációs ráták emelkedésében is jelentkeztek. Ennek hatására az eurozónában májusban a cél közelébe emelkedett az infláció, miközben a maginfláció visszafogott maradt. Az inflációs ráta a régió országaiban emelkedett az elmúlt hónapokban.

**Az euroövezetben a piaci várakozások szerint a mennyiségi lazítási program év végi kivezetése ellenére a laza monetáris politikai környezet továbbra is fennmarad.**

A Fed folytatja a fokozatos kamatemeléseket. A Fed döntéshozóinak előrejelzésével összhangban az idei negyedik kamatemelés valószínűsége a piaci árazások alapján emelkedett. Az Európai Központi Bank decemberben leállítja az eszközvásárlási programját, ugyanakkor az irányadó kamatok legalább 2019 nyaráig változatlanok maradnak, így a monetáris politikai környezet az euroövezetben továbbra is laza maradhat. A cseh és lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedévben. Ezzel szemben a román jegybank az emelkedő inflációval párhuzamosan májusban megemelte irányadó rátáját.

**Az elmúlt negyedévben csökkent a kockázatvállalási hajlandóság, ami elsősorban a feltörekvő piacokon, illetve egyes sérülékenyebb fejlett gazdaságokban okozott turbulenciát. A stabil fundamentumokkal rendelkező kelet-közép-európai régió piaci kisebb volatilitást mutatott.**

A márciusi Inflációs Jelentés publikálása óta eltelt időszakban csökkent a globális kockázatvállalási hajlandóság. A negyedév első felében a geopolitikai kockázatok erősödése a fejlett piacokat is negatívan érintette, ugyanakkor az időszak második felében jellemzően csak a feltörekvő piacokkal, illetve az eurozóna perifériaországaival szemben csökkent a kockázatvállalási kedv. A devizapiacra a dollár jelentősen erősödött, miközben az amerikai tízéves hozam 3 százalékponttal emelkedett, ami a feltörekvő piacokon tőke kivonást és a hozamok megugrását okozta. Május második felében az amerikai és más fejlett piaci hosszú hozamok csökkenésével a feltörekvő piaci kötvényhozamokban is kisebb korrekció következett.

be. Az európai belpolitikai események a perifériaországok eszközáira is negatív hatással voltak. A tágabb feltörekvő régión belül több, főként a külső és fiskális egyensúly oldaláról sérülékenyebb ország hozama számottevően emelkedett. Ezzel szemben a stabilabb fundamentumokkal és kedvező növekedési kilátásokkal rendelkező kelet-közép-európai régió hozamai csak mérsékeltebben növekedtek.

**A hazai bankközi és állampapírpiazi hozamgörbe a volatilis nemzetközi pénzügyi környezet okozta hozamemelkedéssel összhangban feljebb tolódott.**

A hazai bankközi piacon az éven belüli BUBOR-jegyzések március közepe óta 10-20 bázispont körüli mértékben emelkedtek. A bankközi határidős hozamgörbe teljes szakasza a nemzetközi hozamemelkedéssel összhangban mintegy 20-90 bázisponttal felfelé tolódott. Hasonló mértékű emelkedés történt a hazai állampapírpiacon is a negyedév során, miközben a hozamgörbe meredekebbé vált. Az időszak állampapír-aukcióin többnyire erős kereslet mutatkozott. Nőtt a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben. A negyedév során a forint a régiós devizák többségével együtt gyengült az euróval szemben. A hazai monetáris politika szempontjából leginkább meghatározó euroövezeti monetáris kondíciók a piaci előrejelzések alapján várhatóan továbbra is lazák maradnak.

**A jelentős világpiazi olajár-emelkedés a következő hónapokban átmenetileg enyhén 3 százalék fölé emelheti a hazai inflációt. Az alacsonyan horgonyzott inflációs várakozások mellett a magasabb olajárakból másodkörös hatásokra nem számítunk, így az inflációs alapfolyamatok változatlanul mérsékelt emelkedést mutathatnak. Az olajár-változás közvetlen hatásának kifizetésével az inflációs cél fenntartható elérése 2019 közepére várható.**

Az elmúlt időszakban az infláció várakozásainkkal összhangban alakult. A maginfláció a márciusi előrejelzés óta stabilan 2,5 százalék körüli értéket mutatott. Aktuális prognózisunk szerint rövid távon az infláció átmenetileg enyhén az inflációs cél fölé emelkedhet az olajárak április óta bekövetkezett jelentős növekedése következtében. Az inflációs várakozások alacsonyan horgonyzottak, így az olajár-emelkedést követően tovagyűrűző, másodkörös hatásokra nem számítunk. A munkaerőpiac oldaláról jelentkező inflációs hatás továbbra is mérsékelt marad. A vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó további csökkentése mérsékli a munkaköltségek emelkedését, miközben a nemzetközi tapasztalatokkal összhangban az elmúlt években a hazai munkaerőköltségek és fogyasztói árak közötti kapcsolat is gyengült. Az EKB júniusi előrejelzése alapján az eurozónában az inflációs kilátások tartósan mérsékeltnek maradnak, ami a hazai áremelkedés ütemét is fékezi. Az olajár átmeneti, inflációt emelő hatásának kifizetését követően az inflációs alapfolyamatok emelkedése biztosítja 2019 közepétől a 3 százalékos inflációs cél fenntartható elérését.

**A Magyar Nemzeti Bank növekedési előrejelzését a teljes előrejelzési horizonton felfelé módosította. A növekedés kiegyensúlyozott szerkezetben folytatódik. A fenntartható felzárkózási pálya szempontjából a pénzügyi stabilitás megőrzése mellett a termelékenység és a versenyképesség javításának lesz egyre nagyobb a jelentősége.**

Előrejelzésünk szerint a gazdasági kibocsátás idén 4,4 százalékkal emelkedik, majd – az aktuális előrejelzés feltevéseinek teljesülése mellett – 2019-ben 3,5, 2020-ban pedig 2,8 százalékos bővülésre számítunk. A növekedést továbbra is a belső kereslet emelkedése támogatja. Az erős fogyasztás alapja a kedvező munkaerőpiaci folyamatok fennmaradása. A reálbérek jelentős emelkedése mellett a foglalkoztatás kismértékben tovább emelkedik, ami a lakossági jövedelmek folytatódó élénk növekedését okozza. 2019-ig a beruházások további dinamikus bővülése várható. Vállalati oldalról erős beruházási alapfolyamatokra számítunk a kedvező kereslet, az alacsony kamatkörnyezet, a hitelezés bővülése, illetve az EU-forrás-felhasználás felgyorsulása miatt. A feszes munkaerőpiaci kondíciók és a gyors bérkiáramlás gyorsítja a tőke és a munka közötti helyettesítést, ezáltal pedig a beruházási ráta emelkedését. Az alapfolyamatok mellett egyedi nagyberuházások is hozzájárulnak a vállalati szektor beruházásainak növekedéséhez. A háztartási beruházások szintén emelkednek a lakáspiaci ciklus felfutásával összhangban. Az új exportkapacitások kiépülése és a szolgáltatásexport gyorsulása hozzájárul a kivitel bővüléséhez és az exportpiaci részesedésünk emelkedéséhez.

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

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

A magyar gazdaság az új hitelciklusnak a korai, felívelő szakaszában van, így előretételezve a hitelezés folytatódó növekedésére számítunk. A teljes vállalati hitelezés a kkv-hitelállomány gyors bővülése mellett dinamikusán növekszik. A kkv-hitelállomány emelkedését a Piaci Hitelprogramhoz kapcsolódó banki vállalások is támogatják. A háztartási kölcsönök élénkülésének egészséges szerkezetét az adóssághék-szabályozás biztosítja. Az új lakáshitel-kibocsátáson belül az éven túl rögzített kamatozású hitelek aránya emelkedett, ami hozzájárul a pénzügyi stabilitás javulásához. A bankrendszeri hitelezésnek a gazdasági növekedésre gyakorolt ciklikus hatása semleges.

**A folyó fizetési mérleg többlete stabilan fennmarad az előrejelzési horizonton. A felfutó EU-transzfer-felhasználás eredményeként a finanszírozási képesség magas szinten stabilizálódik, így a gazdaság nettó külső adóssága 2020-ra nulla közelébe csökken.**

2019-ig az olajárak emelkedése és a belső kereslet élénkülése a külkereskedelmi többlet csökkenésén keresztül a folyó fizetési mérleg mérséklődését eredményezi, amit részben ellensúlyoz a felfutó EU-transzfer-felhasználás, így a finanszírozási képesség csak kisebb mértékben csökken. Az előrejelzési horizont végén a belföldi felhasználás lassuló bővülése mellett a jelentős FDI-befektetésekhez köthető gyors exportnövekedés a folyó fizetési mérleg többletének újbóli bővülésével jár. A teljes előrejelzési horizonton jelentős finanszírozási képesség eredményeként a nettó külső adósság 2020-ra nulla közelébe mérséklődik. Előrejelzésünk szerint a 2018. évi költségvetési hiány az idei előirányzatban szereplő 2,4 százalékos célnál kismértékben kedvezőbben alakul, míg 2019-ben a hiánycéllal összhangban 1,8 százalékra mérséklődik. Az előrejelzési horizont második felében a csökkenő hiány révén a fiskális politika anticiklikus tartalékokat képez. Az adósságráta érdemi mérséklődése várható a teljes előrejelzési horizonton.

**A makrogazdasági kilátásokat kétirányú kockázatok övezik.**

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A feltörekvő piacokról történő tőkekiáramlást bemutató scenárió megvalósulása esetén a kockázati felárak emelkedése az alappályához képest lassabb növekedést és magasabb inflációs pályát eredményez. A gyorsabb bérnövekedést és magasabb fogyasztást feltételező alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappályaelőrejelzésnél. Az eurozónában gyengébb növekedést és mérsékeltebb inflációs alapfolyamatokat feltételező kockázati forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb hazai inflációs és növekedési pályát jelent. Az első két kockázati scenárióban az inflációs cél fenntartható elérése az alappályában feltételezettnél szigorúbb, míg az utóbbi esetben lazább monetáris kondíciók mellett biztosítható. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a további kockázatok között a világpiacon olajárak tartós emelkedését, valamint a protekcionizmus globális erősödését valószínűsítő forgatókönyveket tárgyalta.

A Magyar Nemzeti Bank egyetlen horgonya az infláció. Az olajár-változás átmeneti, inflációt emelő hatásainak kifutásával az inflációs cél fenntartható elérése továbbra is 2019 közepétől várható. A Monetáris Tanács megítélése szerint az inflációs cél fenntartható eléréséhez az alapkamat, valamint a laza monetáris kondíciók fenntartása továbbra is szükséges. A jelenlegi nemzetközi volatilis környezet óvatossággal megközelítést igényel. A Monetáris Tanács a jelenlegi eszköztár alkalmazásával biztosítja az inflációs cél fenntartható eléréséhez szükséges laza monetáris kondíciók fennmaradását.

## AZ ALAPPÁLYA ÖSSZEFOGLALÓ TÁBLÁZATA

(Előrejelzésünk endogén kamatpálya feltevése mellett készült)

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

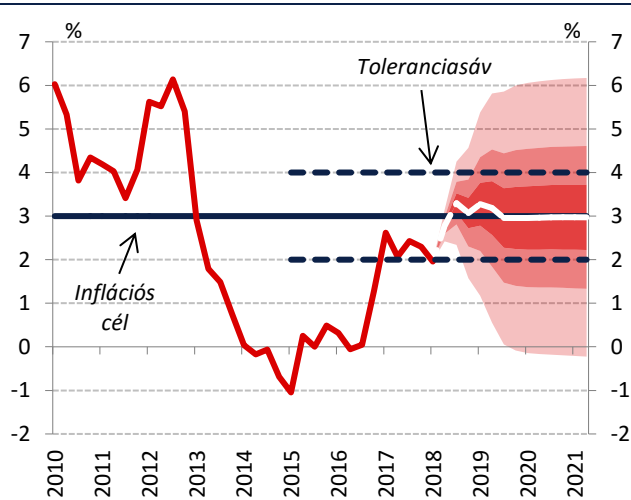
<sup>1</sup> A GDP arányában.<sup>2</sup> Az eredeti teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.<sup>3</sup> MNB-becslés.<sup>4</sup> Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig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

# 1. Inflációs és reálgazdasági kilátások

## 1.1. Inflációs előrejelzésünk

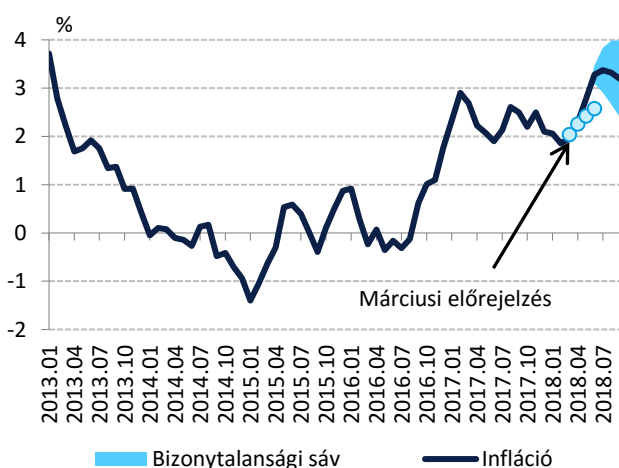
Aktuális előrejelzésünk szerint az április óta tapasztalt jelentős világpiacon olajár-emelkedés a következő hónapokban átmenetileg enyhén 3 százalék fölé emeli a hazai inflációt, míg a maginfláció továbbra is stabilan alakul. Az alacsonyan horgonyzott inflációs várakozások miatt a magasabb olajárakból másodkörös hatásokra nem számítunk. Középtávon a fogyasztás folytatódó bővülésével az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatosan emelkedik. Ugyanakkor az árszínvonal növekedését a mérsékelt külső inflációs alapfolyamatok és a historikusan alacsony szinten stabilizálódó inflációs várakozások mellett a folyamatos munkáltatói járulékmérséklések, illetve az idei évi áfakulcs-csökkentések is lassítják. Összességében az olajár-emelkedés közvetlen hatásainak kifizetését követően a maginfláció emelkedése biztosítja 2019 közepétől az inflációs cél fenntartható szerkezetben való elérését.

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája



Forrás: KSH, MNB

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



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

Forrás: KSH, MNB

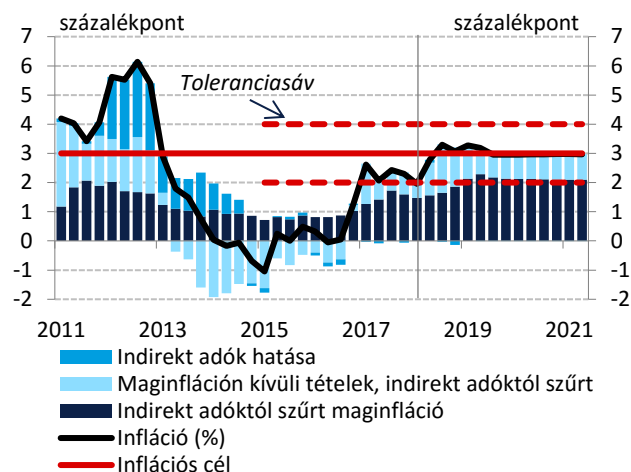
**Idén és jövőre az előző prognózisnál némileg magasabb inflációs pályával számolunk, míg a 2020-ra vonatkozó előrejelzésünk nem változott.** Aktuális előrejelzésünk szerint az infláció a következő negyedévekben az olajár-emelkedés hatására átmenetileg az inflációs cél fölé emelkedik (1-2. ábra).

Az inflációs várakozások az elmúlt években stabilan alacsony szinten alakultak. **Így a jelentős olajár-emelkedéshez köthetően a várakozásokon keresztül jelentkező másodkörös hatásokra nem számítunk.** A magasabb olajárak a termelési költségek oldaláról jelentkező hatásai csak elnyújtva, több negyedéves késleltetéssel jelenhetnek meg a fogyasztói árakban. Az ebből eredő indirekt inflációs hatás azonban mérsékelt maradhat, összhangban azzal, hogy a piac várakozásai alapján az aktuális jelentős olajár-emelkedés a következő években fokozatosan lecseng. Aktuális előrejelzésünk szerint az olajár átmeneti hatásának kifizetésével párhuzamosan a maginfláció élnkülése biztosítja **2019 közepén a 3 százalékos jegybanki inflációs cél fenntartható szerkezetben történő elérését** (1-1. ábra).

**Az eurozóna inflációja a következő években is elmarad az EKB inflációs céljától.** Az EKB legfrissebb előrejelzésében felfelé módosította az inflációra vonatkozó várakozásait az idei és a következő évre, az olajárak emelkedésének inflációban megjelenő hatására való tekintettel. Ugyanakkor a maginflációs prognózison érdemben nem változtatott. Előretekintve az inflációs alapfolyamatok folyamatosan emelkednek a feszedő munkaerőpiac eredményeképpen.

**Aktuális előrejelzésünk szerint az indirekt adóktól szűrt maginfláció fokozatosan emelkedik** (1-3. ábra). A bővülő lakossági fogyasztás növeli a vállalatok árazási mozgásterét, ugyanakkor ennek inflációs hatása a válság előtti tapasztalatokhoz képest továbbra is mérsékelt maradt. A fogyasztás emelkedése várakozásaink szerint elsősorban a magas helyreállítási potenciállal rendelkező tartós fogyasztási cikkekhez kötődik. A tartós fogyasztási cikkek

1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



Forrás: KSH, MNB

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei

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

Forrás: MNB

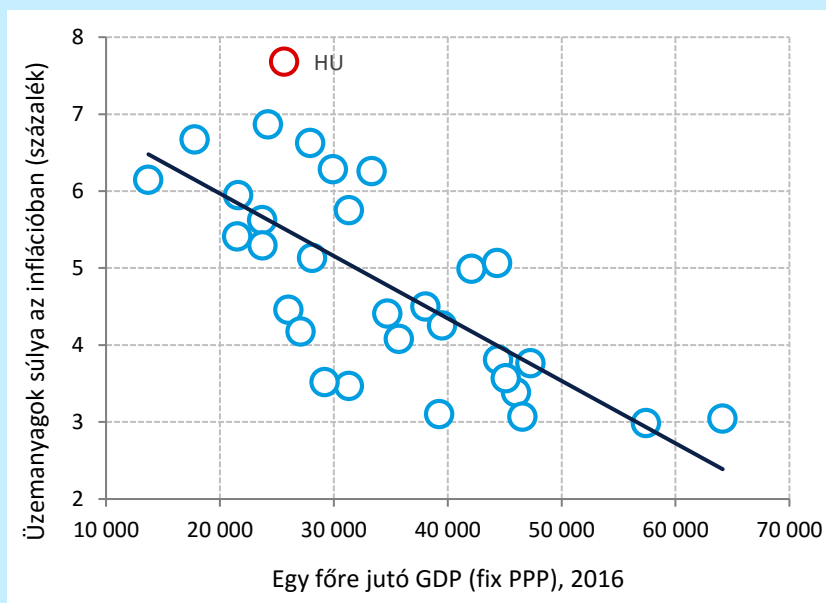
magas importtartalma és a továbbra is visszafogott külső inflációs alapfolyamat következtében a fogyasztás bővülésének a hazai árdinamikára gyakorolt hatása mérsékelt lehet. A versenyszféra bérezését a következő években is élénk dinamika jellemzi. **A munkaerőpiacról érkező inflációs hatás azonban várhatóan továbbra is mérsékelt marad a vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó további csökkentése, illetve a munkaerőköltség és az árak közötti meggyengült kapcsolat miatt (részletesebben 1-3. keretes írás).**

**A maginfláción kívüli termékek ár alakulása előretekintve a márciusi előrejelzésünkénél magasabb dinamikát ír le.** A termékek esetében a gyorsabb árdinamikát az üzemanyagok magasabb inflációja okozza (1-1. táblázat). A Brent olaj világpiaci árának emelkedése és az euro dollárral szembeni gyengülése következtében az euróban kifejezett olajárakra vonatkozó feltevésünk érdemben emelkedett. A feldolgozatlan élelmiszereknél az elmúlt félévben tapasztalható, historikus átlag közeli árdinamikára számítunk. Feltételezésünk szerint a szabályozott energiaárak nem változnak az előrejelzési horizont végéig, a nem-energia jellegű szabályozott árak esetében csak mérsékelt ár alakulás várható.

### 1-1. keretes írás: A magasabb világgpiaci olajár hatása inflációs előrejelzésünkre

Az elmúlt időszakban a világgpiaci olajárak érdemben emelkedtek, a **Brent nyersolaj hordónkénti ára nagyobb volatilitás mellett március vége és június közepe között a 65–80 dolláros sávban alakult**. Általános jelenség, hogy a relatíve fejlettebb gazdaságok inflációja kevésbé kitett a világgpiaci olajárak ingadozásának (1-4. ábra). Hazánkban az üzemanyagok súlya a fejlettségünkhöz viszonyítva is átlag fölötti nemzetközi összehasonlításban, így az elmúlt hónapok volatilis olajár-alakulása következtében emelkedő üzemanyagár érdemben befolyásolja a hazai rövid távú inflációs folyamatokat. Az alábbi keretes írás az olajár emelkedésének okait és a hazai inflációs folyamatokra gyakorolt hatását vizsgálja.

1-4. ábra: Az üzemanyagok inflációban betöltött súlya és a gazdasági fejlettség kapcsolata



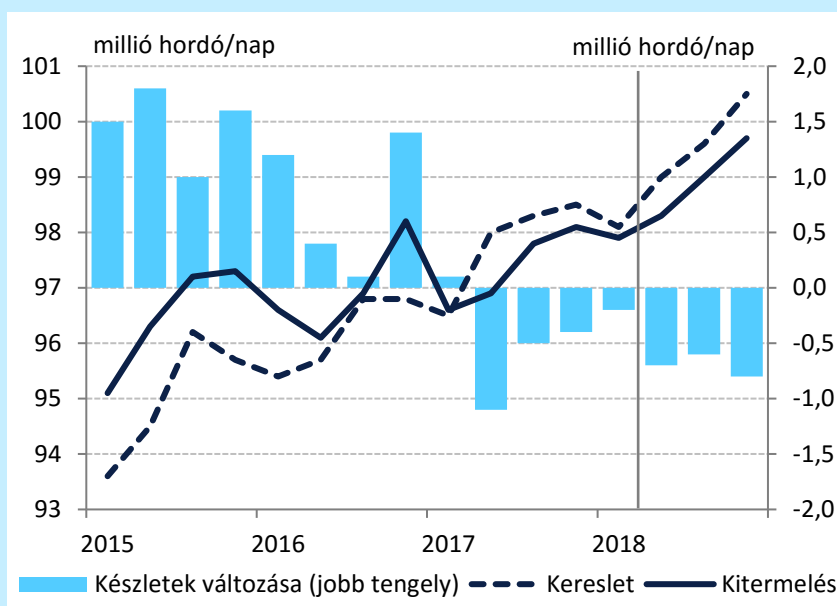
Forrás: Eurostat, WDI

A kőolaj világgpiaci árának változásában a kereslet és kínálat egymáshoz viszonyított alakulása döntő jelentőségű. Az elmúlt időszakban az árak emelkedését főként a **keresletnél alacsonyabb kitermelés magyarázta**. A kitermelést az OPEC országok a termeléskorlátozásra vonatkozó vállalásaikhoz képest nagyobb mértékben fogták vissza. Emellett a közel-keleti konfliktus és a venezuelai válság is mérsékelte a kitermelést, amit az USA dinamikus bővülő palaolaj-kitermelése csak részben ellensúlyozott. Ennek következtében a nyersolajkészletek az egy évvel ezelőtti rekordmagas szintjükről jelentősen csökkentek (1-5. ábra).

A Nemzetközi Energiaügynökség (IEA) keresletre és kínálatra vonatkozó áprilisi előrejelzése alapján folytatódhat az **USA palaolaj-kitermelésének emelkedése**, hiszen az emelkedő olajáraknak köszönhetően a palaolaj-kitermelés profitabilitása is emelkedik. Azonban az OPEC megállapodás kvótáinál nagyobb mértékű termelésvisszafogás mellett ez **nem elegendő a bővülő kereslet kielégítésére**. Az árak jövőbeli alakulását érdemi bizonytalanság övezi. Az iráni embargó lehetséges visszaállítása és az amerikai kitermelés bővülésének korlátot szabó szállítási kapacitás- és szakemberhiány felfelé mutató kockázatként azonosítható. Ugyanakkor az OPEC túlteljesített termeléskorlátozásának június végi lehetséges enyhítése az olajárak korrekcióját segítené.



1-5. ábra: A globális olajkereslet, a kitermelés és a készletek változásának alakulása

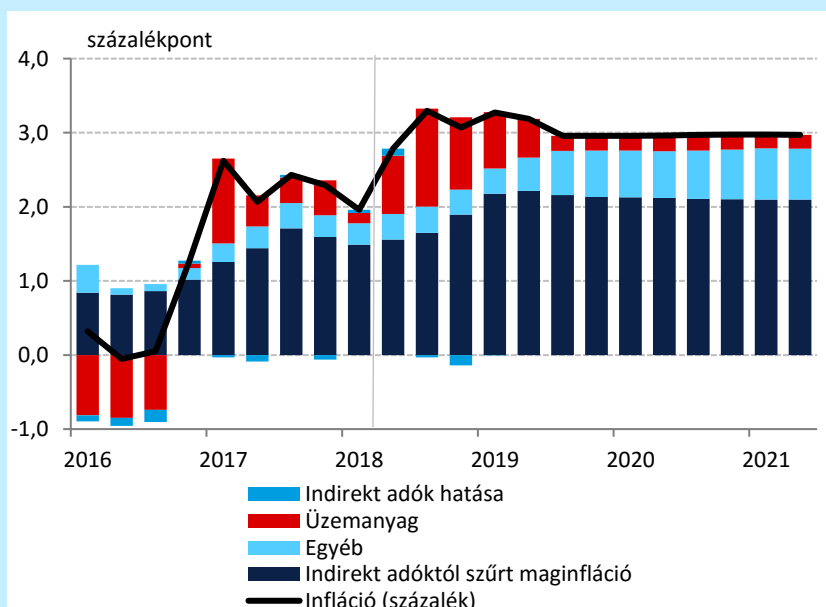


Forrás: Nemzetközi Energia Ügynökség

Az euro dollárral szembeni leértékelődése is emelte az euróban számított olajárakat. **Jelenlegi olajár-feltevésünk euróban számítva az idén és jövőre is jelentősen magasabb a márciusi feltevésünkhöz képest.**

**Az olajárak emelkedése az üzemanyagárakon keresztül már rövid távon begyűrűzik a hazai fogyasztói árakba (1-6. ábra).** Ennek hatására az üzemanyagárak emelkedése az év elejétől közel 1 százalékponttal emeli az inflációt. A korábbi prognózisunkhoz képest magasabb inflációs pálya a következő negyedévekben a magasabb olajárakhoz kötődik, **melynek hatásai 2019 közepétől kifutnak. Az inflációs várakozások alacsony szinten való horgonyzottsága miatt előrejelzésünkben a várakozásokon keresztül jelentkező másodkörös hatásokra nem számítunk.** Emellett a magasabb olajáraknak a termelési költségek oldaláról jelentkező hatásai csak elnyújtva, több negyedéves késleltetéssel jelenhetnek meg a fogyasztói árakban. Az ebből eredő indirekt inflációs hatás azonban mérsékelt maradhat, összhangban azzal, hogy a piac várakozásai alapján az aktuális jelentős olajár-emelkedés a következő években fokozatosan lecseng. Összeségében tehát az olajár átmeneti inflációt emelő hatásának kifutásával párhuzamosan a maginfláció fokozatos emelkedése biztosítja 2019 közepétől a 3 százalékos inflációs cél fenntartható szerkezetben történő elérését (1-6. ábra).

1-6. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója



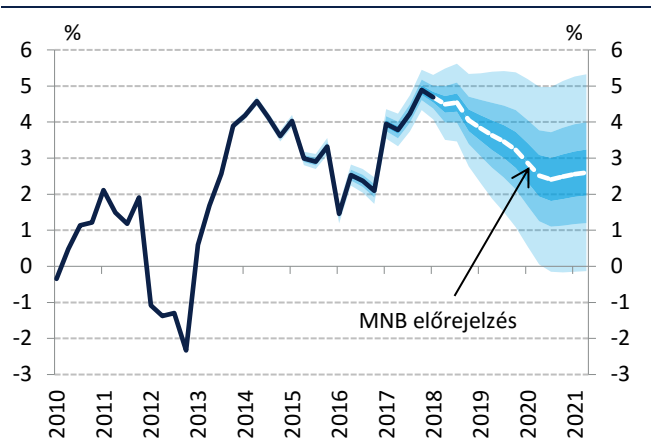
Forrás: KSH, MNB-előrejelzés



## 1.2. Reál gazdasági előrejelzésünk

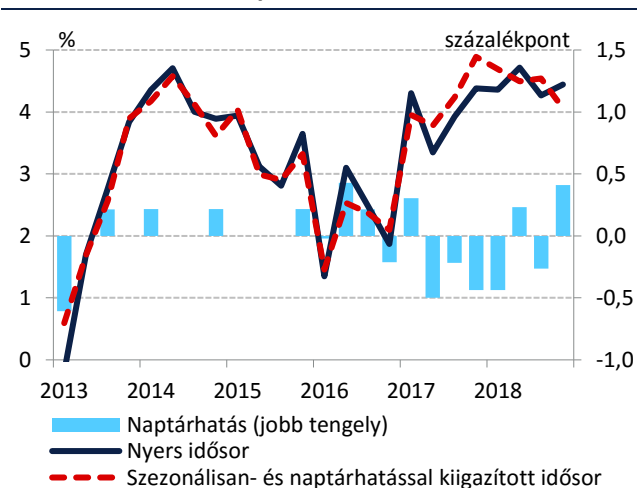
Növekedési előrejelzésünket a teljes előrejelzési horizonton javítottuk. Idén a 2017-es évnél magasabb ütemű, majd – az aktuális előrejelzési feltevéseink teljesülése esetén – 2019-től fokozatosan lassuló növekedést várunk. A hazai növekedésben továbbra is jelentős szerep jut a belföldi keresletnek. A fogyasztás növekedését támogatja a rendelkezésre álló jövedelem bővülése, amit a historikusan magas fogyasztói bizalom is erősít. Emellett a háztartási szektor magas nettó pénzügyi vagyona, valamint a lakáspiac fellendülésének másodkörös hatásai (például bútorvásárlás) is hozzájárulnak a fogyasztás bővüléséhez. A beruházásokban 2019-ig dinamikus, általános bővülés várható. 2020-ban az uniós támogatások kifutása, a nagyberuházások bázisba kerülése, illetve az aktuálisan hatályos adószabályok szerint a lakásáfa feltételezett visszaállítása a beruházások mérséklődését okozzák. Az idei évben az adócsökkentések következtében (szociális hozzájárulási adó csökkentése, célzott áfacskökkentés, a családi adókedvezmény kiterjesztése) a fiskális politika keresletbővítő hatású. 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.

1-7. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája, szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján



Forrás: KSH, MNB

1-8. ábra: Rövid távú GDP előrejelzésünk nyers és igazított idősorai, valamint a naptárhatás alakulása

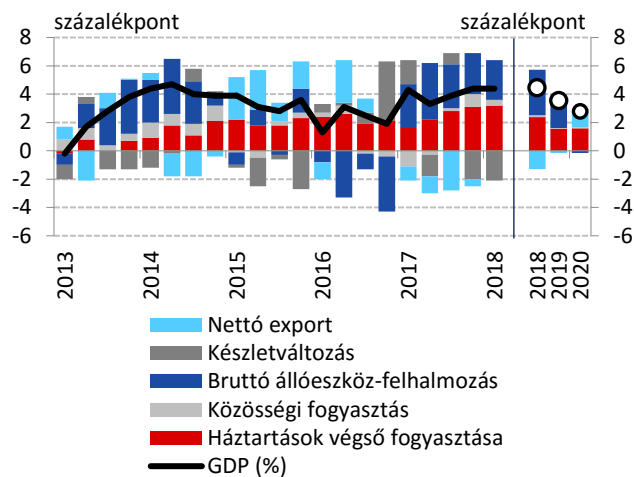


Forrás: KSH, MNB

Aktuális előrejelzésünkben tett feltevések teljesülése esetén **idén a gazdasági növekedés tovább élénkül, majd ezt követően fokozatosan lassul.** 2018-ban a gazdaság 4,4 százalékos bővülése várható, 2019-ben 3,5, míg 2020-ban 2,8 százalékos növekedésre számítunk (1-7. ábra). A naptárhatás 2018-ban jelentősen befolyásolja a gazdasági növekedés negyedéves lefutását (1-8. ábra). A hazai növekedésben rövid távon **továbbra is jelentős szerep jut a belföldi kereslet erősödésének,** amelyben meghatározó a lakossági fogyasztás és a beruházások bővülése (1-9. ábra).

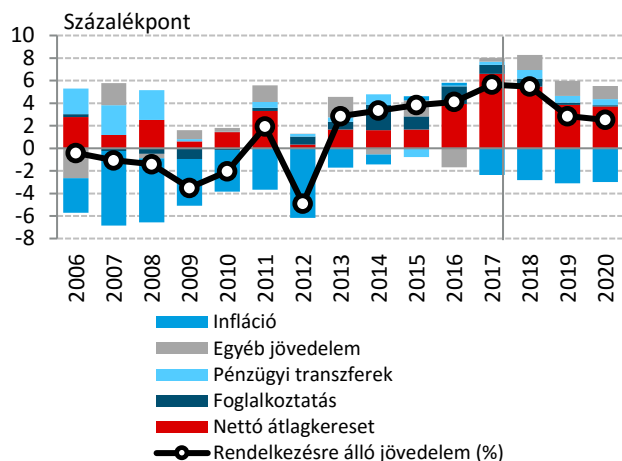
**A lakossági fogyasztás folytatódó, az előző előrejelzéshez képest élénkebb ütemű bővülésére számítunk előrejelzési horizontunkon,** így a gazdasági növekedésben továbbra is meghatározó marad. A háztartások fogyasztási kiadásának növekedését érdemben támogatják a folytatódó erős bérkiáramlással és a foglalkoztatás bővülésével összefüggő kedvező jövedelmi alapfolyamatok. A fogyasztás élénküléséhez a korábban felhalmozott magas nettó pénzügyi vagyon is hozzájárul. A folyamatot támogatja a **fogyasztói bizalom** historikusan magas szintje és a **lakáspiaci élénkülés másodkörös hatásai.** Szintén a fogyasztás bővülésének irányába hat, hogy a háztartások fogyasztási kiadásai még mindig elmaradnak a jövedelmi alapfolyamatok által indokolt szinttől. Ennek megfelelően az elhalasztott fogyasztás miatt jelentős **helyreállítási potenciál** azonosítható, főként az importintenzív tartós termékek fogyasztásában. A kedvező jövedelmi folyamatok (1-10. ábra) és a fogyasztási hajlandóság fokozatos emelkedése következtében a lakossági fogyasztás a teljes előrejelzési horizonton stabil ütemű bővülést mutat (1-11. ábra).

1-9. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához



Forrás: KSH, MNB

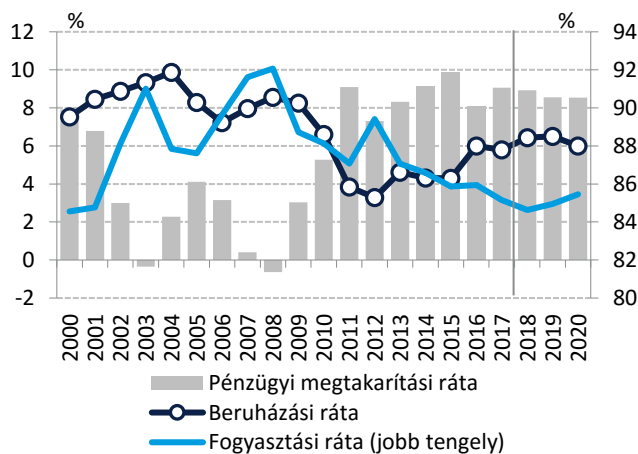
1-10. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: MNB

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



Forrás: KSH, MNB

Előrejelzésünkben a nemzetgazdasági beruházások dinamikus bővülésére számítunk 2018-ban és 2019-ben, amelyhez mindhárom szektor (vállalat, háztartás és állam) beruházási aktivitásának emelkedése hozzájárul.

Aktuális előrejelzésünkben tett feltevések teljesülése esetén folytatódik a vállalatok beruházásainak bővülése. A vállalati szektor beruházási alapfolyamatai erősödnek, összhangban a kereslet kedvező alakulásával, az alacsony kamatkörnyezettel, és a kvv-hitelek bővülésével. Jelenlegi feltevéseink teljesülése esetén a teljes vállalati hitelezés esetében átlagosan évi 6, a kvv-hitelezés esetében pedig 6–8 százalékos bővülésre számítunk az előrejelzési horizonton (1-12. ábra). Előretekintve az uniós források – melyek jelentős hányada gazdaságfejlesztési célokra irányul – is támogatják a vállalati beruházásokat. A korábban bejelentett nagyberuházások és kapacitásbővítések is élénkíthetik a vállalati beruházásokat. Jelenleg közel 1900 milliárd forint értékű nagyberuházás van folyamatban, amely jórészt a feldolgozóipart érinti. A nagyberuházások bázisba kerülésével 2020-ban a vállalati beruházások korrekciója várható.

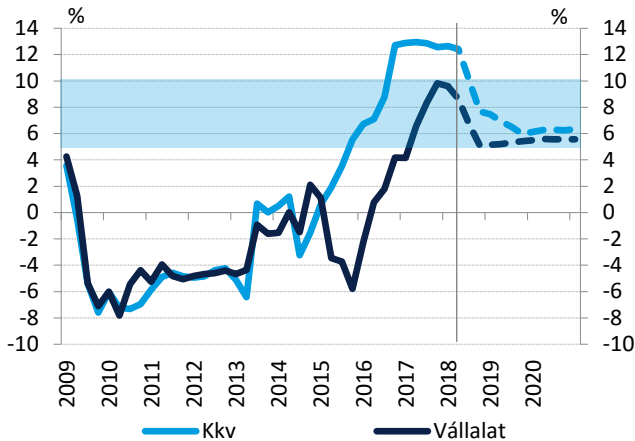
Előrejelzésünkben az uniós és saját forrásból megvalósuló állami beruházások bővülését várjuk. Az előlegfizetések – és azok később realizálódó felhasználása – várakozásaink szerint nem befolyásolják érdemben a 2014-2020-as uniós költségvetési ciklus forrásainak teljes költségvetési és reálgazdasági hatását, csupán azok évek közötti megoszlását. Összességében 2020-tól már az EU-források effektív felhasználásának visszaesése várható.

Idén és jövőre 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 adószabályokból levezetett feltevéseink szerint a lakásvásárláshoz kapcsolódó áfa 2019-et követően visszaáll az eredeti szintjére, ami a lakáspiac felfutásának megtorpanását okozhatja. Az előrejelzési horizont végén a lakáspiaci ciklus 2020-as lassulásával összhangban a lakossági beruházások mérséklődnek.

Előretekintve a nemzetgazdasági beruházási ráta megközelíti a 25 százalékot. 2020-ban a nagyberuházások bázisba kerülése, az uniós támogatások kifizetése, illetve a lakáspiaci ciklus lassulása a beruházások mérséklődését okozza (1-13. ábra).

Az első negyedévben némileg kedvezően alakult fontosabb külkereskedelmi partnereink növekedése, a nemzetközi intézmények pedig enyhén javították a külső kereslet

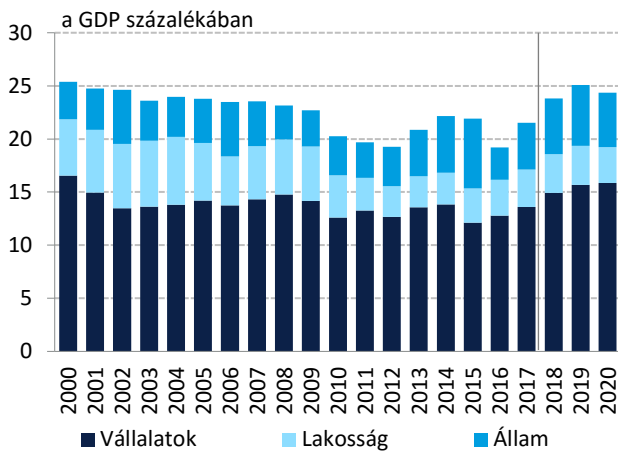
1-12. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása



Megjegyzés: Tranzakciós alapú, éves változás.

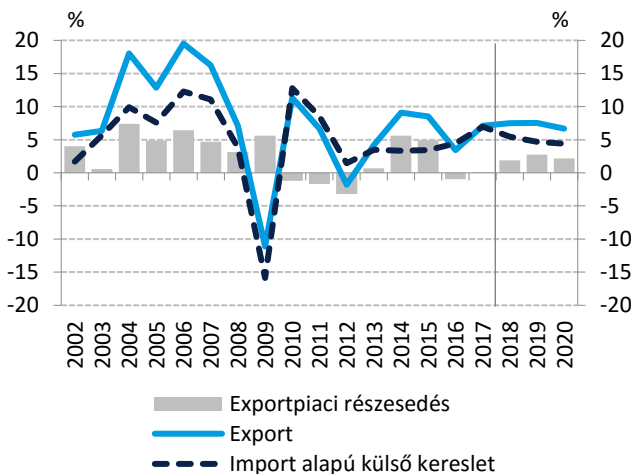
Forrás: MNB

1-13. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként



Forrás: KSH, MNB

1-14. ábra: Az exportpiaci részesedés változása



Megjegyzés: Éves változás.

Forrás: KSH, MNB

alakulásával kapcsolatos várakozásait. A márciusi feltevéseinkhez képest enyhén magasabb külső kereslettel számolunk. **Előretekintve azonban az európai konjunktúrát kockázatok övezik:** a visszafogott ipari termelés, a korrekciót mutató európai konjunktúraindikátorok, az Egyesült Királyság EU-ból való kilépése és a kereskedelemkorlátozó intézkedések ronthatják felvevőpiacaink növekedési kilátásait. Az új exportkapacitások kiépülésével és a szolgáltatásexport dinamikus bővülésével összhangban a kivitel növekedési üteme tartósan meghaladja külső keresletünk bővülésének ütemét, így **exportpiaci részesedésünk tovább javul** (1-14. 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 kis mértékben lassítja a gazdasági növekedést**. A külső kereslet emelkedésével párhuzamosan 2020-ban is exportbővülésre számítunk, ami a lassuló importdinamika mellett azt eredményezi, hogy **az előrejelzési horizont végén a nettó export ismét pozitívan járul hozzá a gazdasági növekedéshez**.

Technikai feltevéseink szerint az idei év során a mezőgazdaság enyhén pozitívan járul hozzá a növekedéshez.

Becslésünk szerint **2018 első negyedévében a kibocsátás potenciális szintje közelében alakult**. A hosszú ideje negatív tartományban tartózkodó kibocsátási rés 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), ezért előretekintve a termelékenység további javulását várjuk. Hosszabb távon a termelékenység emelkedését a versenyképesség javításával érdemben tudja a gazdaságpolitika támogatni (lásd 3-2. keretes írás).

**1-2. keretes írás: Előrejelzésünkben alkalmazott feltevéseink**

Magyarország egy kis nyitott gazdaság, így a legfontosabb makrogazdasági változókra készített előrejelzéseink alapvetően befolyásolja a külső tényezők alakulása, továbbá az azokra vonatkozó feltevések változása.<sup>1</sup> 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	1,23	1,19	1,23	1,17	1,23	1,17	-3,3%	-4,9%	-4,9%
Olajár (USD/hordó)	65,1	73,2	61,4	72,8	58,6	69,0	12,4%	18,6%	17,7%
Olajár (EUR/hordó)	52,9	61,7	49,9	62,3	47,7	59,1	16,6%	24,8%	23,9%
Élelmiszerárak									
Búza (USD/véka)	4,80	5,07	5,40	5,81	5,61	6,04	5,6%	7,6%	7,7%
Kukorica (USD/véka)	3,79	3,96	4,07	4,34	4,20	4,53	4,5%	6,6%	7,9%
Eurozóna inflációja (%)	1,4	1,7	1,4	1,7	1,7	1,7	0,3 szp.	0,3 szp.	0,0 szp.
Felvevőpiacaink növekedése*(%)	2,6	2,7	2,5	2,6	2,4	2,5	0,1 szp.	0,1 szp.	0,1 szp.

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

**A világgazdasági olajárak nagyobb volatilitás mellett a 65–80 dolláros sávban alakultak.** A Brent nyersolaj hordónkénti ára áprilisban fokozatos emelkedésbe kezdett, amit a kitermelésnél magasabb kereslet is magyarázott. Ezt követően az olajárak májusban – érdemi volatilitás mellett – átlagosan 77 dollár körül ingadoztak. A kitermelést az OPEC országok megállapodásban foglalt termeléskorlátozásra vonatkozó vállalásainak túlteljesítése mellett a közel-keleti konfliktus és a venezuelai válság is visszafogta, amit az USA dinamikus bővülő palaolaj-kitermelése csak részben ellensúlyozott. (Az olajárak alakulásáról lásd részletesebben 1-1. keretes írás.) **Az euróban kifejezett határidős jegyzésárak a világgazdasági olajárak emelkedése következtében jelentősen felfelé módosultak a márciusi feltevéseinkhöz képest, de mérséklődő pályát vetítenek előre.** Az EUR/USD keresztárfolyamára vonatkozóan technikai alapon a márciusi feltevéseinknél gyengébb euróra számítunk az előrejelzési horizonton.

**Az Európai Központi Bank legfrissebb előrejelzésében továbbra is az inflációs céljától elmaradó árdinamikát prognosztizál a teljes előrejelzési horizonton.** Az EKB inflációs prognózisát az emelkedő olajárak inflációban megjelenő hatása miatt felfelé módosította az idei és jövő évre vonatkozóan. Az eurozóna inflációját mindhárom évben 1,7 százalékra prognosztizálják. Az EKB maginflációra vonatkozó előrejelzése érdemben nem változott. Az előrejelzési horizonton a maginfláció fokozatosan emelkedik, amit a feszesező munkaerőpiac felől érkező költségoldali hatások (erősödő nominális bérdinamika) és az euroövezet egyes területein megjelenő munkaerőhiány magyaráznak.

A világgazdaság teljesítményére vonatkozó növekedési előrejelzések némileg felfelé módosultak, ezért a márciusi feltevéseinkhez képest a külső kereslet enyhén magasabb bővülésére számítunk. **Az európai növekedést ugyanakkor lefele mutató kockázatok is övezik** (az elmúlt időszak visszafogott ipari termelése, az európai konjunktúraindikatorok korrekciója, az Egyesült Királyság EU-ból való kilépését övező kockázatok, valamint a közelmúltban bevezetett importvámok lehetséges hatásai).

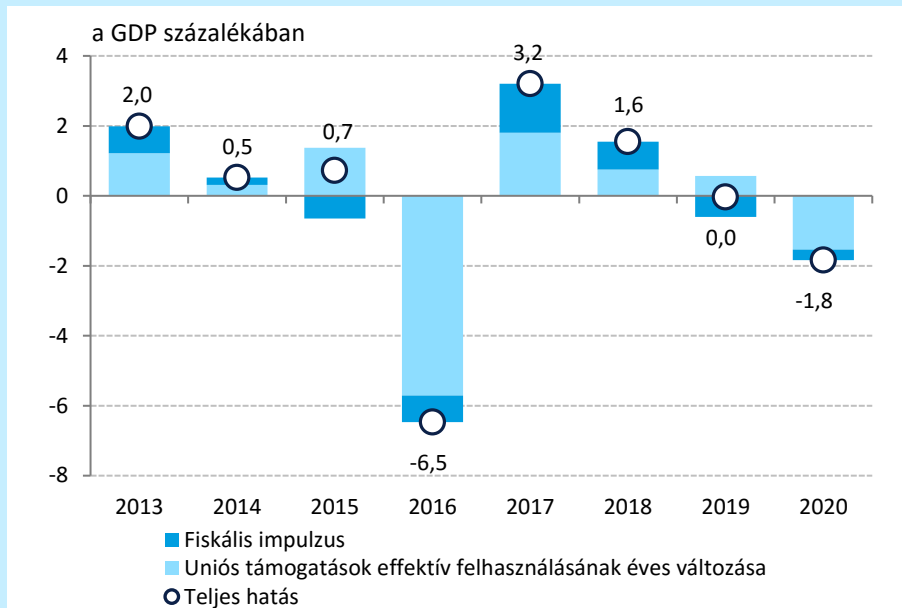
A határidős jegyzések alapján a búza és a kukorica esetében is a márciusi Inflációs jelentés feltevéseknél enyhén magasabb áremelkedés várható.

**A 2019. évi költségvetési törvényjavaslat érdemi új intézkedést nem tartalmazott, a kedvezőbb makrogazdasági folyamatok azonban alacsonyabb hiánypályát eredményeztek márciusi előrejelzésünkkel.** Az Országgyűlésnek június 13-án benyújtott 2019. évi költségvetési törvényjavaslat szerint 2019. július 1-től életbe lép a bérmegállapodás szerinti 2 százalékpontos szociális hozzájárulási adócsökkentés, így alappályánkban ezt érvényesítettük. Az előrejelzési horizonton a

<sup>1</sup> Előrejelzési feltevéseink felhasználásának gyakorlati módszertanát lásd: Krusper Balázs– Bauer Péter: „Mit jelent a feltételes előrejelzés?” Letölthető: <https://www.mnb.hu/letoltes/krusper-balazs-bauer-peter-mit-jelent-a-felteteles-elorejelzes-20140425.pdf>

költségvetési hiányra vonatkozó prognózisunk 0,1–0,2 százalékponttal csökken, amit elsősorban a márciusi Inflációs jelentéshez képest kedvezőbb makrogazdasági folyamatok indokolnak.

1-15. ábra: A fiskális keresleti hatás és az uniós források effektív felhasználása

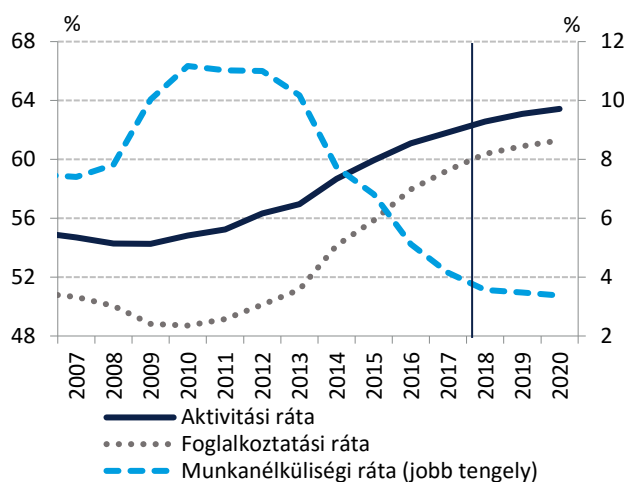


Forrás: MNB

### 1.3. Munkaerőpiaci előrejelzésünk

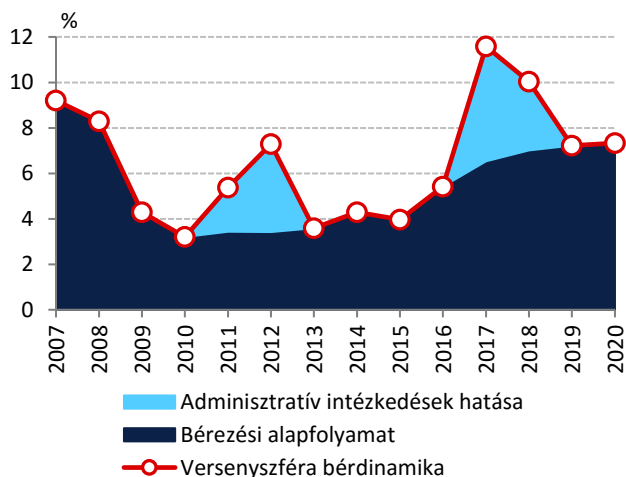
Előrejelzési horizontunkon a foglalkoztatottság emelkedésének üteme meghaladja az aktivitás bővülését, így a historikusan alacsony munkanélküliségi ráta tovább csökken. A gazdasági növekedéssel párhuzamosan a versenyszféra tartósan magas munkaerő-kereslete támogatja a foglalkoztatás bővülését. A munkaerő iránti megnövekedett kereslet következtében a feszes munkaerőpiac tartósan erős bérezési alapfolyamatokat eredményez. A reálbérek emelkedése a következő években is folytatódik. A bérek költségoldalról jelentkező inflációs hatása továbbra is mérsékelt marad.

1-16. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban



Forrás: KSH, MNB

1-17. ábra: Az érdemi minimálbér- és garantált bérminimum emelések hatása a versenyszféra bérdinamikájára



Megjegyzés: A következő évek minimálbér-emelései jelenleg nem ismertek. Azzal a feltevéssel élünk, hogy mértékük megegyezik a bérezési alapfolyamattal.

Forrás: KSH, MNB-beclsés

Várakozásunk szerint az egyre effektívebbé váló demográfiai korlátok (a munkaképes korúak összlétszámának és kor-nem szerinti összetételének változása) miatt az aktívak száma csökkenő ütemben emelkedik tovább a következő években, 2020-ban pedig a jelenleg ismert feltevések mellett várhatóan megáll a munkaerő-kínálat bővülése. **A demográfiai folyamatok egyre effektívebb korlátot jelentenek majd a foglalkoztatásbővülés számára** (1-16. ábra).

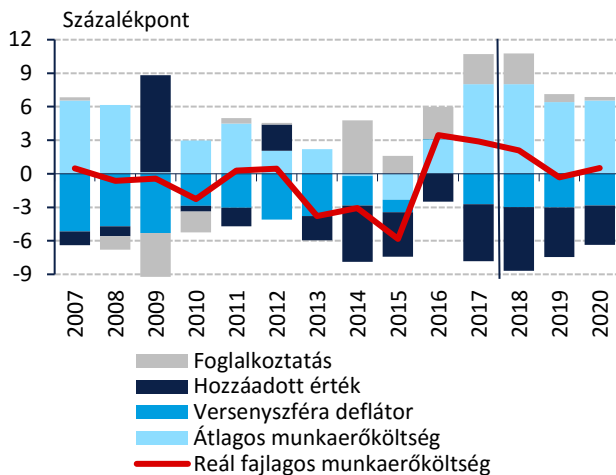
A költségvetési intézkedésekkel összhangban a közfoglalkoztatottak száma 150 ezer fő alá csökken az előrejelzési időszakban, így a historikus csúcsot jelentő 2016-hoz képest közel 80 ezer fővel mérséklődik a programban résztvevők száma. A feszes munkaerőpiaci környezetben a közfoglalkoztatásból kikerülők egyre nagyobb aránya áramolhat 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 folytatódó bővülését.** Ugyanakkor a szűk keresztmetszetek miatt a versenyszférában foglalkoztatottak száma az utóbbi évek erőteljes létszámbővülését követően lassuló ütemben emelkedik tovább. A foglalkoztatottság folytatódó emelkedésével **a jelenleg is historikusan alacsony munkanélküliségi ráta tovább csökken.**

A historikusan feszes munkaerőpiaci környezetben a vállalatok erőteljes versenyt folytatnak a munkaerő megtartásáért és felvételéért, így a munkavállalók béralkupozíciója folyamatosan erősödik. **A bérezési alapfolyamat tartósan erős marad.** Az előző évinél némileg alacsonyabb bérdinamikára számítunk 2018-ban a tavalyi évtől elmaradó mértékű minimálbér- és garantált bérminimum emelés miatt (1-17. ábra). Az előrejelzési időszak további részében a reál munkaerőköltség növekedése egyre jobban összhangba kerül a termelékenység emelkedésével (1-18. ábra).

A bérdinamika munkaerőköltségre gyakorolt hatását tompítja, hogy a vállalatokat terhelő szociális hozzájárulás

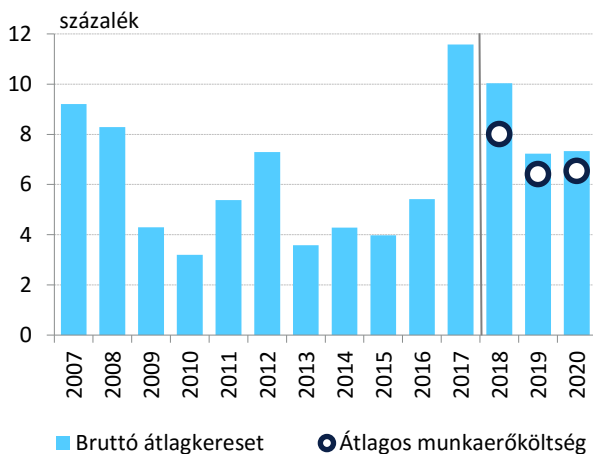
1-18. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása



Forrás: KSH, MNB

adó kulcsa 2018 elején 2,5 százalékponttal csökkent, így a költségoldalról jelentkező inflációs hatás továbbra is mérsékelt maradhat. A jövő évi költségvetés tervezete alapján 2019. július 1-jétől számolunk további, 2 százalékpontos csökkentéssel (1-19. ábra). A bérmegállapodás értelmében a szociális hozzájárulási adó a jövő évet követően még három lépésben 2-2 százalékponttal fog csökkenni a reálbérek emelkedésének függvényében.

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



Forrás: KSH, MNB

### 1-3. keretes írás: Továbbra is mérsékelt inflációs hatás a munkaerőpiac felől

A munkanélküliségi ráta az elmúlt időszakban historikus mélypontra süllyedt Magyarországon és az előrejelzési horizontunkon további mérséklődés várható. A vállalatok számára a szabad munkaerőpiaci kapacitás érdemben mérséklődött, a vállalatok egyre élesebb versenyt folytatnak a képzett munkavállalókért. A folyamatra a munkaerőpiac feszesedéseként szokás hivatkozni és a vállalati alkalmazkodási csatornákat a 6.2. kiemelt témánk részletesen elemzi. Az egyik legfontosabb ilyen alkalmazkodási csatorna a bérek emelése, amelyre vonatkozóan arra számítunk, hogy a **bérezési alapfolyamatok tovább erősödnek a következő negyedévekben.**

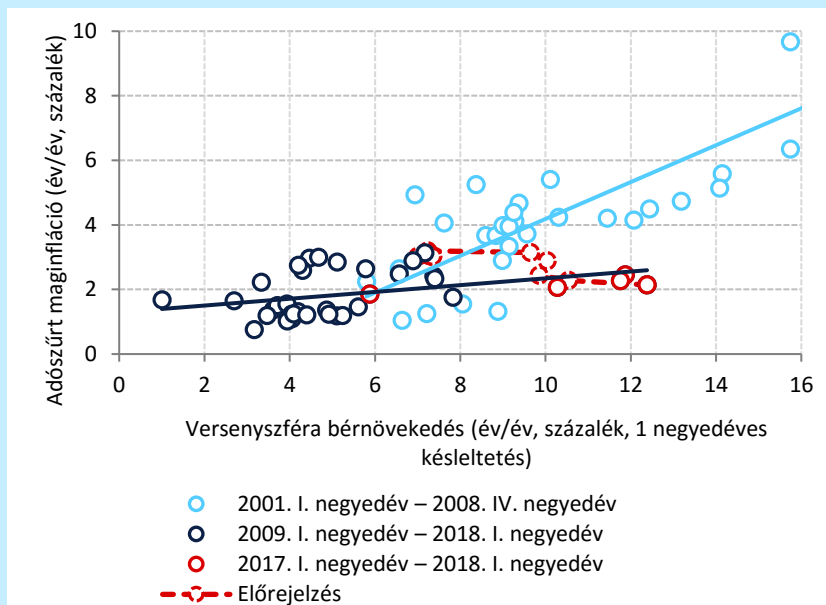
Jegybanki szempontból azonban az egyik legfontosabb kérdés, hogy miképpen fog ez lecsapódni az árakban, **milyen mértékben fogja az emelkedő bérezési alapfolyamat befolyásolni az inflációt.** Korábban is számos elemzésben<sup>2</sup> felhívtuk

<sup>2</sup> Lásd pl. Soós Gábor Dániel – Várhegyi Judit (2015): Árak és bérek – okok egy megváltozott gazdasági kapcsolat hátterében, MNB szakmai cikkek, 2015.



a figyelmet arra, hogy a munkaerőpiaci ciklus és a bérek inflációs hatása visszafogottabb, mint a válság előtt. **Az elmúlt negyedévi adatok megerősítik a meggyengült kapcsolatot az árak és a bérek között** (1-20. ábra).

1-20. ábra: Az adózított maginfláció és a versenyszféra bruttó béreinek kapcsolata

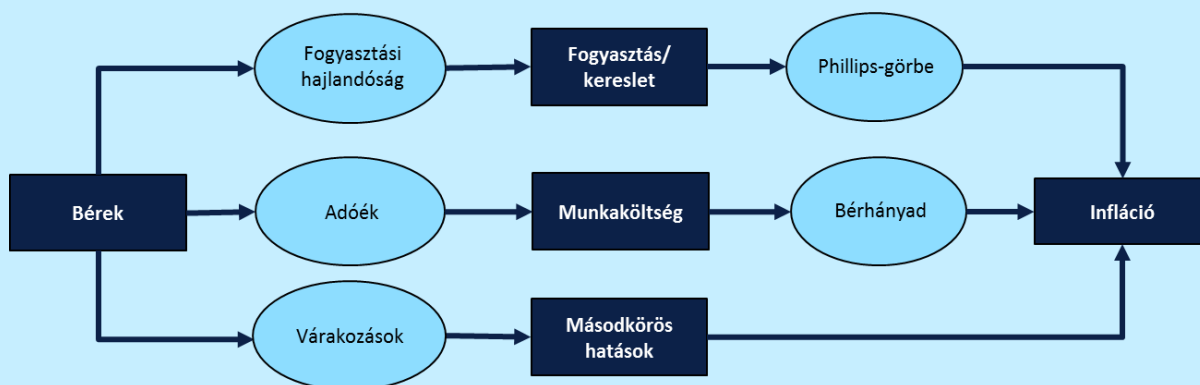


Forrás: KSH, MNB

A bérek több csatornán keresztül fejthetik ki hatásukat a fogyasztói árakra (1-21. ábra). **A béremelkedés a lakossági keresleten, a vállalati költségeken és az inflációs várakozásokon keresztül befolyásolhatja az infláció alakulását.**

A bérek növekedése következtében a háztartások rendelkezésre álló jövedelme emelkedik és az ennek hatására növekvő lakossági kereslet növeli a vállalatok árazási mozgásterét. **A kereslet és az árak közötti kapcsolatot az úgynevezett Phillips-görbe ragadja meg. Hazai és nemzetközi tapasztalatok alapján a Phillips-görbe a válság óta laposabbá vált, azaz a kereslet ugyanakkora emelkedése kisebb inflációs hatással jár.** Ezt erősíti továbbá, hogy várakozásunk szerint a bővülő lakossági kereslet elsősorban a magasabb importigényű tartós fogyasztási cikkek felé irányul, így a fogyasztás bővülése a hazai árdinamikára kisebb hatást gyakorolhat.

1-21. ábra: A bérek és az árak közötti kapcsolat csatornáit



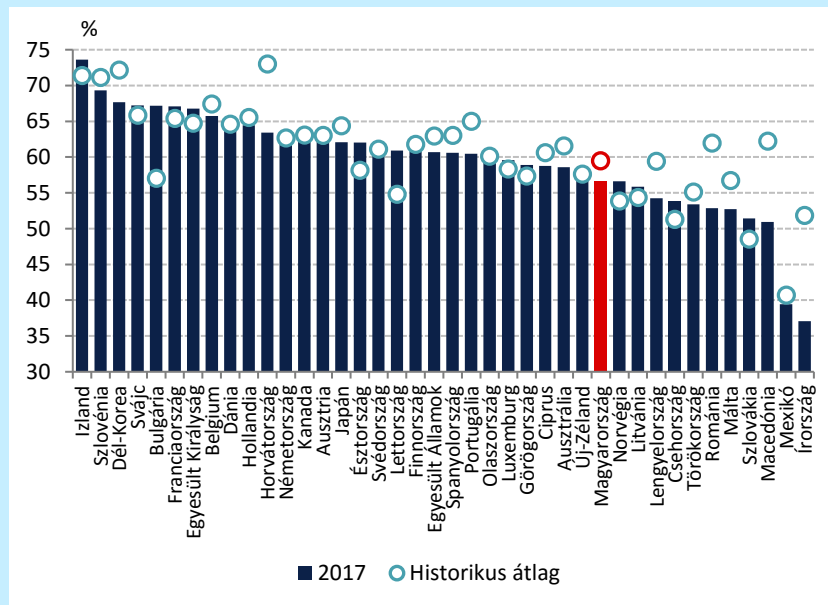
Forrás: MNB

A bérek és az árak közötti kapcsolat második csatornáját a vállalati költségek változása jelenti. Azt, hogy ez a csatorna mennyire jelentős, két tényező határozza meg. Ezek egyike, hogy a béremelkedés hatására összességében mennyire emelkednek a vállalatok bérekre fordított kiadásai, ami a bruttó bérek mellett a munkaadókat terhelő, munkához köthető adókat és járulékokat is magába foglalja. **A bérek ezen a csatornán keresztül megjelenő inflációs hatását tompítja a vállalatokat terhelő szociális hozzájárulási adó több lépcsőben történő csökkenése** – következő alkalommal 2019 közepén –, aminek következtében a vállalati költségek a béreknél lassabb ütemben nőnek. **Emellett a vállalati költségek emelkedését a bérek fehéredése is tompíthatta.**



A bérköltségek oldaláról jelentkező inflációs hatás esetében azonban nemcsak a bérköltség növekedési üteme, hanem annak szintje is jelentőséggel bír. A bérhányad – azaz az összes bérköltség nominális GDP-hez viszonyított aránya – hazánkban nemcsak nemzetközi összevetésben számít alacsonynak, de a historikus átlagtól vett elmaradása is az egyik legnagyobb az európai országok körében (1-22. ábra). Annak ellenére, hogy az idei évben a dinamikus béremelkedés hatására a bérhányad tovább emelkedik – ami a reál fajlagos munkaerőköltségek dinamikájában is tükröződik (1-18. ábra) – **várhatóan továbbra is elmarad a historikus átlagtól**. Ezt követően azonban 2019-től a bérköltségek emelkedése megközelítőleg a termelékenység emelkedésével lesz összhangban, vagyis a bérhányad emelkedése megáll. Ebben nagy szerepe van a szociális hozzájárulási adó csökkentésnek, ami a magas bérindexek ellenére lassítja a vállalati költségek emelkedését.

1-22. ábra: A bérhányad alakulása nemzetközi összevetésben



Forrás: Ameco

A bérnövekedés inflációs hatásának harmadik lehetséges csatornája a várakozások csatornája. Hazánkban azonban a gyors bérdinamika és az elmúlt hónapokban – az üzemenyagárak növekedésének hatására – emelkedő infláció ellenére a **lakossági inflációs várakozások továbbra is historikusan alacsony szinten tartózkodnak**, mely a lakossági várakozások horgonyzottságát jelzi (3-36. ábra). Ehhez hozzájárulhatott, hogy a várakozásokat érdemben meghatározó rezsiköltségek visszafogottan alakultak az elmúlt időszakban. Ebből következően a várakozási csatornán keresztül nem számítunk inflációs hatásra a bérnövekedésből adódóan.

Összességében előrejelzésünk szerint a **dinamikus béremelkedésnek elsősorban keresleti oldalról, a fogyasztás bővülésén keresztül várható hatása az inflációra**. A másik két csatorna esetében a szociális hozzájárulási adó csökkenése, a historikusnál alacsonyabb bérhányad, valamint a horgonyzott inflációs várakozások következtében nem számítunk érdemi inflációs hatásra. Mindezek következtében a **béremelkedés hatása az inflációra mérsékelt marad, így az indirekt adóktól szűrt maginfláció csak fokozatosan emelkedik a következő években**.

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

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

<sup>1</sup> A GDP arányában.

<sup>2</sup> A teljes munkaidős foglalkoztatottakra vonatkozó KSH adatok szerint.

<sup>3</sup> MNB-becslés.

<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.

<sup>5</sup> Nemzetgazdaság, nemzeti számlás adatok alapján, nominális index.

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

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

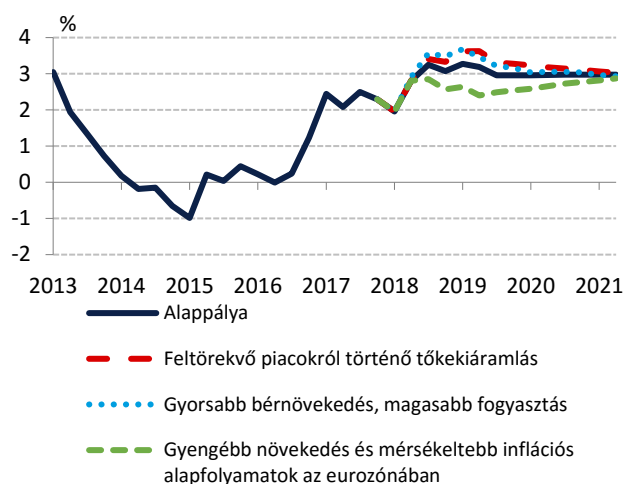
<sup>4</sup> Az előrejelzési sáv alsó értéke mutatja az ESA-egyenleget abban az esetben, ha az Országvédelmi Alap felhasználásra kerül, a felső értéke pedig az Országvédelmi Alap elköltése nélkül alakulhat ki.

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

## 2. Alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre

A Monetáris Tanács a júniusi Inflációs jelentés alappályája mellett három alternatív forgatókönyvet emelt ki. A feltörekvő piacokról történő tőkekiáramlást bemutató scenárió megvalósulása esetén a kockázati felárak emelkedése az alappályához képest lassabb növekedést és magasabb inflációs pályát eredményez. A gyorsabb bérnövekedést és magasabb fogyasztást feltételező alternatív pálya esetében a hazai gazdasági növekedés erőteljesebb, míg az infláció magasabb az alappálya-előrejelzésnél. Az eurozónában gyengébb növekedést és mérsékeltebb inflációs alapfolyamatokat feltételező kockázati forgatókönyv az alappályánál alacsonyabb hazai inflációs és növekedési pályát jelent. Az első két esetben az inflációs cél fenntartható elérése az alappályában feltételezetténél szigorúbb, míg utóbbi esetben lazább monetáris kondíciók mellett lehetséges. A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács a további kockázatok között tárgyalta a világszerte olajárak tartós emelkedését, valamint a protekcionizmus globális erősödését valószínűsítő forgatókönyveket.

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



Forrás: MNB

### Feltörekvő piacokról történő tőkekiáramlás

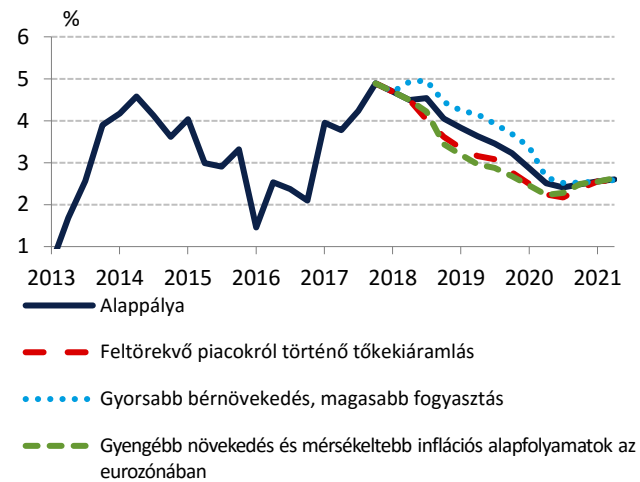
Az elmúlt időszakban a **fokozódó amerikai kamatemelési várakozások** a fejlett piaci hozamok emelkedéséhez és a dollár árfolyamának erősödéséhez vezettek. A hozamemelkedés **erősítette a kockázatkerülést a pénzügyi piacokon, ami a feltörekvő piacokról történő tőke kivonáshoz és a feltörekvő piaci devizák gyengüléséhez vezetett.** A kockázatkerülés erősödése irányába hatottak az elmúlt hónapokban az **olasz választásokat követő kormányalakítással, a Brexittel kapcsolatos, illetve az iráni atomalku felmondásához kötődő bizonytalanságok, valamint a protekcionista kereskedelem-korlátozó intézkedésekkel kapcsolatos hírek, bejelentések is. A tőke kivonás elsősorban a sérülékenyebb és kockázatosabb feltörekvő országok deviza- és kötvénypiacát érintette.** Ugyanakkor a pénzügyi piaci turbulencia a KKE-régió piaci folyamataira is érzékelhető hatással volt.

A **kockázati forgatókönyvben** azt feltételezzük, hogy a kockázati felárak növekedése a feltörekvő piaci **hozamok további érdemi emelkedését és a feltörekvő devizák leértékelődését eredményezheti.** Az összességében felfelé mutató inflációs kockázat következtében az inflációs cél elérését az alappályánál szigorúbb monetáris politika biztosítja.

### Gyorsabb bérnövekedés, magasabb fogyasztás

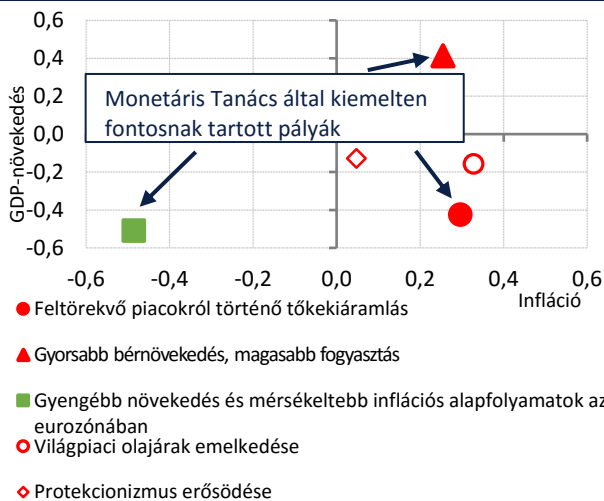
**Márciusban a bruttó átlagkereset a nemzetgazdaságban 11,1, a versenyszférában 8,4 százalékkal nőtt** az előző év azonos időszakához képest. Várakozásaink szerint a **bérezési alapfolyamat** a csökkenő szabad munkaerő-kapacitással párhuzamosan **továbbra is erős marad az idei évben.** 2017-ben és 2018 eddigi hónapjaiban az **élenk bérnövekedés inflációs hatása döntően a munkaintenzív**

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

ágazatokban jelentkezett. Egységnyi bérköltség árakba való átgyűrűzése a válság előtti évekhez képest visszafogott maradt, az árak és bérek kapcsolata gyengülhetett az elmúlt években (lásd 1-3. keretes írás). Előretekintve ugyanakkor kockázatot jelent, hogy ez a gyengébb kapcsolat meddig marad fenn. **Alappályánkban** a vállalatok kedvező jövedelmi helyzetének és a szociális hozzájárulási adó év eleji csökkentésének köszönhetően **a keresettömeg dinamikus növekedése az inflációra csak mérsékelt hatást gyakorol.**

**Az alternatív pálya esetén mind a nemzetgazdasági bérdinamika, mind a foglalkoztatás bővülése magasabb lehet** az alappályához képest a következő években. A magasabb elköltető jövedelem **a háztartások fogyasztását és beruházásait élénkíti**, kedvező hatást gyakorolva a gazdasági növekedésre. A vállalati költségek az alappályánál nagyobb mértékben emelkednek, ami az élénkülő belső kereslettel párhuzamosan **az árak emelkedését eredményezheti**, így az inflációs cél elérését az alappályánál szigorúbb monetáris politika biztosítja.

Gyengébb növekedés és mérsékeltebb inflációs alapfolyamatok az eurozónában

**Az euroövezet árdinamikája 2018 első negyedében enyhén mérséklődött**, majd áprilisban a fogyasztóiár-index 1,2 százalékra, míg a maginfláció 0,7 százalékra csökkent. Ezt követően **májusban** – főként az elmúlt időszakban tapasztalt olajár-emelkedés következtében – **az eurozóna inflációja érdemben emelkedett, az inflációs alapfolyamatok azonban továbbra is visszafogott szinteken tartózkodnak.** Előretekintve az eurozóna inflációja várhatóan még évekig elmarad az EKB 2 százalék alatti, de ahhoz közeli céljától. Mindezek mellett a különböző nemzetközi konjunktúraindikatorok elmúlt időszakban tapasztalt mérséklődése alapján **fennállhat annak a kockázata, hogy az euroövezetben** – a 2011-12-ben tapasztaltakhoz hasonlóan – **lassuló gazdasági növekedés, és ennek nyomán a vártnál tartósabban alacsony inflációs környezet alakul ki.**

Az alternatív pálya feltételezése szerint **a vártnál gyengébb növekedési és inflációs folyamatok** következtében lassabban érheti el fenntarthatóan inflációs célját az EKB, ami **az alappályánál lazább euroövezeti monetáris politikát eredményezhet.** A mérsékeltebb eurozóna infláció **erősebben fékezheti a hazai infláció emelkedését**, és külső piacaink romló konjunkturális folyamatai **visszafoghatják a hazai növekedést** (2-1., 2-2. és 2-3. ábra). Ekkor az inflációs cél elérését a laza monetáris kondíciók tartósabb fenntartása biztosíthatja.

#### További kockázatok

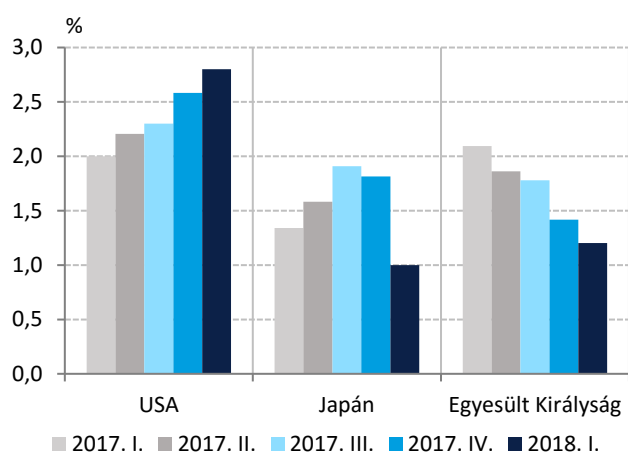
A kiemelt forgatókönyvek mellett a Monetáris Tanács további kettő alternatív pályát mérlegelt. A **világpiaci olajárak tartós emelkedését** feltételező kockázati forgatókönyv magasabb infláció irányába mutat. A kereskedelmi feszültségek eszkalálódása és a **protekciónizmus globális erősödése** esetén az alappályánál némileg visszafogottabb növekedés várható, számottevő inflációs hatás nélkül.

## 3. Makrogazdasági helyzetértékelés

### 3.1. A nemzetközi makrogazdasági folyamatok helyzetértékelése

2018 első negyedében folytatódott a világgazdaság és azon belül az eurozóna növekedése. Továbbra is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió gazdasági növekedési centrumának. A világpiacon olajárak jelentősen növekedtek, aminek közvetlen hatásai az elmúlt hónapokban az inflációs ráták emelkedésében is jelentkeztek. Ennek hatására az eurozónában májusban a cél közelébe emelkedett az infláció, miközben a maginfláció visszafogott maradt. A devizapiacra a dollár jelentősen erősödött és az amerikai tízéves hozam 3 százalékos fölé emelkedett, amely a meginduló tőkekiáramlásokon keresztül a feltörekvő piaci hozamok megugrásával járt. Az EKB bejelentette, hogy a beérkező adatok függvényében 2018 decemberében befejezi nettó eszközvásárlásait. A júniusi ülés közleménye szerint az irányadó ráták legalább 2019 nyaráig maradhatnak a jelenlegi szintjükön. A Fed döntéshozói a várakozásoknak megfelelően 25 bázisponttal emelték az irányadó rátát. A döntéshozók előrejelzésével összhangban a Fed idei negyedik kamatemelésének valószínűsége a piaci árazások alapján emelkedett. A kelet-közép-európai régióban fennmaradt a jegybankok monetáris politikai divergenciája. A román jegybank emelte az irányadó rátát, míg a lengyel és a cseh jegybank döntéshozói nem változtattak a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedév során. A régió országai az inflációs ráták emelkedtek.

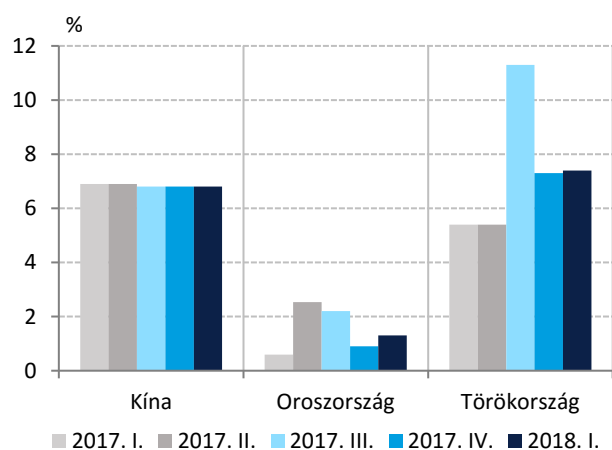
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: OECD

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



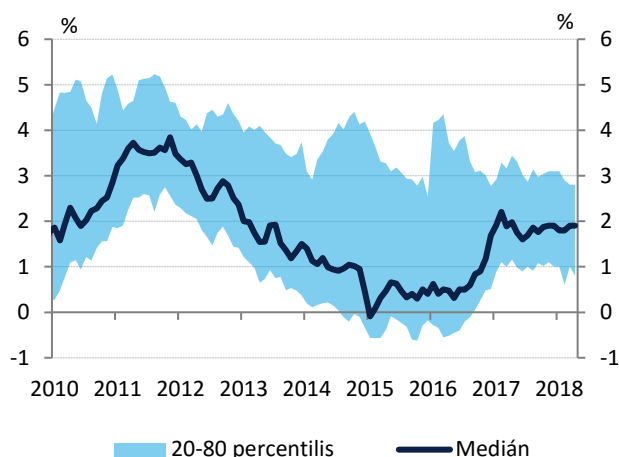
Forrás: Trading Economics

#### 3.1.1. A globálisan meghatározó gazdaságok folyamatai

**Az Egyesült Államok gazdasága 2018 első negyedében a várakozásokat meghaladó mértékben bővült** (3-1. ábra). A gazdaság bővüléséhez elsősorban a beruházások mellett a lakossági fogyasztás, valamint a kormányzati kiadások járultak hozzá. A belső felhasználási tételek bővülése mellett az export az importot meghaladó mértékben növekedett, így összességében a nettó export is pozitívan befolyásolta a gazdasági növekedést. Az amerikai adminisztráció által bejelentett infrastrukturális beruházási program és adócsökkentések következtében továbbra is kedvezőek a gazdaság növekedésére vonatkozó kilátások. Azonban a bejelentett kereskedelmet korlátozó intézkedések – az Egyesült Államok világimporton belüli jelentős súlya miatt – érdemi hatást gyakorolhatnak a globális gazdaságra. Előretekintve az importvámokkal kapcsolatos bizonytalanságok érdemi kockázatokat hordoznak a globális konjunktúrára nézve.

**Az Egyesült Királyságban az első negyedévben elmaradt a növekedés a várakozásoktól.** A gazdaság bővülését a bruttó állóeszköz-felhalmozás és a háztartási fogyasztás támogatta, miközben a nettó export negatívan járult hozzá a növekedéshez. Az EU-ból való kilépés, illetve a folyamat körülményeinek tisztázatlansága kedvezőtlenül hatnak a középtávú növekedési kilátásokra, valamint a vállalati beruházási folyamatokra. **A japán gazdaság éves összevetésben 1 százalékkal bővült, míg az előző negyedévhez képest 0,2 százalékkal mérséklődött az első negyedévben** (3-1. ábra). A visszaeséshez leginkább a háztartási fogyasztás és a beruházások csökkenése járult hozzá, ahogy a gyengébb exportteljesítmény is visszafogta a növekedést.

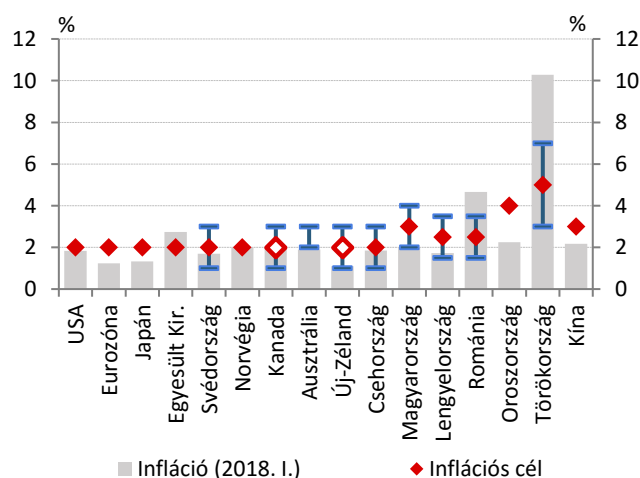
3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok



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

Forrás: OECD

3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása



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

Forrás: OECD, FRED, National Institute of Statistics Romania

A főbb feltörekvő országok közül Kína gazdasága 6,8 százalékkal bővült 2018 első negyedében (3-2. ábra). A beérkezett adat kissé meghaladta a várakozásokat. Az év eleji bővülést a háztartások fogyasztása mellett az ingatlanpiachoz köthető beruházások támogatták. Az export növekedése mellett az import esetében érdemi, a várakozásokat meghaladó bővülés volt megfigyelhető. Az elmúlt hónapokban némileg javultak a kínai gazdaságra vonatkozó növekedési kilátások. Oroszországban az első negyedévben gyorsult a gazdasági növekedés üteme, amit elsősorban a belső keresleti tételek támogattak.

A globális infláció az elmúlt egy évben stabilan, továbbra is mérsékelt szinten alakult (3-3. ábra). Ezzel összhangban az infláció a fejlett országok többségében a jegybanki célértékek alatt tartózkodott (3-4. ábra). A világpiacon olajárak összességében jelentősen emelkedtek az elmúlt időszakban.

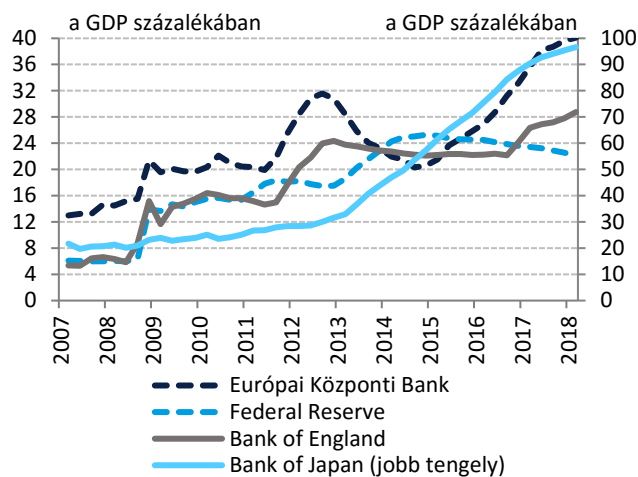
A Fed döntéshozói a várakozásoknak megfelelően júniusban 25 bázisponttal az 1,75-2,00 százalékos sávba emelték az irányadó rátát. Az ülés közleménye alapján a további fokozatos kamatemelések összhangban állnak a gazdasági aktivitás tartós növekedésével, az erős munkaerőpiaci kondíciókkal, valamint azzal, hogy középtávon az infláció a 2 százalékos, szimmetrikus inflációs cél közelében alakul. A kamatemelések mellett folytatódik a jegybankmérlegben lejárató eszközök újrabefektetésének korlátozása is. A piaci várakozások jelenleg szeptemberre és decemberre árazzák a következő két kamatemelést, miután júniusi előrejelzésükben a döntéshozók a korábbiánál eggyel több, azaz összesen négy kamatemeléssel számolnak az idei évre.

A japán jegybank az elmúlt negyedévben nem változtatott a monetáris kondíciókon, a Mennyiségi és Minőségi Lazítási Programját továbbra is a 0 százalékos hosszú hozamokhoz igazítja. A jegybank a hozamgörbe-célzás bejelentése óta csökkentette a havi vásárlások ütemét (3-5. ábra). Az inflációs cél túllövése melletti elköteleződés a jegybanki kommunikáció része maradt. A jegybank márciusi előrejelzése alapján a döntéshozók a korábbi értékeléshez képest 2018-ra robusztusabb növekedést és enyhén alacsonyabb inflációt várnak, ugyanakkor az előrejelzési horizont végét illetően nem változtattak kilátásaikon. 2019-re és 2020-ra az előző előrejelzéssel és az inflációs cél túllövése melletti elköteleződéssel összhangban az inflációs célt meghaladó inflációt valószínűsítene a döntéshozók.

A Bank of England döntéshozói változatlanul hagyták a monetáris kondíciókat az elmúlt negyedév során. A májusi Inflációs jelentés makrogazdasági kilátásai nagyrészt összhangban vannak az előző jelentés prognózisával. A bérnövekedés és a költségnyomás a vártak megfelelően

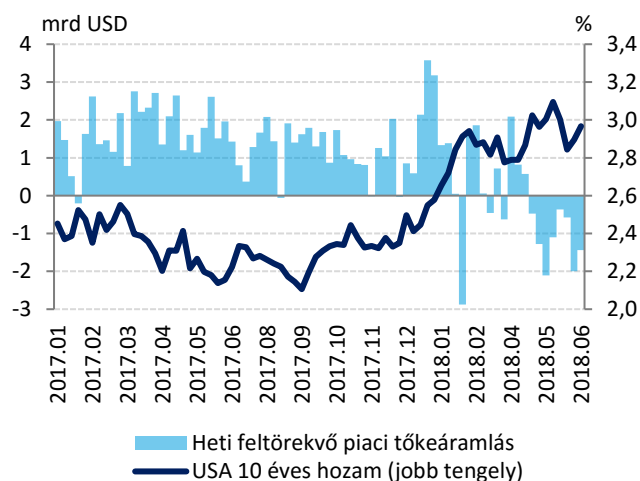


3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban



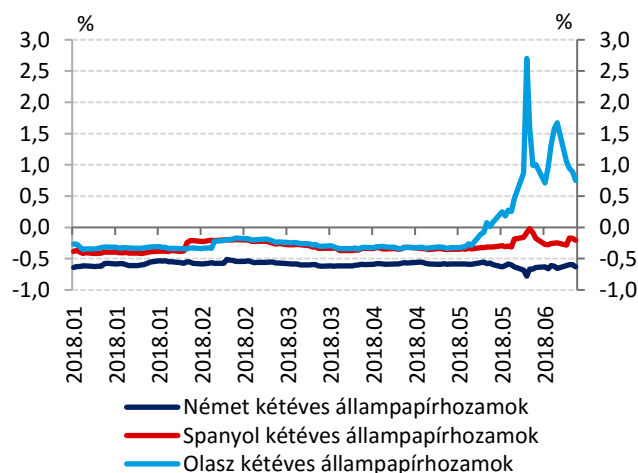
Forrás: Központi bankok adatbázisa, Eurostat, FRED

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



Forrás: EPFR, Bloomberg

3-7. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok



Forrás: Bloomberg

erősödik a gazdaságban. A kihasználatlan kapacitások mértéke mostanra korlátozott lehet. Az árfolyam leértékelődésének inflációs hatása a vártnál gyorsabban mérséklődhet, az infláció pedig két éven belül elérheti a célt. Az előrejelzés enyhén emelkedő kamatpályával számol a következő három évben. Az előrejelzési időszakban további monetáris szigorítás várható az inflációs cél fenntartható elérése érdekében. A jövőbeli kamatemelések fokozatosak és korlátozott mértékűek lesznek.

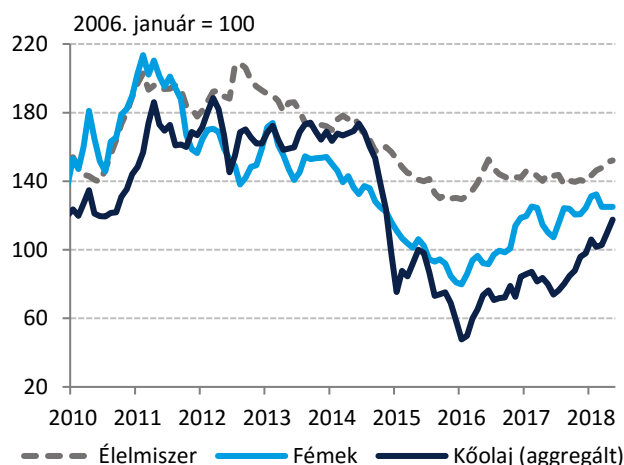
**Az elmúlt negyedévben elsősorban a feltörekvő piacokon, illetve az eurozóna perifériaországaiiban csökkent a kockázatvállalási hajlandóság.** Az időszak első felében a fejlett piacokat is negatívan érintette a kínai-amerikai kereskedelmi feszültségek, illetve a geopolitikai kockázatok erősödése. A devizapiacra a dollár jelentősen erősödött és **az amerikai tízéves hozam 3 százalék fölé emelkedett, amely a meginduló tőkeáramlásokon keresztül a feltörekvő piaci hozamok megugrásával járt** (3-6. ábra).

Május második felében az amerikai és más fejlett piaci hosszú hozamok csökkenésével a feltörekvő piaci kötvényhozamokban is kisebb korrekció következett be, azonban a kötvénypiaci feszültség jelei az időszak vége felé is érzékelhetők voltak. Az időszak során a dollár euróval szembeni erősödéséhez az euro oldaláról a gyengébb eurozónás makrogazdasági adatok, illetve az olasz kormányalakítás körüli bizonytalanság is hozzájárulhattak. Az olasz belpolitikai válság a perifériaországok eszközáraira negatív hatással volt. A tágabb feltörekvő régió belül több, a külső és fiskális egyensúly oldaláról sérülékenyebb ország hozama számottevően emelkedett.

A feltörekvő országok jegybankjai közül **az elmúlt negyedév során a török jegybank az irányadónak tekinthető késői likviditási ablak hitelkamatot előbb 12,75 százalékról 75 bázisponttal 13,5 százalékra emelte**, majd a döntéshozók májusban a piaci turbulenciák enyhítésére egy rendkívüli ülés keretében **további 300 bázispontos emelésről döntöttek, ezenkívül nemkonvencionális intézkedésekről is határoztak.** 2018 júniusától a jegybank ismét az egyhetes repo rátát tekinti irányadó kamatnak, amelynek mértékét 16,5 százalékban állapították meg. A ráta körül a döntéshozók egy +/-150 bázispontos kamatfolyosót alakítottak ki. **A döntéshozók a jegybank júniusi ülésén további 125 bázisponttal 17,75 százalékra emelték az irányadó rátát, és kifejezték, hogy szükség esetén további monetáris szigorítást hajtanak végre.**

Az argentin jegybank május elején valamivel több mint egy hét alatt **háromszor emelte alapkamatát a peso jelentős mértékű dollárral szembeni leértékelődésének megállítása érdekében.** A központi bank kétszer 300 bázispontos

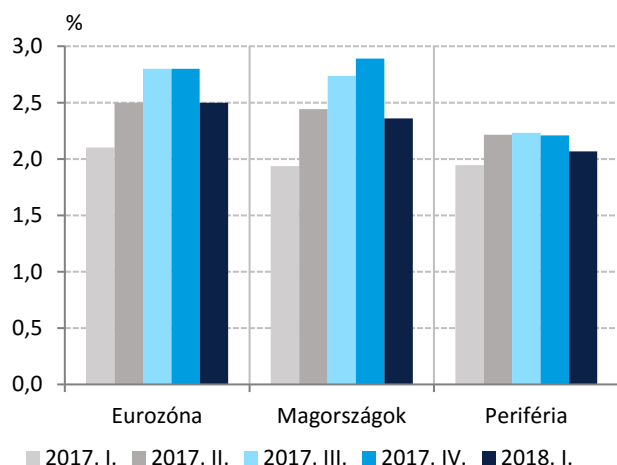
3-8. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása



Megjegyzés: USA dollárban megfigyelt árból számítva.

Forrás: Világbank

3-9. 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

emelést követően május elején egy 675 bázispontos alapkamat-emelést hajtott végre, amellyel 40 százalékra emelkedett az irányadó ráta. Az argentin peso további jelentős leértékelődésének hatására Argentína az IMF-hez fordult pénzügyi támogatásért. A megállapodás keretében az ország egy 3 évre szóló, 50 milliárd dolláros készenléti hitelmegállapodást kötött a Nemzetközi Valutaalappal, amelyért cserében komoly költségvetési kiigazítást vállalt a következő évekre.

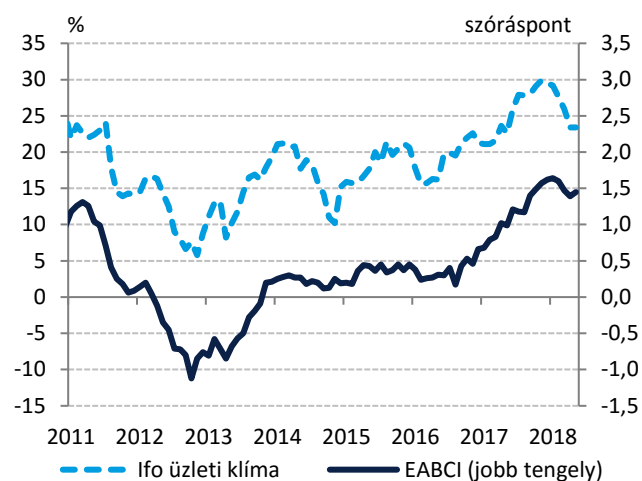
A vizsgált időszak összességében az amerikai hosszú hozam mintegy 15 bázisponttal emelkedett, miközben az eurozóna hasonló futamidejű hozama az időszak közepi megemelkedés után korrigált, és 6 bázispontot süllyedt. Az olasz belpolitikai válság hatására a perifériaországok tőzszeindexei csökkentek, állampapírhozamaik érdemben megugrottak, hitelkockázati feláraik pedig 60-200 bázisponttal nőttek május során (3-7. ábra).

Az olajárak összességében emelkedtek az elmúlt időszakban, amelyhez az olajpiaci túlkínálat megszűnése, valamint az iráni atomegyezmény körüli bizonytalanság járult hozzá, ugyanakkor az időszak végi korrekcióban szerepet játszott az OPEC felől kiszivárgó hír a termeléskorlátozás megszüntetésének szándékáról, illetve az amerikai kitermelés dinamikus növekedése is (3-8. ábra).

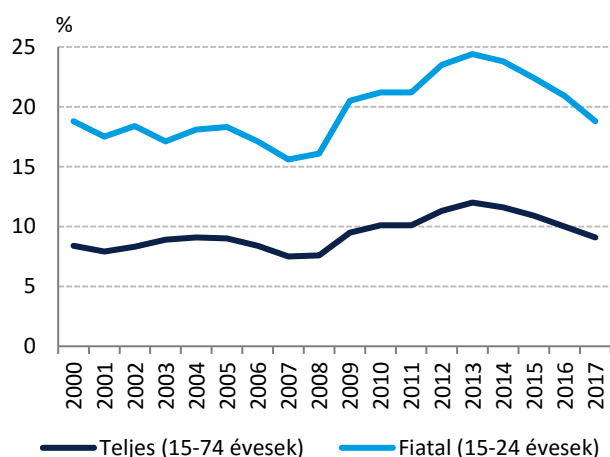
### 3.1.2. Az eurozóna folyamatai

2018 első negyedében folytatódott az eurozóna gazdaságának növekedése (3-9. ábra). A legfontosabb kereskedelmi partnerünknek számító német gazdaság 2,3 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A növekedéshez leginkább a vállalatok bővülő beruházásai, illetve a stabilan alakuló háztartási fogyasztás járultak hozzá. Az eurozóna magországok növekedése felülmúlta a perifériaországok növekedését, amit a német mellett elsősorban az osztrák és a holland gazdaság továbbra is élénk bővülése támogatott. Az osztrák gazdaság 3,4, a holland gazdaság 3,0 százalékkal bővült az előző év azonos időszakához képest. A perifériaországok gazdaságai eltérő ütemben bővültek az első negyedévben. Görögország a válság óta a legmagasabb ütemben, 2,3 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva. A portugál gazdaság növekedése mellett Spanyolországban továbbra is dinamikus bővülés volt megfigyelhető, ugyanakkor az olasz gazdaság teljesítménye a várakozásoktól elmaradó mértékben emelkedett.

Az előretekintő konjunktúraindikátorok mérséklődtek az elmúlt időszakban (3-10. ábra). Az euroövezet kilátásait megragadó üzleti bizalmi index (EABCI) enyhe mérséklődése folytatódott, illetve a német gazdaságra vonatkozó

**3-10. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása**


Forrás: Európai Bizottság, Ifo

**3-11. ábra: Eurozóna munkanélküliségi rátája**


Forrás: Eurostat

várakozások (Ifo) is csökkentek az első negyedévhez képest. A megkérdezett vállalatok kevésbé optimisták az üzleti kilátásokat tekintve. Historikus összevetésben ugyanakkor mindkét mutató magas szinten áll. **Az euroövezet javuló konjunkturális folyamataihoz ciklikus tényezők is hozzájárultak**, ugyanakkor a hosszabb távú növekedési kilátásokat illetően a termelékenység lassú bővülése, valamint a változatlanul magas munkanélküliségi ráta (3-11. ábra) továbbra is kockázatot jelent.

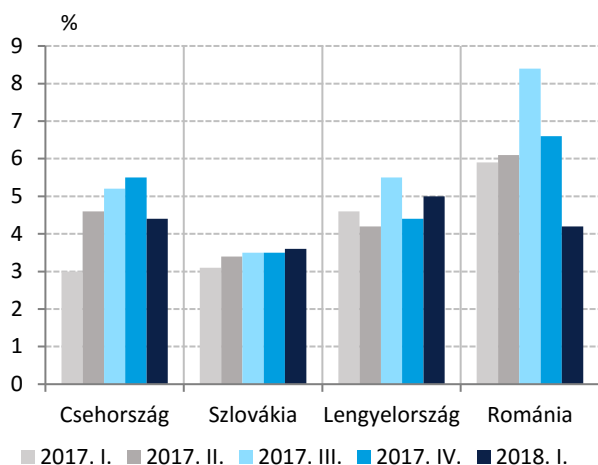
**Az eurozónában a 2018. első negyedévi átlagos infláció 1,2 százalék volt, majd ezt követően az áprilisi inflációs ráta szintén 1,2 százalékon alakult. A májusi előzetes adatok alapján az infláció 1,9 százalékra emelkedett, miközben a maginfláció továbbra is visszafogott maradt.** Az infláció a legtöbb tagállam esetében továbbra is elmarad a jegybanki célértéktől. A maginfláció alakulása visszafogott inflációs dinamikát jelez. Az eurozónában az 5 év múlva kezdődő 5 éves inflációs várakozások az időszak során enyhén emelkedtek, de továbbra is elmaradnak az EKB inflációs céljától.

**Az Európai Központi Bank júniusi ülésén változatlanul hagyta az irányadó rátáit.** A nemkonvencionális monetáris politikai intézkedésekkel kapcsolatban a Kormányzótanács hangsúlyozta, hogy 2018 szeptemberéig a jelenlegi 30 milliárd eurós havi ütemben folytatja eszközvásárlási programját. A döntéshozók arra számítanak, hogy ezt követően a beérkező adatok függvényében a vásárlások ütemét 15 milliárd euróra csökkentik, majd 2018 decemberében befejezik a nettó eszközvásárlásokat. Az eszközvásárlási programok keretében vásárolt, lejárt értékpapírok tőkeértéke újrabefektetésre kerül a nettó eszközvásárlások befejezését követően hosszabb időszakon keresztül, illetve ameddig azt a Kormányzótanács szükségesnek ítéli. A Kormányzótanács úgy véli, hogy az EKB irányadó rátái jelenlegi szintjükön maradnak legalább 2019 nyaráig, illetve mindaddig, amíg szükséges, annak érdekében, hogy biztosítva maradjon az inflációs folyamatoknak a cél elérésével konzisztens, jelenleg várt inflációs pályával való összhangja. A ülést követően a döntés közleményével összhangban a piac 2019 harmadik negyedévére árazta az első kamatemelést.

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

**Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan 2018 év elején is a kelet-közép-európai régió bizonyult az Európai Unió növekedési centrumának** (3-12. ábra). Lengyelországban az előző negyedévet meghaladó 5,0 százalékos ütemben bővült a gazdaság. Szlovákiában 3,6, Csehországban 4,4 százalékkal nőtt a GDP az első negyedévben az előző év azonos időszakához viszonyítva. A régió egészét vizsgálva a

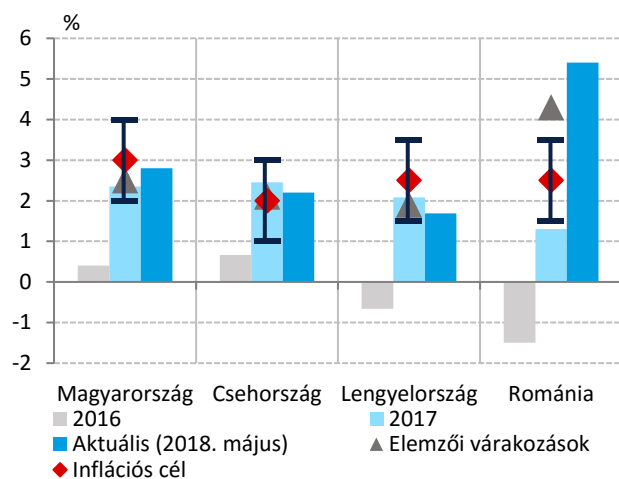
3-12. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában



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

Forrás: Eurostat

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

növekedést elsősorban a belső kereslet támogatta. Romániában a 2017-es kimagasló GDP-növekedés után az idei év első három hónapjában 4,2 százalékkal bővült a román gazdaság, ezzel a gazdaság visszatért egy fenntarthatóbb növekedési pályára.

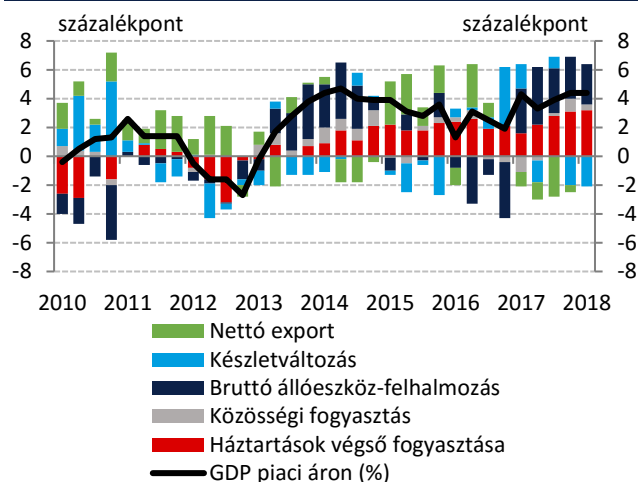
**Az infláció a régió országaiban emelkedett az elmúlt hónapokban** (3-13. ábra). Csehországban az elmúlt negyedév nagy részében az infláció némileg elmaradt a jegybanki céltól, majd májusban 2,2 százalékra emelkedett. Lengyelországban az áremelkedés üteme nőtt, májusban 1,7 százalék volt. Romániában az infláció meghaladta az inflációs cél körüli toleranciasáv felső határát, májusban 5,4 százalékra emelkedett. A maginfláció Csehországban az infláció emelkedésével párhuzamosan nőtt, Romániában nem változott, míg Lengyelországban mérsékelt szinten alakult az időszak során.

**A kelet-közép-európai országok jegybankjai közül a cseh jegybank döntéshozói az elmúlt időszakban nem változtattak az irányadó ráta mértékén.** A jegybank előrejelzése alapján az alapkamat emelése 2018 végén vagy a következő év elején várható, ugyanakkor egyes döntéshozói nyilatkozatok szerint jelenleg adottak a feltételek egy korábbi kamatemeléshez is. Az infláció előretekintve 2 százalék alatt alakul, majd a monetáris politikai horizonton a cél közelébe emelkedik. **A lengyel jegybank döntéshozói nem változtattak a monetáris kondíciókon az elmúlt negyedévben.** A jegybanki kommunikáció alapján az alapkamat 2020-ig változatlan szinten maradhat. A döntéshozók megítélése szerint az előrejelzéssel összhangban a monetáris politikai horizonton az infláció a céllal összhangban alakulhat. Ennek eredményeként az alapkamat jelenlegi szintje járul hozzá a fenntartható növekedéshez és a makrogazdasági egyensúlyhoz. A döntéshozók az áprilisi ülésen kiemelték, hogy megnövekedett a valószínűsége annak, hogy a kamatok a korábban vártnál hosszabb ideig maradhatnak a jelenlegi szintjükön. **A román jegybank májusi kamatdöntő ülésén 25 bázisponttal 2,5 százalékra emelte az irányadó rátát, és az alapkamat körüli  $\pm 1$  százalékpontos kamatfolyosót szintén 25 bázisponttal felfelé tolt.** A májusi Inflációs jelentés szerint az infláció rövid távon várhatóan tovább emelkedik, majd 2018 végére tér vissza a toleranciasáv felső tartományába.

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

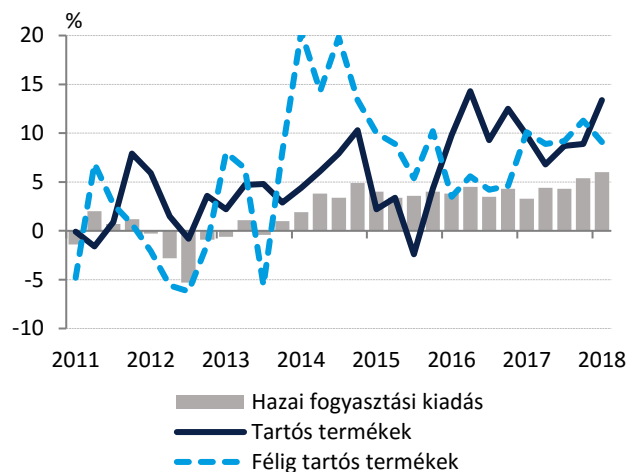
A hazai gazdaság növekedése tovább élénkült az idei első negyedévben. A bruttó hazai termék éves bázison regisztrált 4,4 százalékos növekedését az ágazatok túlnyomó többsége támogatta, így a gazdaság bővülése kiegyensúlyozott szerkezetben, széles bázison folytatódott. A gazdaság növekedését továbbra is a belső kereslet és ezzel párhuzamosan a piaci szolgáltatások érdemi bővülése támogatta. Termelési oldalon ezen kívül az ipar és az építőipar is tovább emelkedett, bár az első negyedévben egyedi hatások következtében csak visszafogottabb mértékben emelték a GDP-t.

3-14. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás



Forrás: KSH

3-15. ábra: Fogyasztási csoportok éves változása



Forrás: KSH

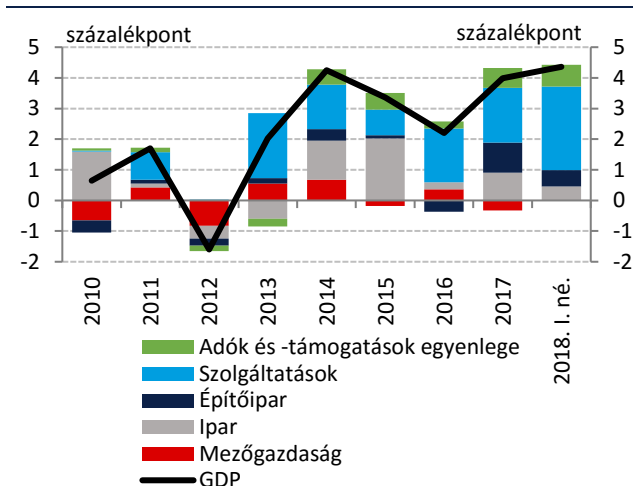
A KSH közlése alapján **2018 első negyedévében a bruttó hazai termék 4,4 százalékkal növekedett az előző év azonos időszakához viszonyítva**, míg negyedéves összevetésben 1,2 százalékkal bővült a GDP. A gazdaság növekedését továbbra is a belső kereslet támogatta a fogyasztás, valamint a beruházások folytatódó bővülésén keresztül. A nettó export az első negyedévben semlegesén járult hozzá a növekedéshez (3-14. ábra).

**2018 első negyedévében 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 13,4 százalékkal, míg a félig tartós termékek vásárlása 9,1 százalékkal bővült az első negyedévben (3-15. ábra). A növekedést a dinamikus béremelkedés és tovább bővülő foglalkoztatottság mellett a historikusan magas fogyasztói bizalom és nettó pénzügyi vagyon is támogatta (3-17. ábra). A fogyasztás dinamizálódó emelkedését támasztja alá az áprilisi kiskereskedelmi forgalom alakulása is, ami az előzetes adatok alapján 6,0 százalékos emelkedést mutat (3-19. ábra).

**A háztartások teljes pénzügyi közvetítőrendszerrel szembeni hitelállománya** 22 milliárd forinttal emelkedett a hiteltranzakciók eredményeként 2018 első negyedévében, így **éves összevetésben 2,3 százalékos növekedés volt megfigyelhető.** A hitelintézeti új szerződéskötések volumene éves átlagban 37 százalékkal nőtt, ezen belül az új lakáshitelek kihelyezése 36 százalékkal, míg a személyi kölcsönöké 50 százalékkal emelkedett a negyedév során. A lakáspiaci ciklus felfutásával párhuzamosan az élénkülő keresletet továbbra is támogatja a Családi Otthonteremtési Kedvezmény (CSOK), melyhez az új kibocsátású lakáshitelek 14 százaléka volt köthető. A negyedév végére a kibocsátott lakáshitelek 76 százalékát éven túli kamatfixálás jellemezte, és a kamatfixált hitelek fele rendelkezett Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel minősítéssel. A Hitelezési felmérés keretében adott banki válaszok alapján 2018-ban a lakáscélú és a fogyasztási hitelek feltételei tovább enyhülhetnek, emellett az élénk lakáshitel-kereslet fennmaradására számítanak a bankok. A lakáspiaci

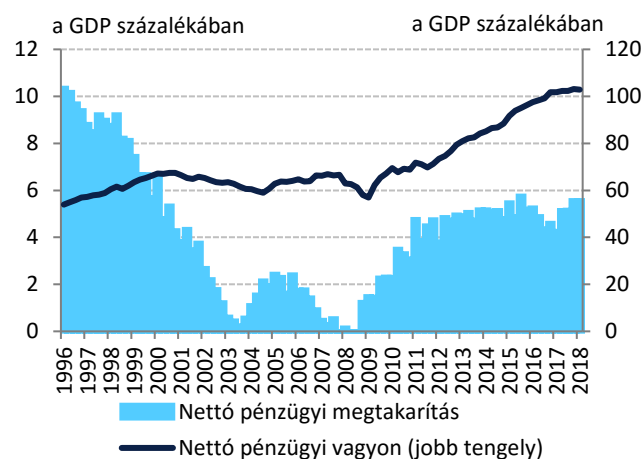


3-16. ábra: A GDP termelésének éves változásához való hozzájárulás



Forrás: KSH

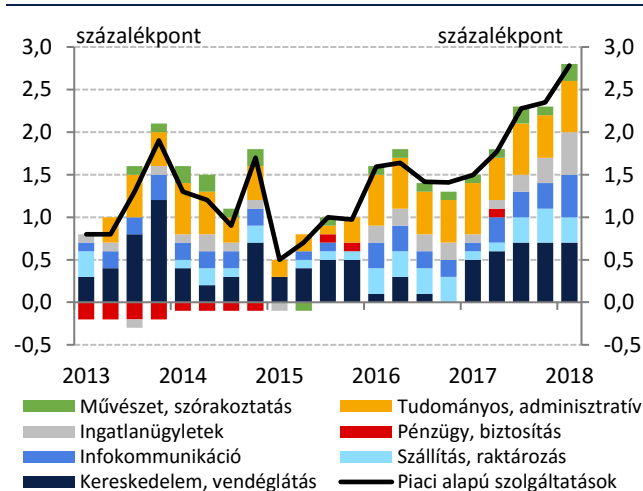
3-17. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok.

Forrás: KSH

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



Forrás: KSH

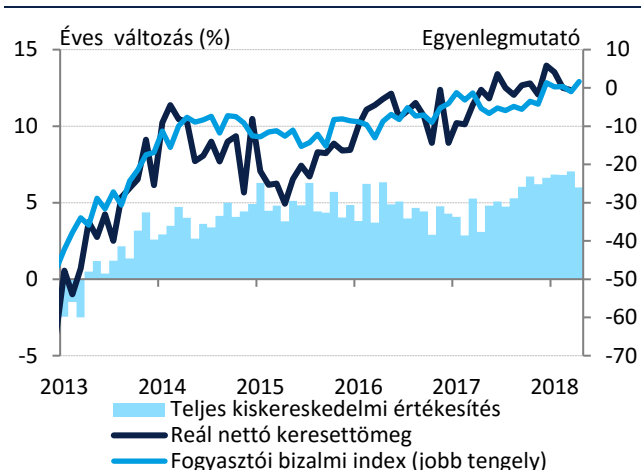
konjunktúra és a reáljövedelem érdemi növekedése a lakossági fogyasztás és beruházás bővülésének irányába mutatnak.

A belső kereslet növekedésével összhangban a piaci szolgáltatások az első negyedévben érdemben támogatták a gazdasági növekedést (3-16. ábra). A piaci szolgáltató ágazatok mindegyikében nagy mértékben emelkedett a hozzáadott érték, míg a közösségi szolgáltatások dinamikája semleges alakult az előző év azonos időszakához képest. A legnagyobb mértékben az információ és kommunikáció, valamint a kereskedelem, szálláshely-szolgáltatás és vendéglátás alágazatok nőttek, valamint emelkedett az ingatlanügyletek, és az adminisztratív szolgáltatások alágazatok növekedési hozzájárulása is (3-18. ábra).

A tavalyi évet követően 2018 első negyedévében mind a közösségi fogyasztás, mind pedig a kormányzattól kapott természetbeni társadalmi juttatások emelkedése volt megfigyelhető.

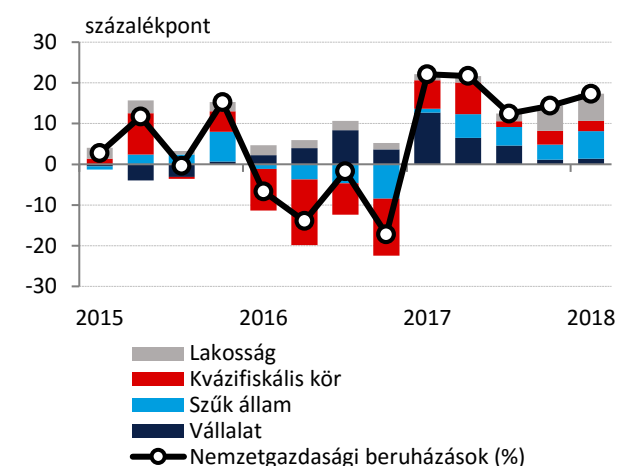
2018 első negyedévében 17,3 százalékkal emelkedtek a nemzetgazdasági beruházások az előző év azonos időszakához viszonyítva (3-20. ábra). A belföldre termelő és szolgáltató vállalatok beruházásai jelentősen gyorsultak az előző negyedévhez képest, azonban a pénzügy és biztosítás ágazat beruházási aktivitásának mérséklődése visszafogta a dinamikát. Az elsősorban külföldre termelő ágazatok beruházásai mérséklődtek, a nagy súlyú feldolgozóipar esetében a beruházások stagnáltak, amit a magas bázis, valamint egyes nagy értékű projektek lezárása magyaráz (pl. elektronika). A stagnálás ellenére azonban a feldolgozóiparon belül több alágazat beruházásai is jelentős ütemben bővültek (járműgyártás, vegyianyag gyártás). Az állami (egészségügy, közigazgatás, oktatás) és az állami szektorhoz szorosan kötődő ágazatok (energetika, szállítás) beruházásai is élénk ütemben bővültek, elsősorban az uniós és saját forrásokból megvalósított fejlesztéseknek köszönhetően. Az élénk beruházási aktivitással összhangban az első negyedévben folytatódott az építőipar kibocsátásának dinamikus emelkedése.

A beruházás-élénkülés jól tükröződik a vállalati hitelezési folyamatokban is. A teljes vállalati hiteldinamika közel 10 százalékot ért el 2018 első negyedévében. A nem pénzügyi vállalatok pénzügyi közvetítőrendszerrel szembeni hitelállománya 85 milliárd forinttal bővült a negyedév során a folyósítások és törlesztések eredményeként, mely az év elejére szezonálisan jellemzőnél alacsonyabb állománybővülést jelent. Így a vállalati hitelállomány közel 10 százalékkal, míg a kkv-szektor hitelállománya 13 százalékkal bővült éves összevetésben (3-21. ábra). A

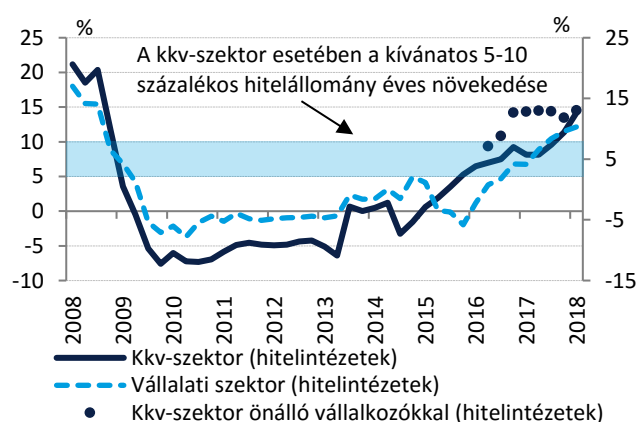
**3-19. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása**


Megjegyzés: Szezonálisan igazított kiskereskedelmi adat.

Forrás: Eurostat, KSH

**3-20. ábra: A beruházások éves változásának felbontása**


Forrás: KSH

**3-21. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása**


Megjegyzés: A vállalati szektor időszora tranzakciók alapján. A kkv-idősor a 2013. negyedik negyedétől becsült tranzakciók alapján készült.

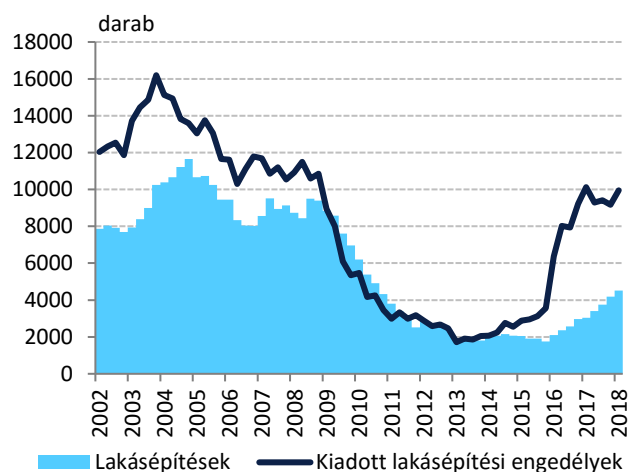
Forrás: MNB

hitelintézeti szerződéskötések éves volumene 26 százalékkal haladta meg az egy évvel korábbit, ami az állomány további bővülését támogatja. A bankok a Hitelezési felmérésben adott válaszaik alapján 2018 első negyedévében enyhítettek a kis- és mikrovállalati szegmens hitelfeltételein, ami érzékelésük szerint leginkább a hitelek kamatfelárának mérséklődésében tükröződött. Indoklásuk szerint elsődlegesen a fokozódó banki árverseny állt ennek háttérben. A felmérésben részt vevő intézmények ismét **erősödő hitelkeresletről számoltak be mind a nagyvállalati, mind a kkv-szegmens vonatkozásában.** Előretekintve alapvetően a jelenlegi folyamatok fennmaradására, azaz erősödő hitelkeresletre és fokozódó banki verseny melletti felárcsökkenésre számítanak. Az üzleti célú ingatlanhitelek esetében a feltételeket az első negyedévben összeségében változatlanok ítélték a megkérdezett intézmények, ugyanakkor a következő fél évre már a bankok nettó értelemben vett ötöde szigorítást tervez.

**A lakosság beruházási aktivitása tovább élénkült az első negyedévben,** a kedvező keresleti feltételekkel párhuzamosan folytatódott a lakásépítések dinamikus bővülése (3-22. ábra). A korábban kiadott építési engedélyekkel összhangban az átadott új lakások száma 64,7 százalékkal haladja meg az előző év azonos időszakát. **Az élénk kereslet hatására folytatódott a lakásárak emelkedése** 2018 első negyedévében, amihez a használt és az új lakások árváltozása egyaránt hozzájárult. Az összetételhatást is figyelembe véve azonban az elmúlt negyedévekben már az áremelkedés lassulása volt megfigyelhető a használt lakások esetében, ami azzal magyarázható, hogy a jellemzően alacsonyabb árszinttel rendelkező, nem fővárosi lakások súlya emelkedett a tranzakciók számában.

**A nettó export az év elején összeségében semlegesén járult a hazai gazdaság növekedéséhez.** Az áruexport növekedése az ipari termelés alakulásával összhangban lassult az első negyedévben. A belső keresleti tételek (lakossági fogyasztás, beruházások) emelkedése ellenére az áruimport növekedési dinamikája is lassulást mutatott az év elején. A szolgáltatásexport bővülése folytatódott az év első három hónapjában. A hazai szolgáltatásexport elmúlt negyedévekben látott növekedése a turisztikai és a szállítási szolgáltatások mellett a pénzügyi és egyéb üzleti szolgáltatások exportjához kötődött. Az év elején a szolgáltatásimport mérséklődött, így **a szolgáltatás egyenleg jelentős mértékben emelkedett** (3-23. ábra). **A teljes export éves dinamikáját csak enyhén haladta meg az import növekedése, így összeségében a nettó export semlegesén befolyásolta a gazdasági növekedést az első negyedévben.**

3-22. ábra: Az újlakásépítések és építési engedélyek alakulása

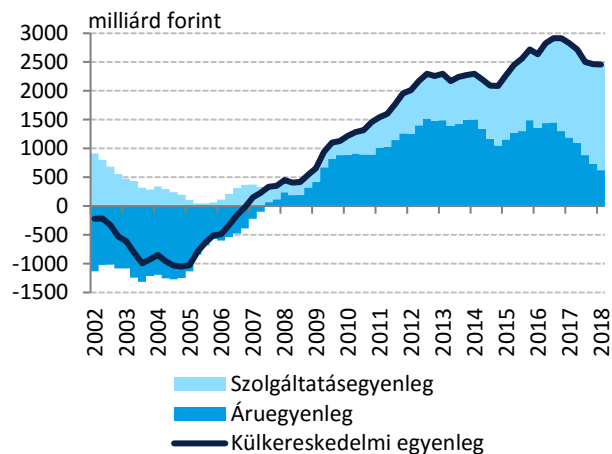


Megjegyzés: Szezonálisan igazított adat.

Forrás: KSH

A mezőgazdaság teljesítménye érdemben nem változott az előző év azonos időszakához viszonyítva. Az idei évi terméseredmények csak az év második felében lesznek elérhetőek, ami alapján a KSH az első negyedévi növekedési hozzájárulást revideálhatja. A mezőgazdaság tavalyi kedvezőtlen teljesítményét követően ugyanakkor idén pozitív irányú korrekcióra számítunk. A magas előző évi bázis hatására a készletváltozás az első negyedévben érdemben lassította a gazdasági növekedést.

3-23. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása



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

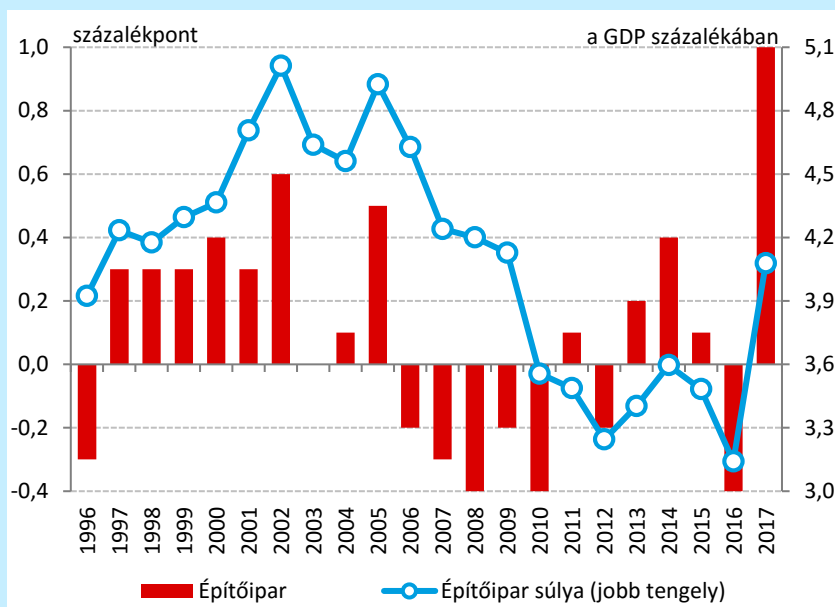
Forrás: KSH



### 3-1. keretes írás: Az építőipari termelést övező kihívások

Az építőipar súlya a hazai GDP-n belül nem haladta meg az 5 százalékot az elmúlt több, mint 20 évben. Ugyanakkor az ágazat hozzáadott értéke jelentős változékonyságot mutat és sok esetben a teljes makrogazdasági konjunktúra lakmuszpapírájaként szolgál. Az ágazat teljesítménye jól tükrözi a gazdasági ciklus aktuális állapotát, illetve a növekedés várható alakulását. Éppen ezért kiemelt figyelemmel követjük az ágazatban végbemenő folyamatokat. **Az építőipar kis súlya ellenére is volatilitást okozott a hazai GDP növekedésében (3-24. ábra).** Tavaly az ágazat növekedési hozzájárulása historikusan magasan, 1,0 százalékponton alakult.

3-24. ábra: Az építőipar növekedési hozzájárulása és súlya a nemzetgazdaságban

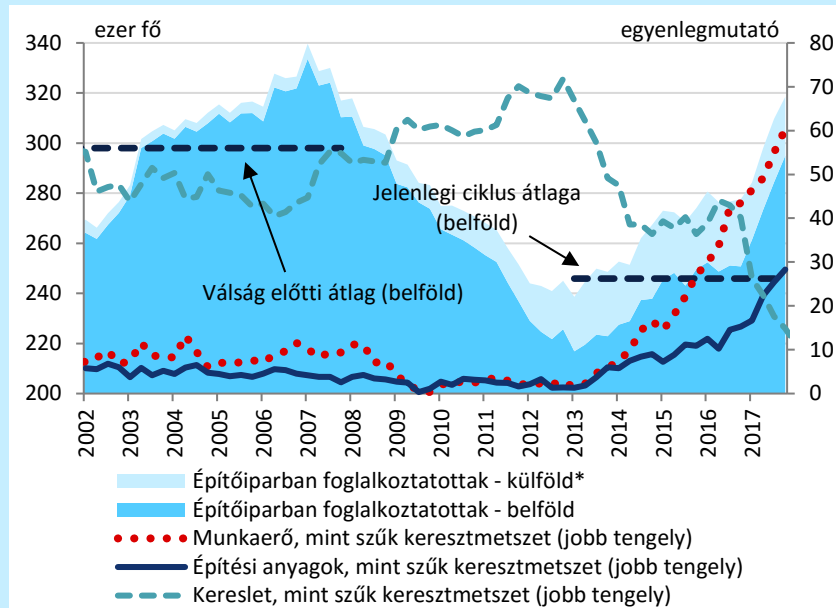


Forrás: KSH

Várakozásaink szerint az építési beruházások az állami és a magánszektorban is folytatódhatnak a következő időszakban. Ennek megfelelően a kereslet továbbra is dinamikusan fog emelkedni az ágazat termékei, szolgáltatásai iránt. A makrogazdasági elemzésünkkel összhangban az építőiparban is jelentkeznek azonban olyan korlátok, amelyek miatt a kínálat várhatóan lassabban és valószínűleg nem teljes mértékben tud majd alkalmazkodni a kereslet emelkedéséhez (3-25. ábra). A folyamat eredményeként a termelés elmaradhat az általunk várt szinttől. Az elmúlt időszakban a dinamikusan bővülő foglalkoztatás következtében a munkanélküliségi ráta 3,8 százalékra mérséklődött. A válság előtt magasabb volt az építőiparban belföldön foglalkoztatottak száma, mivel a hazai építőipari munkások jelentős hányada vállalt külföldön munkát, így jelenleg hozzávetőlegesen 40 ezer szakképzett munkás hiányzik az építőipari ágazatból<sup>3</sup>. A munkaerőkínálat szűkössége nagy kihívást jelent a szektornak, igaz a tőke-munka helyettesítésre egyre több technológiai fejlesztés kínál megoldást (pl.: 3D nyomtatás).

<sup>3</sup> Részletesebben lásd: Lakáspiaci Jelentés, 2018. május, MNB.

3-25. ábra: Az építőiparban foglalkoztatottak száma



Megjegyzés: \*Magyarországi háztartással rendelkezők.

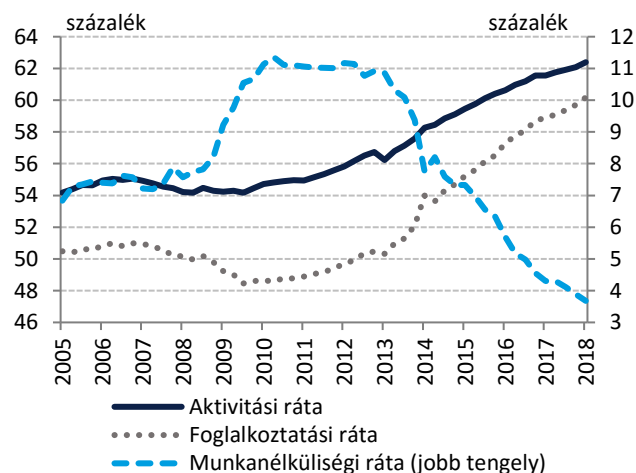
Forrás: KSH, Eurostat

A hazai munkaerő mellett az utóbbi időszakban a vállalati termelőegységek bővítésének, az állami beruházási projektek, illetve a lakáspiaci ciklus egyidejű felfutásával összhangban az **építkezésekhez felhasznált anyagok iránt is érdemben megnövekedett a kereslet**. A belföldi ellátólánc kapacitáskorlátai következtében az építőipari cégek a külföldön gyártott termékeket iránt egyre nagyobb igényt képezhetnek, így a hazai **építőipar importigénye növekedhetett az elmúlt időszakban** (az építési anyagok importigénye az ezredforduló 40 százalékos szintjéről az utóbbi időben 50 százalék fölé emelkedhetett), **ezáltal a magas ágazati termelés ellenére a megnövekedett importarány alacsonyabb hozzáadott értéket képezhet**.

### 3.3. Foglalkoztatás és munkanélküliség

2018 első negyedévében folytatódott a versenyszféra létszámnövekedése, amihez továbbra is a feldolgozóipar és az építőipar foglalkoztatásbővülése járult hozzá. A nemzetgazdasági foglalkoztatottság emelkedésével összhangban a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,7 százalékra mérséklődött.

**3-26. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban**



Megjegyzés: Szezonálisan igazított adatok alapján.

Forrás: KSH

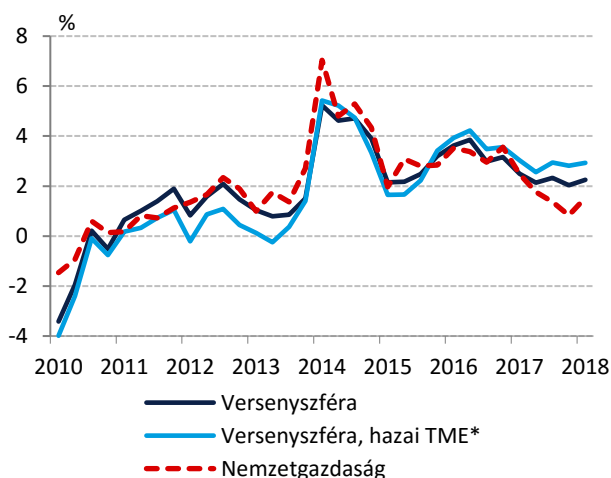
**2018 első negyedévében** a 15-64 éves korosztály aktivitási rátája 71,4 százalékot tett ki. A 15–74 éves népesség csökkenése a tavalyi évnél kisebb mértékű volt. Ezen belül a szezonálisan igazított adatok alapján **az aktívak aránya 62,4 százalékra, a foglalkoztatottak aránya 60,2 százalékra emelkedett** (3-26. ábra).

**A nemzetgazdasági foglalkoztatottság 1,5 százalékkal bővült éves összevetésben**, amelyhez az állam és a versenyszféra foglalkoztatottságának növekedése egyaránt hozzájárult. Az állami szférán belül a közfoglalkoztatásban résztvevők számának további csökkenését figyelhettük meg, viszont a közfoglalkoztatáson kívüli foglalkoztatás ennél nagyobb ütemben emelkedett.

**A versenyszféra létszámnövekedéséhez továbbra is a feldolgozóipar és az építőipar foglalkoztatásbővülése járult hozzá**, míg a piaci szolgáltató szektor foglalkoztatása enyhén mérséklődött. A vállalatok intenzív oldalon is alkalmazkodtak, az alulfoglalkoztatottak számának mérséklődésével a részmunkaidősek aránya csökkenhetett. A külföldi telephelyen dolgozók száma 96,5 ezer főre csökkent az első negyedévben. Ezen tényezők hatására **a hazai teljes munkaidő egyenértékes létszám a foglalkoztatottak számánál magasabb ütemben emelkedett** (3-27. ábra).

A foglalkoztatottság növekedése továbbra is meghaladja az aktivitás bővülését, így **a szezonálisan igazított munkanélküliségi ráta 3,7 százalékra csökkent**.

**3-27. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása**



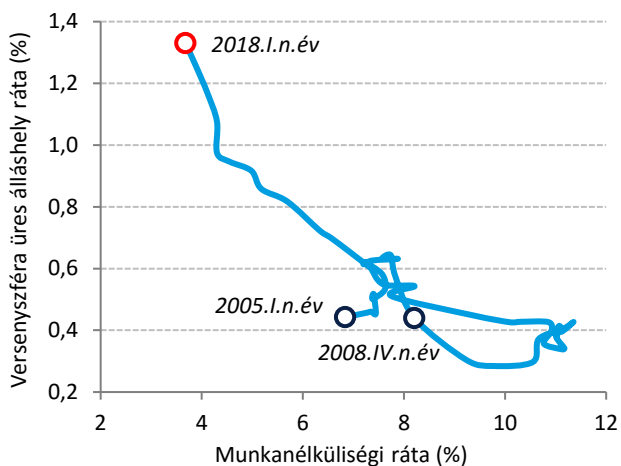
Megjegyzés: \*Teljes munkaidő egyenértékes létszám, külföldi telephelyen dolgozók nélkül.

Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

### 3.4. A gazdaság ciklikus pozíciója

Becslésünk alapján a hazai kibocsátás 2018 első negyedében 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 feszebbé 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.

3-28. ábra: A Beveridge-görbe alakulása



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

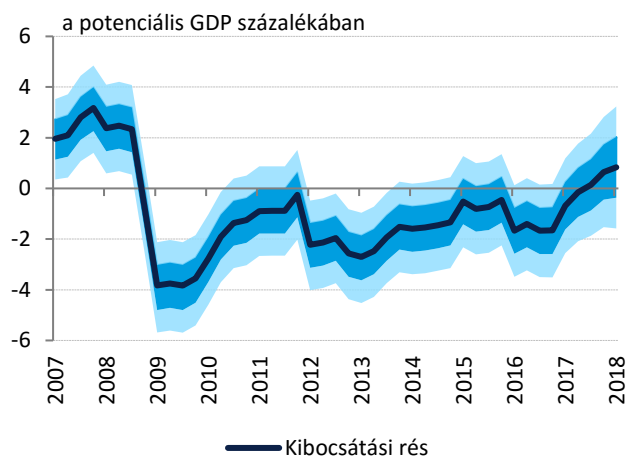
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

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 (3-28. ábra). A vállalati **konjunktúrahangulatot** és kapacitáskihasználtságot **megragadó felmérések többsége tovább emelkedett**. Az elmúlt negyedévekhez hasonlóan **a munkaerő a vállalatok válasza alapján szűk keresztmetszetként jelentkezett a termelés felfutásában**. Az ipar esetén 2018 első negyedében a historikus csúcs közelében 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 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 2018 első negyedében a potenciális szintje körül alakulhatott** (3-29. ábra). A kibocsátási rés tavaly megfigyelhető fokozatos záródásában jelentős szerepet játszott az élénk belső kereslet. A becslések alapján **a tavalyi év végén az eurozóna kibocsátási rése még enyhén nyitott volt és a várakozások alapján 2018-ban bezáródik**.

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



Megjegyzés: A kék terület a becslési bizonytalansági sávot mutatja.

Forrás: MNB

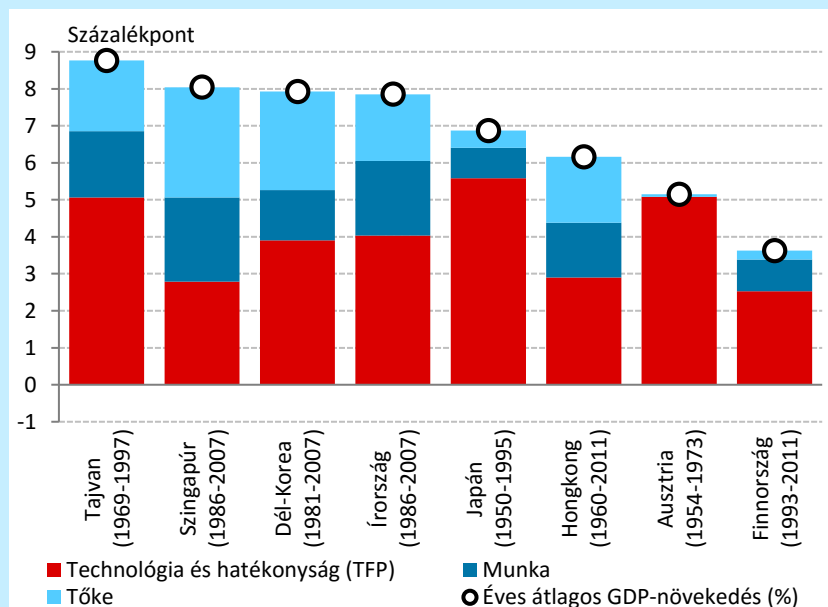
### 3-2. keretes írás: A versenyképesség javításával a fenntartható reálgazdasági konvergenciáért

A kibocsátási rés bezáródásával a gazdaság kínálati oldalának bővülése válik meghatározóvá a növekedés fenntarthatósága szempontjából. Aktuális előrejelzési feltevéseink teljesülése esetén 2020-ra a GDP növekedése 3 százalék alá süllyed, így a fenntartható felzárkózás biztosítása a stabilitás megőrzése mellett a versenyképesség javításán és a termelékenység emelésén keresztül valósulhat meg. A válságot követően a magyar gazdaság külső és belső finanszírozási helyzetének stabilizálást követően az euroövezethez viszonyított **reálgazdasági konvergencia 2013-ban újraindult**. Az elmúlt időszakban a GDP évente átlagosan 3 százalékot meghaladó mértékben bővült, miközben a bruttó államadósság ráta mérséklődött és a magánszektor adóssághelyzete is javult. A munkaerőpiac kínálati alkalmazkodását segítő intézkedések és a versenyszféra munkakeresletének emelkedése következtében a munkanélküliségi ráta historikus mélypontjára mérséklődött.

**Az elkövetkező évtizedekben a demográfiai folyamatok** (a munkaképes korúak számának várható csökkenése és a társadalom elöregedése) **egyre inkább korlátot jelentenek** a foglalkoztatásbővülés számára, így a reálgazdasági konvergencia fenntartásához a mennyiségi tényezők mellett a **minőségi jellemzők figyelembevétele és a versenyképesség javítása** is elengedhetetlen. Az alábbi keretes írás a versenyképesség és a gazdasági fejlettség kapcsolatával foglalkozik, kiemelt figyelmet szentelve a hazai termelékenységi potenciál kiaknázásának.

Az elmúlt közel hét évtizedben **tartósan élénk reálgazdasági konvergencia csak relatíve kevés ország esetében volt azonosítható** (3-30. ábra). A **kelet-ázsiai „tigrisek”** (Dél-Korea, Hongkong, Szingapúr, Tajvan) gazdasági évtizedeken keresztül dinamikusan bővültek, így az egy főre jutó GDP alapján a legfejlettebb országok csoportjába emelkedtek. A **japán GDP 1950 és 1995 között** évente átlagosan közel 7 százalékkal emelkedett. Történelmi összehasonlításban az európai országok közül **Írország (1986-2007), Ausztria (1954-1973) és Finnország (1993-2011)** növekedése kiemelendő, hiszen gazdasági teljesítményük közel húsz éven keresztül élénken bővült. A sikeres konvergenciát bemutató országok ugyan földrajzilag, kulturálisan, társadalmilag vagy a gazdaságszerkezet tekintetében nem egységesek, az mindegyik esetben közös, hogy a **több évtizeden át tartó élénk gazdasági növekedést a fejlett technológia alkalmazása és a nagyobb hatékonyság ösztönözte**.

3-30. ábra: Sikeres nemzetközi konvergenciaidőszakok növekedési jellemzői

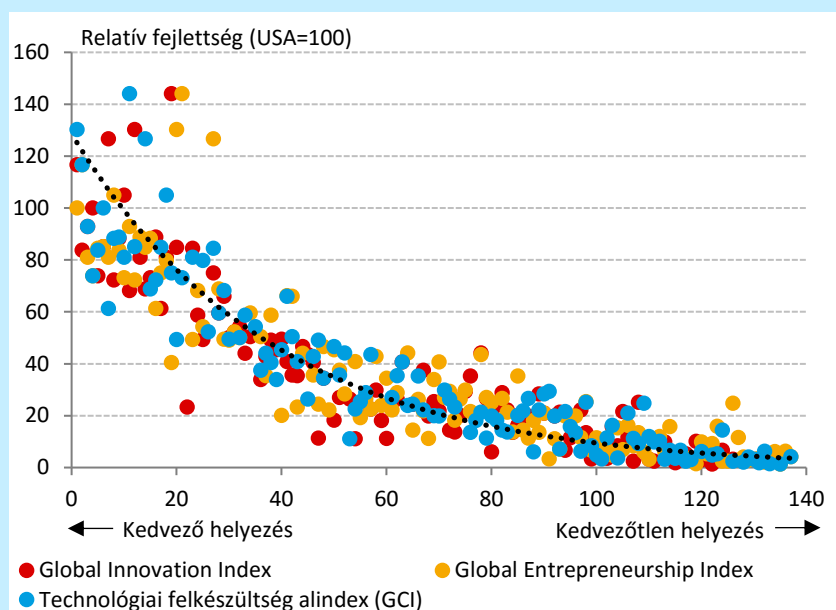


Forrás: Penn World Table, MNB-számítás

**A fenntartható hosszú távú gazdasági növekedés alapja a termelékenység emelése, amely a versenyképesség javulásán keresztül valósulhat meg.** A gazdaságok növekedési teljesítményét a munka és a tőke termelésbe vont mennyisége mellett ezek hatékonysága és az alkalmazott technológia színvonala is jelentősen befolyásolja, így a versenyképesség emeléséhez elengedhetetlen a **megfelelő minőségű humán tőke, a belföldi innováció ösztönzése, a magas vállalkozási hajlandóság és vállalkozói képességek, a hatékonyan működő intézmények, illetve a fejlett fizikai és digitális infrastruktúra**. Nemzetközi összehasonlítások alapján belátható, hogy a **versenyképesebb és innovatívabb országok** (egy főre jutó GDP-ben mért)

**gazdasági fejlettsége magasabb** (3-31. ábra). A legfejlettebb országok csoportjába tartozó Svájc, USA, Svédország, Finnország, Hollandia, Szingapúr, Hongkong, Németország vagy az Egyesült Királyság infrastruktúrája, oktatási rendszere, vállalközi és kutatási szférája fejlett, továbbá élén járnak a legmodernebb technológiák fejlesztésében és alkalmazásában.

3-31. ábra: A versenyképesség és a gazdasági fejlettség kapcsolata



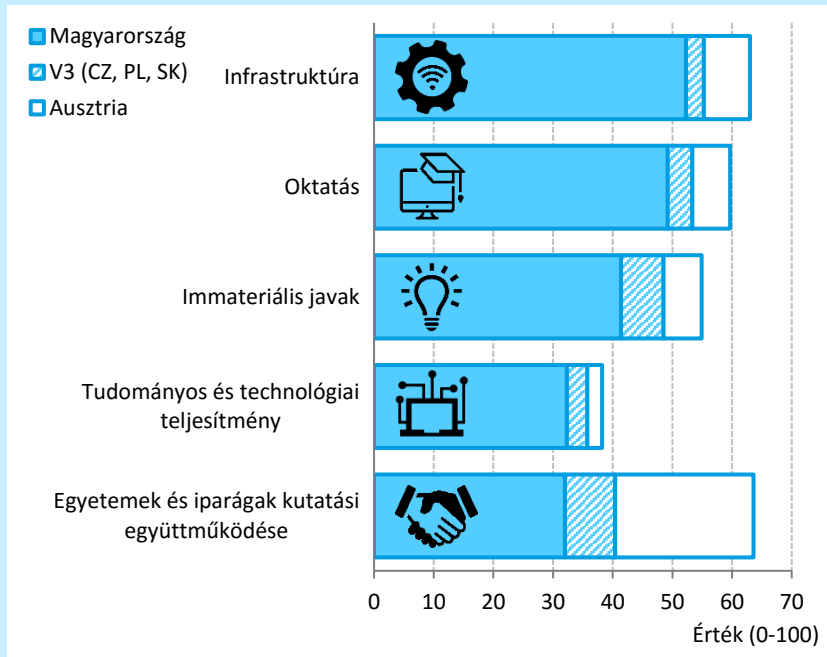
Megjegyzés: Az országok Global Innovation Index (2017), Global Entrepreneurship Index (2018) és Global Competitiveness Index (2017-2018) technológiai felkészültség alindex rangsorában elfoglalt helyezései alapján.

Forrás: Maddison Project Database, WEF, GEDI, Cornell University–INSEAD–WIPO

**A hazai hosszú távú és fenntartható reálgazdasági konvergencia biztosítása szempontjából elengedhetetlen a versenyképesség erősítése.**<sup>4</sup> Hazánk a fejlett infrastruktúra, az oktatás és képzés, illetve az innovációs képesség terén is elmarad a visegrádi országok és Ausztria teljesítményétől (3-32. ábra). A teljes foglalkoztatás megőrzése mellett tehát kiemelt jelentőséggel bír a modern technológiák alkalmazása és a tőkeintenzitás emelése. A fenntartható felzárkózáshoz nélkülözhetetlen a **vállalati dualitás mérséklése** és a **kkv-szektor méretgazdaságosságának javítása**, a **pénzügyi stabilitás**, valamint a **fizikai és digitális infrastruktúra színvonalának javítása**. A **humán tőke fejlesztése** kiemelt fontosságú, hiszen a kedvezőtlen demográfiai folyamatok következtében az elkövetkező évtizedekben a termelésbe bevonható munkaerő mennyisége korlátokba ütközhet. A hazai termelékenység emelkedését segítheti továbbá a **gazdaság értékteremtő képességének emelése** és a termelő szektorok **importigényének mérséklése**.

<sup>4</sup> A magyar gazdaság versenyképességének javítására vonatkozóan a Magyar Nemzeti Bank Versenyképesség és növekedés című szakkönyve fogalmaz meg javaslatokat, amelyek megvalósulását a Magyar Nemzeti Bank Versenyképességi jelentése is nyomon követi.

3-32. ábra: Hazánk versenyképességi jellemzői a visegrádi országokhoz és Ausztriához viszonyítva



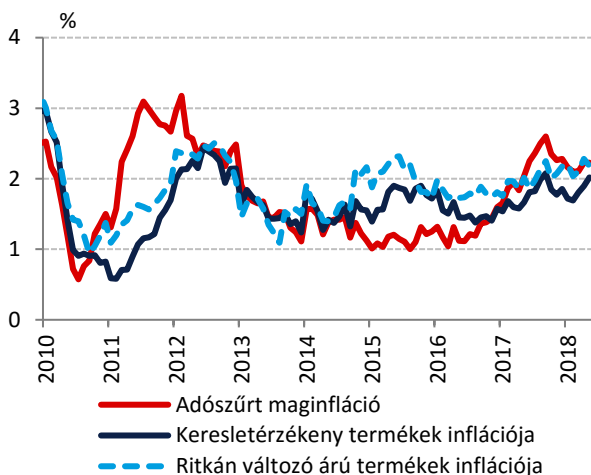
Forrás: Global Innovation Index (2017)



### 3.5. Infláció és költségek

A tavaszi hónapokban az infláció a toleranciasáv alsó szélének közelében tartózkodott, majd májusban az üzemanyagárak érdemi emelkedésének következtében 2,8 százalékra nőtt. A maginfláció az utóbbi hónapokban 2,5 százalék körül stabilizálódott. A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók érdemben nem változtak, továbbra is 2 százalék körül alakulnak és elmaradnak a maginflációtól. Az inflációs várakozások változatlanul alacsony szinten horgonyoztak. A feszes munkaerőpiaci kondíciók, illetve a bérmegállapodásban foglalt minimálbér és garantált bérminimum-emelés hatására a versenyszféra bruttó átlagkeresete 10,5 százalékkal emelkedett az első negyedévben az előző év azonos időszakához képest. A vállalati költségnövekedést ugyanakkor tompítja a szociális hozzájárulási adó csökkentése.

3-33. ábra: Az inflációs alapmutatók



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

#### 3.5.1. Fogyasztói árak

**A tavaszi hónapokban az infláció a toleranciasáv alsó szélének közelében tartózkodott. Májusban az üzemanyagárak érdemi emelkedésének következtében 2,8 százalékkal nőttek a fogyasztói árak az előző évhez képest.** A maginfláció az utóbbi hónapokban 2,5 százalék körül stabilizálódott.

**A tartósabb inflációs tendenciákat megragadó mutatók (a keresletérzékeny, illetve a ritkán változó árú termékek inflációja) érdemben nem változtak.** A mutatók továbbra is 2 százalék körül alakulnak és elmaradnak a maginflációtól (3-33. ábra).

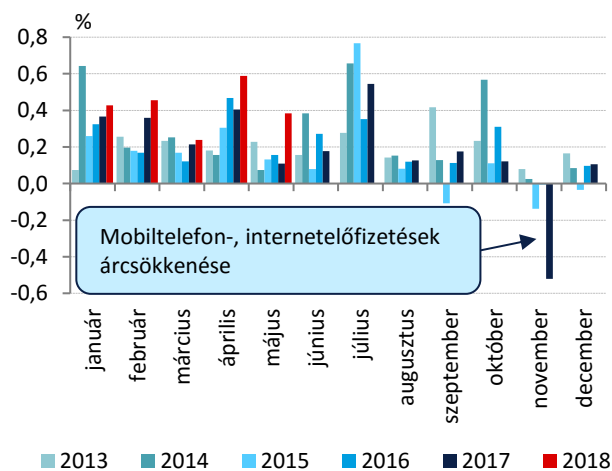
**Az iparcikkek visszafogott árdinamikát mutattak az elmúlt hónapokban.** A termékcsoporton belül a tartós termékek árai elsősorban a használt személygépkocsik ár alakulása következtében mérséklődtek. A nem tartós iparcikkek árai a ruházati termékek és a repülőjegyek drágulásából eredően emelkedtek. Az iparcikkek árait továbbra is a mérsékelt importárak és a folyamatosan élénkülő belső kereslet egymást ellensúlyozó hatása alakítja.

**A piaci szolgáltatások inflációja az elmúlt hónapokban enyhén emelkedett.** A piaci szolgáltatások tavaszi hónapokban tapasztalt áremelkedése némileg meghaladja a tavalyi év azonos időszakának árdinamikáját. A termékkörön belül elsősorban az erősen munkaintenzív szolgáltatások esetében tapasztaltunk gyorsuló árdinamikát, melyhez főként a belföldi üdülések árának emelkedése járult hozzá (3-34. és 3-35. ábra).

**Az élelmiszerek – szezonálisan igazított és adószűrt – fogyasztói árai az elmúlt hónapokban enyhén emelkedtek,** melyhez a feldolgozatlan és a feldolgozott élelmiszerek egyaránt hozzájárultak. A feldolgozatlan élelmiszerek körében főként a sertéshús, a burgonya, illetve a friss zöldségek és gyümölcsök ára emelkedett, míg a feldolgozott élelmiszerek esetében a termékek széles körének árváltozása járult hozzá az emelkedéshez.

Az elmúlt időszakban a dollárban kifejezett világpiaci olajárak érdemben emelkedtek. **Emellett az euro dollárral**

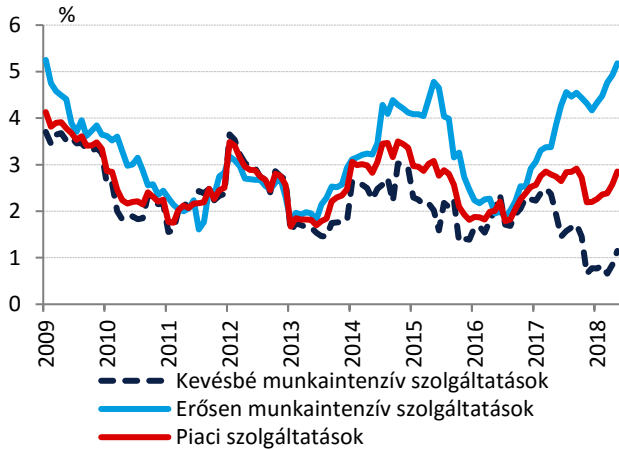
3-34. ábra: A piaci szolgáltatások árváltozása



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

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

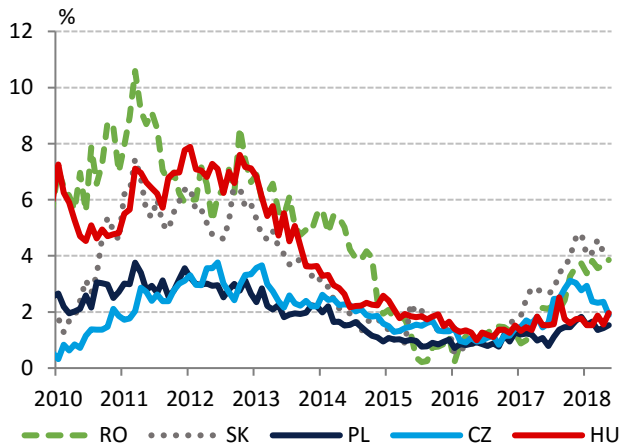
3-35. ábra: Piaci szolgáltatások inflációjája



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

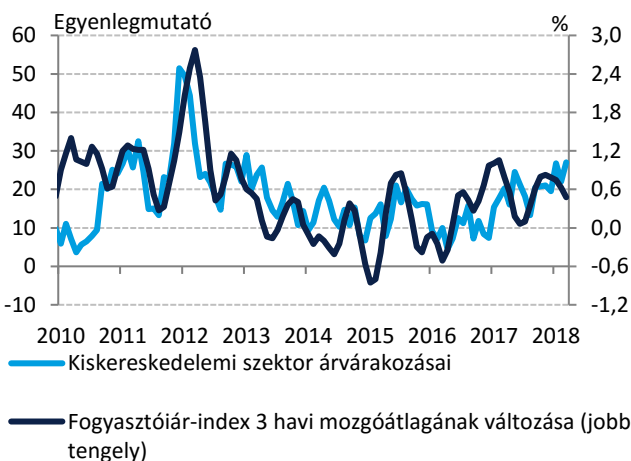
Forrás: KSH adatok alapján MNB-számítás

3-36. ábra: Inflációs várakozások a régióban



Forrás: Az Európai Bizottság adatai alapján MNB-számítás

3-37. ábra: A kiskereskedelmi és a szolgáltató szektor árakra vonatkozó várakozásai



Megjegyzés: Az árak elkövetkező 3 hónapban való alakulására vonatkozó várakozás. Forrás: Európai Bizottság

szembeni leértékelődése is emelte az euróban számított olajárakat. Az üzemanyagok árszintje a tavaszi hónapokban az olajárak változásával összhangban érdemben emelkedett. A szabályozott árú termékeknél nem volt számottevő mértékű árváltozás az elmúlt hónapokban.

Az elmúlt hónapokban a maginfláció megfelelt a márciusi Inflációs jelentés előrejelzésének. Az infláció magasabban alakult az előző Jelentésnél, melyet az április óta emelkedő olajárak magyaráznak.

### 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 (3-36. ábra).

A kiskereskedelmi szektor szereplőinek árakra vonatkozó várakozása az elmúlt időszakban – az infláció alakulásával összhangban – lényegi változást nem mutatott (3-37. ábra).

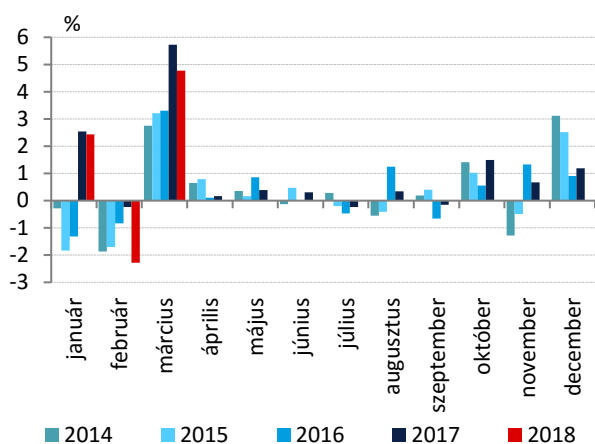
### 3.5.3. Bérek

2018 első negyedében 10,5 százalékkal emelkedett a versenyszféra bruttó átlagkeresete az előző év azonos időszakához képest (3-38. ábra). Az élénk bérdinamikához a historikusan feszes munkaerőpiaci környezet mellett a minimálbér és a garantált bérminimum emelése is hozzájárult. Az első negyedév során a bérdinamika fokozatos lassulása az ágazatok széles körében általánosnak tekinthető, azonban az átlagbér alatt fizető ágazatokban továbbra is magasabb a bérnövekedés, mint az átlagbér felettiekben.

A bérek év eleji alakulására az előző évnél kisebb mértékű minimálbér-emelések és (a versenyszektorhoz sorolt) állami cégeket érintő keresetrendezések voltak hatással. Az általános béremeléseket is tartalmazó, az alapfolyamatot érdemben meghatározó márciusban a rendszeres keresetek 4,8 százalékkal emelkedtek havi összevetésben, ami jelentősen meghaladja a historikus átlagot. A továbbra is erőteljes alapfolyamatot a gazdasági növekedés és feszes munkaerőpiaci kondíciók magyarázták.

A szociális hozzájárulási adó év eleji csökkentése miatt az átlagos munkaerőköltség a bruttó bérnél kisebb ütemben emelkedik. 2018 első negyedében a fajlagos munkaerőköltség éves dinamikája kismértékben meghaladta az előző negyedévben tapasztalt mértéket, amit a termelékenység növekedésének enyhe lassulása magyarázott.

3-38. ábra: Rendszeres bérek havi változása a versenyszférában



Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

### 3.5.4. Termelői árak

**A mezőgazdasági termelői árak éves összehasonlításban mérsékelten emelkedtek az idei év első negyedében.** Ezt elsősorban a tej és a tojás mérséklődő árdinamikája magyarázza. A szezonális termékek árai éves összevetésben összességében kis mértékben csökkentek, a burgonya és a zöldségek árának csökkenését a gyümölcsök áremelkedése részben ellensúlyozta. A gabona termelői ára döntően a 2016-osnál alacsonyabb tavalyi termést érintő minőségi problémák miatt emelkedett.

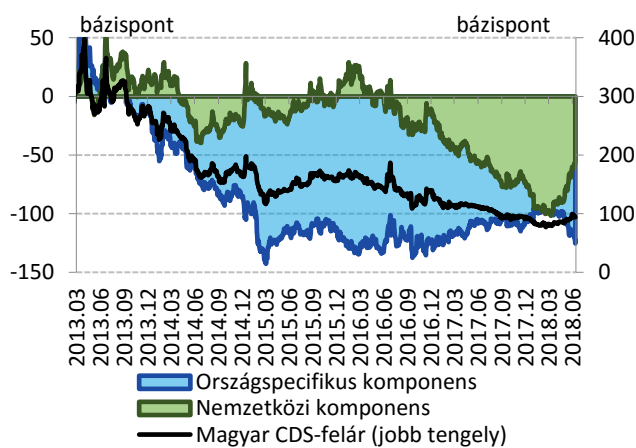
A fogyasztási cikkek termelői árai mérsékelten, míg a teljes ipar belföldi értékesítési árai a historikus átlagnak megfelelő mértékben emelkedtek az előző év azonos időszakához képest.

## 4. Pénzügyi piacok és kamatkondíciók

### 4.1. Hazai pénzügyi folyamatok

Az elmúlt negyedévben elsősorban a feltörekvő piacokon, illetve az eurozóna perifériaországaiiban csökkent a kockázatvállalási hajlandóság. Az időszak első felében a fejlett piacokat is negatívan érintette a kínai-amerikai kereskedelmi feszültségek, illetve a geopolitikai kockázatok erősödése. A devizapiacra a dollár jelentősen erősödött és az amerikai tízéves hozam 3 százalék fölé emelkedett, amely a meginduló tőkeáramlásokon keresztül a feltörekvő piaci hozamok megugrásával járt. Május második felében az amerikai és más fejlett piaci hosszú hozamok csökkenésével a feltörekvő piaci kötvényhozamokban kisebb korrekció következett be. Az olasz belpolitikai válság a perifériaországok eszközáraira volt negatív hatással. Összességében a feltörekvő régió belül a külső és fiskális egyensúly oldaláról sérülékenyebb országok hozama emelkedett számottevően, míg a kedvezőbb fundamentumokkal és növekedési kilátásokkal rendelkező KKE-régió hozamai csak mérsékeltebben növekedtek. A kelet-közép-európai régió pénzügyi folyamatait a fejlett és feltörekvő piaci események határozták meg. A piaci hangulatromlással összhangban a régiós hozamok is növekedtek. A forint a régiós devizák többségével együtt kismértékben gyengült az euróval szemben.

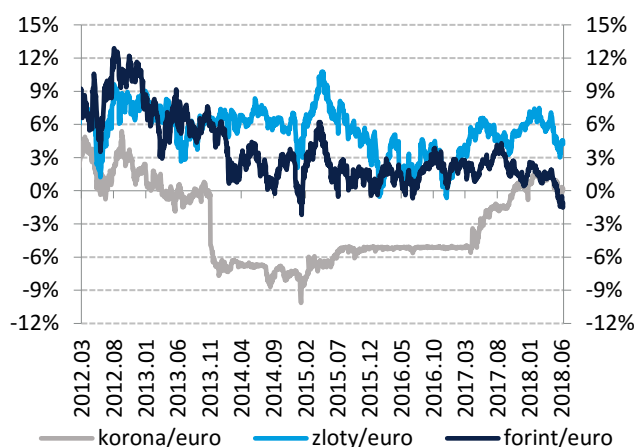
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői



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

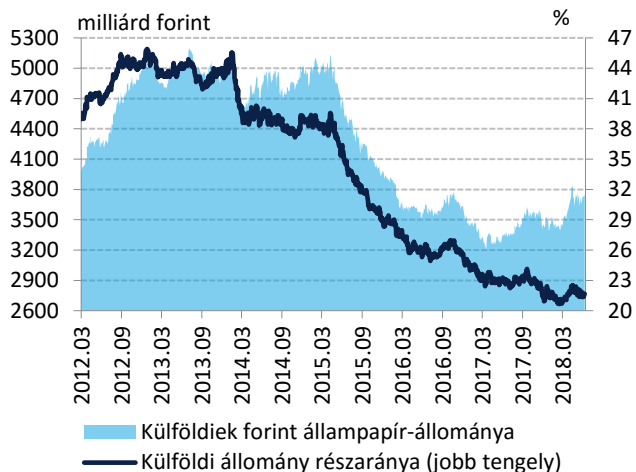
Március közepe óta hazánk kockázati mutatói kissé romlottak (4-1. ábra). A magyar hitelkockázati felár kismértékű emelkedését elsősorban nemzetközi tényezők okozták. A magyar 5 éves szuverén CDS-felár az enyhe emelkedés ellenére historikus összevetésben továbbra is alacsony szinten tartózkodott az időszak egészében, amelyhez a hazai komponens felárcsökkentő hatása is hozzájárult. A globális turbulenciára a régiós országok felárai is hasonlóan reagáltak.

A feltörekvő piaci hozamemelkedés a magyar hosszú hozamokban a régiós országok többségénél nagyobb emelkedést okozott. A tízéves euro hozamokhoz képesti forint bankközi és állampapír hozamok felára az elmúlt negyedév során megemelkedett.

#### 4.1.2. Devizapiaci folyamatok

A forint euróval szembeni árfolyama mintegy 2,5 százalékos leértékelődést mutatott, míg a cseh korona és a lengyel zloty ennél valamivel kisebb mértékben gyengült, a román lej árfolyama pedig nem változott (4-2. ábra). A forint árfolyama március közepe óta a korábban megszokottnál szélesebb sávban, 310-321,5-es szintek között mozgott. Az időszak első felében a forint kissé felértékelődött, majd április közepétől folyamatosan gyengült, az időszak végén a 318-321,5-es szint közelében ingadozva. A forint régiós devizákkal együtt történő gyengülése nemzetközi hatásoknak tulajdonítható. A dollár jelentősebb erősödése és a nemzetközi kockázatkerülés miatt a KKE-devizák 5-7 százalékkal gyengültek az amerikai fizetőeszközzel szemben, a sérülékenyebb feltörekvő devizák azonban ennél lényegesebb erőteljesebben, 10 százalékot meghaladó mértékben gyengültek.

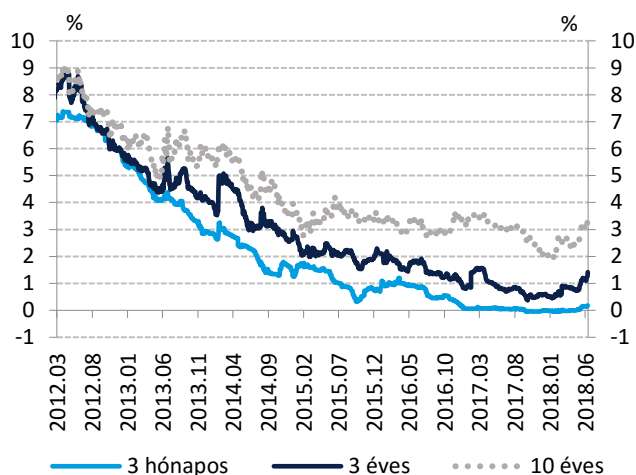
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya



Megjegyzés: Az ábra kizárólag diszkontkincstárjegyek és állampapírok állományát mutatja.

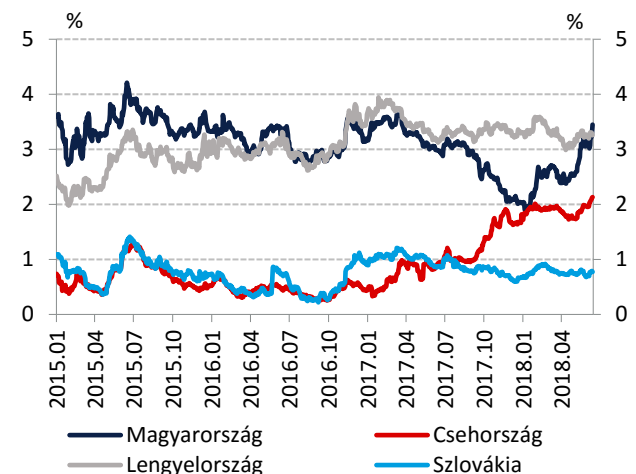
Forrás: MNB

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



Forrás: ÁKK

4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása



Forrás: Bloomberg

#### 4.1.3. Állampapírpiac és hozamalakulás

**Nőtt a külföldiek forint állampapír-állománya az elmúlt negyedévben** (4-3. ábra). A nem rezidensek forint állampapír-állománya a 2015 óta tartó gyakorlatilag folyamatos csökkenését követően előbb stabilizálódott, majd 2018 márciusától emelkedni kezdett. Az elmúlt negyedévben a feltörekvő piaci turbulencia ellenére mintegy 192 milliárd forinttal emelkedett az állomány, miközben a külföldiek tulajdoni részaránya stabilan 21,5 százalék közelében alakult, mivel időközben a teljes hazai nettó állampapír-kibocsátás is érdemben 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.** A rövid kincstárjegy hozamok mintegy 10-15 bázisponttal emelkedtek, míg a közép- és hosszú lejáratú aukciós átlaghozamok, a nemzetközi hozamemelkedést követve számottevően, 20-50 bázisponttal nőttek.

**A másodpiaci állampapír-piaci hozamgörbe a hosszú hozamok erőteljesebb emelkedésének következtében meredekebbé vált** (4-4. ábra). A rövid lejáratú másodpiaci hozamok 20-35 bázisponttal emelkedtek, míg a hozamgörbe hosszabb szakasza 40-75 bázisponttal tolódott felfelé. Az új jegybanki eszközök bevezetésével és a jegybank kommunikációjával összhangban szeptembertől január közepéig számottevően csökkentek a magyar hosszú hozamok, majd fokozatosan emelkedtek. A 10 éves hozam az időszak végén 3,45 százalékon alakult.

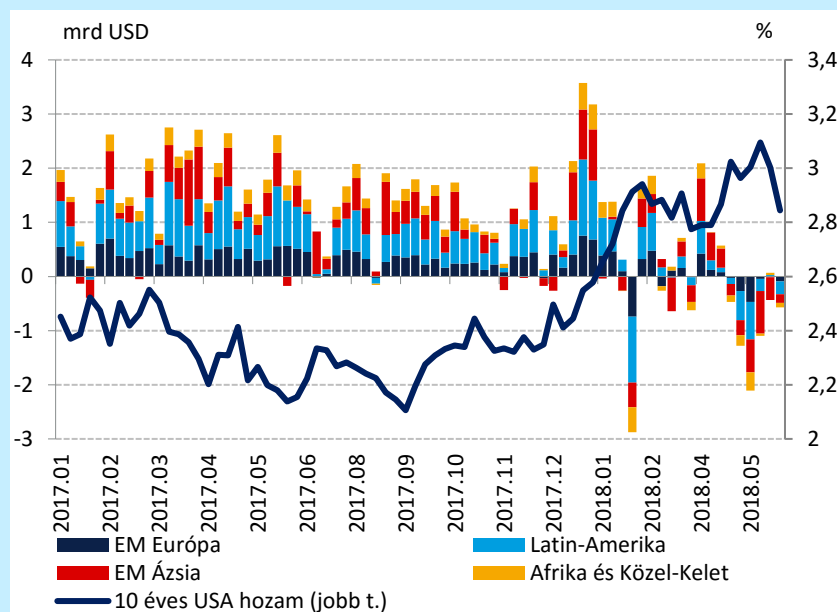
Az elmúlt negyedév során a hazai rövid bankközi hozamok 10-15 bázispont körüli mértékben emelkedtek. A bankközi határidős hozamgörbe középső és hosszabb szegmensében az állampapír-piaci hozamokhoz hasonlóan nagyobb mértékű növekedésre került sor, így a bankközi hozamgörbe is meredekebbé vált.

**A hosszú referenciahozamok eltérően alakultak a régióban a negyedév során** (4-5. ábra). Míg a tízéves forinthatam mintegy 95 bázisponttal emelkedett március közepéhez képest, addig a lengyel és szlovák tízéves benchmark hozamok stagnáltak, a cseh hozam pedig mérsékelten emelkedett. Az április végétől megfigyelhető, nemzetközi hatásra bekövetkező hozamemelkedés a régióban is tapasztalható volt, de több esetben mindössze az erőteljesebb március végi csökkenést ellensúlyozta.

#### 4-1. keretes írás: A feltörekvő piaci tőkeáramlás ellenére a régiós országok nincsenek kiemelt piaci fókuszban

Az elmúlt időszakban egyidejűleg több erős hatás is befolyásolta a piaci hangulat alakulását. Ezek közül kiemelhető az amerikai hozamok év eleje óta látott dinamikus emelkedése, aminek eredményeként **az USA 10 éves állampapír hozamai elérték a 3 százalékos szintet**. Ezzel összefüggésben **tőkeáramlás indult a feltörekvő piacokról**, ami gyakorlatilag minden feltörekvő régiót érintett (4-6. ábra). A változó környezetben egyes sérülékenyebbnek ítélt országok (kiemelten Argentína és Törökország) piaci erős nyomás alá kerültek. Emellett a belpolitikai fejlemények hatására **az olasz piacokon is jelentős hangulatromlás következett be**, ami a fertőző aggodalmak miatt más dél-európai piacokat és az eurozóna egészét is érintette. A bizonytalan hangulatban **az olajárak gyors emelkedése a potenciális inflációs hatások miatt szintén kiemelt piaci figyelmet kapott**, illetve egyes olajexportőr és olajimportőr országok piaci megítélése szempontjából is releváns tényezővé vált.

4-6. ábra: Heti feltörekvő kötvénypiaci tőkeáramlások és a 10 éves amerikai állampapír hozam alakulása

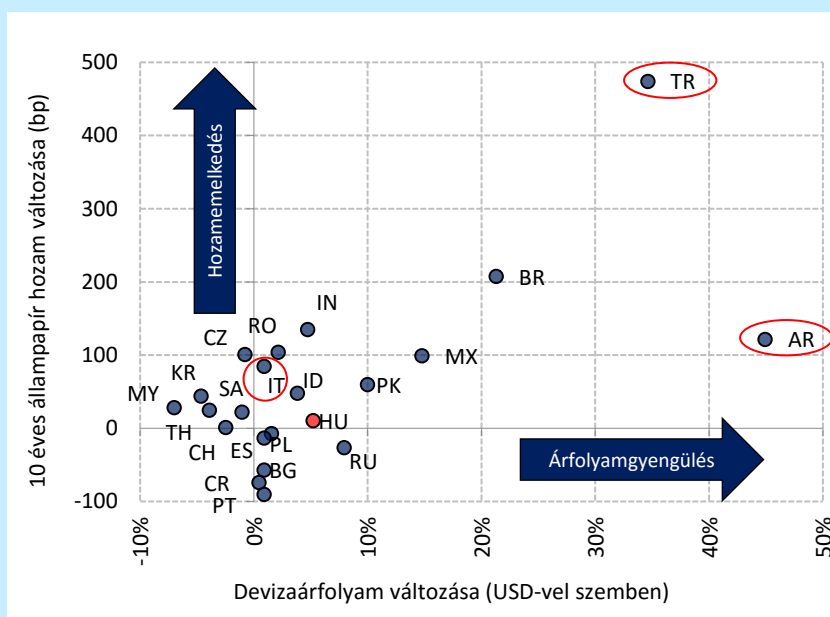


Forrás: EPFR

A devizaárfolyamok és hosszú állampapír hozamok alakulása jól tükrözi az elmúlt időszak fejleményeit (4-7. ábra). Ez alapján kiemelhető, hogy az említett **török és argentin esetben extrém árfolyam és hozammozgás következett be**. Ugyanakkor az is látszik, hogy **a kevésbé érintett országok esetében is differenciálnak a piaci szereplők**. Ebből a szempontból Brazília és Mexikó tűnik kiemelten érintettnek.

A hazai piaci folyamatokat tekintve elmondható, hogy április eleje óta **a régiós átlagot meghaladó mértékű hozamemelkedés következett be**, ami a 10 éves állampapíroknál 60 bázispont körüli növekedést jelentett. A forint a lengyel zlotyhoz hasonló mértékben, 7 százalékkal gyengült a dollárral szemben, amiben ugyanakkor nagyrészt az euro 5 százalékos dollárral szembeni leértékelődése játszott szerepet. A hozamalakulás értékelésekor viszont fontos kiemelni, hogy az MNB intézkedéseivel összefüggésben **2017 szeptemberétől jelentős hozamcsökkenés ment végbe a hazai állampapírpiac**on. Emiatt az elmúlt hetekben látott számottevő emelkedés ellenére a forint hozamok a tavaly szeptemberi értékek közelébe tértek vissza. Szeptemberhez képest **Lengyelországban szintén csak minimális hozamemelés történt, míg a cseh és román hosszú hozamok 100 bázispont körüli mértékben emelkedtek**.

4-7. ábra: Feltörekvő országokban és az eurozóna periféria országaiban látott piaci elmozdulás 2017 szeptembere óta



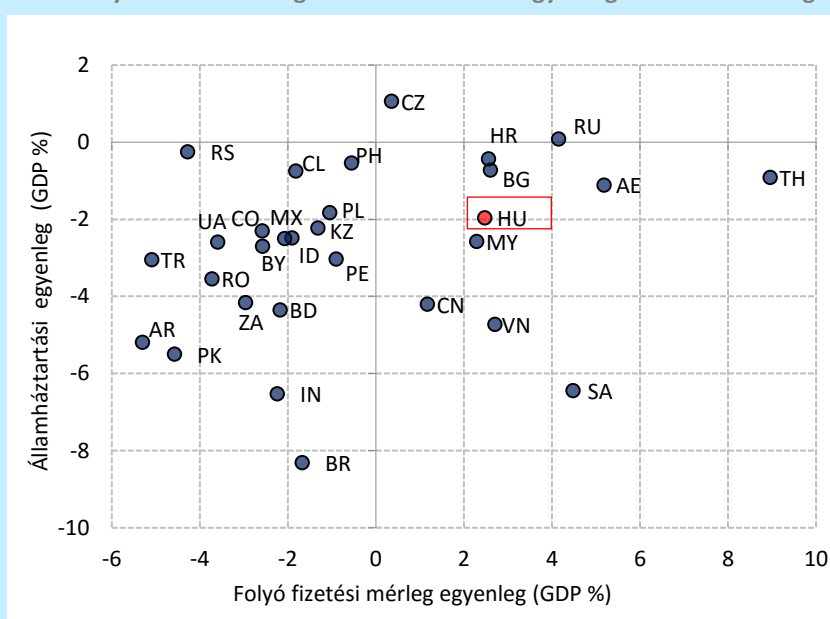
Forrás: Bloomberg

Az elmúlt hetek tapasztalatai alapján összességében elmondható, hogy a piaci hangulat változásával összefüggő differenciálás miatt ismét **fókuszba kerültek az egyes országok és régiók sérülékenységi mutatói**. Ebből a szempontból a legtöbb piaci szereplő a külső és belső egyensúlyproblémákkal küzdő, **ikerdeficitos országokat** emelte ki sérülékenyebbként (4-8. ábra).

Emellett érezhetően nagyobb piaci figyelem irányul az **államadósság** szintjére, szerkezetére és dinamikájára, a bruttó és nettó **külső adósság** alakulására, a **bankrendszer** ellenállóképességére, a **devizatartalék-megfelelésre**, illetve a **növekedési és inflációs** számokra.

A **kiemelten figyelt mutatók** esetében Magyarország (és a KKE régió) helyzete számottevően **javult** az elmúlt években. Ez hozzájárulhat ahhoz, hogy a piaci mozgások és a megjelenő vélemények alapján **hazánk és a régiós országok a megnövekedett feltörekvő piaci volatilitás ellenére nincsenek a piaci figyelem középpontjában**.

4-8. ábra: Folyó fizetési mérleg és államháztartási egyenleg feltörekvő országokban



Forrás: IMF World Economic Outlook. Megjegyzés: 2018-2019-es előrejelzés átlaga.



#### 4-2. keretes írás: A monetáris és fiskális politikai irányultság alakulása az egyes régiókban

A pénzügyi válság kitörését követően a monetáris és fiskális politikáknak világszerte kihívást jelentett a gazdaságösztönzés és a makropénzügyi stabilitás erősítése közötti helyes egyensúly megtalálása. Egyes piacokon már megkezdődött a hozamok ciklikus emelkedése, miközben a GDP-növekedés továbbra sem tért vissza a válság előtti pályára a fejlett országokban, ami költségvetési élénkítésre ösztönöz több országot. Keretes írásunkban a monetáris és a költségvetési politika irányultságát hasonlítjuk össze néhány fejlett gazdaságban és régiókban.

**Az Egyesült Államok monetáris politikája a válság utáni tartósan laza irányultságot követően már szigorító szakaszába lépett, miközben a költségvetési politika erőteljes keresletöztönzést fejt ki a hiány növekedése mellett.** A Federal Reserve közvetlenül a válság kitörését követően a kamatcsökkentések mellett egyéb nemkonvencionális, mennyiségi lazító intézkedéseket is bevezetett az akut válság kezelésére, illetve a gazdasági növekedés ösztönzése, valamint az inflációs cél elérése érdekében. A tartósan laza monetáris politikát követően a Fed 2015 decemberében emelte először irányadó rátáját. A szigorítási ciklus megkezdése óta eddig összesen hét 25 bázispontos kamatemelésre került sor, miközben a jegybank megkezdte a mérlegében lévő, lejáró értékpapírok újrabefektetésének korlátozását is. Előretekintve folytatódhat a fokozatos kamatemelési ciklus. A döntéshozók legutóbbi előrejelzéseinek mediánja alapján további két kamatemelés várható az idei év során, míg 2019 végére a 3,00–3,25 százalékos sávba várják az alapkamatot.

A GDP-arányos költségvetési hiány az elmúlt évekre jellemző 4 százalékos körüli szintről 2019 végére majdnem 6 százalékra emelkedik az Egyesült Államokban, a fiskális irányultságot jelző ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg pedig 1,7 százalékponttal romlik idén és jövőre. A gazdasági növekedés élénkítésének egyik legfontosabb eszköze a tavaly év végén meghirdetett adóreform, melynek részeként csökkentek a személyi jövedelemadó és társasági adó kulcsai, átalakították az szja kedvezmények rendszerét, illetve a nemzetközi jövedelmek adózásának szabályait is. A csomag az amerikai Congressional Budget Office (CBO) legfrissebb becslése szerint évente átlagosan a GDP 1 százalékaival növeli a hiányt.

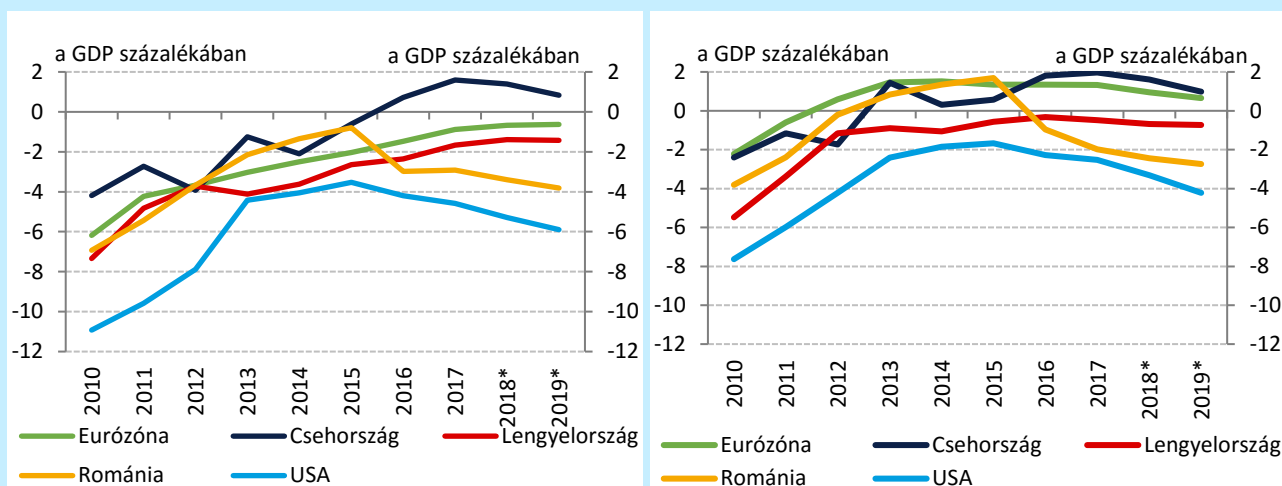
**Az euroövezet monetáris politikája az Egyesült Államokéhoz hasonlóan érdemben lazult a válságot követő időszakban és összességében előretekintve is laza maradhat, ami mellett enyhe fiskális élénkítés várható az elkövetkezendő években.**

A válságot követően az EKB lazító lépései némi késéssel követték a Fed intézkedéseit. A kamatcsökkentések és eszközvásárlási programok jelentősen lazították ugyan az eurozóna monetáris kondícióit, az inflációs alapfolyamatok azonban továbbra is visszafogottan alakulnak. Ennek megfelelően az EKB egyelőre fenntartja a laza monetáris politikai irányultságot. A jegybank előretekintő iránymutatása alapján a döntéshozók arra számítanak, hogy az EKB irányadó kamatai a nettó eszközvásárlások horizontjánál tovább, legalább 2019 nyaráig a jelenlegi szinteken maradnak. A nemkonvencionális monetáris politikai intézkedéseket illetően a jegybank az eszközvásárlási programot 2018. szeptember végéig 30 milliárd, majd azt követően a beérkező adatok függvényében 15 milliárd eurós havi ütemben folytatja 2018. év végéig, amikor az eszközvásárlások véget érnek. A lejáró eszközök tőkeértéke a nettó eszközvásárlások befejezését követően is újrabefektetésre kerül, így az euroövezet monetáris politikája előretekintve összességében laza irányultságú maradhat.

Az évek óta tapasztalt fiskális fegyelemnek köszönhetően az eurózónában 2017-re 1 százalék alá süllyedt az átlagos GDP-arányos deficit és az egyenlegjavulás várhatóan tovább folytatódik. Ezzel szemben a fiskális irányultságot jelző ciklikusan kiigazított elsődleges többlet az Európai Bizottság szerint két év alatt 1,3 százalékról 0,7 százalékra csökken 2019-re, azaz a fiskális politika hosszú évek után kis mértékben újra élénkíti a gazdasági növekedést. Mindez legfőképpen a francia, görög és holland lazítással magyarázható, de erősítheti ezt a folyamatot az új német kormány koalíciós megállapodása is, amely 2018-2021 között összesen a GDP 1,5 százalékának megfelelő összeget tartalmaz, amit az oktatás és a szociális infrastruktúra fejlesztésére, a családok támogatására, adócsökkentésekre, a védelmi és a menekültekhez kötődő kiadások emelésére fordítanak.

**A KKE-régió jegybankjai a válságot követő években a globálisan meghatározó jegybankokhoz hasonlóan kamatcsökkentési ciklusba kezdtek, amelynek eredményeként a régiós irányadó ráták historikus mélypontra süllyedtek. A fiskális politika a környező államok többségében inkább élénkíti a növekedést, noha a költségvetési pozíciókban jelentős az eltérés (4-9. ábra).** Csehországban a lazítás mellett is többletes marad a költségvetés, Romániában viszont a növekvő hiány megközelíti a GDP 4 százalékát. A lengyel deficit alapvetően mérsékelte és az Európai Bizottság előrejelzése szerint semleges irányultságú marad.

4-9. ábra: Költségvetési egyenlegek (bal panel) és a ciklikusan igazított elsődleges egyenlegek (jobb panel) alakulása a vizsgált országokban

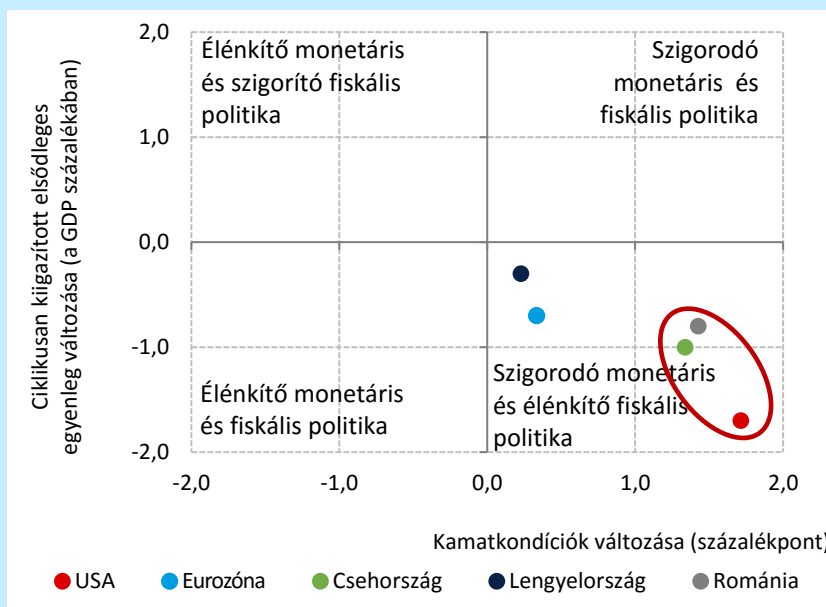


Megjegyzés: \*Előrejelzés

Forrás: Európai Bizottság, IMF

A cseh jegybank várhatóan fokozatosan folytatja a monetáris kondíciók szigorítását, míg a fiskális politika esetében a következő években némi lazításra lehet számítani (4-10. ábra). A kamatcsökkentési ciklust követően a jegybank 2013-tól évekig rögzített árfolyamot tartott fenn az euróval szemben annak érdekében, hogy megakadályozza a korona felértékelődését, és ezáltal lazán tartsa a monetáris kondíciókat. A döntéshozók az árfolyamkűszöb 2017. áprilisi eltörlése után, 2017 augusztusától fokozatosan, ezidáig három lépésben emelték az irányadó rátát. A cseh jegybank kommunikációja szerint előretekintve nagyon fokozatosan folytatódhat a monetáris politikai szigorítás, a következő kamatemelés 2018 végére várható. A cseh költségvetést egy sikeres konszolidációs időszak után az elmúlt években már 1-2 százalékos többlet jellemzi, a következő években azonban várható némi lazítás. Az Európai Bizottság előrejelzése szerint a ciklikusan kiigazított elsődleges többlet GDP-arányos nagysága 2019-re két év alatt 2 százalékról 1 százalékra csökken, leginkább az állami beruházások emelkedése, a nyugdíjkiadások, valamint a közszférában dolgozók béremelésének eredményeképpen.

4-10. ábra: Költségvetési egyenlegek és a kamatkondíciók változása



Megjegyzés: A költségvetési egyenlegek változása (függőleges tengely) a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenlegek 2019-re vonatkozó Európai Bizottság prognózisának és a 2017-es tényadatok különbsége, míg a kamatkondíciók változása (vízszintes tengely) a Bloomberg által megkérdezett elemzők 2019-es alapkamatra vonatkozó várakozásainak átlaga és a 2017-es átlagos alapkamat különbsége. Az egyes síknegyedek a fiskális, illetve monetáris politikában bekövetkező időbeni elmozdulásokat mutatják.

Forrás: Bloomberg, Európai Bizottság

**A lengyel jegybank 2015 márciusa óta 1,5 százalékon tartja irányadó rátáját, miközben a fiskális politika semleges irányultságú maradt.** A jegybank értékelése alapján a jelenlegi kamatszint támogatja a lengyel gazdaság fenntartható növekedését és az infláció a cél közelében alakulhat a monetáris politika transzmissziós horizontján. A jegybank kommunikációja szerint az alapkamat akár 2020 végéig is a jelenlegi szinten maradhat, ami az aktuális monetáris politikai irányultság fennmaradását jelenti. A válságot követő egyenlegjavítás eredményeképpen a GDP-arányos költségvetési hiány 2017-re 2 százalék alá csökkent és várhatóan a következő években is ott marad. Ezzel párhuzamosan a ciklikusan kiigazított elsődleges deficit a GDP 0 és 1 százaléka között ingadozik évek óta és az Európai Bizottság prognózisa szerint a gazdasági növekedés szempontjából semleges költségvetési politika tovább folytatódik 2019-ig.

**A román jegybank kommunikációjának változtatásával, valamint a kamatfolyosó szűkítésével 2017 második felében megkezdte a monetáris kondíciók szigorítását, amit idén az alapkamat emelésével folytatott. Az elmúlt évek erőteljes fiskális élénkítése az elkövetkezendő években is fennmaradhat.** A román jegybank 2015 májusa óta 1,75 százalékon tartotta az irányadó rátáját. Az idei évben eddig összesen háromszor emelték az alapkamatot a döntéshozók. Az elemzői várakozások szerint a román jegybank még idén folytathatja kamatemelési ciklusát, így előretekintve a monetáris kondíciók további fokozatos szigorodása várható. A korábbi évek lazításának eredményeképpen Romániában a GDP-arányos költségvetési hiány évek óta 3 százalék körül alakul, 2019-ben pedig már megközelítheti a 4 százalékot. Ezzel párhuzamosan a ciklikusan kiigazított elsődleges egyenleg is a GDP 0,8 százalékaival romlik a következő években az Európai Bizottság prognózisa szerint. A gazdasági növekedés további élénkítése mögött elsősorban a közsférában meghirdetett béremelés, illetve az szja-t és a társadalombiztosítási járulékokat érintő adóreform és adócsökkentés áll.

4-1. táblázat: A fiskális és monetáris politika gazdasági növekedésre gyakorolt várható hatása

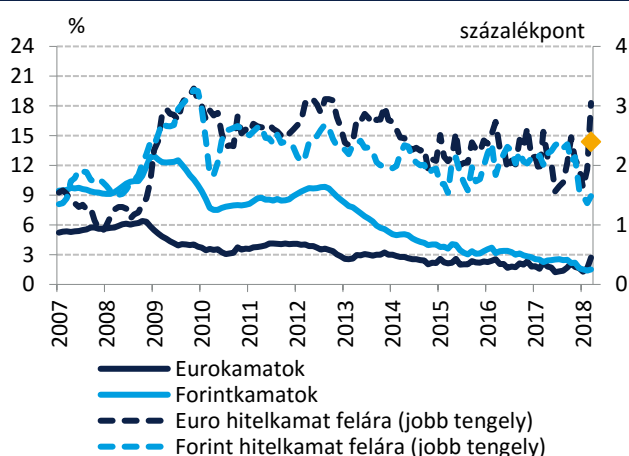
Ország/Régió	Gazdasági növekedésre gyakorolt hatás			
	Monetáris politika		Fiskális politika	
USA	Szigorító		Élénkítő	
Eurozóna	Semleges		Élénkítő	
Csehország	Szigorító		Élénkítő	
Lengyelország	Semleges		Semleges	
Románia	Szigorító		Élénkítő	

Forrás: MNB

## 4.2. A pénzügyi közvetítőrendszer hitelkondíciói

2018 első negyedében a bankok egy szűkebb köre tovább enyhített a mikro- és kisvállalati szegmens hitelfeltételein, míg a háztartások esetében nem változtattak a hitelkondíciókon. Előretekintve a hitelezők valamennyi szegmensben a feltételek enyhítését irányozzák elő. A vállalati forinthitel átlagos kamatlába csökkent, szemben az eurohitelkel, ahol emelkedés volt megfigyelhető a vizsgált időszakban. A lakáshitelek teljes hitelköltsége a felárak csökkenésével tovább mérséklődött, a fogyasztási hitelek finanszírozási költsége azonban változatlan szinten maradt. Az egyéves előretekintő reálkamat emelkedése volt megfigyelhető a negyedév során.

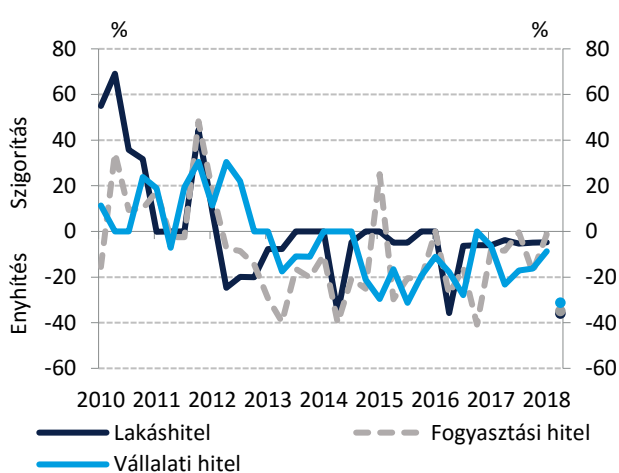
4-11. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban



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. Sárgával jelölve az egyedi torzító tétel kiszűrésével számított euro hitelkamatfelár.

Forrás: MNB

4-12. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben



Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Ponttal a 2018 második és harmadik negyedévére vonatkozó banki várakozás szerepel.

Forrás: MNB hitelezési felmérés, a bankok válaszai alapján

### 4.2.1. Vállalati hitelkondíciók

#### A vállalati devizahitelek átlagos kamatszintje emelkedett 2018 első negyedében.

A piaci alapú, új vállalati forint hitel-szerződések kamatlába – a money market ügyletek kiszűrésével – a kisösszegű forinthitel esetében 7 bázisponttal nőtt, míg a nagyösszegűek esetében 13 bázisponttal csökkent a vizsgált időszakban, így összességében 1,51 százalékra mérséklődtek a forintkamatok a negyedév végére. Az eurohitel tekintetében a kisösszegű hitelek átlagos kamatlába 10 bázisponttal csökkent, ellenben a nagyösszegű hitelek esetében emelkedés volt megfigyelhető az előző negyedévhez képest, így az eurohitel átlagos kamatlába 2 százalékra emelkedett a vizsgált időszak végére (4-11. ábra). A vállalati eurokamatok 43 bázispontos emelkedése teljes mértékben a felárak emelkedésével magyarázható, így az átlagos felár utóbbi esetén 2,4 százalékponttal emelkedett, míg a forinthitel felára 1,47 százalékponttal süllyedt 2018 első negyedév végére.

#### Kis mértékben enyhítettek a bankok a vállalati hitelfeltételeken.

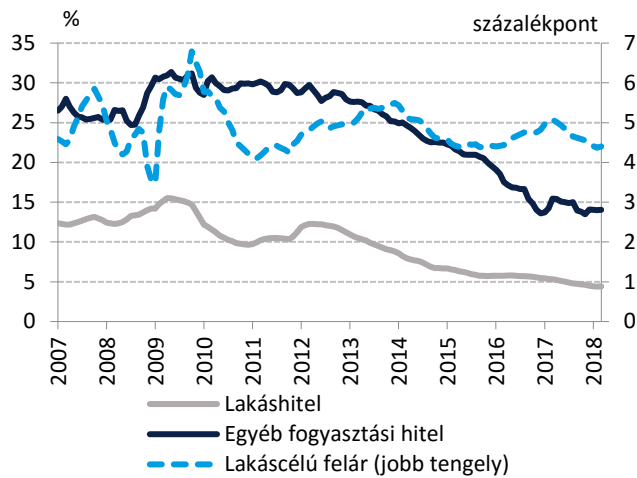
A Hitelezési felmérésre adott válaszok alapján a bankok nettó értelemben vett 9 százaléka enyhített a hitelfeltételeken a mikro- és kisvállalati szegmens körében, míg a közepes és nagyvállalatok tekintetében nem számoltak be lazításról (4-12. ábra). Az enyhítés legnagyobb arányban a kibővített hitelkeretben, valamint a felárak csökkenésében jelentkezett, melyeket a piaci versenyhelyzet további fokozódásával és a kedvező gazdasági kilátásokkal indokolták. Előretekintve a válaszadó bankok valamennyi méretkategóriában terveznek enyhíteni a feltételeken, elsősorban a hitelekhez kapcsolódó díjak csökkentése révén, amelyet továbbra is a versenyhelyzet alakulása ösztönöz.

### 4.2.2. Háztartási hitelkondíciók

#### A lakáshitelek felára tovább csökkent a negyedév során.

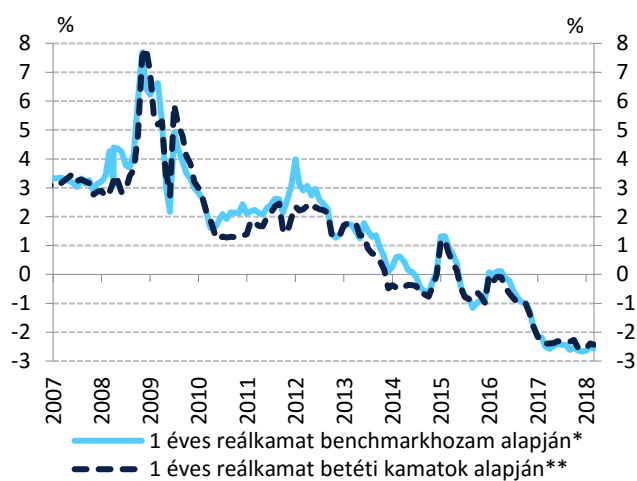
Az új kibocsátású lakáshitelek teljes hitelköltsége 6 bázisponttal 4,4 százalékra mérséklődött a vizsgált időszakban (4-13. ábra). A kamatozás módja szerint mind a változó, mind az éven túl rögzített kamatkonstrukciójú lakáshitelek THM-szintje 30 bázisponttal mérséklődött 2018 első negyedében, azonban a magasabb kamattal árazott fixált hitelek térnyerése révén az átlagos THM kisebb mértékű

4-13. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára



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

4-14. 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

csökkenése tudott megvalósulni. A felárak tekintetében is hasonló mértékű csökkenés következett be, a változó kamatozású hitelek esetében 30 bázisponttal 3 százalékpontra, az éven túl rögzített kamatozású lakáshitelek esetében pedig 47 bázispontos csökkenéssel 3,9 százalékpontra süllyedt a simított felár. A Minősített Fogyasztóbarát Lakáshitel termékek iránti növekvő kereslet elősegíti a lakáshitelkibocsátás egészségesebb szerkezetű felépülését, a negyedév végére a megkötött lakáscélú hitelszerződések 76 százaléka már fix kamatozású hitel volt. A fogyasztási hitelek átlagos teljes hitelköltsége változatlanul 14,1 százalékon alakult a vizsgált időszakban.

**A háztartásoknak nyújtott hitelek kondíciói nem változtak a negyedév során.** A lakáshitelek feltételein a Hitelezési felmérésben részt vevő bankok nettó értelemben vett 5 százaléka enyhített 2018 első negyedévében (4-12. ábra). A részfeltételeket tekintve ugyanakkor jelentős arányban jeleztek lazítást az intézmények: a megkérdezett bankok nettó értelemben vett 58 százaléka csökkentette a kevésbé kockázatos hitelek esetében a kamatfelarat. A válaszadó bankok elsősorban a lakáspiaci folyamatok alakulását és a bank kedvező likviditási helyzetét említették enyhítést támogató tényezőként. A fogyasztási hitelek feltételein a bankok a negyedév során nem változtattak érdemben, előretekinthető a minimálisan megkövetelt hitelképességi szint enyhítésével társulhat az erős hitelkereslet. 2018-ban a bankok egyharmada tervezte lazítani a lakáshitelek és a fogyasztási hitelek feltételein.

#### 4.2.3. Reálkamatok alakulása

**Az egy évre előretekinthető reálkamat emelkedett a negyedév során (4-14. ábra).** Az inflációs várakozásokkal csökkentett reálkamat szint 2018 első negyedévében az állampapírpiazi hozamokból becsült hozam alapján 10 bázisponttal emelkedett az előző negyedévhez képest, így -2,6 százalékos szinten állt 2018 márciusában.

## 5. A gazdaság egyensúlyi pozíciója

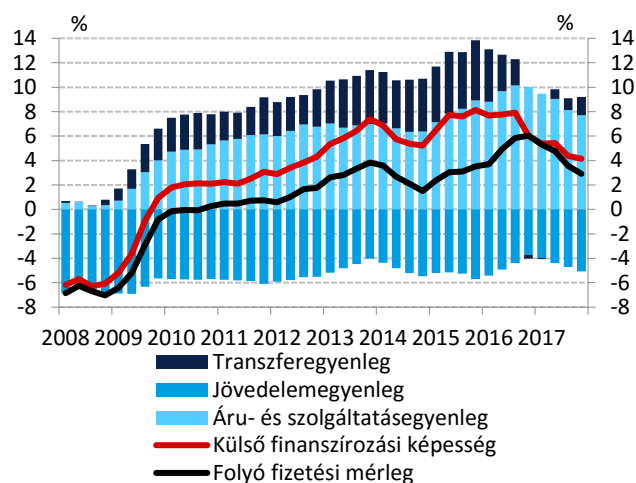
### 5.1. Külső egyensúly és finanszírozás

Magyarország külső finanszírozási képessége 2017 év végén a GDP 4,1 százalékára, a folyó fizetési mérleg a GDP 2,9 százalékára mérséklődött. A csökkenés hátterében leginkább a külkereskedelmi egyenleg többletének mérséklődése húzódott meg, összefüggésben a belső kereslet erősödésének köszönhető importbővüléssel. Az ellenkező irányba ható, emelkedést mutató EU-transzfer felhasználásnak köszönhetően a transzferegyenleg érdemben bővült. A külföldi vállalatok profitjának növekedése a jövedelemegyenleg hiányának az emelkedését eredményezte. A finanszírozási oldal tételei szerint tovább mérséklődött a nettó külső adósság, miközben az közvetlentőke-befektetések emelkedtek. 2017 végén a nettó külső adósság – a tranzakciók és a GDP növekedés együttes eredményeként – a GDP 13 százalékára, míg a bruttó külső adósság 60 százalékra mérséklődött. Az előzetes havi adatok alapján 2018 első negyedévében a gazdaság finanszírozási képessége nagyobb, míg a folyó fizetési mérleg kisebb mértékben emelkedett.

#### 5.1.1. Külső egyensúlyi pozíciók alakulása

**A gazdaság külső finanszírozási képessége 2017 év végén a GDP 4,1 százalékára, a folyó fizetési mérleg a GDP 2,9 százalékára mérséklődött** (5-1. ábra). A külső egyensúlyi mutatók enyhe csökkenése elsősorban a belső kereslet élénkülésével volt összefüggésben, melynek hatását az EU-transzfer felhasználás némileg ellensúlyozta. A fokozódó importbővülés a külkereskedelmi többlet csökkenésében tükröződött. A külföldre fizetett kamatkidás mérséklődése csökkentette, míg a külföldi vállalatok növekvő nyeresége növelte a **jövedelemegyenleg** hiányát, amely összességében a folyó fizetési mérleg csökkenése irányába hatott. Az érdemben emelkedő **transzferegyenleg** többlete az EU új költségvetési ciklus növekvő forrásfelhasználásához kötődött. Az előzetes, részben becslésen alapuló havi adatok alapján az első negyedévben a folyó fizetési mérleg kisebb, a külső finanszírozási képesség nagyobb mértékben emelkedett. Ez utóbbi bővülése az EU-transzferek jelentős emelkedéséhez kötődött, a külkereskedelmi és a jövedelemegyenleg nem változott érdemben.

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



Megjegyzés: Négy negyedéves kumulált értékek, a GDP százalékában.

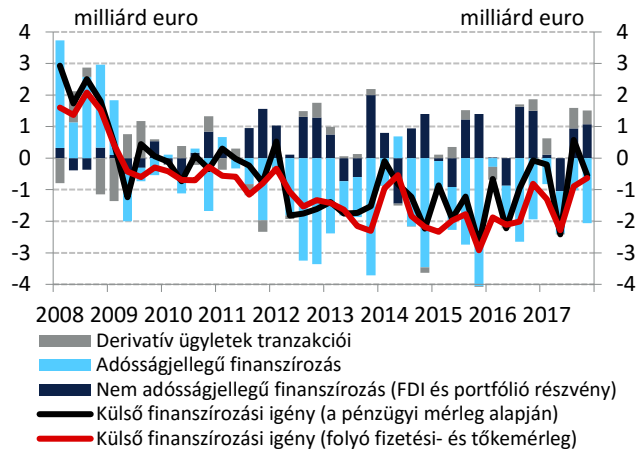
Forrás: MNB

#### 5.1.2. Finanszírozási folyamatok

**A finanszírozás oldali folyamatok alapján az FDI beáramlása mellett tovább csökkent az ország nettó külső adóssága** (5-2. ábra). A pénzügyi mérleg alapján számolt finanszírozási képesség a negyedik negyedévben 0,5 milliárd euro körül alakult, ami érdemben elmarad az előző két év átlagától. A visszafogott finanszírozási képesség úgy alakult ki, hogy a közvetlentőke befektetések beáramlása 1,1 milliárd eurót, az adósságjellegű források csökkenése 2,1 milliárd eurót tett ki. A havi adatok alapján számolt 2018. első negyedéves finanszírozási képesség a pénzügyi mérleg alapján enyhén emelkedett, ami az érdemben mérséklődő FDI-beáramlás és szintén csökkenő nettó adósságmérséklődés mellett alakult ki. Az adósságjellegű



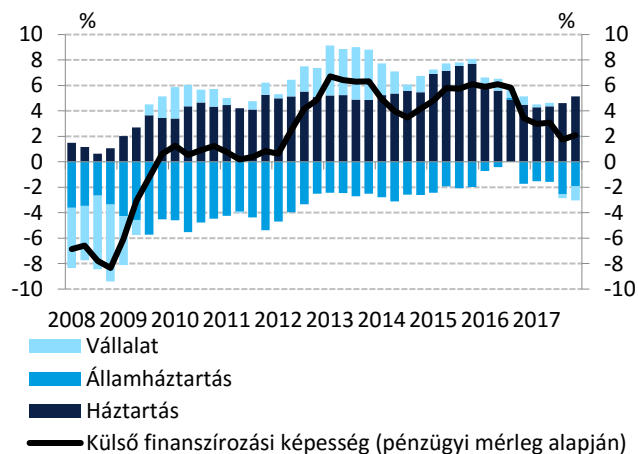
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása



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

Forrás: MNB

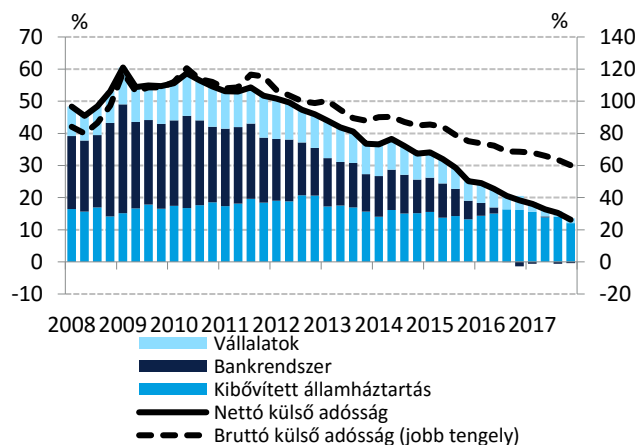
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint



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

források kiáramlása elsősorban a külföldi követelések emelkedésével volt összefüggésben, ugyanakkor az adósságjellegű források is kismértékben emelkedtek.

A szektorok megtakarítása szerint a háztartások nettó pénzügyi megtakarításának a bővülése meghaladta a vállalatok emelkedő és az állam mérséklődő finanszírozási igényét (5-3. ábra). Az államháztartás négy negyedéves GDP-arányos finanszírozási igénye enyhén mérséklődött az év végén, ami a bővülő adóbevételeknek volt köszönhető. Az emelkedő magánberuházások a vállalati szektor növekvő forrásigényében tükröződtek. A háztartási szektor nettó pénzügyi megtakarításának emelkedése a gyors bérnövekedéssel volt magyarázható. Az előzetes havi adatok alapján 2018 első negyedévében a háztartások nettó megtakarítása tovább emelkedett, miközben az államháztartás finanszírozási igénye kisebb mértékben bővült, míg a vállalati szektor nettó forrásbevonása enyhén mérséklődött.

A magyar gazdaság nettó külső adóssága a negyedik negyedév végén a GDP 13,1 százalékára mérséklődött (5-4. ábra). Az adósságeneráló források számottevő kiáramlása, valamint a GDP növekedése együttesen 2,1 százalékponttal csökkentette az ország nettó külső adósságát. Az adósságráta csökkenéséhez elsősorban az állami szektor járult hozzá, de emellett a vállalatok nettó külső adóssága is kismértékben mérséklődött. A bruttó külső adósság 2017 év végén számottevő mértékben csökkent, így a GDP 60,1 százalékát tette ki. A folytatódó nettó adósságkiáramlás eredményeként az előzetes havi adatok alapján a nettó külső adósság 2018 első negyedévében tovább mérséklődhetett.



## 5.2. Előrejelzés a külső egyensúlyi pozíciókra

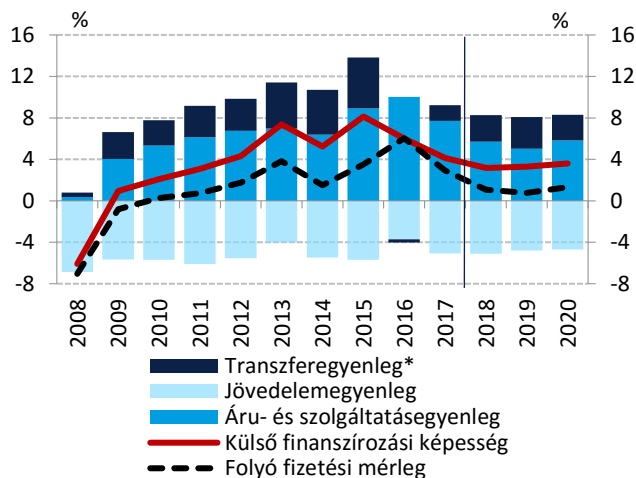
A folyó fizetési mérleg többlete az előrejelzési horizonton egészen fennmarad, míg a külső finanszírozási képesség stabilan magas marad. 2018-19-ben az erős belső felhasználás következtében bővülő importtal és az emelkedő olajárakkal összefüggésben a folyó fizetési mérleg szufficit mérséklődik, miközben a gazdaság külső finanszírozási képessége az EU transzfer felhasználás felfutásának köszönhetően a GDP 3 százaléka felett stabilizálódik. Az előrejelzési horizont második felében a kiépített új exportkapacitások üzembe helyezéséhez kötődően élénkülő export javítja a külkereskedelmi egyenleget, ami folyó fizetési mérleg többletének emelkedését eredményezi. A jövedelemegyenleg hiánya a teljes horizonton enyhén mérséklődik. A szektorok megtakarítása felől tekintve a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása növekvő jövedelmek, élénk fogyasztás és emelkedő nettó hitelfelvétel mellett enyhén mérséklődik. A vállalatok finanszírozási igénye 2018-ban a bővülő beruházásoknak köszönhetően emelkedik, majd az export felfutásához kötődően mérséklődik. Az államháztartás finanszírozási igénye 2018-ban részben az adó és járulék csökkentésekkel összefüggésben átmenetileg emelkedik. Az előrejelzési horizonton magas külső egyensúlyi pozíció kedvezően érinti a külső adósságmutatókat, így a nettó külső adósság 2020-ra nulla közelébe mérséklődhet.

### A gazdaság külső finanszírozási képessége 2018-ban a GDP 3,2 százalékára csökken, majd enyhén emelkedik (5-5. ábra).

2018-ban az importintenzív beruházások, valamint a lakossági fogyasztás számottevő bővülése enyhén tovább mérsékli a külkereskedelmi többletét, ami a külső finanszírozási képesség és a folyó fizetési mérleg csökkenésében is tükröződik. Az olajárak emelkedéséhez köthető cserearány-romlás elsősorban idén, de kisebb mértékben a következő években is rontja a külkereskedelmi egyenleget. Az EU-források felhasználásának köszönhetően a transzferegyenleg többlete 2018-ban a GDP 2,5 százalékának környékére emelkedik, jelentősen javítva a külső egyensúlyi pozíciót. A 2019-ben is jelentős beruházásnövekedés mellett dinamikus marad az importbővülés, ami az enyhén romló cserearányjal együtt mérséklődő külkereskedelmi egyenleg irányába hat. A korábban kiépített termelőkapacitások hatására élénkülő export 2019-ben csak lassítja a külkereskedelmi egyenleg csökkenését, 2020-ban azonban – a tovább lassuló belső felhasználással együtt – már számottevő javulást eredményez. Mindezek következményeként a folyó fizetési mérleg többlete 2019-ben a GDP 1 százaléka alá csökken, majd 2020-ban jelentősen bővül, ami a külső finanszírozási képesség 4 százalék közelébe történő emelkedésében is tükröződik. A jövedelemegyenleg hiánya enyhén mérséklődik, ami a külső adósságállománnyal összhangban csökkenő kamategyenlegnek köszönhető. Ennek hatását enyhén csökkenti a külföldi tulajdonú vállalatok profitjának emelkedése, valamint a külföldön átmenetileg munkát vállalók jövedelmeinek mérséklődése.

**A háztartások nettó pénzügyi megtakarítása enyhén csökken, miközben az állam finanszírozási igénye átmeneti emelkedés után mérséklődik (5-6. ábra).** A kedvező munkapiaci helyzet és a növekvő jövedelmek a fogyasztás bővülését eredményezik, azonban a korábbi hitelek

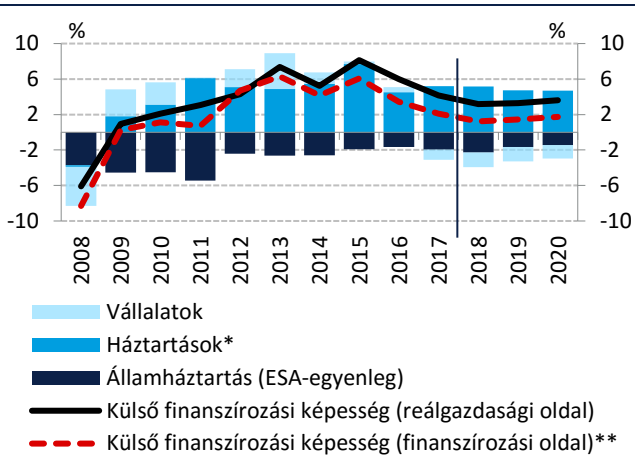
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása



Megjegyzés: A GDP százalékában. \* A viszonytalan folyó átutalások és a tőke mérleg 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

törlesztését is tartalmazó nettó hitelfelvétel bővülése mérsékelten maradhat. Ennek köszönhetően a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása 2018-ban szinten marad, majd az előrejelzési horizont további részében enyhén csökken. 2018-ban a vállalatok finanszírozási igénye az emelkedő beruházásokkal összhangban érdemben bővül. Ezt követően elsősorban az exportdinamika gyorsulása, az emelkedő EU-transzfer felhasználás és a visszafogottabb beruházás következtében a szektor finanszírozási igénye csökken. A költségvetés hiánya 2018-ban a GDP 2,3 százalékára emelkedik, aminek háttérében a szociális hozzájárulási adó és a célzott áfa csökkentések, valamint a növekedési adóhitelből és földértékesítésből származó bevételek miatti kiesés húzódik meg. Az előrejelzési horizont második felében a gazdasági növekedéssel összefüggésben bővülő bevételek, valamint a mérséklődő kamatkidadások hatására a hiány 2 százalék alá csökken.

**Az előretétekintve magas külső finanszírozási képesség hozzájárul a gazdaság sérülékenységének további csökkenéséhez.** Az előrejelzési horizont egészében magas finanszírozási képesség eredményeként 2020-ig a nettó külső adósság várhatóan nullára csökken, és a bruttó külső adósság is jelentősen mérséklődik.

### 5.3. Költségvetési folyamatok

Előrejelzésünk alapján a következő években is alacsony lehet a költségvetés hiánya, ami a dinamikus gazdasági növekedéssel együtt a GDP-arányos államadósság-ráta folyamatos csökkenését eredményezi. Prognózisunk szerint 2018-ban az ESA-hiány kismértékben a kormányzati hiánycél alatt alakul, míg 2019-ben a benyújtott 2019. évi költségvetési törvényjavaslattal összhangban 1,8 százalékra csökken. 2018-ban a folytatódó adócsökkentések következtében a fiskális politika keresletbővítő hatású. Az előrejelzési horizont második felében a csökkenő hiány révén a fiskális politika anticiklikus tartalékokat képez. Előrejelzésünk szerint a GDP-arányos maastrichti államadósság-mutató érdemi csökkenése várható, amit idén átmenetileg mérsékel az uniós támogatások megelőlegezése. A ráta értéke 2018. év végére a GDP 72,5 százalékára csökken, majd a horizont végére 68 százalék alá mérséklődik a devizaadósság folytatódó csökkenése mellett.

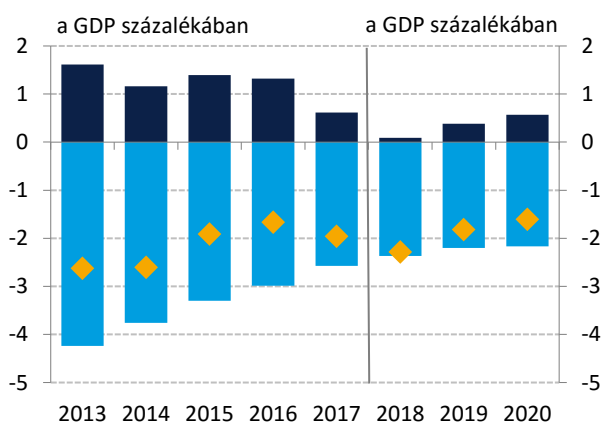
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók

	2018	2019	2020
ESA-egyenleg	(-2,2) – (-2,3)	(-1,7) – (-1,8)	(-1,4) – (-1,8)
Elsődleges ESA-egyenleg	0,2 – 0,3	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 kamatkiadások alakulása



■ Elsődleges egyenleg ■ Bruttó kamatkiadások ◆ ESA-egyenleg

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 kamatkiadásokat nem tartalmazzák.

Forrás: Eurostat, MNB

5.3.1. A főbb egyenlegmutatók és a fiskális keresleti hatás

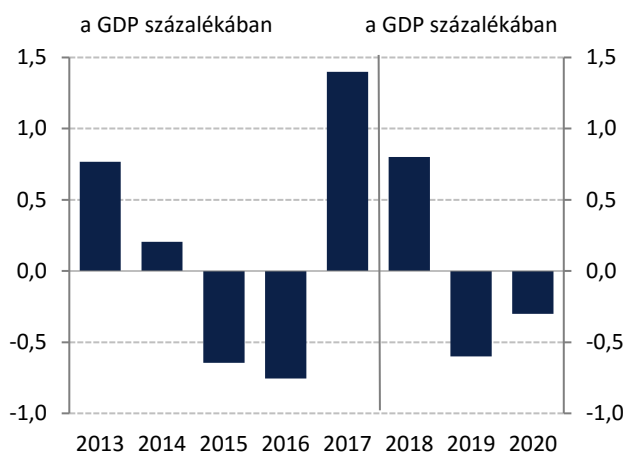
**Prognózisunk szerint a GDP-arányos ESA-hiány 2018-ban 2,2–2,3 százalék, 2019-ben a törvényi előiránnyal összhangban 1,7–1,8 százalék, míg 2020-ban 1,4–1,8 százalék lehet** (5-1 táblázat). 2017-hez képest 2018-ban átmenetileg emelkedik az államháztartás hiánya az adócsökkentések és az előző években jelentkező egyedi bevételek (termőföld-értékesítés, növekedési adóhitelek) kifizetésének eredményeképp. 2019-ben a költségvetési törvénnyel összhangban mérséklődik a költségvetés hiánya, amit a kedvező makrogazdasági folyamatok következtében bővülő adóbevételek támogatnak. Előrejelzésünk szerint az elsődleges egyenleg továbbra is pozitív marad a teljes előrejelzési horizonton, míg a kamatkiadások a GDP 2 százalékának közelébe csökkennek. Az elmúlt időszak hozamemelkedései a korábban várthoz képest enyhén növelik az államháztartás kamatkiadásait, ennek ellenére a kamatkiadások folytatódó csökkenésével számolunk a teljes előrejelzési horizonton. 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 hatására keresletbővítés várható, míg 2019-ben enyhén keresletszűkítő lehet a fiskális politika** (5-8. ábra). 2018-ban újabb termék- és szolgáltatáskörök áfakulcsa csökkent, illetve folytatódott a szociális hozzájárulási adó és az egészségügyi hozzájárulás kulcsainak csökkentése, valamint növekedett a kétgyermekesek családi adókedvezménye. 2019-ben és 2020-ban a költségvetés enyhén keresletszűkítő lehet, ami összességében anticiklikus fiskális politikát eredményez.

5.3.2. A 2018. évi egyenleg

**Előrejelzésünk szerint a 2018. évi ESA-hiány a GDP 2,2–2,3 százaléka lesz, ami kissé alacsonyabb a márciusi prognózisunknál** (5-2. táblázat). A költségvetési hiányra vonatkozó prognózisunk márciusi előrejelzésünkhöz

5-8. ábra: A fiskális keresleti hatás



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

Forrás: MNB

5-2. táblázat: A 2018. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest)

	Gazdasági alapfolyamatok	Intézkedés és egyéb
I. Központi bevételek	0,4	0,0
Gazdálkodó szervezetek befizetései	0,1	
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	0,2	
Munkát terhelő adók	0,2	
II. Központi kiadások	0,0	-0,2
Beruházási és folyó kiadások		-0,2
III. Egyéb hatások	0,0	-0,1
Egyéb		-0,1
<b>Összesen (I.+II.+III.)</b>	<b>0,4</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

képezt 0,1 százalékponttal csökkent, amelyet elsősorban a márciusi Inflációs jelentésben szereplő előrejelzésnél kedvezőbb makrogazdasági folyamatok indokolnak. A magasabb bérdinamika és a fogyasztás emelkedése növelte a munkát terhelő adókból és az általános forgalmi adókból származó bevételi prognózisunkat. A magasabb bevételeket részben ellensúlyozta, hogy kiadási oldalon a márciusi Inflációs jelentés óta beérkezett tényadatok alapján a költségvetési szervek kiadásai magasabbak lehetnek a korábban vártnál.

**A 2018. évi hiányprognózisunk enyhén alacsonyabb a 2,4 százalékos költségvetési előirányzatnál.** A munkát terhelő adókból származó bevételek mértéke előrejelzésünk szerint jelentősen meghaladhatja az előirányzatot, amit a törvényben szereplőnél kedvezőbb munkapiaci folyamatok magyaráznak. Az áfa-bevételekre vonatkozó előrejelzésünk elmarad az ideai előirányzattól, amit elsősorban a fehéredésre vonatkozó becslések különbözősége okozhat. Kiadási oldalon az eltérések fő indoka, hogy több olyan megvalósult intézkedés hatásával is számolunk, amelyet a költségvetési törvény még nem tartalmazott (előrehozott egészségügyi béremelés, az Erzsébet utalvány formájában nyújtott nyugdíjkiegészítés, téli rezsicsökkentés).

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

**2019-ben előrejelzésünk szerint a költségvetés hiánya az Országgyűlésnek benyújtott 2019. évi költségvetési törvényjavaslatban szereplő céllal összhangban a GDP 1,8 százalékán alakul.** A prognózisunk szerint az adóbevételek alacsonyabban alakulnak az előirányzatokhoz képest, ezt azonban ellensúlyozza, hogy az uniós programok effektív felhasználását és a kifizetésekhez kapcsolódó állami önrészt alacsonyabbra becsüljük, mint a költségvetési törvény. Az adóbevételek közti különbséget főként az adóalapokra vonatkozó eltérő prognózis indokolja. A törvény közel 3 százalékponttal magasabb ütemű bértömeg-növekedést vár előrejelzésünknel, míg a háztartások fogyasztási kiadása a törvény szerint 4,8 százalékkal emelkedik, ami szintén meghaladja az MNB által várt 3,2 százalékos növekedést. A magas reálbér-növekedés miatt a szociális hozzájárulási adó 2 százalékpontos csökkentésével a törvényjavaslat már 2019. július 1-től számol, így előrejelzésünkben ezt figyelembe vettük.

**Rendelkezésre álló költségvetési törvény hiányában 2020-ra technikai előrejelzést készítünk, amely csökkenő hiánypályát mutat.** A hiány 2019-hez képesti csökkenését főként a gazdaság bővüléséből eredő növekvő

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

	Eltérés az előirányzattól
<b>I. Központi kormányzat bevételei</b>	<b>0,1</b>
Munkát terhelő adók	0,3
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,2
<b>II. Központi kormányzat kiadásai</b>	<b>-0,1</b>
Nyugdíjkiadások	0,1
Előrehozott egészségügyi béremelés	-0,1
Téli rezsicsökkentés	-0,1
Egyszeri nyugdíjkiegészítés	-0,1
<b>III. Egyéb hatások</b>	<b>0,1 - 0,2</b>
Országvédelmi Alap zárolása	0,0 - 0,1
Módszertani változások	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>-0,6</b>
Fogyasztáshoz kapcsolódó adók	-0,3
Munkát terhelő adók	-0,3
<b>II. Központi kormányzat kiadásai</b>	<b>0,5</b>
EU támogatás felhasználás	0,4
Lakásépítési támogatások	0,05
<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

adóbevételek, illetve a mérséklődő kamatkidadások okozzák. A márciusi előrejelzéshez képest 0,2 százalékpontos hiánycsökkenést a kedvezőbb makrogazdasági folyamatokból származó magasabb adóalapok indokolják.

#### 5.3.4. Az alappályát övező kockázatok

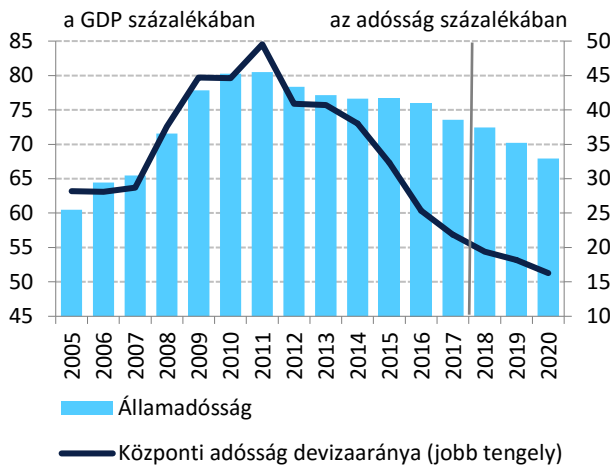
Előrejelzésünk alakulását továbbra is jelentősen befolyásolja az európai uniós támogatások kifizetésével, felhasználásával és az uniótól érkező átutalásokkal kapcsolatos bizonytalanság. A transzferek felhasználása a reálgazdasági folyamatokat, míg a támogatások megelőlegezése az államadósság alakulását befolyásolja. Prognózisunkban a 2018-as évre számottevő előlegkifizetéssel számolunk, ami átmenetileg jelentősen növeli az államadósság mértékét. 2020-ig azonban várhatóan csökkenni fog a megelőlegezés mértéke, továbbá a korábban kifizetett támogatások is fokozatosan beérkezhetnek a költségvetésbe. Ezekben az években az uniós transzferek segíthetik az adósság gyorsabb leépítését. A kifizetések reálgazdasági hatása, vagyis az uniós források effektív felhasználása előrejelzésünk szerint 2018-ban és 2019-ben lehet a legmagasabb. Ez a hatás a gazdaságot érdemben élénkíti, ugyanakkor az önrész növekedésén keresztül emeli a költségvetési hiányt.

A 2016. végi bérmegállapodás alapján a szociális hozzájárulási adó kulcsának következő csökkentését két negyedévvél azután kell végrehajtani, hogy a reálbérek átlagos növekedése meghaladta a 6 százalékot az előző kulcsnövekedés óta (azaz 2018. évkezdet óta). Az Országgyűlésnek benyújtott 2019. évi költségvetési törvényjavaslat szerint ez a kritérium már 2019 első negyedévében teljesül, tehát az adócsökkentésre 2019. július 1-től kerül sor. Elemzésünkben ezt tekintettük alappályának. Amennyiben az adókiengedés mégsem valósulna meg 2019 közepén, akkor az a költségvetési hiányt 0,2 százalékponttal mérsékelheti az alappályához képest.

#### 5.3.5. Az adósságpálya várható alakulása

**Az előzetes adatok szerint 2018. első negyedévének végén a GDP-arányos bruttó államadósság – az Eximbank adósságát is figyelembe véve – 74,2 százalék volt** (5-9. ábra). Az előző év azonos időszakához képest az adósságráta 2,0 százalékponttal mérséklődött, míg 2017. év végi értékéhez képest a szokásos évközi folyamatokkal összhangban enyhén, 0,6 százalékponttal emelkedett. Az év első negyedévében a nettó adósságkibocsátás és az átértékelődés is emelte az adósság értékét.

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



Forrás: MNB

Előrejelzésünk szerint – 2017. év végi, változatlan forint árfolyamot feltételezve – 2018. év végére 72,5 százalékra csökken a GDP-arányos bruttó államadósság, vagyis az Alaptörvény adósságszabálya várhatóan idén is teljesülni fog. Az előrejelzési horizonton az alapfolyamatokból az államadósság érdemi csökkenése rajzolódik ki, amit 2018-ban az uniós támogatások megelőlegezése jelentősen mérsékel. Előrejelzésünk szerint idén 1,1 százalékponttal, míg 2019-ben és 2020-ban mintegy 2-2 százalékponttal mérséklődhet a ráta értéke, ami így az előrejelzési horizont végére 68 százalék alá csökken. Prognózisunk alapján 2018. év végére a központi államadósság devizaaránya 19,4 százalékra csökken, míg az előrejelzési horizont végére megközelíti a 16 százalékot.

## 6. Kiemelt témák

### 6.1. A demográfiai trendek inflációra gyakorolt hatása

**Az infláció alakulását alapvetően a gazdaság ciklikus helyzete és a hosszabb távon jelentkező strukturális változások határozzák meg.** Ugyanakkor az elmúlt időszak hazai és nemzetközi tapasztalatai alapján a **belső gazdasági ciklus inflációs hatása csökkent.** Ezt alátámasztja, hogy az elméleti modellek előrejelzéseivel ellentétben a gyenge keresleti környezet nem eredményezett deflációt a válság időszakában, és az azt követő fellendülés során az árdinamika nem gyorsult érdemben. Emellett, bár a válságból való kilábalás sebessége jelentősen különbözött az egyes gazdaságokban, az eltérő munkaerőpiaci ciklusok ellenére az infláció alakulásában nem figyelhető meg divergencia.

**A ciklikus tényezők háttérbe szorulásával előtérbe került a strukturális változások inflációs hatásainak vizsgálata.** Az inflációt jelenleg és várhatóan a jövőben is befolyásoló strukturális tényezők közül elsősorban hármat emelhetünk ki: **a globalizációt, a technológiai fejlődést és a hozzákapcsolódó digitalizációt, illetve a demográfiai folyamatokat.** Az első két tényező hatásait korábbi Inflációs jelentéseinkben már bemutattuk, így ebben az elemzésben a figyelmet a demográfia és az infláció közötti kapcsolatra fordítjuk.<sup>5</sup>

A népesség számának és összetételének alakulása évtizedes távlatokban jelentősen befolyásolja a gazdasági folyamatokat, így napjaink demográfiai trendjeinek hatása kiemelkedő kérdés a gazdaságpolitika számára. Bár a népesedési folyamatok gazdasági növekedésre gyakorolt hatásai részletesen dokumentáltak, ezzel szemben kevesebb figyelem összpontosul arra, hogy azok hogyan hatnak a fogyasztói árakra. **A demográfia az inflációt befolyásoló strukturális tényezők között különleges helyet foglal el.** Ennek oka, hogy míg a többi strukturális tényező akár rövidebb távon is befolyásolhatja az infláció alakulását, addig **a demográfiai változások csak lassan, évtizedek alatt fejtik ki hatásukat az árak alakulására.** Ebből adódóan **a demográfia inflációra gyakorolt hatása nehezen számszerűsíthető, mert ez az évtizedek alatt jelentkező hatás nehezen különíthető el az inflációt befolyásoló egyéb strukturális tényezőktől.**

Az infláció és a népesedési folyamatok közötti összefüggések ismeretének fontosságát az adja, hogy **az elmúlt évtizedekben jelentős demográfiai változások zajlanak hazánkban és a fejlett országokban egyaránt. E változások a jelenlegi előrejelzések szerint a következő évtizedekben is folytatódnak,** így érdemi hatást gyakorolhatnak az infláció alakulására. A népesedési folyamatokban háromféle trend különíthető el:

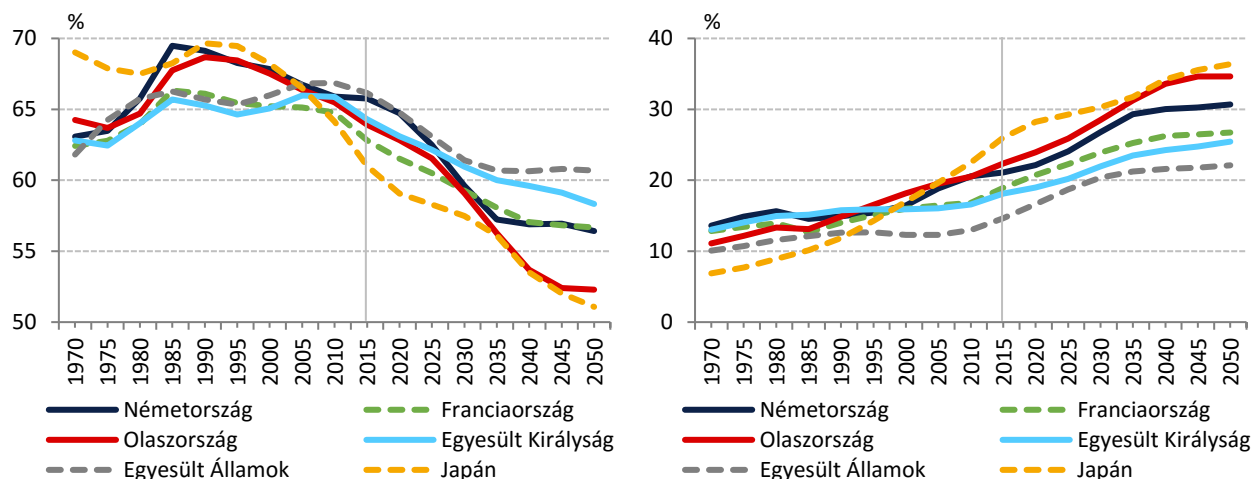
- a népességszám változása,
- a korösszetétel átalakulása és
- a várható életkor emelkedése.

Bár az ENSZ előrejelzése alapján a világ népességének növekedése az elkövetkező évtizedekben is folytatódik, ugyanakkor Európában és több fejlett országban ennek ellentéte várható: kontinensünk lakossága 2050-ig mintegy 26 millió fővel – 742 millióról 716 millió főre – csökken. A fejlett országok népességének korösszetétele is jelentős változáson megy keresztül az elkövetkező évtizedekben: a munkaképes korúak aránya csökken, míg az időskorúaké emelkedik (6-1. ábra).

<sup>5</sup> A globalizáció inflációra gyakorolt hatásáról a 2017. szeptemberi, míg a digitalizáció és az infláció kapcsolatáról a 2018. márciusi Inflációs jelentések kiemelt témaiban foglalkoztunk.



6-1. ábra: Munkaképes- (bal panel) és időskorúak (jobb panel) aránya a népességben belül néhány fejlett országban

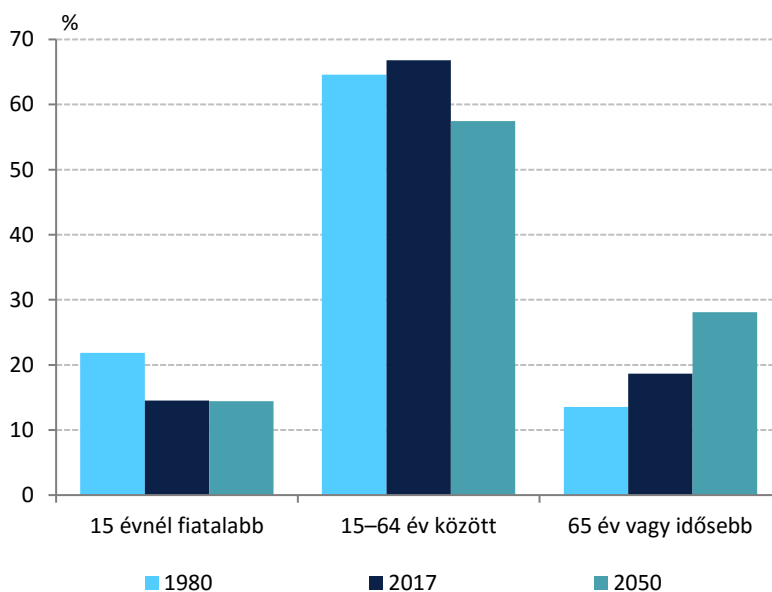


Megjegyzés: A munkavállaló korúak a 15–64 éves korosztályt, míg az időskorúak a 65 évnél idősebb korosztályt jelentik.

Forrás: UN Population Database

Az elmúlt évtizedekben hazánkban a fejlett országok többségéhez hasonló demográfiai változások figyelhetők meg: a népesség csökken és az átlagéletkor is emelkedik. A jelenlegi tendenciák folytatódása mellett **az Eurostat előrejelzése szerint a magyar népesség 9,8 milliós létszáma 2050-ig mintegy félmillió fővel csökkenhet. Emellett a népesség szerkezete is jelentősen megváltozhat: a leginkább munkaképes korú, 15–64 éves népesség aránya a jelenlegi 66,8-ról 57,5 százalékra csökken, miközben ezzel párhuzamosan a 65 éves vagy annál idősebb korosztály aránya mintegy 10 százalékponttal 28,1 százalékra emelkedik** (6-2. ábra). Ebben a mérsékelt születésszám mellett a várható életkor emelkedése is közrejátszik, ami a jelenlegi 73 évről 2050-ig 80 év fölé emelkedhet.

6-2. ábra: Korösszetétel alakulása Magyarországon












Megjegyzés: A 2050-es demográfiai szerkezet az Eurostat előrejelzésének alappályája alapján.

Forrás: KSH, Eurostat

A csökkenő népességszám, a megváltozó népességszerkezet és a magasabb várható életkor hatásai több csatornán keresztül jelentkeznek az inflációban. A demográfiai trendek hatást gyakorolnak a vállalati költségekre, illetve befolyásolják a termékek iránti keresletet és kínálatot is, így **költségoldalról, valamint a kereslet és kínálat egyensúlyán keresztül is eredményezhetnek inflációs, illetve dezinflációs hatást**. Bár az egyes csatornák jól beazonosíthatók, **a különböző demográfiai folyamatok ellentétes hatást gyakorolnak az inflációra**, ami nehezíti a demográfiahoz köthető inflációs hatások számszerűsítését (6-1. táblázat).

6-1. táblázat: Az egyes demográfiai folyamatok inflációs hatásának iránya

Demográfiai folyamatok	Inflációs hatás		
	Munkakínálat csatornája	Keresleti csatorna	Összesen
Csökkenő népesség			
Munkavállaló korúak arányának csökkenése			
Magasabb várható életkor			

Forrás: MNB-szerkesztés

A **népesség csökkenésének** következtében kínálati oldalon egyrészt csökken a munkaképes korúak száma, amely elsősorban a gazdasági fellendülések idején **feszebb munkaerőpiacot és így a bérek gyorsabb emelkedését** eredményezheti. A bérek növekedése megnöveli a vállalati költségeket, ami hosszabb távon az árak emelkedésének irányába hat. A költségoldalról jelentkező inflációs hatásokat ellensúlyozza azonban, hogy a népességcsökkenés eredményeképp **a fogyasztói kereslet is mérséklődhet**. Ez deflációs hatással jár, ha a fogyasztás csökkenéséhez a kínálat csak késleltetve tud alkalmazkodni (Yoon et al. 2014).<sup>6</sup> A kínálat kereslethez való alkalmazkodását akadályozhatja az is, hogy **a vállalatok népességcsökkenés esetén felül, míg népességemelkedés idején alul becsülhetik a jövőbeli keresletet** és ahhoz alakíthatják kapacitásukat (Inoue et al. 2017).<sup>7</sup> További deflációs hatást eredményezhet, hogy a csökkenő népesség miatt lassuló foglalkoztatásbővülés miatt **a gazdaság hosszú távú növekedési üteme lelassulhat, ami mérsékli az inflációs várakozásokat** és így a tényleges árdinamikát is (Shirakawa 2012).<sup>8</sup> Az empirikus vizsgálatok eredményei alapján összességében kijelenthető, hogy **az ellentétes irányú tényezőkből a deflációs hatásúak a meghatározóbbak, így a népességszám csökkenése alacsonyabb inflációt okoz.**

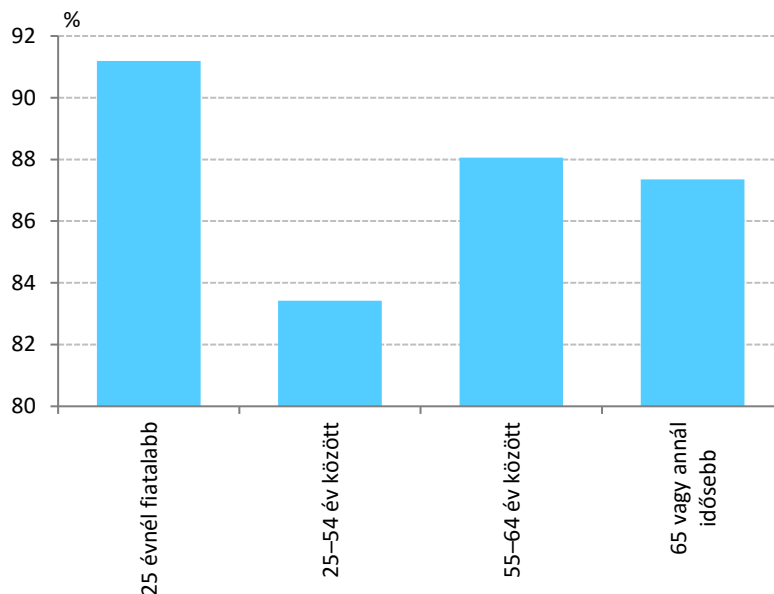
A népesség számának csökkenése mellett **a korösszetétel változása is jelentős hatást gyakorol az inflációra**. Ennek forrása, hogy az eltérő korosztályok különböző hatással bírnak a fogyasztói árak változására, mely alapvetően a különböző korcsoportok eltérő fogyasztási szokásaiból fakad (6-3. ábra).

<sup>6</sup> Yoon, J., W., Kim, J., Lee, J. (2014) „Impact of Demographic Changes on Inflation and the Macroeconomy”, IMF Working Papers, No. 14/210.

<sup>7</sup> Inoue, T., Nishimura, K., G., Shimizu, C., Deng, Y. (2017) „Aging Inflation and the Phillips Curve”, Presentation prepared for the Seminar at the University of Kent, November 2017.

<sup>8</sup> Shirakawa, M. (2012) „Demographic changes and macroeconomic performance – Japanese experiences”, Opening remarks at the 2012 BOJ-IMES Conference, Bank of Japan, Tokyo, 30 May 2012.

6-3. ábra: Háztartások fogyasztási rátája korcsoportok szerint 2016-ban

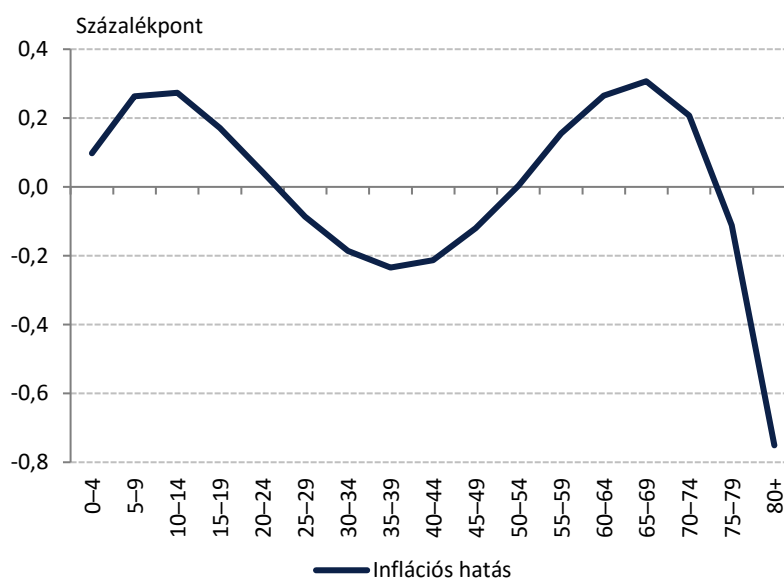


Megjegyzés: A teljes háztartás fogyasztási kiadása a háztartási szintű nettó jövedelem arányában. A korcsoport szerinti felosztás a háztartásfő életkora alapján történt.

Forrás: KSH

A fiatalabb és az idősebb korosztály alapvetően magasabb fogyasztási rátával rendelkezik, miközben foglalkoztatottságuk alacsonyabb. Így **a fiatalok és az idősebbek összességében kevesebbet termelnek, mint amennyit fogyasztanak, ami a kereslet és a kínálat eltérő irányú változásán keresztül az árak emelkedését eredményezi.** A fiatalabbakkal és az idősebbekkel ellentétben **a munkaképes korú népesség a jövedelmének nagyobb részét takarítja meg** a későbbi évekre, így fogyasztási rátájuk jellemzően alacsonyabb. Emellett **a nagyobb számú munkavállaló következtében a bérek is lassabban növekedhetnek.** Mindezen két hatás az árak lassabb emelkedését okozza. Így **a népességben belül a fiatalabb és az idősebb korosztály arányának emelkedése jellemzően inflációs, míg a munkaképes korú népesség arányának emelkedése deflációs hatást gyakorol.** Ezt Juselius és Takáts (2018) eredményei is alátámasztják: 22 fejlett ország 1870 és 2016 közötti adatain elvégzett becsléseik alapján a 0–24 éves és az 55–69 éves korosztály pozitívan, míg a 25–54 éves korosztály negatívan járul hozzá az inflációhoz (6-4. ábra).

6-4. ábra: Különböző korcsoportok becsült inflációs hatása



Megjegyzés: Adott korcsoport egy százalékpontnyi arányának inflációs hatása.

Forrás: Juselius–Takáts 2018

A népességszám csökkenése és a korösszetétel átalakulása mellett **a várható élettartam növekedése is befolyásolja az árak alakulását**. A magasabb várható élettartam miatt **az egyénnek a teljes életciklus alatt megszerzett jövedelmét hosszabb időszakra kell beosztani**. Ez a munkaképes korban magasabb megtakarítást, míg nyugdíjas életszakaszban egy évre vetítve alacsonyabb fogyasztást eredményez, ami a kínálathoz viszonyítva alacsonyabb kereslethez vezet (Vlieghe 2016).<sup>9</sup> A magasabb várható élettartam mellett a munkaképes kor is hosszabbá válik, enyhítve a népességcsökkenésből és korösszetétel-változásból eredő bérekre gyakorolt hatást. Így **a hosszabb életkor a lassabb árdinamika irányába hat**. Ezzel összhangban áll Juselius és Takáts (2018) eredménye is, akik a legidősebb – 75 vagy annál több éves – korosztályok esetében már dezinflációs hatást mutattak ki.

Összességében tehát a három fő, fejlett országot és hazánkat is befolyásoló demográfiai trend ellentétes hatást gyakorol az inflációra, így azok eredője határozza meg, hogy a népesedési folyamatok hogyan befolyásolják az infláció alakulását. Bár Juselius és Takáts (2018) elemzésükben nem vették figyelembe a népességszám változását, becslésük képet ad arról, hogy **a korösszetétel változása és a várható élettartam emelkedése együttesen** hogyan befolyásolta az inflációt az elmúlt évtizedekben és ez a hatás hogyan alakulhat a jövőben. Eredményeik alapján **az elmúlt négy évtizedben e tényezők az alacsonyabb árdinamika irányába hatottak** az elemzésbe bevont fejlett országok nagy részében. Ennek forrása, hogy bár az időskorúak arányának emelkedése már 1970-ben is megfigyelhető volt, annak inflációs hatásait még ellensúlyozni tudta a munkaképes korúak továbbra is magas aránya és az emelkedő élettartam. Ez azonban az elkövetkező évtizedekben várhatóan megfordul, abból adódóan, hogy a munkavállaló korúak arányának csökkenése felgyorsul, így az már nem tudja ellensúlyozni az idősebb korosztály emelkedéséből származó inflációs hatást. Így Juselius és Takáts (2018) becslései alapján **a következő évtizedekben – ellentétben az elmúlt 40 évben tapasztalhatóval – a népesedési folyamatok már pozitívan járhatnak hozzá az inflációhoz**. Ezt némileg ellensúlyozhatja azonban, hogy a vizsgálatba bevont országok közül több esetében az előrejelzések a – vizsgálatban figyelmen kívül hagyott – népességszám érdemi csökkenését vetítik előre.

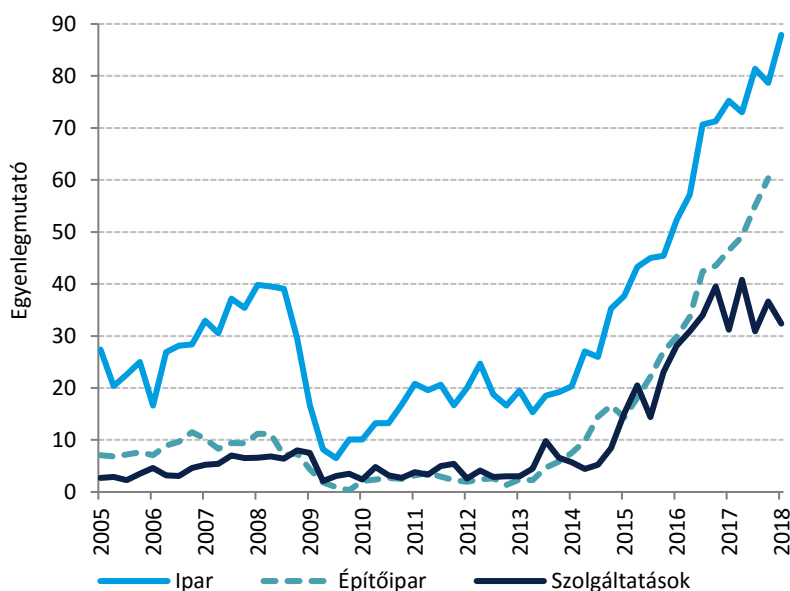
Hazánkban a 80-as évek óta tartó népességcsökkenés, valamint a folyamatosan emelkedő várható életkor az alacsonyabb, míg a változó népességszerkezet a magasabb infláció irányába hat. Bár az egyes folyamatokhoz kapcsolható inflációs hatások számszerűsítésnek nehézségei miatt ez egyértelműen nem jelenthető ki, de feltételezhető, hogy **a fejlett országokhoz hasonlóan a demográfiai trendek jelenleg összességében a mérsékeltbb infláció irányába hatnak hazánkban is**. Ugyanakkor előretételezve a korösszetételből eredő inflációs hatások várhatóan felerősödnek abból adódóan, hogy a munkaképes korú népesség arányának csökkenése és az idősebbek arányának emelkedése gyorsuló tendenciát mutat. Ebből adódóan **az elkövetkező évtizedekben a demográfia jelenlegi dezinflációs hatása a jövőben akár meg is fordulhat és a népesedési folyamatok összességében az áremelkedés irányába hathatnak**.

<sup>9</sup> Vlieghe, G. (2016) „Debt, Demographics and the Distribution of Income: New challenges for monetary policy”, Bank of England, Speech at the London School of Economics, 18 January 2016.

## 6.2. A munkaerőpiaci feszesség hatása a vállalati viselkedésre

Az elmúlt években a Magyarországon termelő vállalatok egyre erősebb versennyel szembesültek a munkaerőpiacon (6-5. ábra). Az ESI (Economic Sentiment Indicator) felmérése alapján 2013 vége óta a magyar gazdaság valamennyi szektorában a vállalatok egyre nagyobb aránya jelöli meg a termelés legfőbb korlátjaként a megfelelő munkaerőhöz való hozzáférés nehézségét, jelentősen meghaladva a válság előtti szinteket is. Az iparban ez az arány 2017 végére elérte a 80 százalékot, ami a szektorok között a legjelentősebb, 60 százalékpontos növekedés 2013 óta. De még a legkevésbé érintett szolgáltatások esetén is közel 40 százalékponttal növekedett ezen cégek aránya.

6-5. ábra: A munkaerőhiány mint termelést korlátozó tényező



Forrás: ESI, MNB

**A munkapiaci verseny erőssége az úgynevezett munkaerőpiaci feszességi mutatóval számszerűsíthető.** A feszesség azt mutatja meg, hogy egy adott munkaerőpiacon egy munkanélküliire hány darab betöltetlen álláshely jut. **Minél magasabb a mutató, azaz minél feszesebb a munkaerőpiac, annál erősebb a munkáltatói verseny a lehetséges munkavállalókért.** A munkapiaci feszesség pedig annál magasabb, minél alacsonyabb a munkanélküliek száma, illetve minél több a betöltésre váró álláshely. Hányadosként az alábbi módon adható meg:

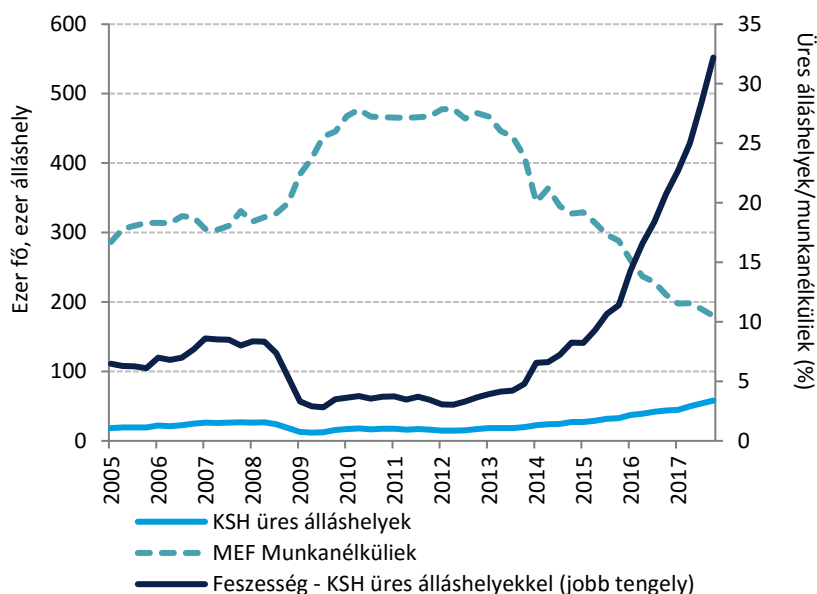
$$\text{feszesség} = \frac{\text{üres álláshelyek száma}}{\text{munkanélküliek száma}}$$

A **munkanélküliek** elsődleges mérőszáma a Központi Statisztikai Hivatal (továbbiakban KSH) által készített munkaerő-felmérésből származó munkanélküliség nagysága, a becslés során ez jelenti a kihasználatlan munkaerő-kapacitás mértékét. A betöltetlen **üres álláshelyek számáról** több statisztika is rendelkezésünkre áll: számításaink során a KSH intézményi munkaügyi felméréséből származó üres álláshelyek számát használjuk.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Ilyenek a KSH intézményi munkaügyi felméréséből származó üres álláshelyek száma, illetve a Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat (továbbiakban NFSZ) által közölt rendelkezésre álló nem támogatott álláshelyek állománya. A két statisztika különbsége abból fakad, hogy míg az NFSZ csak azokat az álláshelyeket foglalja magába, amit a munkaügyi központokban a vállalkozások bejelentettek, a KSH intézményi adatai a versenyszektor valamennyi, legalább 5 főt foglalkoztató vállalatának körében méri fel a betöltetlen álláshelyek számát. További különbség a kétféle idősor között, hogy a KSH adata jelenleg ismert következő negyedévben megüresedő vagy újonnan létesítendő álláshelyeket is tartalmazza. Fontos megjegyezni, hogy robusztusság vizsgálat szempontjából becsléseinket mindkét fent említett üres álláshely statisztikával számolt feszességi mutatóval elvégeztük és mind volumenében, mind irányában hasonló eredményeket kaptunk.

A munkapiac 2013-tól tartó folyamatos feszesedéséhez mind a munkanélküliek számának csökkenése, mind a betöltetlen állások állományának növekedése egyaránt hozzájárult (6-6. ábra).

6-6. ábra: A feszesedés, az üres álláshelyek és a munkanélküliek számának alakulása



Forrás: KSH, MNB

#### 6.2.1. A munkaerőpiaci feszesedés hatása a bérnövekedésre makrogazdasági szinten

A munkaerőpiac feszesebbé válása természetes velejárója a növekedési fordulatnak, hiszen a növekvő kereslet kielégítéséhez egyre több ember munkájára teremődik igény a vállalatoknál. Mivel a vállalatok egyre nehezebben tudják kielégíteni munkaerőigényüket újabb emberek felvételével, a munkáltatók között egyre fokozódik a verseny a megfelelően képzett munkavállalóért. Az erősödő versenyre adott vállalati reakciók egyik legkézenfekvőbb csatornája a béralkalmazkodás.

A bér Phillips-görbe a bérváltozás és a munkaerőpiaci ciklikus helyzete közötti kapcsolatot hivatott megragadni makrogazdasági szinten. A közgazdasági gyakorlatban bevett módon a munkapiaci helyzet indikátoraként használható a munkanélküliségi ráta, a munkapiaci feszesedés, vagy akár a munkanélküliségen végzett trendszűrési eljárásokkal előállított ciklikus komponens. Vizsgálatunkban a feszeségből származtatott mérőszámmal mérjük meg a munkapiaci ciklikus állapotát, ahol a munkanélküliség üres álláshelyekre vetített számát használjuk<sup>11</sup>.

A becslésnél figyelembe vettük a munkatermelékenység  $\left(\frac{Y_t}{L_t}\right)$  és az inflációs várakozások  $(\pi_t^e)$ , valamint az adminisztratív munkaerő-piaci intézkedések (minimálbér-emelések, járulékcsökkentések  $(minw_t)$ ) bérekre gyakorolt hatásait:

$$\Delta \log(w_t) = \alpha + \beta_1 \cdot \text{feszesés}_t + \beta_2 \cdot \pi_t^e + \beta_3 \cdot \Delta \log\left(\frac{Y_t}{L_t}\right) + \delta_t \cdot minw_t + \varepsilon_t$$

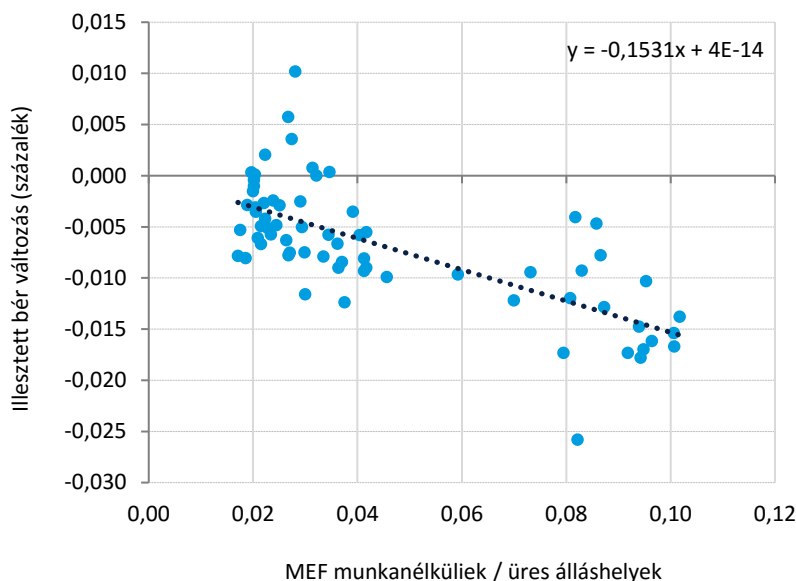
ahol az  $\varepsilon_t$  a hibtagot jelöli.

2000-2017 közötti időszakon – szemben az ár Phillips-görbe ellaposodásával – a bérváltozás és a munkaerőpiaci folyamatokat megragadó módosított feszesedés között szignifikáns negatív kapcsolat mutatható ki (6-7. ábra), ami alátámasztja, hogy az alacsonyabb munkanélküliség miatti erősebb munkaerőpiaci verseny dinamikus bérnövekedéssel jár együtt. Granger-tesztalátámasztható, hogy a két változó között időbeli oksági kapcsolat van: a bérezés követi a feszeséget

<sup>11</sup> A tanulmány elején bevezetett feszeségi mérőszám inverzeként állítottuk elő a mutatót, ami így azt fejezi ki, hogy 100 üres álláshelyre hány álláskereső pályázik az adott időszakban.

alakulását. A becslés alapján, ha **10 százalékkal több munkanélküli jut ugyanannyi betöltetlen állásra, az átlagosan 1,5 százalékponttal mérsékli az éves bérnövekedést.**

6-7. ábra: Bér-Phillips görbe



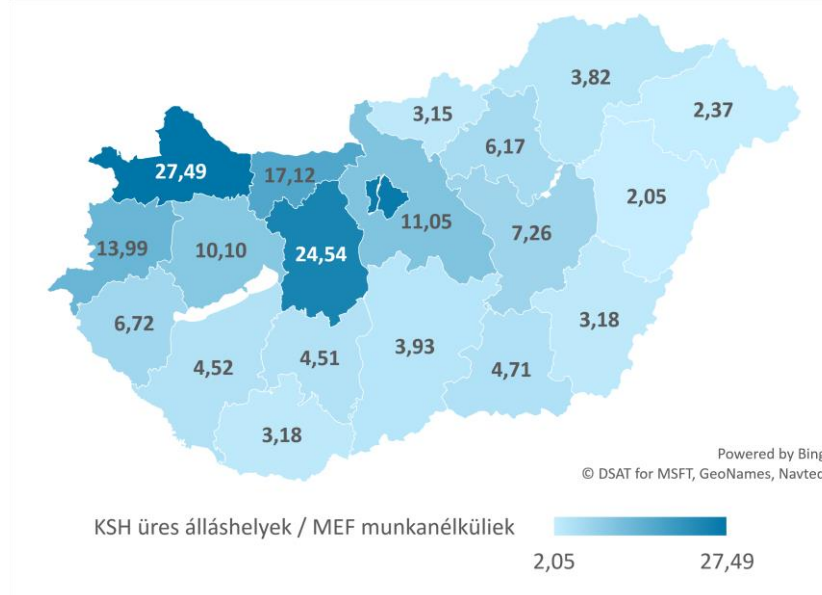
Megjegyzés: Az ábrán a feszességi mutató inverze szerepel a könnyebb értelmezés céljából.

Forrás: KSH, MNB

#### 6.2.2. A munkaerőpiaci feszesség hatása a vállalati alkalmazkodás egyéb csatornáira munkavállaló és cég szinten

Ahhoz, hogy egy tipikus cég, vagy tipikus munkavállaló feszesedő munkapiachoz történő alkalmazkodását tudjuk megmérni **vállalati és munkavállalói szintű** (úgynevezett mikro-) **adatokon** is végrehajtottuk egy regressziós becslést. Olyan munkavállalókat (illetve cégeket) hasonlítottunk össze, amelyek különböző feszességű munkapiacokon dolgoztak (működtek). Becslésünkben ezeket az összehasonlításokat az teszi kivitelezhetővé, hogy az erősödő munkapiaci verseny nemcsak időben változott, de nagy területi eltéréseket is mutatott az országon belül: **jelentősebb feszesség az észak-nyugati megyékben és Budapesten alakult ki** (6-8. ábra).

6-8. ábra: KSH üres álláshelyekkel számolt feszességi mutató megyénként, 2015-ben



Forrás: KSH, MNB



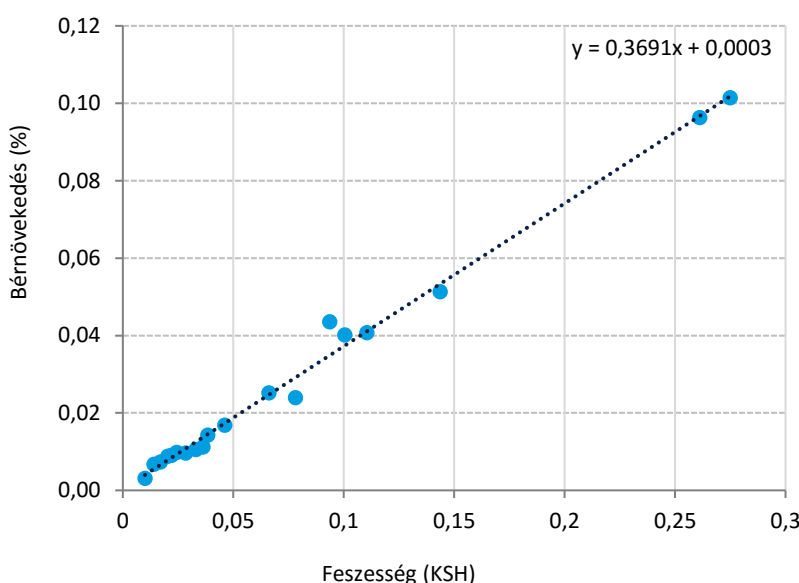
A becslési eljárás során (panelökonometriai módszerekkel) becsült egyenletünk az alábbi formában írható fel:

$$d \ln y_{ict} = \gamma \cdot \text{feszesseg}_{ct} + \delta \ln y_{ict} + X_{ict} \cdot \beta + FE_i + FT_t + u_{ict}$$

ahol  $y_{ict}$ , vagyis a regresszált változóként a bért, a ledolgozott munkaórákat (munkavállalói szintű), illetve a beruházást (vállalati szintű) szerepeltettük.<sup>12</sup> Az  $X_{ict}$  olyan vállalati kontrollokat foglal magába, mint a cégméret, ágazat (TEÁOR), amelyben a vállalat működik, állami és külföldi tulajdon aránya, tőke-munka arány, munkatermelékenység, illetve a beruházás szintje. Munkavállalói szintű becslésünkénél ezek a kontrollok ( $X_{ict}$ ) a nem, a kor, a kor négyzete, legmagasabb iskolai végzettség, foglalkozási kategória (FEOR), munkaszerződés típusa, valamint a bal oldali változó (bér, munkaóra) logaritmus. A modell emellett vállalati ( $FE_i$ ) és idő ( $FT_t$ ) fix hatásokat is tartalmaz, hogy képesek legyünk elkülöníteni a feszesseg hatását a vizsgált vállalatok egyéb tulajdonságainak a hatásaitól.

Arra, hogy a feszesseg miként hat a vizsgált baloldali változókra, a becsült  $\gamma$  paraméter nagysága ad választ: minél nagyobb pozitív értéket vesz fel  $\gamma$ , annál jobban hat a munkaerőpiac feszesége a vizsgált változóra.

6-9. ábra: A bérezés és a feszesseg kapcsolata

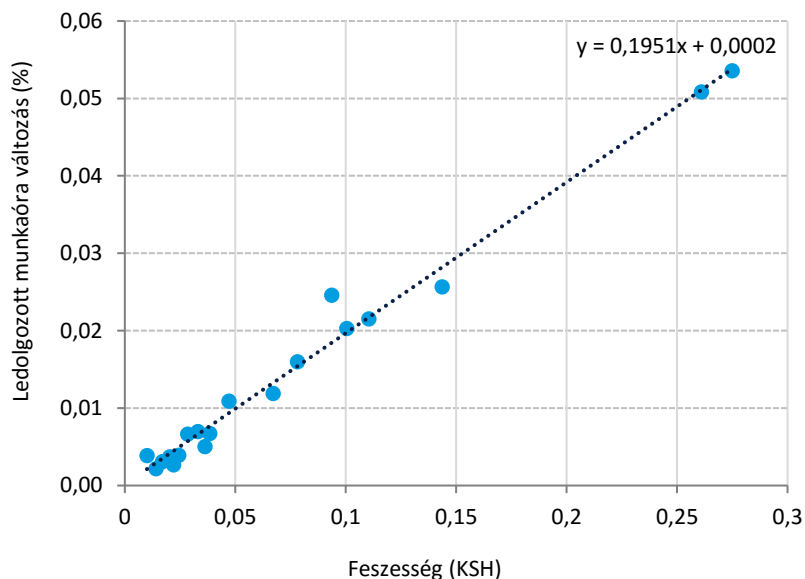


Forrás: Bértarifa adatbázis alapján MNB saját számítás

**A nagyobb feszesseggel szembesülő cégeknek jobb bérajánlatokkal van esélyük helyt állni a kevesebb álláskeresőért folytatott versenyben.** Ez alapján arra számítunk, hogy a feszesebb munkapiacokon működő cégek jobban emelik a béreiket. A vállalatok béralkalmazkodását vizsgálva azt kaptuk, hogy **egy 10 százalékponttal feszesebb munkapiacn működő cég munkavállalójának átlagosan 3,6 százalékponttal volt magasabb béremelkedése** éves szinten, figyelembe véve számos vállalati és munkavállalói jellemzőt az összehasonlíthatóság érdekében (6-9. ábra).

<sup>12</sup> Az indexek közül az  $i$  az adott vállalatot/munkavállalót jelöli,  $c$  a megye, amelyben a cég tevékenykedik,  $t$  pedig szokványosan az időindexet jelenti, években.

6-10. ábra: A ledolgozott munkaórák és a feszesség kapcsolata



Forrás: Bértarifa adatbázis alapján MNB saját számítás

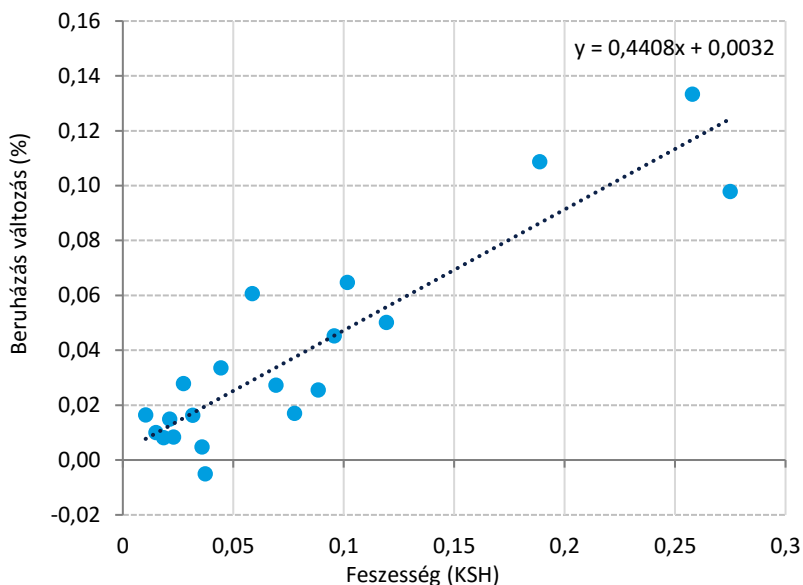
Mivel feszesebb munkapiaci környezetben a vállalatok nehezebben tudják bővíteni a munkaerő-kapacitásaikat, ezért a vállalatok egy része **a munkaszervezés átalakításával reagál az erősödő munkapiaci versenyre**. Ez a meglévő kapacitásaik intenzívebb kihasználását is jelentheti, ami az egy munkavállalóra eső munkaórák emelkedésével mutatkozik meg az adatokban. Ezek alapján azt várjuk, hogy a feszesebb munkapiac a munkaórák számának emelkedését vonja maga után. **Eredményeink alapján egy 10 százalékponttal feszesebb munkapiacra alkalmazott munkavállalók heti ledolgozott munkaórái átlagosan 2 százalékponttal voltak magasabbak** (6-10. ábra).

**A munkaszervezés átalakítása a beruházások növekedését is maga után vonhatja**, mivel a munkakörülmények javítása anyagi ráfordításokkal is jár. Ezen kívül előfordulhat, hogy egyes vállalatok a nehezebben vagy drágábban hozzáférhető munkaerő egy részét gépesítéssel (tőkeállományuk növelésével) helyettesítik a termelési technológiájukban, a robotizáció globális trendjébe illeszkedve. Mindkét csatorna a beruházások növekedését eredményezheti rövid távon. Ezek alapján azt várjuk, hogy a feszesebb munkapiacra működő cégek jobban növelték a beruházásaikat. **Eredményeink alapján egy 10 százalékponttal feszesebb munkaerőpiacon működő vállalat szignifikánsan több beruházást eszközölt, átlagosan 4,4 százalékponttal többet** (6-11. ábra).

Az utóbbi évek megnövekedett munkaerő iránti keresletéhez különböző kormányzati és jegybanki növekedésélénkítő programok is hozzájárultak, amelyek megjelennek a feszesség beruházásokra gyakorolt hatásában is, és amiket a jelen mikro alapú becslésben nem tudunk megragadni a kihagyott változós torzítások miatt.<sup>13</sup> Így a munkaerőpiaci feszesség tényleges beruházási hatása az itt becsülnél némileg alacsonyabban lehet.

<sup>13</sup> A felhasznált vállalati adatbázis limitációi miatt jelen becslésünkben nem kontrollálunk a vállalatok pénzügyi helyzetére és a vállalat korára, ami így a kihagyott változókon keresztül torzítást okoz a becsült paraméterben.

6-11. ábra: A beruházások és a feszeség kapcsolata



Forrás: Bértarifa adatbázis alapján MNB saját számítás

### 6.2.3. Felhasznált adatok

A betölthető álláshelyek számának meghatározásához a versenyszféra munkaerőigényét a KSH intézményi munkaügyi felméréséből származó üres álláshelyek számából származtatjuk. Az álláskeresőket a Munkaerő-felmérésből számolt munkanélküliek számával mérjük. Mindkét változót megyei szinten évenként aggregálva képezzük a feszeség mutatónkát, a kettő hányadosaként. Az így előállított mutatót a vizsgált független változónk panel-regressziós elemzésünkben. A vizsgált évek a 2010 és 2015 közötti időszakot fedik le. A rendelkezésre álló adatok rövid idődimenziója ellenére is kiterjeszthetők eredményeink a 2015 utáni időszakra, mivel minden ilyen típusú elemzéshez hasonlóan mi is feltételezzük, hogy keresett összefüggések lineárisak, ezért a mintán kívül is érvényesek.

Vállalati szintű becsléseinket a Nemzeti Adó- és Vámhivatal 2016-ig rendelkezésre álló éves paneladatbázisán hajtottuk végre, melyet az NFSZ által rendelkezésre bocsátott területi (megyei szintű) feszeség aggregátumokkal kapcsolunk össze. Az adatbázis éves szinten átlagosan 400 ezer vállalatot tartalmaz (366 és 418 ezer között).

Az egyéni munkavállalói szintű becsléseinkhez az éves Bértarifa-felmérés paneladatbázisát használtuk fel, 2010-2015 közötti időintervallumon. Az NFSZ éves gyakorisággal készíti a felvételt a vállalatok körében a bérek struktúrájáról, a mikroatbázis megfigyelési egysége az alkalmazott. A sokaságba az 5-50 fő közötti állományi létszámmal rendelkező cégek egy – változó – mintája, az 50 fő feletti vállalatok teljes mintája, továbbá a költségvetési szervek mindegyike szerepel. Az 50 főnél kevesebbet foglalkoztató vállalatok és a nem profitorientált szervezetek minden alkalmazottjukról szolgáltatnak adatot. A legalább 50 főt foglalkoztató vállalatok, valamint mérettől függően a költségvetési szervezetek pedig véletlen mintavétellel választják ki azokat az alkalmazottakat, akikről adatokat szolgáltatnak.

### 6.2.4. Összegzés

Arra kerestük a választ, hogy a különböző magyar vállalatok milyen csatornákon és mennyire tudtak alkalmazkodni a munkavállalókért folytatott, 2013 óta folyamatosan erősödő versenyhez. A munkapiaci verseny erősségét a feszeség mutatóval mértük. A nagyobb feszeséggel szembesülő vállalatok alkalmazkodási csatornáik közül **a bérezés, a munkaórák és a beruházások** voltak a legjelentősebbek. A nemzetgazdasági szintű adatokon végzett vizsgálatunk alapján, a **2000-2017 közötti időszakon a bérváltozás és a munkaerőpiaci feszeség között szignifikáns pozitív kapcsolat mutatható ki**. Vállalati és munkavállalói szintű adatokon végrehajtott becsléseink nyomán elmondható, hogy a **munkavállalókért folytatott verseny hozzájárult a bérek, a ledolgozott munkaórák és a beruházások emelkedéséhez. Becslésünk szerint egy 10 százalékponttal feszesebb munkapiacra működő cég munkavállalójának átlagosan 3,5 százalékponttal volt magasabb béremelkedése**. Mivel 2013 és 2017 között a feszeség mintegy 30 százalékponttal emelkedett a bruttó átlagkereset ebben az időszakban megfigyelt összesen 27,5 százalékos növekedéséből, számításaink szerint nagyjából 10,5 - 14,5 százalékpont hozható összefüggésbe az erősödő munkapiaci versenyel.

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

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

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

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

Forrás: MNB

7-2. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzó hatásra (százalékpont, illetve százalék)

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

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

Forrás: MNB

# Ábrák és táblázatok jegyzéke

## Ábrák jegyzéke

1-1. ábra: Az inflációs előrejelzés legyezőábrája .....	11
1-2. ábra: Rövid távú inflációs előrejelzésünk havi lefutása .....	11
1-3. ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója .....	12
1-4. ábra: Az üzemanyagok inflációban betöltött súlya és a gazdasági fejlettség kapcsolata .....	13
1-5. ábra: A globális olajkereslet, a kitermelés és a készletek változásának alakulása .....	14
1-6. ábra: ábra: Az inflációs előrejelzés dekompozíciója .....	14
1-7. ábra: A GDP-előrejelzés legyezőábrája, szezonálisan és naptárhatással kiigazított és kiegyensúlyozott adatok alapján .....	15
1-8. ábra: Rövid távú GDP előrejelzésünk nyers és igazított idősorai, valamint a naptárhatás alakulása .....	15
1-9. ábra: Hozzájárulás a GDP éves változásához .....	16
1-10. ábra: A lakosság reáljövedelmének alakulása .....	16
1-11. ábra: A lakosság fogyasztási, beruházási és megtakarítási rátájának alakulása a rendelkezésre álló jövedelem arányában .....	16
1-12. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	17
1-13. ábra: A beruházási ráta alakulása szektoronként .....	17
1-14. ábra: Az exportpiaci részesedés változása .....	17
1-15. ábra: A fiskális keresleti hatás és az uniós források effektív felhasználása .....	19
1-16. ábra: Foglalkoztatási, aktivitási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban .....	20
1-17. ábra: Az érdemi minimálbér- és garantált bérminimum emelések hatása a versenyszféra bérdinamikájára .....	20
1-18. ábra: A versenyszféra reál fajlagos munkaerőköltség növekedésének felbontása .....	21
1-19. ábra: A versenyszféra bruttó átlagkereset és átlagos munkaerőköltség éves változása .....	21
1-20. ábra: Az adószűrt maginfláció és a versenyszféra bruttó béreinek kapcsolata .....	22
1-21. ábra: A bérek és az árak közötti kapcsolat csatornái .....	22
1-22. ábra: A bérhányad alakulása nemzetközi összehasonlításban .....	23
2-1. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása az éves inflációs előrejelzésünkre .....	26
2-2. ábra: Az alternatív forgatókönyvek hatása GDP-előrejelzésünkre .....	27
2-3. ábra: Kockázati térkép: az alternatív forgatókönyvek hatása előrejelzésünkre .....	27
3-1. ábra: A GDP éves változása egyes globálisan meghatározó gazdaságokban .....	29
3-2. ábra: GDP éves változása egyes feltörekvő gazdaságokban .....	29
3-3. ábra: Globális inflációs folyamatok .....	30
3-4. ábra: A jegybankok inflációs célja és az infláció alakulása .....	30
3-5. ábra: Jegybanki mérlegfőösszeg a fejlett országokban .....	31
3-6. ábra: Feltörekvő piaci tőkeáramlás heti bontásban és a 10 éves amerikai állampapírhozamok alakulása .....	31
3-7. ábra: Kétéves lejáratú német, olasz és spanyol állampapírhozamok .....	31
3-8. ábra: Fontosabb nyersanyagárak szintjének alakulása .....	32
3-9. ábra: A GDP éves változása az eurozónában .....	32
3-10. ábra: Német és euroövezeti konjunktúraindikátorok alakulása .....	33
3-11. ábra: Eurozóna munkanélküliségi rátája .....	33
3-12. ábra: A GDP éves változása Kelet-Közép-Európában .....	34
3-13. ábra: Jegybankok inflációs célja, az infláció alakulása és az elemzői várakozások .....	34
3-14. ábra: A GDP éves változásához való hozzájárulás .....	35
3-15. ábra: Fogyasztási csoportok éves változása .....	35
3-16. ábra: A GDP termelésének éves változásához való hozzájárulás .....	36
3-17. ábra: A háztartások nettó pénzügyi megtakarításai .....	36
3-18. ábra: A piaci alapú szolgáltatások alágazatainak növekedési hozzájárulása .....	36

3-19. ábra: A kiskereskedelmi értékesítések, keresetek és a fogyasztói bizalmi index alakulása .....	37
3-20. ábra: A beruházások éves változásának felbontása .....	37
3-21. ábra: A teljes vállalati és a kkv-szektor hitelállományának éves változása .....	37
3-22. ábra: Az újlakásépítések és építési engedélyek alakulása .....	38
3-23. ábra: A külkereskedelmi egyenleg alakulása .....	38
3-24. ábra: Az építőipar növekedési hozzájárulása és súlya a nemzetgazdaságban .....	39
3-25. ábra: Az építőiparban foglalkoztatottak száma .....	40
3-26. ábra: Aktivitási, foglalkoztatási és munkanélküliségi ráta a nemzetgazdaságban .....	41
3-27. ábra: Főbb foglalkoztatási mutatók éves változása .....	41
3-28. ábra: A Beveridge-görbe alakulása .....	42
3-29. ábra: A kibocsátási rés körüli bizonytalansági sáv .....	42
3-30. ábra: Sikeres nemzetközi konvergenciaidőszakok növekedési jellemzői .....	43
3-31. ábra: A versenyképesség és a gazdasági fejlettség kapcsolata .....	44
3-32. ábra: Hazánk versenyképességi jellemzői a visegrádi országokhoz és Ausztriához viszonyítva .....	45
3-33. ábra: Az inflációs alapmutatók .....	46
3-34. ábra: A piaci szolgáltatások árváltozása .....	46
3-35. ábra: Piaci szolgáltatások inflációja .....	47
3-36. ábra: Inflációs várakozások a régióban .....	47
3-37. ábra: A kiskereskedelmi és a szolgáltató szektor árakra vonatkozó várakozásai .....	47
3-38. ábra: Rendszeres bérek havi változása a versenyszférában .....	48
4-1. ábra: A hazai 5 éves szuverén CDS-felár tényezői .....	49
4-2. ábra: A régiós devizaárfolyamok alakulása .....	49
4-3. ábra: A külföldiek forint állampapír-állománya .....	50
4-4. ábra: Az állampapír-piaci referenciahozamok alakulása .....	50
4-5. ábra: Régiós 10 éves benchmarkhozamok alakulása .....	50
4-6. ábra: Heti feltörekvő kötvénypiaci tőkeáramlások és a 10 éves amerikai állampapír hozam alakulása .....	51
4-7. ábra: Feltörekvő országokban és az eurozóna periféria országaiban látott piaci elmozdulás 2017 szeptembere óta ...	52
4-8. ábra: Folyó fizetési mérleg és államháztartási egyenleg feltörekvő országokban .....	52
4-9. ábra: Költségvetési egyenlegek (bal panel) és a ciklikusan igazított elsődleges egyenlegek (jobb panel) alakulása a vizsgált országokban .....	54
4-10. ábra: Költségvetési egyenlegek és a kamatkondíciók változása .....	54
4-11. ábra: A vállalati simított kamatok és felárak alakulása devizanem szerinti bontásban .....	56
4-12. ábra: Hitelezési feltételek változása a vállalati és a lakossági szegmensben .....	56
4-13. ábra: A lakáscélú és fogyasztási hitelek simított teljes hitelköltsége (THM) és felára .....	57
4-14. ábra: Az előrettekintő reálkamatlábak alakulása .....	57
5-1. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei .....	58
5-2. ábra: A pénzügyi mérleg alakulása .....	59
5-3. ábra: A külső finanszírozási képesség az egyes szektorok finanszírozási képessége szerint .....	59
5-4. ábra: A nettó külső adósság alakulása .....	59
5-5. ábra: A külső finanszírozási képesség alakulása .....	60
5-6. ábra: A szektorok finanszírozási képességének alakulása .....	61
5-7. ábra: A költségvetési egyenleg és az állami kamatkidadások alakulása .....	62
5-8. ábra: A fiskális keresleti hatás .....	63
5-9. ábra: Az államadósság várható alakulása – előrettekintve változatlan, 2017. végi árfolyamon számítva .....	65
6-1. ábra: Munkaképes- (bal panel) és időskorúak (jobb panel) aránya a népességen belül néhány fejlett országban .....	67
6-2. ábra: Korösszetétel alakulása Magyarországon .....	67
6-3. ábra: Háztartások fogyasztási rátája korcsoportok szerint 2016-ban .....	69
6-4. ábra: Különböző korcsoportok becsült inflációs hatása .....	69
6-5. ábra: A munkaerőhiány mint termelést korlátozó tényező .....	71
6-6. ábra: A feszesség, az üres álláshelyek és a munkanélküliek számának alakulása .....	72
6-7. ábra: Bér-Phillips görbe .....	73

6-8. ábra: KSH üres álláshelyekkel számolt feszességi mutató megyénként, 2015-ben .....	73
6-9. ábra: A bérezés és a feszesség kapcsolata .....	74
6-10. ábra: A ledolgozott munkaórák és a feszesség kapcsolata.....	75
6-11. ábra: A beruházások és a feszesség kapcsolata .....	76

### Táblázatok jegyzéke

1-1. táblázat: Az inflációs előrejelzésünk részletei .....	12
1-2. táblázat: Előrejelzésünk főbb külső feltevéseinek alakulása .....	18
1-3. táblázat: Előrejelzéseink változása az előző Inflációs jelentéshez képest .....	24
1-4. táblázat: Az MNB alap-előrejelzése összevetve más prognózisokkal.....	25
4-1. táblázat: A fiskális és monetáris politika gazdasági növekedésre gyakorolt várható hatása .....	55
5-1. táblázat: Államháztartási egyenlegmutatók.....	62
5-2. táblázat: A 2018. évi ESA-egyenlegre vonatkozó előrejelzésünk változásának felbontása (az előző Inflációs jelentéshez képest) .....	63
5-3. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2018. évi költségvetési törvény előirányzataitól .....	64
5-4. táblázat: Előrejelzésünk eltérései a 2019. évi költségvetési törvény előirányzataitól .....	64
6-1. táblázat: Az egyes demográfiai folyamatok inflációs hatásának iránya .....	68
7-1. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	77
7-2. táblázat: Az infláció megbontása bejövő és áthúzódó hatásra (százalékpont, illetve százalék) .....	77





---

# 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 bevételét emelhessék, reform jellegű, átfogó pénzügyi intézkedésekre volt szükség. Mátyás felismerte, hogy megoldást csak egy központosított, az egész országra kiterjedő pénzügyi rendszer jelenthet, a királyi jövedelmeknek egy kézbe, a kincstartóhoz kell befutnia. Mátyás reformjait az országgyűlés elfogadta, és rendeleteit 1467. március 25-én ki is hirdették.

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

## **INFLÁCIÓS JELENTÉS**

**2018. június**

Nyomda: Pauker–Prospektus–SPL konzorcium

8200 Veszprém, Tartu u. 6.

mnb.hu

©MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.